

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Stanovení hodnoty vybraného podniku: Pilulka Lékárny a.s.

The Valuation of the Selected Company: Pilulka Lékárny a.s.

STUDIJNÍ PROGRAM

Projektové řízení inovací

VEDOUCÍ PRÁCE

doc. Ing. Irena Jindřichovská, CSc.

KOVÁŘOVÁ

TEREZA

2023

I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení: **Kovářová** Jméno: **Tereza** Osobní číslo: **484230**
Fakulta/ústav: **Masarykův ústav vyšších studií**
Zadávací katedra/ústav: **Institut manažerských studií**
Studijní program: **Projektové řízení inovací**

II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:

Stanovení hodnoty vybraného podniku: Pilulka Lékárny a.s

Název diplomové práce anglicky:

The Valuation of the Selected Company: Pilulka Lékárny a.s

Pokyny pro vypracování:

Cíl: Cílem diplomové práce je odhad tržní hodnoty vybraného podniku.
Přínos: Přínosem práce je ocenění společnosti jako podklad pro potenciálního investora.
Osnova: 1. Úvod 2. Teoretická část: Vymezení základních pojmů, metod a postupů pro stanovení hodnoty podniku 3. Praktická část: Představení společnosti, strategická a finanční analýza, finanční plán, stanovení hodnoty společnosti pomocí metod uvedených v teoretické části 4. Závěr

Seznam doporučené literatury:

FOTR, Jiří, Emil VACÍK, Ivan SOUČEK, Miroslav ŠPAČEK a Stanislav HÁJEK. Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe. 2., aktualizované a doplněné vydání. Praha: Grada Publishing, 2020. Expert (Grada). ISBN 978-80-271-2499-2.
Damodaran, Aswath. Applied corporate finance. John Wiley & Sons, 2010.
KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ. Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy. V Praze: C.H. Beck, 2015. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-538-1.
MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.
VOCHOZKA, Marek. Metody komplexního hodnocení podniku. 2. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2020. Finance (Grada). ISBN 978-80-271-1701-7.

Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:

doc. Ing. Irena Jindřichovská, CSc. Masarykův ústav vyšších studií ČVUT v Praze

Jméno a pracoviště druhé(ho) vedoucí(ho) nebo konzultanta(ky) diplomové práce:

Datum zadání diplomové práce: **09.12.2022** Termín odevzdání diplomové práce: **17.08.2023**

Platnost zadání diplomové práce: _____

doc. Ing. Irena Jindřichovská, CSc.
podpis vedoucí(ho) práce

Ing. Dagmar Skokanová, Ph.D.
podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry

prof. PhDr. Vladimíra Dvořáková, CSc.
podpis děkana(ky)

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

Diplomantka bere na vědomí, že je povinna vypracovat diplomovou práci samostatně, bez cizí pomoci, s výjimkou poskytnutých konzultací. Seznam použité literatury, jiných pramenů a jmen konzultantů je třeba uvést v diplomové práci.

Datum převzetí zadání

Podpis studentky

KOVÁŘOVÁ, Tereza. *Stanovení hodnoty vybraného podniku: Pilulka Lékárny a.s.* Praha: ČVUT 2023.
Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií.



**MASARYKŮV ÚSTAV
VYŠŠÍCH STUDIÍ
ČVUT V PRAZE**

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem svou diplomovou práci vypracovala samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citovala a uvádím je v příloženém seznamu použité literatury.

Nemám závažný důvod proti zpřístupňování této závěrečné práce v souladu se zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) v platném znění.

V Praze dne: 16. 08. 2023

Podpis:

Poděkování

Ráda bych poděkovala vedoucí diplomové práce doc. Ing. Ireně Jindřichovské, CSc. za ochotu, trpělivost a cenné rady v průběhu tvorby práce. Mé díky patří i přátelům a zejména rodině, která mě psychicky podporovala v průběhu celého studia.

Abstrakt

Cílem závěrečné práce je stanovit hodnotu společnosti Pilulka Lékárny a.s. k 31.12.2022 jako podklad pro rozhodnutí potenciálního investora. Práce je rozdělena do dvou částí, jimiž jsou část teoretická a praktická. V rámci teoretické části jsou vymezeny základní pojmy související s problematikou ocenění společně s metodami a postupy určenými ke stanovení hodnoty podniku. Praktická část využívá znalostí získaných v teoretické části práce. Nejprve je provedena strategická analýza společnosti, využívající PEST analýzu a Porterův model. Následuje finanční analýza, která hodnotí finanční situaci společnosti dle vybraných nástrojů. Stanovení provozně nutných a nenutných aktiv a následné určení generátorů hodnoty předchází sestavení finančního plánu, ze kterého vychází výsledné ocenění. Hodnota společnosti je v závěru práce určena pomocí výnosové metody diskontovaného cash flow.

Klíčová slova

Stanovení hodnoty podniku, ocenění podniku, hodnota podniku, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán, Pilulka Lékárny a.s.

Abstract

The aim of the final work is to determine the value of Pilulka Lékárny a.s. as of 31.12.2022 as a basis for the decision of a potential investor. The thesis is divided into two parts, which are theoretical and practical. The theoretical part defines basic concepts related to the problematics of valuation together with methods and procedures designed to determine the value of the company. The practical part uses the knowledge acquired in the theoretical part of the thesis. First, a strategic analysis of the company is performed, using PEST analysis and Porter's model. This is followed by a financial analysis, which evaluates the financial situation of the company according to the selected tools. Determination of operationally necessary and non-necessary assets and the subsequent determination of value generators precedes the construction of a financial plan, from which the resulting valuation is based. The value of the company is finally determined using the discounted cash flow method.

Key words

Valuation of business value, business valuation, business value, strategic analysis, financial analysis, value generators, financial plan, Pilulka Lékárny a.s.

Obsah

Úvod	5
1 Vymezení základních pojmů	7
1.1 Podnik	7
1.2 Hodnota podniku	7
1.2.1 Tržní hodnota	8
1.2.2 Spravedlivá hodnota	9
1.2.3 Investiční hodnota	9
1.2.4 Objektivizovaná hodnota	10
1.2.5 Kolínská škola	10
1.3 Důvody ocenění podniku	11
1.4 Postup při oceňování podniku	11
2 Strategická analýza	13
2.1 Analýza makroprostředí	13
2.1.1 PEST analýza	13
2.2 Analýza mikroprostředí	14
2.2.1 Porterův model pěti sil	15
3 Finanční analýza	17
3.1 Základní účetní výkazy	17
3.1.1 Rozvaha	18
3.1.2 Výkaz zisku a ztráty	19
3.1.3 Výkaz peněžních toků	20
3.2 Analýza absolutních ukazatelů	20
3.2.1 Horizontální analýza	20
3.2.2 Vertikální analýza	21
3.2.3 Bilanční pravidla	21
3.3 Analýza rozdílových ukazatelů	22
3.3.1 Čistý pracovní kapitál	22
3.4 Analýza poměrových ukazatelů	22
3.4.1 Ukazatele rentability	23
3.4.2 Ukazatele likvidity	24

3.4.3	Ukazatele zadluženosti.....	24
3.4.4	Ukazatele aktivity	25
3.5	Soustavy vybraných ukazatelů.....	27
3.5.1	Index IN05	27
3.5.2	Kralickův Quicktest.....	28
4	Aktiva provozně nutná a nenutná.....	30
4.1	Nejčastější položky neprovozních aktiv	30
4.1.1	Krátkodobý finanční majetek	30
4.1.2	Peněžní prostředky.....	30
4.1.3	Dlouhodobý finanční majetek	31
4.1.4	Ostatní provozně nenutná aktiva	31
4.2	Provozně nutný investovaný kapitál.....	31
4.3	Korigovaný provozní výsledek hospodaření	31
5	Generátory hodnoty	33
5.1	Tržby	33
5.2	Provozní zisková marže.....	33
5.2.1	Prognóza ziskové marže shora	33
5.2.2	Prognóza ziskové marže zdola.....	34
5.3	Pracovní kapitál	34
5.4	Investice do dlouhodobého majetku.....	35
6	Finanční plán	37
6.1	Postup při tvorbě finančního plánu	37
7	Metody stanovení hodnoty podniku.....	38
7.1	Metoda diskontovaného cash flow	39
7.1.1	Metoda DCF entity	39
7.1.2	Metoda DCF equity.....	41
7.1.3	Metoda DCF APV	41
7.2	Ocenění na bázi historických cen.....	41
8	Představení společnosti	43
8.1	Základní údaje společnosti	43
8.2	Historie a vývoj společnosti	45
8.3	Hlavní činnosti společnosti	45

8.4	Budoucnost.....	47
9	Strategická analýza	48
9.1	Analýza PEST.....	48
9.1.1	Politicko-právní faktory.....	48
9.1.2	Ekonomické faktory.....	49
9.1.3	Sociální faktory.....	53
9.1.4	Technologické faktory.....	54
9.2	Porterův model pěti sil.....	55
9.2.1	Vyjednávací síla odběratelů.....	55
9.2.2	Vyjednávací síla dodavatelů.....	56
9.2.3	Stávající konkurence.....	56
9.2.4	Hrozba vstupu nových konkurentů.....	59
9.2.5	Hrozba substitutů.....	59
10	Finanční analýza	60
10.1	Analýza absolutních ukazatelů.....	60
10.1.1	Horizontální analýza rozvahy.....	60
10.1.2	Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty.....	62
10.1.3	Vertikální analýza rozvahy.....	64
10.1.4	Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty.....	66
10.1.5	Bilanční pravidla.....	67
10.2	Analýza rozdílových ukazatelů.....	68
10.2.1	Čistý pracovní kapitál.....	68
10.3	Analýza poměrových ukazatelů.....	69
10.3.1	Ukazatele rentability.....	69
10.3.2	Ukazatele likvidity.....	70
10.3.3	Ukazatele zadluženosti.....	71
10.3.4	Ukazatele aktivity.....	71
10.4	Soustavy vybraných ukazatelů.....	73
10.4.1	Index IN05.....	73
10.4.2	Kralický Quicktest.....	74
11	Aktiva provozně nutná a nenutná.....	76
11.1	Dlouhodobý finanční majetek.....	76

11.2	Peněžní prostředky	76
12	Generátory hodnoty	78
12.1	Tržby	78
12.2	Provozní zisková marže.....	79
12.3	Pracovní kapitál	80
12.4	Investice do dlouhodobého majetku.....	82
13	Finanční plán	84
13.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty	84
13.2	Plán rozvahy.....	85
14	Ocenění podniku.....	87
14.1	FCFF.....	87
14.2	Diskontní míra.....	87
14.3	Stanovení hodnoty pomocí dvoufázové metody.....	88
	Závěr	91
	Seznam použité literatury	93
	Seznam elektronických zdrojů	94
	Seznam tabulek	99
	Seznam grafů.....	100
	Seznam obrázků.....	100
	Seznam příloh.....	100

Úvod

Záměrem této práce je stanovit hodnotu společnosti Pilulka Lékárny a.s. jako poklad pro rozhodnutí potenciálního investora. Předmětem ocenění je mateřská společnost skupiny Pilulka Lékárny a.s., která se soustředí na český trh skrze kamenné prodejny a internetový obchod. Společnost je mladou, rychle rostoucí firmou, která se během posledních let dostala mezi přední lékárenské řetězce. Zákazníky se snaží získat především svou technologickou vyspělostí, za kterou obdržela několik ocenění. Kromě lékárenského a přidruženého zdravotnického zboží nabízí skrze e-shop i potravinové doplňky, produkty pro domácí mazlíčky, či drobnou elektroniku.

Práce je členěna do dvou částí, jimiž jsou teoretická a praktická část. Teoretická část vymezuje základní pojmy, které souvisí s tematikou ocenění podniku. Následně je představena strategická analýza a metody, které jsou použity ke zhodnocení faktorů působících na makroprostředí a mikroprostředí společnosti. Finanční analýza uvádí nejčastěji používané nástroje ke zhodnocení finanční situace podniku, kterými jsou jednotlivé absolutní a poměrové ukazatele, doplněné o bankrotní a bonitní modely. Dále jsou představeny kapitoly, které definují postup pro určení provozně nutných a nenutných aktiv a generátorů hodnoty, na něž navazuje finanční plán. Teoretickou část uzavírají metody pro stanovení hodnoty podniku, kde je vybrána a blíže specifikována metoda diskontovaného cash flow.

V úvodu praktické části je společnost představena včetně její hlavní podnikové činnosti. Uveden je i historický vývoj doplněný o kroky, které by chtěla společnost podniknout v blízké budoucnosti. Následuje strategická analýza, která hodnotí prostředí společnosti pomocí PEST analýzy a Porterova modelu pěti konkurenčních sil. Součástí je i analýza odvětví, kterým je primárně maloobchod s farmaceutickým a zdravotnickým zbožím. Finanční analýza využívá vybraných nástrojů, kterými hodnotí finanční zdraví společnosti ve sledovaném období. Pro celou praktickou část je využito veřejně dostupných zdrojů, primárně účetních výkazů společnosti za roky 2018 až 2022. Informace o odvětví vychází z dat zveřejněných Českým statistickým úřadem. Podkladem pro tvorbu finančního plánu jsou generátory hodnoty a rozlišení aktiv na ta, která souvisí s hlavní činností podniku, a která nikoliv. Finální kapitolou práce je stanovení hodnoty společnosti Pilulka Lékárny a.s. výnosovou metodou DCF entity.

TEORETICKÁ ČÁST

1 Vymezení základních pojmů

Pro správnost a úplnost práce je na začátku nutné vymezit některé základní pojmy, které jsou součástí ocenění podniku. Důležité je určit definici podniku, definovat jeho hodnotu a báze, dle kterých může být podnik oceňován. Kapitola bude uzavřena rozlišením jednotlivých důvodů ocenění a stanovením základního postupu při oceňování.

1.1 Podnik

Nejprve je nutné uvést definici podniku, v odborné literatuře je možné nalézt hned několik variant jejího znění. Podstatný je však význam definice, která je stanovena zákonem. Od 1.1.2014 je pojem podnik označen v Novém občanském zákoníku jako obchodní závod a definován následujícím způsobem: „*Obchodní závod (dále jen „závod“)* je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“ (Zákon č. 89/2012 Sb., § 502)

Kromě uvedeného právního pohledu nelze opomenout, že je podnik rovněž i hospodářským celkem a jeho definici lze vymezit následujícím způsobem: „*Podnik je funkčním celkem – entitou, která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti i budoucnosti.*“ Tato charakteristika má pak podstatný vliv na jeho hodnotu a tvoří základ pro výnosové ocenění podniku. (Kislingerová, 2001, str. 10)

Mařík (2018, str. 17) pak uvedené definice doplňuje o tvrzení: „*Podle některých autorů lze podnik definovat jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které zpravidla existují velmi málo transparentní trhy.*“

Vzhledem k tomu, že je pojem podnik v ekonomické teorii a praxi ustáleným výrazem a rovněž odpovídá mezinárodní oceňovací terminologii, bude v práci dále použit právě tento termín. Pojem podnik bude pro účely oceňování považován za synonymum obchodního závodu dle občanského zákoníku.

1.2 Hodnota podniku

Přestože se lze často setkat s požadavkem na určení objektivní hodnoty podniku, je nutné uvést, že nic takového jako objektivní hodnota podniku neexistuje. Mařík (2018, str. 24) tuto skutečnost vysvětluje tím, že je hodnota podniku založena na projekci budoucího vývoje, a jedná se tak o odhad, jakožto názor oceňovatele. *Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) diskontovanými na jejich současnou hodnotu.* (Mařík, 2018, str. 24)

Při pohledu na podnik jako na zboží, uvádí Kislingerová (2001, str. 10) dvě různé hodnoty podniku:

1. Užitná hodnota – vyplývá z toho, že součástí podniku jsou jeho technické, ekonomické, sociální a další aspekty. Funkční celek je pak schopný přinášet užitek v budoucnosti. Užitná hodnota podniku je totožná s užitnou hodnotou jakéhokoliv jiného zboží, ve smyslu takovém, že je pro každého vlastníka podniku individuální a subjektivní.
2. Směnná hodnota – je dána střetem nabídek kupujícího a poptávajícího. Jak již bylo zmíněno, objektivní hodnota je relativní a mění se v závislosti na vývoji budoucích užitků. Hodnotu podniku proto můžeme vymežit pouze k určitému okamžiku, na základě informací o účelu ocenění.

Konečná cena, za kterou je podnik prodán, je tedy ovlivněna řadou několika faktorů. Z tohoto důvodu se nedá hodnota podniku ztotožnit s cenou, jak je tomu u jiného zboží, a jejich rovnost nastává jen výjimečně. (Kislingerová, 2001, str. 11)

Podnik můžeme oceňovat na dvou různých hladinách:

- Hodnota brutto – oceňuje podnik jako celek. Vymezuje hodnotu kapitálu, který do podniku vložili věřitelé i vlastníci.
- Hodnota netto – znázorňuje ocenění na úrovni vlastníků podniku. Vyjadřuje hodnotu kapitálu, který do podniku vložili vlastníci. (Mařík, 2018, str. 19)

Báze, někdy také kategorie či standardy hodnoty, modifikují v určitém měřítku základní přístup k ocenění a je proto důležité je jasně vymežit. Mařík (2018, str. 25) uvádí, že existuje pět základních bází hodnoty:

1. Tržní hodnota
2. Investiční hodnota (subjektivní hodnota)
3. Spravedlivá hodnota
4. Objektivizovaná hodnota
5. Kolínská škola

Mezinárodní oceňovací standardy jsou zaměřeny zejména na tržní hodnotu a vymezení jejího znění, a rovněž pak na investiční a spravedlivou hodnotu, které jsou součástí skupiny netržních bází hodnoty. Německé přístupy rozvíjejí více bází investiční hodnoty, která se zde nazývá subjektivní hodnotou a také specifické báze, kterými jsou objektivizovaná hodnota a komplexní přístup na základě Kolínské školy. (Mařík, 2018, str. 25-26)

1.2.1 Tržní hodnota

Mezinárodní oceňovací standardy kladou důraz na znění definice tržní hodnoty, kterou lze považovat za jádro oceňování a stanovují ji následujícím způsobem: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek nebo závazek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci za obvyklých podmínek a po náležitém marketingu a pokud obě strany jednaly informovaně, obezřetně a bez nátlaku.*“ (IVSC, 2022, str. 22, vlastní překlad)

Mařík (2018, str. 26) udává, že tržní hodnota podniku odpovídá na otázku, kolik je ochoten zaplatit průměrný zájemce na trhu. Zároveň dodává, že tržní hodnota obsahuje předpoklad nejvyššího a nejlepšího ocenění, které je v Mezinárodních oceňovacích standardech definováno takto: „*Nejvyšší a nejlepší využití je takové využití aktiva, které maximalizuje jeho potenciál a které je možné, právně přípustné a finančně proveditelné. Nejvyšší a nejlepší využití může být pokračováním stávajícího využití aktiva nebo nějakého alternativní využití. Určuje se podle využití, které by měl účastník trhu na mysli pro dané aktivum při formulování ceny, kterou by byl ochoten nabídnout.*“ (IVSC, 2022, str. 24, vlastní překlad)

Tržní hodnota nemusí být určena pouze z cen konkrétního aktiva na trhu, může být stanovena různými metodami, v našich podmínkách je nejčastěji využívanou metoda výnosová. Finanční plán a diskontní míra však musí alespoň částečně vycházet z názorů trhu a tržních dat. Z hlediska ekonomické teorie lze tržní hodnotu označit za odhad rovnovážné ceny, kterou je cena, která vyrovnává nabídku s poptávkou. (Mařík, 2018, str. 29)

1.2.2 Spravedlivá hodnota

V případě této báze hodnoty je cílem zodpovědět na otázku, za jakou hodnotu by bylo spravedlivé převést podnik mezi určitou dvojicí subjektů. (Mařík, 2018, str. 32)

Mezinárodní oceňovací standardy uvádějí, že „*Spravedlivá hodnota je odhadovaná cena za převod aktiva nebo závazku mezi identifikovanými znalými a ochotnými stranami, která odráží příslušné zájmy těchto stran.*“ (IVSC, 2022, str. 21, vlastní překlad) Představuje tedy odhad ceny, která je spravedlivá mezi dvěma stranami, když jsou zohledněny výhody či nevýhody, které mohou být spojeny s transakcí pro každou ze stran. Jinak tomu bylo u již zmíněné tržní hodnoty, v jejímž případě mohou být promítnuty jen ty výhody, které může mít kterýkoliv subjekt na trhu. Spravedlivá hodnota je tudíž širším pojmem než hodnota tržní, nicméně v některých případech mohou být hodnoty na stejné úrovni. (Mařík, 2018, str. 33)

1.2.3 Investiční hodnota

Investiční hodnota odpovídá na otázku, jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního subjektu. Mezinárodní investiční standardy ji vymezují jako „*hodnotu aktiva pro konkrétního stávajícího nebo potenciálního vlastníka za účelem individuálních investičních nebo provozních cílů.*“ (IVSC, 2022, str. 22, vlastní překlad)

Podle Čižinské (2018, str. 21) se jedná o hodnotu, která vyplývá z držení aktiva podnikem konkrétním subjektem s danými cíli a nemusí být spojena s jeho prodejem. Investiční hodnota může být jak vyšší, tak nižší než hodnota tržní.

Mařík (2018, str. 34) uvádí, že rozdílem této báze hodnoty od dvou předchozích, je právě fakt, že nepředpokládá hypotetickou směnu. Investiční hodnota zahrnuje podmínky a finanční cíle subjektu, z jehož pohledu je kalkulována. Charakteristické pro tuto bázi hodnoty je, že budoucí peněžní toky

jsou v rozhodujícím rozsahu představou manažerů oceňovaného subjektu či investora a diskontní míra je určena na základě alternativních investic, kterých může daný subjekt využít. (Mařík, 2018, str. 34)

1.2.4 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota se od ostatních ocenění dost liší. Pro odhadce je efektivnější vycházet z objektivní představy, kterou může určit jen profesionál. Jak již však bylo zmíněno, hodnota podniku není objektivní vlastností, a tudíž nic jako objektivní hodnota podniku neexistuje. Odhadci proto přišli s řešením ve formě „objektivizované“ hodnoty, která odpovídá na to, jakou hodnotu je možné označit za relativně méně spornou.

Dle německých oceňovacích standardů by měla být objektivizovaná hodnota stanovena jako následující: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*“ (v překladu Mařík, 2018, s. 35)

1.2.5 Kolínská škola

Kolínská škola je založena na názoru, že ocenění nemá cenu upravovat na základě jednotlivých podniků, ale na obecných funkcích, plynoucích pro uživatele výsledků ocenění. V rámci Kolínské školy je možné rozlišit několik funkcí oceňování a rovněž oceňovatele:

- Funkce poradenská – cílem je poskytnout kupním stranám informace o hraniční hodnotě kupujícího a prodávajícího
- Funkce rozhodčí – nezávislý oceňovatel, respektive rozhodčí, má za úkol odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce a určit spravedlivou hodnotu v mezích odhadnutého rozpětí
- Funkce argumentační – oceňovatel hledá argumenty pro zlepšení postavení konkrétní strany, argumenty jsou použity jako podklad pro jednání
- Funkce komunikační – jedná se o podklady pro komunikaci s investory a bankami
- Funkce daňová – záměrem je poskytnout podklady k daňovým účelům (Mařík, 2018, str. 38-39)

Pojem hraniční hodnoty kupujícího a prodávajícího v rámci německé Kolínské školy je ve své podstatě investiční hodnotou podle Mezinárodních oceňovacích standardů. Dle daných očekávání konkrétního subjektu je zdůrazněno minimum nebo maximum, a tudíž hranice, která by byla limitem pro rozhodování zvoleného subjektu. Rozhodčí hodnota Kolínské školy by pak měla odpovídat spravedlivé hodnotě v Mezinárodních oceňovacích standardech. (Mařík, 2018, str. 40)

1.3 Důvody ocenění podniku

Důvodů pro oceňování podniku může být mnoho. Výsledný užitek pro objednatele služby ocenění se pak liší podle potřeb a účelů, ke kterým má sloužit. Vzhledem k velké různorodosti podnětů, Mařík (2018, str. 42) udává, že je nejprve vhodné rozlišit, zda se jedná o ocenění související s vlastnickými změnami, nebo nikoliv. Dané kategorie dělí Mařík (2018, str. 42-43) uvedeným způsobem:

1. Ocenění související se změnou vlastnictví podniku
 - Koupě obchodního závodu
 - Nepeněžitý vklad
 - Koupě či směna účastnických cenných papírů
 - Povinná nabídka na převzetí při ovládnutí cílové společnosti
 - Fúze nebo rozdělení společnosti

2. Ocenění, kdy nedochází k vlastnickým změnám
 - Změna právní formy
 - Zastavení podílu v korporaci
 - Poskytování úvěru
 - Sanace podniku

Uvedené důvody ocenění podniku je možné doplnit o příklady nejběžnějších důvodů ocenění, mezi které Kislingerová (2001, str. 11) řadí zvýšení či snížení základního kapitálu vstupem nebo výstupem společníka, restrukturalizaci podniku či pojištění podniku.

1.4 Postup při oceňování podniku

Postup oceňování podniku je podmíněn několika faktory, mezi něž patří zejména zmiňované důvody ocenění, báze hodnoty, zvolené metody a další. Obecně se však doporučuje postupovat tímto způsobem:

1. *„Sběr vstupních dat*
2. *Analýza dat*
 - a. *Strategická analýza*
 - b. *Finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku*
 - c. *Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná*
 - d. *Analýza a prognóza generátorů hodnoty*
 - e. *Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty*
3. *Sestavení finančního plánu*
4. *Ocenění podle zvolených metod*
5. *Souhrnné ocenění“* (Mařík, 2018, str. 71)

V praxi budou mít jednotlivé části procesu různou podobu a váhu, hlavně v závislosti na zvolené metodě ocenění. Platí zde zároveň pravidlo, že čím je podnik větší a složitější, tím by měly být jednotlivé kroky postupu ocenění podrobnější. Strategická analýza by měla být součástí každého ocenění. V případě finanční analýzy může být její význam mírně ovlivněn, například při použití majetkových metod by měla finanční analýza o trochu menší váhu. Rozdělení aktiv na provozně nutná a provozně nenutná je doporučeno vždy, když jsou k dispozici potřebné informace. Pro prokázání dlouhodobé perspektivy podniku je nutné vždy provést analýzu a prognózu generátorů hodnoty. Finanční plán musí být zpracován jen v situaci, kdy bude využito jedné z výnosových metod. Volba konkrétní metody by měla být řádně zdůvodněna, ideální je využít více metod, ze kterých je vyvozeno ocenění souhrnné. (Mařík, 2018, str. 71-72)

2 Strategická analýza

Tato kapitola bude věnována strategické analýze jakožto klíčové fázi procesu ocenění. Její hlavní funkcí je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného subjektu. Součástí strategické analýzy jsou různé techniky, určené pro identifikaci vztahů mezi okolím podniku a jeho zdrojovým potenciálem. Strategická analýza tvoří základ pro stanovení poslání, cílů a samotné strategie. Aby byla strategie pro konkrétní podnik vhodně formulována, je nutné identifikovat, analyzovat a vyhodnotit všechny možné související faktory, které by mohly ovlivnit budoucnost podniku. Důležitým faktorem pro kvalitní zpracování strategie je znalost informací o celkovém okolí společnosti a jeho předpokládaném vývoji. (Kislingerová a Synek, 2015, str. 186)

Jelikož se jedná o klíčový předpoklad věrohodnosti finálního ocenění, je důležité, aby strategická analýza měla konkrétní výsledky. Mařík (2018, str. 75) uvádí, že je nezbytné, aby zodpověděla na tři zásadní otázky:

- Jaké jsou perspektivy podniku v dlouhodobém horizontu?
- Jaký lze očekávat vývoj trhu, konkurence a zejména z toho vycházející vývoj tržeb podniku?
- Jaká rizika jsou spojena s provozováním podniku?

2.1 Analýza makroprostředí

Součástí makroprostředí jsou vlivy a situace, které podnik svou činností nemůže ovlivnit, nebo jen velmi obtížně. Je důležité vycházet z analýzy vzdáleného, globálního prostředí a postupně směřovat až k faktorům lokálního trhu. Ze všech identifikovaných faktorů je pak cílem zvolit pouze ty, které jsou pro zvolený podnik významné. (Jakubíková, 2013, str. 99)

2.1.1 PEST analýza

Je jedním z nejpoužívanějších nástrojů pro analýzu makroprostředí. Mezi zkoumané faktory, tvořící akronym pro název této analýzy, patří politicko-právní, ekonomické, sociální a technologické vlivy.

Politicko-právní faktory

Vytváří rámec pro všechny podnikatelské činnosti. Podle Jakubíkové (2013, str. 100) mezi ně lze zařadit následující:

- Politická stabilita a vliv politických stran
- Fiskální a sociální politika
- Činnost zájmových sdružení a svazů
- Zákony
- Ochrana životního prostředí

Ekonomické faktory

Spadají do nich makroekonomické údaje a jejich trendy, jak národní, tak světové. Úspěšnost podniku na trhu je determinována mírou ekonomického růstu, která přímo ovlivňuje příležitosti a hrozby. Fotr a spol. (2020, str. 58) mezi ně uvádí:

- Kurzy měn
- Inlace
- Úrokové sazby
- Vývoj HDP
- Míra nezaměstnanosti
- Průměrné mzdy a jejich vývoj

Sociální faktory

Někdy též sociokulturní či sociálně – demografické faktory se stávají vlivem globalizace velmi významnou složkou analýzy makroprostředí. Nejvýznamnější faktory dle Fotra a spol. (2020, str. 58) jsou:

- Demografický vývoj populace
- Míra korupce
- Míra vzdělanosti
- Životní úroveň
- Tradice, náboženství

Technologické faktory

Jsou v dnešní době neopominutelnými faktory vzhledem k rychlosti vývoje technologií a jejich trendů. Na základě míry přizpůsobení se těmto trendům pak lze určit, zda má podnik konkurenční výhodu, či zda ztrácí svou pozici na trhu. Fotr a spol. (2020, str. 59) uvádí mezi technologické faktory, na které je nutné se zaměřit:

- Vládní výdaje na vědu a výzkum
- Rozsah vlastních inovací
- Změny tempa vývoje technologie v konkrétní oblasti
- Nástup nových technologií
- Informační infrastruktura
- Ceny přírodních zdrojů a jejich růst

2.2 Analýza mikroprostředí

Analýza mikroprostředí je dána analýzou odvětví, ve kterém podnik aktuálně figuruje, nebo kam by chtěl do budoucna rozšířit svou působnost. Vývoj odvětví je determinován poměrem nabídky a poptávky v konkrétním časovém horizontu. V případě oceňování je tato analýza zvláště důležitou, jelikož vymezuje fundamentální okruhy problémů, kterými jsou vymezení charakteristik odvětví a prognóza vývoje trhu. (Fotr a spol. 2020, str. 60; Kislíngerová, 2001, str. 32)

2.2.1 Porterův model pěti sil

Činnost podniku je nejen determinována aktuální rivalitou firem působících v odvětví, ale i vyjednávací silou dodavatelů a odběratelů, hrozbou substitučních výrobků a služeb a v neposlední řadě hrozbou vstupu nové konkurence na trh. Pro analýzu těchto hybných sil, které působí na konkurenční pozici podniku v odvětví, se nejčastěji používá právě Porterův model pěti sil.

1. Vyjednávací síla odběratelů

Odběratelé vstupují do obchodních vztahů s cílem vyjednat co nejvýhodnější podmínky. V případě jejich silné vyjednávací síly mohou negativně ovlivnit zisk podniku. Při analýze síly odběratelů je nejprve nutné rozlišit, kdo je vlastně koncovým zákazníkem. V případě jednotlivce či rodiny budou rozhodovat sociální či psychologické faktory. Naproti tomu, pokud je odběratelem subjekt trhu výrobců, bude se rozhodovat na základě racionálních kritérií, jakými jsou kvalita, cena, doba dodání a další. (Tomek, 2009, str. 74)

Fotr a spol. (2020, str. 61) označují za hlavní faktory, určující vyjednávací sílu odběratelů:

- Počet zákazníků
- Diferenciace produktů
- Cenová citlivost zákazníků
- Substituty dodávek

2. Vyjednávací síla dodavatelů

Stejně jako v případě odběratelů se dodavatelé snaží vyjednat co nejlepší smluvní podmínky. Proti silné vyjednávací síle dodavatelů je možné se bránit kvalitním přehledem o cenách, zvyklostech a dodacích podmínkách jednotlivých dodavatelů. Pro oblast nákupů je vhodné využívat efektivního marketingového informačního systému. V neposlední řadě je doporučeno znát výpočet případných nákladů spojených s potenciální změnou dodavatele. (Blažková, 2007, str. 59)

Síla dodavatelů a její potenciál růstu jsou podle Fotra a spol. (2020, str. 61) podmíněny následujícími faktory:

- Vzdálenost dodavatele
- Monopol dodavatele
- Unikátnost dodavatelových produktů
- Možnost změny produktu ze strany kupujícího

V současné době je pro společnosti výhodné prolínání interního prostředí s jeho vnějším prostředím ve smyslu zpětné vertikální integrace. Cílem je zejména zefektivnit technologie, vývoj produktu a logistiku. (Fotr a spol., 2020, str. 61)

3. Stávající konkurence

Konkurenční prostředí je dáno velikostí podílů jednotlivých podniků na trhu. Míra rivality mezi podniky v daném odvětví je pak charakterizována snahou podniků o získání tržních pozic. (Fotr a spol., 2020, str. 62)

Mezi faktory ovlivňující hrozby stávající konkurence Blažková (2007, str. 59) uvádí:

- Velikost a počet konkurentů
- Úroveň bariér vstupu na trh
- Míra diferenciacce výrobků
- Tempo růstu trhu

Společnostem je doporučeno zanalyzovat každého z jejích hlavních konkurentů jednotlivě, určit jeho silné a slabé stránky, porovnat je s těmi vlastními, a identifikovat tak své přednosti a slabiny ve vztahu ke každému z konkurentů. (Jakubíková, 2013, str. 108)

4. Hrozba vstupu nových konkurentů

Závisí zejména na tom, jaké jsou bariéry vstupu do odvětví. Stávající podniky se snaží vybudovat bariéry, které by ztížily vstup novým subjektům na trh. Fotr a spol. (2020, str. 62) dělí tyto bariéry následujícím způsobem:

- Strategické bariéry – patří mezi ně volné kapacity, uměle vytvořená nižší cena, množství odlišných produktů, zákaznické preference značky
- Strukturální bariéry – týkají se například investic, potřebných pro vstup do odvětví, dostupnosti zdrojů, politiky státu a zkušenost s distribucí

5. Hrozba substitučních výrobků

Substitučními výrobky jsou vnímány produkty, které mají charakteristiky produktů vyráběných v odvětví a které uspokojují zákaznickou potřebu. Hrozba v tomto případě znamená nebezpečí, že se zákazník nerozhodne pro náš produkt, ale pro ten, který lépe uspokojuje jeho potřeby, či zvolí úplně jiný, zástupný produkt. (Blažková, 2007, str. 58)

Tomek (2009, str. 73) konstatuje, že intenzita konkurence může být ovlivněna především:

- Lepším poměrem kvality a ceny u substitutu
- Citlivostí zákazníků na změnu cen
- Rozsahem dodatečných služeb, které zvyšují hodnotu produktu
- Šíří nabízeného sortimentu

3 Finanční analýza

Finanční analýza je nedílnou součástí procesu oceňování podniku. Má za cíl vyhodnotit finanční zdraví a výkonnost podniku. Je nezbytným nástrojem pro manažery, investory a všechny zúčastněné strany, kteří mají zájem o efektivní rozhodování a hodnocení finančních výsledků. Správné porozumění finančním výsledkům a schopnost interpretovat a využívat finanční analýzu přispívá k úspěšnému finančnímu řízení podniku. Podle Maříka (2018, str. 116) by měla plnit dvě základní funkce, kterými jsou:

1. prověření finančního zdraví oceňovaného podniku
2. příprava základu pro finanční plán, z něhož je pak určena výnosová hodnota

První funkce se snaží získat odpověď na otázku, jaká je finanční situace podniku k datu, ke kterému je oceňována, jaký byl její historický vývoj a co se dá očekávat pro budoucí vývoj. Druhá funkce předpokládá získání co nejvíce poznatků z minulého vývoje, které jsou použity pro plánování hlavních finančních veličin. Vzhledem k malé vypovídací schopnosti finančních ukazatelů je nutné, aby oceňovatel z finanční analýzy vyvodil určité závěry. Měl by doplnit předběžné vyjádření o perspektivnosti podniku, které bylo již z části vymezeno strategickou analýzou. Rovněž by měl v případě shledání výrazných nedostatků nebo naopak předností ve finančním hospodaření připojit podklady pro určení rizika podniku. Neméně důležité je zdůraznit, že je klíčové porovnávat jednotlivé finanční ukazatele nejen v čase, ale i prostoru, to znamená porovnání s podobnými podniky a některými statistickými hodnotami odvětví. (Mařík, 2018, str. 116)

Samotný postup finanční analýzy v případě ocenění lze pak vymežit následujícími kroky:

1. Prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů
2. Sestavení analýzy základních účetních výkazů
3. Vypočítání a vyhodnocení poměrových ukazatelů
4. Zpracování souhrnného hodnocení získaných poznatků

3.1 Základní účetní výkazy

Pro zpracování finanční analýzy jsou nezbytná vstupní data, která lze dohledat v účetních výkazech, které jsou jedním z nejdůležitějších zdrojů. Aby byla analýza správně provedena, je nutné znát nejen jednotlivé položky účetních výkazů, ale i vzájemné propojení výkazů. Vzhledem k tomu, že jsou výkazy zpracovány pro účely účetní a daňové, nemají vždy data vysokou vypovídající schopnost. Je proto nutné s nimi zacházet obezřetně. (Knápková a spol., 2017, str. 21)

Mezi základní účetní výkazy se dle zákona o účetnictví (Zákon č. 563/1991 Sb., § 18) řadí:

- Rozvaha
- Výkaz zisku a ztráty
- Příloha účetní závěrky

Rozvaha společně s výkazem zisku a ztrát jsou povinnou součástí účetní závěrky a jejich struktura je stanovena Ministerstvem financí. Mezi účetní výkazy se ještě v rámci účetní závěrky řadí její příloha, obsahující informace o dané účetní jednotce, údaje o účetních metodách, účetní zásady a způsoby oceňování a současně i informace k rozvaze a výkazu zisku a ztrát. Od roku 2016 mají povinnost střední a velké podniky sestavovat i výkaz o peněžních tocích (který je někdy součástí přílohy) a výkaz o změnách vlastního kapitálu. U obou výkazů však není zákonem stanovená standardizovaná podoba. (Růčková, 2021, str. 23-24)

Čerpat je možné také z výročních zpráv, zpráv vrcholového vedení podniku či auditorů, z oficiálních ekonomických statistik a dalších. Pro případy, kdy podnik nevydává výroční zprávu, je možné využít veřejného rejstříku na serveru českého soudnictví Justice.cz. Mnoho informací se lze kolikrát dočíst i na webových stránkách konkrétní společnosti. Ministerstvo průmyslu a obchodu na svých stránkách zveřejňuje finanční analýzy českého průmyslu a vyhodnocuje je podle klasifikace ekonomických činností, což může sloužit pro porovnání finanční pozice podniku s odvětvím. (Knápková a spol., 2017, str. 18-21)

3.1.1 Rozvaha

Rozvaha zachycuje stav majetku (aktiva) a zdrojů jeho financování (pasiva) k určitému datu, přičemž musí být dodržen bilanční princip, kdy se aktiva rovnají pasivům. Základní členění aktiv je na dlouhodobá a oběžná. Pasiva jsou dělena na vlastní a cizí kapitál. Rozvaha napomáhá získat přehled o třech základních oblastech, kterými jsou majetková situace podniku, zdroje financování a finanční situace subjektu. Sestavuje se obvykle k poslednímu dni daného roku. Strukturu rozvahy včetně jejího obsahu vymezuje zmiňovaný zákon 563/1991 Sb., o účetnictví. (Růčková, 2021, str. 24; Kubíčková a Jindřichovská, 2015, str. 27)

Tabulka 1 Zkrácená struktura rozvahy

Rozvaha k 31. 12. 20XX	
Aktiva	Pasiva
Stálá aktiva	Vlastní kapitál
Oběžná aktiva	Cizí kapitál
Ostatní aktiva	Ostatní pasiva

Zdroj: Vlastní zpracování dle Růčkové (2021, str. 26)

Stálá aktiva (dlouhodobý majetek) jsou tvořena dlouhodobým hmotným majetkem, dlouhodobým nehmotným majetkem a dlouhodobým finančním majetkem. Oběžná aktiva lze dále dělit na zásoby, pohledávky, krátkodobý finanční majetek a peněžní prostředky. Mezi položku ostatních aktiv lze zařadit časové rozlišení aktiv, zachycující zejména zůstatky účtů časového rozlišení nákladů příštích období a příjmy příštích období. Co se týče strany pasiv, vlastní kapitál se skládá ze základního kapitálu, kapitálových fondů, fondů ze zisku, výsledku hospodaření z minulých let a běžného účetního období a rozhodnutí o výplatě podílů na zisku. Součástí cizích zdrojů jsou rezervy a závazky, které se dělí na krátkodobé a dlouhodobé. Do ostatních pasiv spadá jejich časové rozlišení, zachycující zůstatky výdajů a výnosů příštích období. (Knápková a spol., 2017, str. 31)

Pro účely ocenění je podstatné mít rozvahy za více období, aby bylo možné provést kvalitní analýzu a zhodnocení. Neméně důležitým je porovnání finanční situace s obdobnými podniky v odvětví. Podle Maříka (2018, str. 117) bude pro oceňovatele klíčové:

- Vývoj bilanční sumy a její stav
- Vývoj aktiv a jejich struktura
- Vývoj pasiv a jejich struktura
- Vztah mezi konkrétními složkami aktiv a pasiv

3.1.2 Výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty znázorňuje přehled o tvorbě hospodářského výsledku v průběhu daného období bez ohledu na to, jestli jsou generovány skutečné peněžní příjmy či výdaje. Oproti rozvaze, která je sestavena k určitému datu, výkaz zisku a ztráty obsahuje tokové veličiny, vztahující se k určitému časovému intervalu. Výnosy je možné vymezit jako peněžní částky získané ze všech činností podniku za účetní období bez nutnosti jejich inkasa v daném období. Náklady pak lze definovat jako peněžní částky účelně vynaložené podnikem v daném období pro získání výnosů, přičemž k jejich reálnému zaplacení nemuselo dojít ve stejném účetním období. Rozdíl mezi celkovými výnosy a náklady tvoří výsledek hospodaření. (Knápková a spol., 2017, str. 40-41; Šteker a Otrusinová, 2021, str. 247)

Kritériem pro správné posouzení struktury výkazu je dle Maříka (2018, str. 119) podíl daných položek na celkové výši tržeb v porovnání s obvyklými hodnotami v odvětví a jejich vývoj. Cílem je získat odpověď na otázku, jak jednotlivé položky výkazu ovlivňují výsledek hospodaření.

Tabulka 2 Zkrácená struktura výkazu zisku a ztráty

I.	Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb
II.	Tržby z prodeje zboží
A.	Výkonová spotřeba
B.	Změna stavu zásob vlastní činnosti
C.	Aktivace
D.	Osobní náklady
E.	Úpravy hodnot v provozní oblasti
III.	Ostatní provozní výnosy
F.	Ostatní provozní náklady
*	Provozní výsledek hospodaření
IV. - VII.	Finanční výnosy
G. - K.	Finanční náklady
*	Finanční výsledek hospodaření
**	Výsledek hospodaření před zdněním
M.	Převod podílu na VH společníků

Zdroj: Vlastní zpracování dle Scholleové (2017, str. 21-22)

3.1.3 Výkaz peněžních toků

Přehled o peněžních tocích neboli cash flow poskytuje údaje o přírůstcích a úbytcích peněžních prostředků a ekvivalentů v rámci účetního období. Mezi peněžní prostředky se řadí hotovost, peněžní prostředky na účtu, nebo peníze na cestě. Peněžními ekvivalenty pak je krátkodobý likvidní finanční majetek, který lze snadno směnit za předem známou peněžní částku a nejsou u něj očekávány výrazné změny hodnoty v čase. Pohyb peněžních toků je sledován z hlediska tří oblastí, kterými jsou provozní, investiční a finanční činnost. (Šteker a Otrusinová, 2021, str. 248)

Provozní činnost výkazu cash flow zahrnuje základní aktivity podniku, které tvoří výnosy a které by měly být klíčovým zdrojem peněžních prostředků. Investiční činnost znázorňuje, jak je nakládáno s dlouhodobými aktivy podniku. Oblast finanční činnosti se pak soustřeďuje na nakládání s dlouhodobými zdroji financování, jak těmi vlastními, tak i cizími. Cílem podniku není generovat každoročně kladný cash flow, ale naopak peněžní prostředky využívat tak, aby zajistily růst kapitálu v aktuálním období i do budoucna. Proto je vhodné tento výkaz analyzovat v jednotlivých oblastech a ne dívat se pouze na jeho celkový objem. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, str. 27)

Výkaz cash flow může být sestavován metodou přímou a nepřímou. Přímá metoda znázorňuje rozdíl mezi příjmy a výdaji, zatímco metoda nepřímá vychází z hospodářského výsledku a upravuje ho rozdíly mezi náklady a výdaji a mezi příjmy a výnosy. (Mařík, 2018, str. 120)

3.2 Analýza absolutních ukazatelů

Absolutními ukazateli jsou data, která jsou obsažena přímo v účetních výkazech. Prvním krokem finanční analýzy je právě evaluace jejich výše a struktury včetně posouzení vývoje a základního srovnání. Metodami, které analýzu absolutních ukazatelů využívají, jsou horizontální a vertikální analýza. Pro určení intenzity vývoje nebo struktury používají běžně procentního vyjádření. Uvedené metody poskytují vcelku přesný obraz o finanční situaci a jejím vývoji, a mohou tak předběžně odhalit problémové oblasti. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, str. 69)

3.2.1 Horizontální analýza

Horizontální analýza znázorňuje změnu jednotlivých položek finančních výkazů v čase. Intenzitu změny lze vyjádřit absolutně či relativně (procentuálně). Relativní vyjádření je vhodnější využít pro hlubší analýzu a snadnější orientaci v číslech, zatímco absolutní vyjádření umožňuje objektivnější pohled na absolutní důležitost jednotlivých položek. Horizontální analýza může být použita buď pro meziroční srovnání, nebo hodnocení vývoje za uplynulé období. (Růčková, 2021, str. 127)

absolutní změna = hodnota v běžném období – hodnota v předchozím období

$$\text{relativní změna} = \frac{\text{běžné období} - \text{předchozí období}}{\text{předchozí období}} \times 100$$

3.2.2 Vertikální analýza

Vertikální analýza je procentním rozbohem základních účetních výkazů. Vyjadřuje jednotlivé položky jako procentní podíl k jedné určené základně, kterou bývá v případě rozvahy obvykle celková výše bilanční sumy, pro výkaz zisku a ztráty jí bývá velikost celkových výnosů nebo nákladů. Vertikální analýzu je vzhledem k jejímu procentnímu vyjádření vhodné použít pro srovnání s podniky, které se nacházejí ve stejném odvětví. (Knápková a spol., 2017, str. 71; Růčková, 2021, str. 120)

3.2.3 Bilanční pravidla

Horizontální a vertikální analýzu je vhodné doplnit zněním základních bilančních pravidel. Stanovují určitá doporučení pro vztah mezi některými složkami aktiv a pasiv. Vzhledem k tomu, že se nejedná o striktní nařízení, ale pouze návrhy, mělo by se jejich nedodržení posuzovat v rámci celého podniku. (Scholleová, 2017, str. 71)

Mezi bilanční pravidla pro vyvážené financování Scholleová (2017, str. 71-76) řadí:

1. Zlaté bilanční pravidlo

Cílem tohoto pravidla je sladit časovou vázanost majetku a zdrojů jeho financování. Udává, že dlouhodobý majetek by měl být financován z dlouhodobých zdrojů, kterými jsou vlastní kapitál a dlouhodobé cizí zdroje. Proti tomu krátkodobý majetek by měl být financován krátkodobými zdroji.

$$\text{dlouhodobý majetek} = \text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobý cizí kapitál}$$

2. Pravidlo vyrovnaní rizika

Druhé pravidlo doporučuje využívání vlastních i cizích zdrojů podniku. Podmínkou však je, aby vlastní zdroje převyšovaly ty cizí. Pro splnění zlatého bilančního pravidla a zároveň pravidla vyrovnaní rizika, by musel mít podnik více dlouhodobých než oběžných aktiv.

$$\text{vlastní kapitál} > \text{cizí zdroje}$$

3. Pari pravidlo

Pari pravidlo doplňuje kritéria zlatého bilančního pravidla a říká, že by měl podnik využívat nanejvýš takové množství vlastního kapitálu, které může vložit do dlouhodobého majetku. Ideální je menší množství vlastního kapitálu než dlouhodobého majetku, aby bylo možné vytvořit prostor pro financování dlouhodobými cizími zdroji. Rovnost se pak připouští jen situaci, kdy k financování není využit dlouhodobý dluh.

$$\text{vlastní kapitál} < \text{dlouhodobý majetek}$$

4. Růstové pravidlo

Pro dodržení růstového pravidla by tempo růstu investic nemělo převyšovat tempo růstu tržeb. Požadavkem přitom je, aby nebyl kapitál investován do majetku, který s sebou nenese zvýšení tržeb. Dodržování růstového pravidla by mělo být sledováno zejména z dlouhodobého pohledu.

$$r_{\text{růst tržeb}} > r_{\text{růst investic}}$$

3.3 Analýza rozdílových ukazatelů

Rozdílové ukazatele jsou tvořeny rozdílem dvou nebo více veličin. „Do této skupiny jsou obvykle přiřazovány ukazatele fondů finančních prostředků využívané pro hodnocení likvidity podniku a pro řízení peněžních toků v podniku, ukazatele zisku na různých úrovních, které jsou využívány pro hodnocení výkonu různě pojatých výkonů prostředků.“ (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, str. 69) Jedním z nejdůležitějších rozdílových ukazatelů je čistý pracovní kapitál.

3.3.1 Čistý pracovní kapitál

Mezi nejdůležitější rozdílové ukazatele lze jistě zařadit čistý pracovní kapitál, který má výrazný dopad na platební schopnost podniku. Jeho výpočet je stanoven rozdílem oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Jedná se tedy o tu část oběžného majetku, která je financována dlouhodobými zdroji. Pokud má být podnik likvidním, musí mít přebytek krátkodobých likvidních aktiv nad krátkodobými závazky. (Knápková a spol., 2017, str. 85)

$$\text{čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}$$

Lze použít i následující vzorec pro výpočet:

$$\text{čistý pracovní kapitál} = \text{vlastní kapitál} + \text{cizí dlouhodobý kapitál} - \text{dlouhodobý majetek}$$

3.4 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů je klíčovou částí finanční analýzy. Každá z dílčích skupin poměrových ukazatelů je složena tak, aby mohla důkladněji analyzovat jednu ze stránek finančního zdraví podniku. Postup pro výpočet je typický tím, že se jedná o podíl položek, které lze nalézt v účetních výkazech. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, str. 69)

Mezi skupinu ukazatelů poměrových metod se běžně řadí:

- Ukazatele rentability
- Ukazatele likvidity
- Ukazatele zadluženosti
- Ukazatele aktivity

3.4.1 Ukazatele rentability

Rentabilita je základním ukazatelem pro hodnocení finančního zdraví podniku. Značí, jak je podnik schopný zhodnocovat vložené prostředky formou dosažení zisku. Pojem rentability se obecně využívá pro výkonnost a schopnost dosahovat předpokládaných efektů. Při využívání jednotlivých ukazatelů rentability pro hodnocení finančního zdraví podniku je však nutné brát ohled na rizika, která se pojí se snahou o maximalizaci zisku. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, str. 120)

Základními ukazateli rentability jsou:

- **Rentabilita aktiv**

ROA důležitým ukazatelem pro měření rentability. Měří poměr mezi ziskem a celkovým majetkem podniku, aniž by se přihlíželo k tomu, kterými zdroji byl financován. Vzorec pro výpočet se může v literatuře mírně odlišovat, nicméně nejčastěji je dosazován na místo čitatele zisk před úroky a zdaněním. (Scholleová, 2017, str. 177)

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}}$$

- **Rentabilita vlastního kapitálu**

ROE je vyjádřením efektivnosti využití kapitálu, který do podniku vložili jeho vlastníci. Výsledek značí, kolik čistého zisku připadne na jednu korunu, která byla do podniku investována vlastníky. Zisk je v tomhle případě nejčastěji definován jako zisk po zdanění, jelikož odráží skutečnou výnosnost, kterou vlastníkův kapitál generuje. (Růčková, 2021, str. 67)

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}}$$

- **Rentabilita dlouhodobého kapitálu**

Ukazatel rentability dlouhodobého kapitálu popisuje výkonnost kapitálu, který je dlouhodobě vázán v podniku, respektive kapitálu, který je v podniku vložen na dobu delší než jeden rok. Řadí se mezi něj vlastní kapitál a položky dlouhodobých cizích zdrojů. Tvoří podstatnou informaci zejména pro investory a věřitele. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, str. 127)

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{dlouhodobý kapitál}}$$

- **Rentabilita tržeb**

Rentabilita tržeb měří, jak je podnik schopný dosahovat zisku při určité výši tržeb. Popisuje, kolik zisku bylo vytvořeno v jedné koruně tržeb. Tento ukazatel porovnává dvě tokové veličiny – tržby a zisk. Mezi tržby jsou nejčastěji zařazovány ty, které tvoří provozní výsledek hospodaření. Zisk pak může být vyjádřen více způsoby, nicméně pro účely práce bude použit vzorec s čistým ziskem, znamenávající čisté ziskové rozpětí. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, str. 128)

$$ROS = \frac{EAT}{(\text{tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb} + \text{tržby z prodeje zboží})}$$

3.4.2 Ukazatele likvidity

Likvidita měří, jak je podnik schopný měnit svá aktiva na peněžní prostředky, kterými je schopný pokrýt své závazky. Řízení likvidity je závislé na firemní strategii a kompromisu. Vysoká likvidita není dobrým indikátorem, jelikož doprovází prostředky s velmi malým výnosem, a naopak likvidita nízká může způsobovat problémy v kontextu nedostatku zásob či finančních prostředků. (Scholleová, 2017, str. 178)

Ukazatele likvidity lze rozdělit do třech stupňů:

- **Běžná likvidita**

Prostřednictvím ukazatele běžné likvidity (likvidity třetího stupně) lze vyčíslit, kolikrát pokryjí oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku. Doporučená hodnota pro běžnou likviditu je v intervalu 1,5 až 2,5. Pokud se oběžná aktiva a krátkodobé závazky rovnají, je podniková likvidita rizikovou. Značně riziková je situace, kdy podnik využívá část krátkodobých cizích zdrojů pro financování stálých aktiv. Zbytečně vysoká hodnota běžné likvidity zase vypovídá o drahém financování. (Knápková a spol., 2017, str. 94)

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

- **Pohotová likvidita**

Pohotová likvidita neboli likvidita druhého stupně je ukazatel, který by měl nabývat hodnot v rozpětí od 1 do 1,5. Pokud by byl poměr jmenovatele a čitatele 1:1, znamená to, že je podnik schopen uhrazovat své závazky bez nutnosti prodání svých zásob. (Růčková, 2021, str. 61)

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

- **Peněžní likvidita**

Poslední ze skupiny ukazatelů likvidity, nazývaný také jako likvidita prvního stupně nebo okamžitá likvidita, je nejpřísnějším vymezením likvidity. Do poměru dává nejlikvidnější položky oběžných aktiv a krátkodobé závazky. Krátkodobý finanční majetek zahrnuje kromě peněz v hotovosti a na účtech i krátkodobé cenné papíry. Hodnoty tohoto ukazatele by se měly pohybovat v rozmezí 0,2 až 0,5. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, str. 135; Vochozka, 2020, str. 45-46)

$$\text{peněžní likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý finanční majetek}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

3.4.3 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti měří výši rizika při daném poměru vlastního a cizího kapitálu. Čím více je podnik zadlužený, tím větší riziko ho doprovází, jelikož je povinen splácet své závazky za každé finanční situace. Určitá míra zadlužení je však žádoucí, poněvadž cizí kapitál je levnější než ten vlastní.

Důvodem je daňový štít, který vzniká tím, že úroky z cizích zdrojů podniku snižují zisk, ze kterého jsou vypláceny daně. Podnik by se tedy měl snažit docílit vyhovujícího podílu vlastních a cizích zdrojů. (Knápková a spol., 2017, str. 87)

Nejpoužívanějšími ukazateli pro analýzu zadluženosti podniku jsou:

- **Celková zadluženost**

Elementárním ukazatelem zadluženosti je celková zadluženost, která je dána podílem cizích zdrojů a celkových aktiv. Hodnoty tohoto ukazatele by se měly pohybovat mezi 30 až 60 %. Nicméně by měl být brán ohled na odvětví, ve kterém podnik působí a jeho schopnost splácet úroky. (Knápková a spol., 2017, str. 88)

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{aktiva celkem}}$$

- **Míra zadluženosti**

Míra zadluženosti je dalším důležitým ukazatelem, který využívají například banky při schvalování úvěrů. Jedná se o poměr mezi cizími zdroji a vlastním kapitálem. Výsledná hodnota definuje, jak velké je věřitelské riziko. (Knápková a spol., 2017, str. 89)

$$\text{míra zadluženosti} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}}$$

- **Úrokové krytí**

Pomocí ukazatele úrokového krytí lze vypočítat, kolikrát je zisk před úroky a zdaněním vyšší než nákladové úroky. Doporučenou hodnotou v zahraničí je pětinasobek, v rámci České republiky by to měl být dokonce osminásobek. Pokud podnik není schopen splácet nákladové úroky, může tato skutečnost signalizovat blížící se úpadek. (Růčková, 2021, str. 73)

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}}$$

3.4.4 Ukazatele aktivity

Tato skupina ukazatelů hodnotí, jak dokáže podnik využít jednotlivé položky aktiv. Vymezují, zda má podnik nedostatečné množství produktivních aktiv, nebo zda má naopak přebytek kapacit. Ukazatele aktivity lze rozeznávat ve dvou kategoriích, kterými jsou obratovost a doba obratu. Obratovost vyjadřuje kolikrát jsou tržby vyšší než hodnota konkrétní položky. Doba obratu pak vymezuje průměrnou dobu obrátky majetku. Podnik by se měl snažit minimalizovat tuto dobu a maximalizovat obrátky. (Scholleová, 2017, str. 180)

Do skupiny ukazatelů aktivity lze řadit:

- **Obrat aktiv**

Obrat aktiv vymezuje, kolikrát se aktiva obrátí za jeden rok. Pro ukazatel je žádoucí, aby dosahoval co nejvyšších hodnot. Minimální by však měla být hodnota 1, nicméně je nutné přihlížet i k danému odvětví. (Scholleová, 2017, str. 180)

$$\text{obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$$

- **Obrat zásob**

Ukazatel obratu zásob je dán podílem tržeb za dané období a hodnotou zásob. Výsledná hodnota měří, kolikrát se zásoby za dané období prodají a znovu naskladní.

$$\text{obrat zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}}$$

- **Obrat pohledávek**

Jedná se o počet obrátek pohledávek, které byly realizovány při určitém objemu tržeb za dané období. Snahou je i zde dosahovat co nejvyšších hodnot, jelikož čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vícekrát pohledávky generovaly peněžní prostředky a tím i zisk. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, str. 69)

$$\text{obrat pohledávek} = \frac{\text{tržby}}{\text{pohledávky}}$$

- **Doba obratu zásob**

Doba obratu zásob je ukazatelem, který vypovídá o průměrném počtu dní, kdy jsou zásoby vázány v podniku do doby jejich prodeje či spotřeby. (Scholleová, 2017, str. 180)

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{(\text{tržby}/360)}$$

- **Doba splatnosti pohledávek**

Doba splatnosti pohledávek vymezuje období od prodeje na obchodní úvěr do doby přijetí platby. Výpočet je stanoven podílem hodnoty pohledávek a průměrných denních tržeb. Delší doba splatnosti pohledávek s sebou přináší riziko větší potřeby úvěrů, a tudíž i nákladů. (Knápková a spol., 2017, str. 108)

$$\text{doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{(\text{tržby}/360)}$$

- **Doba splatnosti krátkodobých závazků**

Ukazatel doby splatnosti krátkodobých závazků určuje dobu od vytvoření závazku do doby jeho uhrazení. Výsledek by měl dosahovat minimálně hodnoty doby obratu pohledávek. Optimální je v tomto případě delší doba splatnosti krátkodobých závazků, jelikož je pak možné využívat obchodních úvěrů po delší dobu. (Knápková a spol., 2017, str. 109)

$$\text{doba splatnosti krátkodobých závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{(\text{tržby}/360)}$$

- **Obratový cyklus peněz**

Obratový cyklus peněz je údajem o celkové době, kdy jsou peněžní prostředky podniku vázány v nepeněžní podobě. Cílem je dosáhnout co nejkratšího obrátového cyklu, poněvadž čím je kratší, tím méně peněžních prostředků je vyžadováno na provoz podniku. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, str. 157)

$$OCP = \text{doba obratu zásob} + \text{doba splatnosti pohledávek} \\ - \text{doba splatnosti krátkodobých závazků}$$

3.5 Soustavy vybraných ukazatelů

Kategorie soustav ukazatelů umožňuje hodnocení finanční situace komplexněji, než je tomu u jednotlivých poměrových ukazatelů. Vzorec pro výpočet je obvykle sestaven jako souhrn dílčích poměrových ukazatelů, jejichž výsledek je shrnut do jedné finální hodnoty, která má odrážet finanční zdraví subjektu. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, str. 181) Do soustav ukazatelů podniku se řadí bankrotní a bonitní modely.

Bankrotní modely jsou uzpůsobeny tomu, aby informovaly o případné hrozbě bankrotu společnosti v blízké době. Je totiž pravidlem, že blížící se bankrot lze identifikovat s předstihem pomocí určitých symptomů, které bankrot obvykle provází. Mezi ty nejfrekventovanější se řadí potíže s rentabilitou vloženého kapitálu, problémy s běžnou likviditou nebo výší čistého pracovního kapitálu. (Růčková, 2021, str. 89) Pro účely této práce budou uvedeny dva různé bankrotní modely, a to Altmanův model a Index IN05.

Oproti bankrotním modelům, které se zaměřují zejména na věřitele, pro které je podstatnou informací, zda je podnik schopen dostát svým závazkům, jsou bonitní modely určené především pro investory a vlastníky. Bonitní modely hodnotí kvalitu podniku podle jeho finanční výkonnosti. (Scholleová, 2017, str. 191)

3.5.1 Index IN05

Tento model byl zkonstruován pro hodnocení finančního zdraví českých společností na českém trhu. Model IN05 je vymezen rovnicí, která je dána souhrnem dílčích poměrových ukazatelů aktivity, likvidity, rentability a zadluženosti. Každý z ukazatelů má opět přiřazenou váhu, odpovídající váženému průměru hodnot v odvětví. (Růčková, 2021, str. 92)

$$IN05 = 0,13 \times \frac{\text{aktiva}}{\text{cizí zdroje}} + 0,04 \times \frac{EBIT}{\text{úroky}} + 3,97 \times \frac{EBIT}{\text{aktiva}} + 0,21 \times \frac{\text{výnosy}}{\text{aktiva}} + 0,09 \times \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Výsledné hodnoty lze číst tímto způsobem:

$IN05 < 0,9$	podnik spěje k bankrotu s pravděpodobností 86 %
$0,9 < IN05 < 1,6$	o finančním zdraví se nelze jednoznačně rozhodnout („šedá zóna“)
$IN05 > 1,6$	podnik tvoří hodnotu s pravděpodobností 67 %

Výhodou tohoto modelu je jistě jeho rychlé a jednoduché použití. To s sebou nicméně přináší určité nevýhody. Shrnutí finanční situace do jednoho čísla nevysvětluje příčinu podnikových potíží, a tudíž i omezuje možnosti jejich řešení. (Scholleová, 2017, str. 193)

3.5.2 Kralickův Quicktest

Kralickův Quicktest je často používaným bonitním modelem, který je složen ze soustavy čtyř rovnic. První dvě z nich analyzují finanční stabilitu podniku, druhé dvě pak odrážejí jeho výnosovou situaci (Růčková, 2021, str. 96):

$$R1 = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}}$$

$$R2 = \frac{\text{cizí zdroje} - \text{peněžní prostředky}}{\text{provozní cash flow}}$$

$$R3 = \frac{EBIT}{\text{aktiva}}$$

$$R4 = \frac{\text{provozní cash flow}}{\text{tržby}}$$

Výsledným hodnotám rovnic je následně nutné přiřadit bodové ohodnocení:

Tabulka 3 Tabulka 3 Bodové hodnocení výsledků Kralickova Quicktestu

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

Zdroj: vlastní zpracování dle Růčkové (2021, str. 97)

Finální vyhodnocení pak probíhá ve třech krocích. V první řadě je zhodnocen stav finanční stability součtem bodových hodnot R1 a R2, ze kterých je stanoven průměr. Stejně tak je následně hodnocena výnosová situace, nejprve jsou sečteny body za R3 a R4 a poté stanoven jejich průměr. Poslední krok hodnotí celkovou situaci, která je dána součtem obou průměrů. (Růčková, 2021, str. 97)

Pokud se výsledná hodnota pohybuje nad úrovní hodnoty 3, společnost by měla být bonitní. Hodnoty v intervalu od 1 do 3 značí již uváděnou „šedou zónu“. Problémy s finančním zdravím společnosti se pak týkají hodnot, které jsou nižší než 1. (Růčková, 2021, str. 97)

4 Aktiva provozně nutná a nenutná

Před využitím výnosových metod oceňování je nutné rozdělit aktiva na provozně nutná a nenutná. Při tomto procesu je rovněž důležité vyloučit výnosy a náklady, které jsou spojeny s provozně nepotřebnými aktivy. Provozně nutná jsou ta aktiva podniku, která podnik nezbytně potřebuje pro jeho základní činnost, a to v určité velikosti a struktuře včetně rezerv. Podstatou rozdělení je skutečnost, že některá aktiva nemusí být vůbec použita a neplynou z nich prakticky žádné příjmy. Rozlišení je vždy ovlivněno konkrétním podnikem a daným předmětem činnosti. (Sabolovič, 2008, str. 53)

Mařík (2018, str. 142) uvádí, že provozně potřebná aktiva zůstanou součástí podniku a budou oceňena například výnosovou metodou. Naproti tomu aktiva provozně nenutná budou oceňována samostatně, kupříkladu na základě prodejních cen obdobných aktiv na trhu. Pokud by však k rozčlenění nedošlo, bylo by výsledné ocenění velmi pravděpodobně nesprávné. (Mařík, 2018, str. 142)

4.1 Nejčastější položky neprovozních aktiv

Mezi nejčastější položky neprovozních aktiv Mařík (2018, str. 143-145) řadí:

- Krátkodobý finanční majetek
- Peněžní prostředky
- Dlouhodobý finanční majetek
- Ostatní provozně nepotřebná aktiva

4.1.1 Krátkodobý finanční majetek

Tato položka zahrnuje krátkodobé cenné papíry se splatností do jednoho roku. Lze mezi něj i řadit podíly, které nejsou vnímány jako dlouhodobé uložení peněz, a mohou tak být prodány, aniž by byl ovlivněn provoz podniku. V případě rozvinutých ekonomik mají především charakter rezerv pro splácení úvěru či financování investic. Nejedná se tedy o provozně nutné aktivum, a je tudíž vhodné ho odečíst z bilanční sumy. (Mařík, 2018, str. 143-144)

4.1.2 Peněžní prostředky

Peněžní položky jsou neopominutelným prostředkem k zajištění provozu podniku. Udržování peněz v hodnotách vyšších, než je pro provoz nutné, je však potřeba přehodnotit a potenciální přebytek odečíst. Jejich maximální hodnotu, která je pro provoz nezbytnou, je možné určit pomocí adekvátní úrovně ukazatele peněžní likvidity. Doporučená hodnota pro tento poměrový ukazatel se obecně pohybuje okolo 20 %, nicméně je vhodné porovnat hodnoty s obdobnými podniky v rámci odvětví. (Mařík, 2018, str. 144)

4.1.3 Dlouhodobý finanční majetek

Měřítkem pro posouzení, zda je dlouhodobý finanční majetek nezbytný k provozu, je v tomto případě účel konkrétních finančních investic a charakter mezipodnikového spojení. Za situace, kdy se jedná pouze o uložení peněz, by neměly být finanční investice součástí provozně nutných aktiv. Naopak pokud existuje spojení mezi hlavní činností hodnoceného podniku a toho, do něhož bylo investováno, měly by být investice do provozně nutných aktiv začleněny. Je rovněž podstatné upravit i výši výnosů, které se s jednotlivými investicemi pojí, jelikož tvoří základ pro výnosové ocenění. V případě, že není možné dohledat charakter finančních investic, doporučuje se s nimi nakládat jako s provozně nenutnými aktivy. Výjimkou jsou podniky, kde je finanční investování jejich hlavní činností. (Mařík, 2018, str. 145)

4.1.4 Ostatní provozně nenutná aktiva

Mezi další příklady provozně nepotřebných aktiv Mařík (2018, str. 145) řadí:

- Nemovitosti nesloužící k základnímu účelu podniku
- Pohledávky, které nesouvisí s hlavní činností podniku
- Majetek, který je provozně málo využitelný
- Majetek, který je sice svým účelem provozně potřebný, ale je ho v rámci podniku nadbytečné množství

4.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Provozně nutný investovaný kapitál je veličinou, která vyčísluje kapitál, který byl v minulých letech vložen do aktiv provozně potřebných. Jeho výpočet je podstatným pro další propočty v procesu oceňování podniku. (Mařík, 2018, str. 146)

Kalkulace provozně nutného investovaného kapitálu vychází z rozvahy. Bilanční suma je modifikována dvěma způsoby (Mařík, 2018, str. 146):

- Aktiva jsou snížena o položky, které jsou pro podnik provozně nepotřebné.
- Z oběžných aktiv jsou vyřazeny závazky, u kterých nelze s přesností určit jejich náklady. Touto korekcí vzniká upravený pracovní kapitál.

Finální hodnota provozně investovaného kapitálu je pak dána součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. (Mařík, 2018, str. 146)

4.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Pokud se v podniku nachází aktiva, která nesouvisí s účelem jeho provozní činnosti, je nutné zjistit, zda daná aktiva doprovází nějaké náklady či výnosy. V případě, že tomu tak je, je potřebné položky vyřadit z jednotlivých výsledků hospodaření. Nejvýhodnější je rovnou využít provozní výsledek

hospodaření, který v sobě nezahrnuje finanční výsledek, a tudíž ani položky typické pro finanční majetek, který je běžně vyčleňovaný z hlavního provozu. (Mařík, 2018, str. 146)

Mezi položky, které je nutné odečíst z provozního výsledku hospodaření, Mařík (2018, str. 146) řadí:

- Zisk či ztrátu z prodeje majetku
- Odpisy budov či zařízení, které nesouvisí s hlavní činností podniku
- Výnosy a náklady s mimořádným či neprovozním charakterem

Finanční výnosy a náklady, které byly spojené s provozními aktivy, je naopak nutné přičíst k provoznímu výsledku hospodaření. Uvedenými úpravami vznikne korigovaný výsledek hospodaření, který je generovaný pouze provozně nutným investovaným kapitálem. (Mařík, 2018, str. 146)

5 Generátory hodnoty

Začátkem kapitoly je nutné vymezit pojem generátorů hodnoty. Je jimi soubor základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu stanovují hodnotu podniku. Generátory hodnoty jsou běžně určeny v návaznosti na konkrétní metody ocenění podniku, nejčastěji to bývá metoda diskontovaných peněžních toků. Nejvyužívanějšími generátory hodnoty jsou tržby, provozní zisková marže, pracovní kapitál a investice do dlouhodobého kapitálu. (Mařík, 2018, str. 149)

5.1 Tržby

Prvním důležitým generátorem hodnoty jsou tržby. Jejich analýza a prognóza vychází ze strategické analýzy podniku. Je přitom vhodné brát v úvahu kapacitní možnosti podniku, kterými může být prognóza korigována. Lze totiž uvažovat, že není možné prodat vše, co bude vyprodukováno. Manažeri podniku mají tendenci být přehnaně optimističtí při sestavování finančních plánů, a je tak nutné je poupravit. Součástí korekce je i financování potřebných investic uváděných do provozu. (Sabolovič, 2008, str. 56)

5.2 Provozní zisková marže

Druhým významným generátorem hodnoty je provozní zisková marže. Mařík (2018, str. 151) udává, že provozní ziskovou marži lze stanovit vztahem:

$$\text{provozní zisková marže} = \frac{\text{korigovaný provozní výsledek hospodaření}}{\text{tržby}}$$

Pro výpočet je nutné znát hodnotu korigovaného provozního výsledku hospodaření. Jelikož je odpis výhodnější analyzovat a prognózovat až spolu se čtvrtým generátorem, kterým jsou investice do dlouhodobého majetku, doporučuje se použít k výpočtu provozní ziskové marže korigovaný provozní výsledek hospodaření před odečtem daní a odpisů. (Mařík, 2018, str. 151) Upravený vzorec pro výpočet bude mít poté tvar:

$$\text{provozní zisková marže} = \frac{\text{KPVH před zdaněním a odpisy}}{\text{tržby}}$$

Vzhledem k důležitosti tohoto generátoru je Mařík (2018, str. 151) toho názoru, že je nedostačující stanovit prognózu výsledku hospodaření čistě rozdílem předpokládaného vývoje tržeb a nákladů. Doporučuje proto využít dvou různých prognóz ziskové marže, na základě nichž bude vytvořena výsledná podoba očekávaného vývoje.

5.2.1 Prognóza ziskové marže shora

Tento přístup k odhadu vývoje provozní ziskové marže lze považovat za elementární. Základem pro výpočet je vývoj ziskové marže v minulých letech, pomocí něhož je následně určen předpokládaný budoucí vývoj tohoto generátoru. (Mařík, 2018, str. 151)

Jednotlivými fázemi postupu tedy jsou (Mařík, 2018, str. 152):

1. Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a odpisy za minulé roky
2. Výpočet ziskové marže před odpisy a daněmi za minulé roky
3. Analýza ziskové marže v minulých letech včetně faktorů, které na ni působí a odhad jejich prognózy pro budoucí roky
4. Prognóza ziskové marže do dalších let
5. Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a odpisy do budoucích let

5.2.2 Prognóza ziskové marže zdola

Pro prognózu ziskové marže zdola Mařík (2018, str. 153) uvádí postup:

1. Sestavení prognózy hlavních provozních nákladů
2. Doplnění prognózy o méně významné nákladové položky, eventuálně výnosy
3. Vypočtení korigovaného provozního zisku rozdílem provozních výnosů a nákladů
4. Dovočtení ziskové marže z korigovaného provozního zisku

Výpočty lze dospět ke dvěma prognózám ziskové marže, jejichž hodnoty budou velmi pravděpodobně různé. Je nutné oba výsledky porovnat a korigovat předchozí odhady, dokud nebudou obě prognózy stejné. Tímto postupem se docílí prognózy ziskové marže, která bude vhodně podložená a odůvodněná. Společně s reálně vyhlížející prognózou nákladů je pak možné sestavit kompletní plánovaný výkaz zisku a ztráty. (Mařík, 2018, str. 153)

5.3 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál využívaný pro účely plánování a ocenění podniku je mírně modifikován oproti tomu, který je běžně součástí finanční analýzy a lze ho vypočítat rozdílem oběžných aktiv a krátkodobého cizího kapitálu. (Mařík, 2018, str. 157)

Pracovní kapitál jakožto generátor hodnoty je tím pracovním kapitálem, který byl již zmíněn v podkapitole 4.2 v rámci provozně nutného investovaného kapitálu. Ve srovnání s obvyklým pracovním kapitálem bude tedy obsahovat dvě úpravy (Mařík, 2018, str. 157-158):

- Od oběžných aktiv nebude odečítán kompletní krátkodobý cizí kapitál, ale pouze neúročený cizí kapitál. Prakticky to pak znamená, že budou odečteny krátkodobé závazky bez běžných bankovních úvěrů.
- Započítávány budou veličiny pouze v provozně nutném rozsahu, což znamená takovou výši, která je vyžadována základní činností podniku. V praxi to znamená, že budou kalkulovány jen peněžní prostředky, které jsou nezbytné pro bezproblémový chod podniku, společně s účelnou rezervou. Výši položky je možné určit ze žádoucí výše ukazatele likvidity prvního stupně. Výsledná hodnota je pak součinem výše likvidity a krátkodobých závazků.

Důležitá je i analýza položek časového rozlišení, kdy je nutné určit jejich povahu, složení a vývoj za minulá léta ve vztahu k tržbám. Poté je možné je odhadnout buď v absolutní hodnotě, zanechat je ve stejné výši, kterou mají k datu ocenění či je plánovat v procentech z tržeb. (Mařík, 2018, str. 158)

Dle Saboloviče (2008, str. 59) je postupem pro analýzu a plánování pohledávek, zásob a závazků:

1. Analýza výkonnosti dílčích složek pracovního kapitálu v minulých letech
2. Vymezení hlavních faktorů sledovaného vývoje
3. Předpoklad vývoje náročnosti výkonů na jednotlivé položky pracovního kapitálu v budoucnosti

Po sečtení doporučených zásob, pohledávek a závazků společně s odhadnutou provozní potřebnou výší peněžních prostředků a časovým rozlišením, lze docílit hodnoty provozně potřebného pracovního kapitálu v korunách. (Mařík, 2018, str. 161)

5.4 Investice do dlouhodobého majetku

Posledním uvedeným generátorem jsou investice do dlouhodobého majetku. Opět se jedná pouze o ten majetek, který je nezbytný pro hlavní činnost podniku. Plánování investiční činnosti je nejnáročnější částí analýzy generátorů ze dvou důvodů. Prvním důvodem je vývoj investic, který nebývá zcela plynulý, a tudíž činí jejich odhad složitějším. Druhým důvodem je skutečnost, že by měly být investice chápány včetně investic do výzkumu a vývoje a investic do lidského kapitálu. (Mařík, 2018, str. 161)

Pro správné stanovení tohoto generátoru je potřebná analýza minulých let, kterou je dále nutné doplnit o míru využití investic. Před samotným plánováním je rovněž žádoucí přecenit majetek podniku, jež je oceňován. (Mařík, 2018, str. 162)

Tvar koeficientu náročnosti tržeb na investice brutto:

$$k_{DMb} = \frac{\text{investice brutto do provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\text{tržby}}$$

Postup pro výpočet se odvíjí od analýzy využití provozně nutného dlouhodobého majetku ve vztahu k tržbám. Uvedený koeficient je dán podílem investic brutto, které jsou skutečnými investičními výdaji do provozně nutných dlouhodobých aktiv, a již zmíněnými tržbami. Kromě oceňovaného podniku by měl být počítán i za konkurenční subjekty. Právě při srovnání mezi podniky nabízí koeficient poměrně vysokou vypovídající schopnost. (Mařík, 2018, str. 162)

Výpočet koeficientu náročnosti růstu tržeb na investice netto:

$$k_{DMb} = \frac{\Delta \text{provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{tržeb}}$$

Je možné využít i tohoto doplňkového koeficientu, kterým je koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto. Nemá však tak dobrou vypovídací schopnost mezipodnikového srovnání z důvodu odlišných odpisových politik v rámci podniků. (Mařík, 2018, str. 162)

6 Finanční plán

Pokud je pro ocenění podniku využita jedna z výnosových metod, je nutné nejprve sestavit kompletní finanční plán. Měl by být složen z hlavních finančních výkazů, kterými jsou výkaz zisku a ztráty, rozvaha a výkaz cash flow. (Mařík, 2018, str. 175)

Finanční plán je při běžném řízení podniku součástí podnikového plánu, který by měl vycházet z podnikové vize a strategie. Tvoří ho soustava plánů, mezi které patří například plány prodeje, produkce, kapacit, pracovních sil a další. (Mařík, 2018, str. 175)

6.1 Postup při tvorbě finančního plánu

Předchozí kapitola se týkala generátorů hodnoty podniku, které jsou klíčovými položkami hlavního provozu podniku a ovlivňují jeho hodnotu. Dané položky zároveň tvoří kostru finančního plánu. Pro sestavení kompletních finančních výkazů je potřebné připojit následující (Mařík, 2018, str. 175):

- 1. Plán financování** obsahuje předpokládané splátky úvěrů, přijímání úvěrů nových a případné navýšení vlastního kapitálu. Plán financování je potřebný k ověření reálnosti odhadu generátorů hodnoty. Rovněž je podstatným pro prognózu nákladů kapitálu při definování diskontní míry.
- 2. Plán hodnot některých méně významných položek** nemá na výsledné ocenění příliš velký vliv, pouze ho zpřesňuje. Méně významnými položkami mohou být například některé nákladové či výnosové položky, které se pravidelně opakují. Vzhledem k jejich menší důležitosti lze prognózovat jednoduššími způsoby.
- 3. Položky, které nesouvisí s hlavní činností podniku** by měly být oceněny samostatně, mohou však změnit reálnou hodnotu podniku v budoucnosti. Patří sem například plán odprodeje nepotřebného majetku, investice do cenných papírů a podobně. Je přitom stále nezbytné, aby si byl oceňovatel skutečně vědom, které položky souvisí s hlavní činností podniku, které nikoliv a ideálně je zřetelně vyznačil přímo ve finančním plánu.
- 4. Předpokládané výplaty dividend či podílů na zisku** je rozumné zahrnout do finančního plánu z toho důvodu, aby nedocházelo k neúměrnému nárůstu položek peněžních prostředků v rozvaze. Tento krok sice zvyšuje spolehlivost plánu, nicméně finální hodnotu podniku nemění.
- 5. Formální dopočty** se týkají všech položek, které jsou vyžadovány ke kompletnímu sestavení finančních výkazů a nebyly součástí předchozích kroků. Jde například o celkové peněžní kroky, nerozdělený zisk či výši dlouhodobého majetku ke konci každého období a další.

7 Metody stanovení hodnoty podniku

Poslední kapitola bude zaměřena na možné metody, které jsou využívány pro oceňování podniku. Mařík (2018, str. 45) uvádí tři základní metody pro stanovení hodnoty podniku, kterými jsou výnosové, tržní a majetkové metody. Některé zdroje literatury pak uvádějí odděleně metody kombinované, představující kombinaci metod majetkových a výnosových, jako čtvrtý přístup pro stanovení hodnoty podniku. (Kislíngerová, 2001, str. 23)

Základní tři metody včetně jejich dalšího dělení lze stanovit následujícím způsobem (Mařík, 2018, str. 45):

1. Ocenění na základě analýzy výnosů
 - Metoda diskontovaných peněžních toků
 - Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
 - Metoda ekonomické přidané hodnoty
 - Metody kombinované
2. Ocenění na základě analýzy trhu
 - Ocenění na základě tržní kapitalizace
 - Ocenění metodou tržního porovnání
 - Ocenění na základě srovnatelných transakcí
 - Ocenění na základě podniků uváděných na burzu
3. Ocenění na základě analýzy majetku
 - Likvidační hodnota
 - Účetní hodnota vlastního kapitálu na bázi historických cen
 - Substanční hodnota na bázi reprodukčních cen
 - Substanční hodnota na principu úspory nákladů

Výnosové metody vycházejí z teorie, že hodnota statku je stanovena předpokládaným užitekem pro jeho majitele. Daným užitekem jsou přitom očekávané výnosy, které lze upřesnit jako peněžní příjmy, které generuje oceňovaný statek držiteli. (Mařík, 2018, str. 191)

Tržní metody odvozují hodnotu aktiv a pasiv z hodnot těchto položek u srovnatelných podniků. Je vhodné využít těchto metod zejména u podniků na vyspělých kapitálových trzích. Aby mohly být metody správně aplikovány, je nutné fungování jak akciových trhů, tak trhů s podniky. V rámci České republiky lze tudíž tento přístup využívat pouze omezeně. (Sabolovič, 2008, str. 73)

Majetkové metody jsou dány souhrnem individuálně oceněných položek majetku podniku. Substanční hodnota neboli majetková podstata podniku je tvořena souborem těchto položek. Součástí by měly být veškeré majetkové položky, na které byly vynaložené výdaje a lze od nich očekávat příspěvek k hospodářskému výsledku. (Mařík, 2018, str. 365)

Pro účely práce bude blíže popsána výnosová metoda diskontovaných peněžních toků a majetková metoda ocenění na bázi historických cen, které budou později aplikovány v praktické části.

7.1 Metoda diskontovaného cash flow

Metodu diskontovaného cash flow lze považovat za základní výnosovou metodu. Peněžní toky jsou skutečným příjmem, a tudíž skutečným vyjádřením užítku. Největší popularitě se tato metoda těší v USA a Velké Británii. Nicméně v současnosti její oblíbenost roste i v dalších zemích, zejména v rámci kontinentální Evropy. Důvodem je především globalizace investičních procesů. (Mařík, 2018, str. 193)

Využití této techniky se nedoporučuje v případech, kdy je budoucí vývoj podniku nejasným. Takovým příkladem mohou být podniky, které bojují o přežití. Základem pro tuto metodu je totiž finanční plán, pro nějž je nezbytný spolehlivý odhad vývoje podniku. Pokud je však tato podmínka splněna, jedná se o nejlepší metodu ocenění, jelikož nejpřesněji odpovídá chápání hodnoty vlastníky. (Vochozka, 2012, str. 140)

Metodu diskontovaných peněžních toků lze rozeznávat ve třech variantách, mezi něž Mařík (2018, str. 193) řadí:

- Metoda DCF entity
- Metoda DCF equity
- Metoda DCF APV

7.1.1 Metoda DCF entity

Metodu DCF entity lze označit za metodu nepoužívanější, z toho důvodu bude použita v této práci právě ona. Její výhodou je, že ji lze použít například i pro ocenění samostatných divizí. Aby mohl být zahájen proces oceňování, je nutné mít připravené výsledky strategické analýzy a finanční analýzy a rovněž mít vypracovaný kompletní finanční plán. (Mařík, 2018 str. 193)

Výpočet pro tuto metodu probíhá ve dvou fázích. První je nutné zjistit výši peněžních toků, které byly k dispozici jak vlastníkům, tak věřitelům. Diskontováním těchto peněžních toků bude dosaženo hodnoty podniku jako celku, respektive hodnoty brutto. V druhém kroku od ní bude odečtena hodnota cizího kapitálu k datu ocenění, čímž bude získána hodnota vlastního kapitálu (hodnota netto). (Mařík, 2018 str. 193)

Co se týče samotného postupu, je nejprve nutné určit, kolik peněžních prostředků lze z podniku vzít, aniž by se tím negativně ovlivnil jeho očekávaný vývoj. Východiskem pro určení této hodnoty v rámci metody DCF entity jsou peněžní toky do firmy (FCFF). Pro jejich výpočet je nutné mít k dispozici dvě veličiny, a to korigovaný provozní výsledek hospodaření a investice. (Mařík, 2018 str. 198-199)

$$FCFF = KPVH + odpisy - investice\ brutto$$

FCFF je počítáno nepřímou metodou, přičemž jejím východiskem je korigovaný provozní výsledek hospodaření. Tento výsledek hospodaření je prakticky stejný jako čistý operační zisk po zdanění (NOPAT). Investice pro výpočet peněžních toků do firmy by měly být na úrovni brutto, což znamená veškeré investiční výdaje bez ohledu na to, zda je jejich účelem majetek nahradit či rozšířit. Stále je však nutné brát zřetel na fakt, že se jedné pouze o investice do provozně nutného majetku. (Mařík, 2018 str. 199-203)

Pro stanovení diskontní míry je dále nutné určit průměrné vážené náklady kapitálu. Standardním vzorcem pro výpočet WACC je:

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

Kde

- E: vlastní kapitál
- D: cizí kapitál
- C: celkový kapitál
- r_e : náklady vlastního kapitálu
- r_d : náklady cizího kapitálu
- d: sazba daně z příjmu právnických osob

Z uvedeného vzorce vyplývá, že je nutné dopočítat náklady na vlastní kapitál. Nejpoužívanějším modelem pro stanovení této položky je CAPM. Ačkoliv byl model v průběhu let podroben kritice, poskytuje užitečný přehled o vztahu mezi rizikem a očekávaným výnosem aktiva. (Damodaran, 2010, str. 26) Vzorec pro výpočet je uváděn v této podobě:

$$E(r_e) = r_f + [E(r_m) - r_f] \times \beta_A$$

Kde

- $E(r_e)$: očekávaná výnosnost
- r_f : bezriziková výnosnost
- $E(r_m)$: očekávaná výnosnost kapitálového trhu
- β_A : koeficient beta

Běžně se v praxi využívá dvoufázová metoda. Předpokládá, že budoucí období je možné rozdělit do dvou fází, přičemž ta první zahrnuje prognózu volného peněžního toku za jednotlivá období, dokud je možné prognózu sestavit. Druhá fáze pak navazuje na konec fáze první a pokračuje do nekonečna, hodnotu této fáze lze označit za pokračující hodnotu, která očekává nekonečné pokračování podniku. (Mařík, 2018 str. 207)

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}$$

Kde
 T: délka první fáze v letech
 PH: pokračující hodnota
 i_k : úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál

Pro stanovení druhé fáze je možné využít Gordonův vzorec. Časové rozpětí první fáze se obvykle pohybuje mezi 4 až 14 lety. Pokračující hodnotu ve druhé fázi pak lze vypočítat:

$$T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

Kde
 T: poslední rok prognózovaného období
 i_k : průměrné náklady kapitálu
 g: předpokládané tempo růstu volného peněžního toku v průběhu druhé fáze

Podmínkou, aby mohl být vzorec platným, je $i_k > g$.

7.1.2 Metoda DCF equity

Varianta DCF equity nahlíží na hodnotu podniku pouze na základě toho, jakou přináší hodnotu jeho vlastníkům. Investovaným kapitálem je chápán pouze vlastní kapitál zvýšený o rezervy. Zahrnuje pouze ty peněžní toky, které jdou do rukou vlastníkům. Diskontní mírou jsou v tomto případě náklady na vlastní kapitál. (Vochozka, 2012, str. 142)

7.1.3 Metoda DCF APV

Jako v případě metody DCF entity, i tato metoda dělí výpočet na dvě fáze. První je přitom zaměřena na výpočet hodnoty jako celku, který je dán součtem hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Druhým krokem je pak odečten cizí kapitál, čímž je dopočtena hodnota netto. Metoda DCF APV je ze tří uvedených metod nejméně obvyklou, a to i v rámci zahraničí. (Mařík, 2018 str. 193)

7.2 Ocenění na bázi historických cen

Jedná se o jednu z majetkových metod pro stanovení hodnoty podniku. Východiskem pro její výpočet jsou historické ceny, za které byl majetek skutečně pořízen. Ocenění je provedeno dle předpisů účetnictví, dle kterých je následně sestavena rozvaha. Účetní evidence představuje informaci o celkové hodnotě podniku ve výši bilanční sumy, Především u dlouhodobého majetku může docházet v rámci této metody k výrazným odchylkám. Doporučuje se proto tuto metodu využívat jako doplňkovou pro zjištění, jak moc je získaná hodnota ocenění vyšší či nižší než hodnota účetní. (Mařík, 2018 str. 368; Kislíngrová, 2001, str. 128)

PRAKTICKÁ ČÁST

8 Představení společnosti

První kapitola praktické části se týká představení podniku. Kromě základních údajů a předmětu podnikání je zmíněna historie společnosti Pilulka Lékárny a.s. společně s kroky, které má v plánu realizovat v blízké budoucnosti.

8.1 Základní údaje společnosti

Název společnosti:	Pilulka Lékárny a.s.
Adresa:	Českomoravská 2408/1a, Libeň, 190 00 Praha 9
IČ:	03615278
Právní forma:	Akciová společnost
Datum založení:	03.12.2014
Předmět podnikání:	výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského Zákona; poskytování zdravotních služeb – lékárenská péče
Základní kapitál:	2 670 602 Kč
Statutární orgán:	Ing. Petr Kasa – člen představenstva Petr Kasa – člen představenstva
Akcie:	2 670 602 ks kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1,- Kč
Počet zaměstnanců:	356

Pilulka Lékárny a.s. je technologickou společností, která je aktivní nejen na českém trhu, ale i na Slovensku, v Maďarsku, Rakousku a Rumunsku. Součástí jejího podnikání jsou e-commerce projekty zaměřené na lékárenství, péči o zdraví a zdravý životní styl. Na tuzemském trhu společnost provozuje nejen vlastní, ale i partnerské lékárny. Pro společnost je důležitá spolupráce s dodavateli, kterými jsou zejména farmaceutické společnosti, výrobci sportovní výživy, kosmetických potřeb a další. Jedná se o největší tuzemskou zásilkovou lékárnu a nákupní mobilní aplikace společnosti je zde nejúspěšnější lékárenskou aplikací. (Pilulka Lékárny, 2023a)

Obrázek 1 Logo společnosti

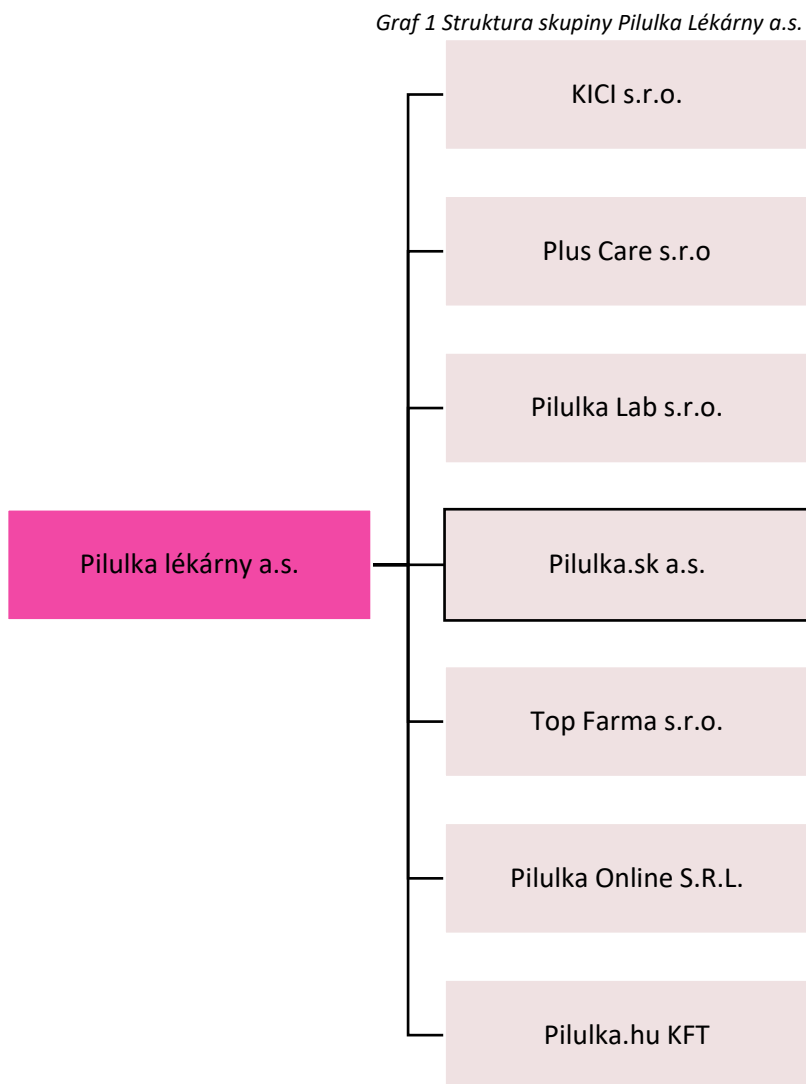


Zdroj: Pilulka lékárny, 2023c

Součástí skupiny Pilulka Lékárny a.s. jsou i dceřiné společnosti. Společnost vlastní 100 % podíl na základním kapitálu u všech dceřiných společností s výjimkou Pilulka Lab s.r.o., která je určena pro technologické startupy působící v oblasti e-health. Mezi tuzemskými společnostmi dále vlastní KICI

s.r.o., kterou využívá především k rozvoji privátní značky, a společnosti Plus Care s.r.o., která se zabývá technickým a businessovým vývojem aplikace se stejnojmenným názvem. Co se týče trhu slovenského, společnost je zde vlastníkem společností Pilulka.sk a.s. a Top Farma s.r.o., která je bývalým provozovatelem aliance nezávislých lékáren na Slovensku a její činnost byla v minulých letech utlumována. Skupina působí i v Rumunsku, kde je vedena jako Pilulka online S.R.L. V rámci vstupu na maďarský trh pak společnost Pilulka Lékárny a.s. založila v roce 2022 společnost Pilulka.hu Kft. (Pilulka Lékárny, 2023d)

Grafické znázornění struktury mezi osobami ve skupině:



Zdroj: vlastní zpracování dle výroční zprávy společnosti Pilulka Lékárny, 2022

Stávající akciový podíl zakladatelů činí 34,80 %. All-Star Holding jakožto člen skupiny WOOD & Co. vlastní 18,64% podíl. Na člena dozorčí rady Marka Krajčoviče připadá 12,24% podíl. Zbytek je pak rozdělen mezi ostatní akcionáře. (Pilulka Lékárny., 2023d)

8.2 Historie a vývoj společnosti

Pilulka Lékárny a.s. je poměrně mladou společností. Po prodeji internetového obchodu Kasa.cz se bratři Petr a Martin Kasovi rozhodli podnikat na trhu s léčivý, který dle nich skrýval velký potenciál pro digitalizaci. V roce 2013 tak započala činnost Pilulky na českém a slovenském trhu. O tři roky později společnost zřídila expresní doručovací službu ve vlastních vozech jako první z internetových lékáren v Evropské Unii. Krátce nato společnost rozšířila svou dosavadní síť kamenných lékáren o partnerské lékárny. V roce 2018 vstoupila Pilulka na rumunský trh, kde společně s lokálním partnerem založila online lékárnu. Napomohlo tomu tehdejší omezení regulací, které se v Rumunsku týkaly online prodeje volně prodejných léků. Rok 2020 byl významným milníkem pro společnost z důvodu vstupu na pražskou burzu START. Společnost Pilulka se tak stala první veřejně obchodovanou e-commerce společností na této burze. Dalším prvenstvím, které má Pilulka na svém kontu, je implementace plnohodnotné nákupní aplikace jako první z online lékáren ve střední Evropě. Rok 2020 spojený s pandemií Covid-19 pozitivně ovlivnil prodeje společnosti, která se dokázala krizové situaci velmi rychle přizpůsobit a umožnila rozvoz objednávek přes e-recept. Poslední rok 2022 byl rokem expanze, společnost nově vstoupila na maďarský a rakouský trh. Ve stejný rok proběhlo rovněž otevření největší kamenné lékárny v ČR, která je lokalizována v Olomouci. (Pilulka Lékárny, 2023d)

8.3 Hlavní činnosti společnosti

- **Online lékárna**

Online prodej léků a přidruženého zboží pro zdraví zůstává hlavní činností společnosti. Sortiment byl však v průběhu let rozšiřován a aktuálně si může zákazník vybrat z více než 50 tisíc produktů, mezi kterými lze nalézt i elektroniku či zboží pro domácí mazlíčky. Podíl online prodeje na celkových tržbách dlouhodobě převyšuje osobní prodej v provozovnách. V roce 2022 tržby e-shopu činily dokonce 80 % tržeb celkových. Jak bylo již uvedeno, nakupovat je možné pod značkou Pilulka na českém, slovenském, rakouském, rumunském a maďarském trhu. Rakouský a maďarský trh přitom fungují v „hybridním režimu,“ který kombinuje distribuci zboží z aktuální infrastruktury společnosti (sklad v Olomouci a Bratislavě) a lokální zákaznickou péči společně s komerčním oddělením. Kromě expresního doručení a osobního odběru nabízí Pilulka odběr v síti Pilulka boxů, který je v současnosti nabízen na českém a slovenském trhu. Společnost získala v průběhu let několik ocenění za svou činnost v oblasti e-commerce. (Pilulka Lékárny, 2021a, 2023d)

Obrázek 2 Vizualizace pilulka boxů



Zdroj: Pilulka Lékárny, 2023c

- **Kamenné lékárny**

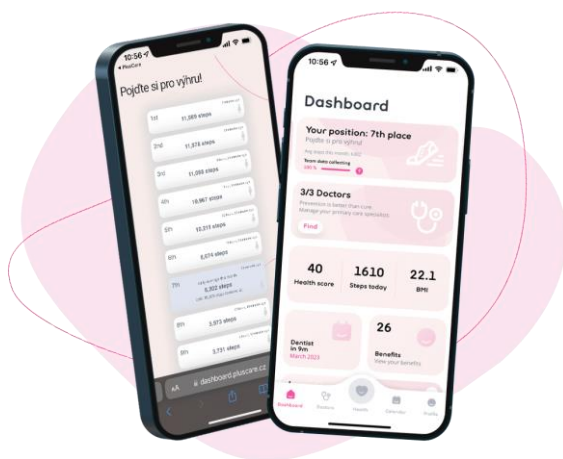
Online lékárnu doplňují kamenné prodejny, které si kladou za cíl zvyšovat povědomí o značce a rovněž umožňují zákazníkům osobní odběr zboží objednaného online. Nejžádanějším offline zbožím jsou léky na předpis, které tvoří 55 % prodeje provozoven. Volně prodejné léky se na tržbách podílejí zhruba třetinově. Zbývá část je tvořena potravinovými doplňky a kosmetikou. Aktuálně se na území České republiky nachází 107 lékáren pod značkou Pilulka, přičemž 23 z nich je lékáren vlastních, jejichž počet se nebude dále zvyšovat. Zbývajících 84 je pak součástí franšizového konceptu, který se společnost bude snažit do budoucna rozvíjet. (Pilulka Lékárny, 2023d)

- **E-health**

Pilulka v posledních letech rovněž investuje do svých projektů v oblasti e-health, které jsou zaměřeny zejména na zprostředkování přístupu ke koncovému zákazníkovi pro farmaceutické instituce, zdravotní pojišťovny a další. Aktuálně se v této oblasti věnuje dvěma projektům, kterými jsou Plus Care a Pilulka Lab. (Pilulka Lékárny, 2023d)

Plus Care je koncept založený na aplikaci, která zastane spolupráci mezi pacientem, lékařem, zdravotní pojišťovnou a farmaceutickou institucí. V roce 2022 přesáhl počet uživatelů aplikace 10 tisíc. Prostřednictvím aplikace lze vyhledávat v databázi lékařů, aplikace dále hlídá dodržování termínů preventivních kontrol a zároveň zpřístupňuje informace o benefitech a příspěvcích, které nabízejí zdravotní pojišťovny. Pro firemní využití aplikace disponuje i týmovými výzvami, které s sebou přináší prvky gamifikace. (Pilulka Lékárny, 2023d)

Obrázek 3 náhled aplikace Plus Care



Zdroj: Pilulka Lékárny, 2023c

Pilulka Lab je akcelerátorem technologických startupů, které se soustřeďují na inovace ve zdravotnictví. V současnosti má ve svém portfoliu dva projekty. Prvním z nich je Carebot, který se týká umělé inteligence v oblasti analýzy rentgenových snímků. Druhým projektem je pak Vitadio, cílený na oblast léčby diabetu. (Pilulka Lékárny, 2023d)

8.4 Budoucnost

Zakladatelé v červnu vydali tiskovou zprávu, která pojednává o tom, že připravují celofiremní transformaci. Konsolidační balíček se mimo jiné bude týkat mezinárodního sloučení a zúžení týmů, které jsou aktuálně rozděleny mezi několika zeměmi. V důsledku tohoto rozhodnutí by mělo dojít k propuštění 50 zaměstnanců pražské, bratislavské a bukurešťské centrály. Dalším razantním rozhodnutím, které společnost uskutečnila, je přerušení činnosti na rumunském trhu, který je pro Pilulku dlouhodobě ztrátovým. Cílem této reorganizace by mělo být výrazné snížení nákladů. (Pilulka Léčárny, 2023e)

Společnost se rovněž po několika letech rozhodla pro určité změny ve vedení společnosti. Součástí plánovaných kroků je i omezení investic, které byly pro společnost zejména v posledním roce velmi nákladné. Pilulka plánuje však nadále pokračovat v online prodeji, rozvoji partnerských lékáren a rozšiřování aplikace Plus Care. (Pilulka Léčárny, 2023e)

9 Strategická analýza

Strategická analýza hraje klíčovou roli jako podklad pro ocenění podniku, neboť umožňuje identifikovat jeho silné a slabé stránky, ať už interní nebo externí, a vyhodnotit příležitosti a hrozby na trhu. Používá nástroje jako PEST analýzu a Porterův model k pochopení konkurenčního prostředí a chování zákazníků. Správné provedení strategické analýzy je předpokladem ocenění podniku.

9.1 Analýza PEST

Analýza Pest je základní metodou pro zhodnocení makrookolí podniku a jednotlivých vlivů, které v něm působí. Kromě analýzy dílčích faktorů, kterými jsou politicko-právní, ekonomické, sociální a technologické faktory, bude stručně vymezeno odvětví.

9.1.1 Politicko-právní faktory

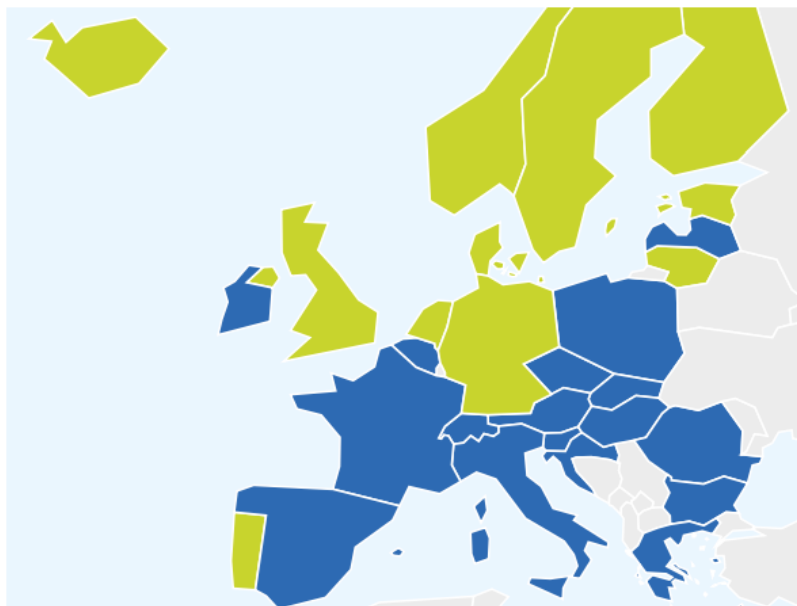
Politickou situaci České republiky lze v současnosti označit za stabilní. Výrazný zásah do podnikání proběhl pouze v souvislosti s pandemií Covid-19, v průběhu níž byly podniky omezeny mnoha restrikcemi. Samotné společnosti Pilulka tuto situaci na jednu stranu pomohla, na druhou však pozastavila její plány týkající se expanze na nové trhy.

Podnikání na území České republiky je aktuálně regulováno několika zákony, mezi něž lze uvést:

- zákon č. 89/2012 Sb. Občanský zákoník (nový)
- zákon č. 90/2012 Sb., Zákon o obchodních korporacích
- zákon č. 262/2006 Sb., Zákoník práce
- zákon č. 586/1992 Sb., Zákon o daních z příjmů
- zákon č. 563/1991 Sb., Zákon o účetnictví

Kromě těchto uvedených zákonů se oblasti online lékárenství týkají další zákonné předpisy. Zákon č. 84/2008 Sb., o správné lékařské praxi společně se zákonem č. 378/2007 Sb., o léčivech se vztahují na zásilkové služby, v rámci kterých může výdej zboží realizovat pouze provozovatel lékárny a lze vydávat jen registrované léčivé přípravky, na něž není vázán lékařský předpis. Zákon o léčivech také upravuje postup příjmu a následné likvidace léčivých přípravků. V roce 2021 byla předložena novela zákona o léčivech, která měla online prodej léků vázaných na předpis umožnit (tzv. koncept „RX online“). Novelu však zamítli z několika nedostatků, přičemž nejzásadnějším byla absence konzultace lékárníka s pacientem a nemožnost poskytnutí řádné péče. (ČLnK, 2021) O jejím potenciálním přijetí se nicméně stále diskutuje, v některých státech Evropy již daný výdej funguje. Na níže uvedeném obrázku jsou zeleně vyobrazeny státy, které online prodej léků na předpis umožňují. Spadá mezi ně například Německo, Nizozemí či severské státy. Modré značení se vztahuje k zemím, které povolují internetový prodej jen léků bez receptu, respektive volně prodejných léčiv (OTC léčiva). (EAEP, 2022) Případné schválení RX online v České republice by znamenalo radikální změnu současné lékařské praxe a zvýšení tržního potenciálu pro mnoho společností.

Obrázek 4 Státy umožňující online prodej OTC léků a léků na předpis



Zdroj: EAEP, 2022

Zahájení, přerušení či ukončení zásilkového výdeje mají lékárny povinnost oznámit Státnímu ústavu pro kontrolu léčiv, který vede rejstřík lékáren využívající této služby a ověřuje jejich pravost. Cílem je především zvýšení ochrany před prodejem nelegálních léčiv. (Tietz, 2019)

K léčivým přípravkům se vztahuje daň z přidané hodnoty ve výši 10 %, u potravin pro zvláštní lékařské účely odpovídá sazba 15 %.

9.1.2 Ekonomické faktory

Ekonomická situace v posledních letech zaznamenala několik výkyvů, které byly podmíněny pandemickou situací a válkou na Ukrajině, která započala v únoru roku 2022. Rusko-ukrajinský konflikt zapříčinil globální energetickou krizi, vzniklou zejména omezením dodávek zemního plynu. Nepříznivá ekonomická situace se rovněž podepsala na nestálosti finančních a komoditních trhů a negativním vývoji klíčových makroekonomických ukazatelů, kterými jsou například růst HDP, míra inflace či míra nezaměstnanost.

Tabulka 4 Vývoj HDP

	2018	2019	2020	2021	2022	predikce	
						2023	2024
růst reálného HDP v %	3,2	3	-5,5	3,6	2,5	0,1	3

Zdroj: vlastní zpracování dle MFČR

V prvních dvou sledovaných obdobích byl růst reálného HDP poměrně stabilní a pohyboval se okolo 3 %. Rok 2020 však zaznamenal výrazný ekonomický propad společně s nástupem pandemie koronaviru a s ní přijatými protipandemickými opatřeními. Pro reálné HDP to znamenalo meziroční pokles ve výši 5,5 %. Následující rok 2021 byl pro ekonomiku a její aktivitu oživením. Především uvolňování restrikcí a nárůst důvěry spotřebitelů a firem uvedly ekonomiku zpět do pohybu, což zvýšilo

HDP o 3,6 %. (MFČR, 2021) Rok 2022, zasažený válkou na Ukrajině, zaznamenal snížení hospodářský růstu. Ekonomický vývoj oproti minulému roku vzrostl jen o 2,5 %. Aktuální predikce růstu HDP pro rok 2023 odpovídá 0,1 %. Domácnosti by se měly nadále potýkat s vysokou mírou inflace a jejich reálná spotřeba by měla být nižší. Dle predikcí pro rok 2024 by se měl růst spotřeby v daném roce znovuobnovit, růst HDP by pak odpovídal 3 %. (MFČR, 2023)

Tabulka 5 Vývoj inflace

	2018	2019	2020	2021	2022	predikce	
						2023	2024
míra inflace spotřebitelských cen (průměr v %)	2,1	2,8	3,2	3,8	15,1	10,9	2,4

Zdroj: vlastní zpracování dle MFČR

Míra inflace v roce 2018 dosahovala 2,1 %. V roce následujícím se její meziroční růst vyšplhal nad horní hranici tolerančního pásma 2 % inflačního cíle ČNB. Začátek pandemie koronaviru meziroční růst spotřebitelských cen výrazně neovlivnil. Mírné zvýšení lze spatřit až v následujícím roce 2021, kdy růst inflace dosahuje necelých 4 %. Hlavní příčinou byly přetrvávající narušené vazby v dodavatelských řetězcích a nedostatek výrobních vstupů. V roce 2022 utrpěla ekonomika velký šok a meziroční růst inflace činil 15,1 %. V důsledku válečného konfliktu razantně vzrostla cena potravin, pohonných hmot, zemního plynu, elektřiny a dalších produktů a služeb. Prognóza růstu spotřebitelských cen pro rok 2023 se zatím pohybuje ve výši necelých 11 %. Výrazné snížení by pak mělo proběhnout v roce 2024, pro nějž je predikován pokles inflace na 2,4 %. (MFČR, 2023)

Tabulka 6 Vývoj míry nezaměstnanosti

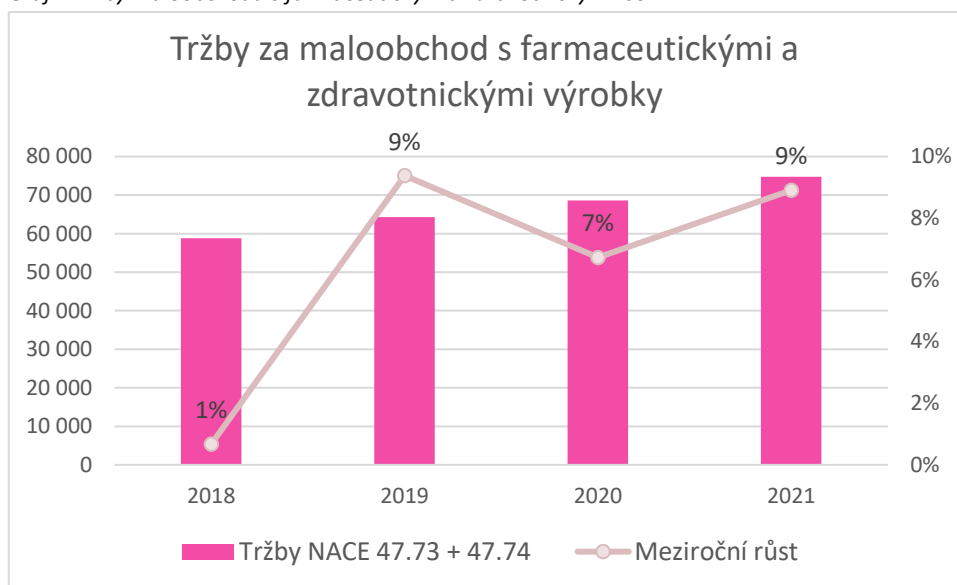
	2018	2019	2020	2021	2022	Predikce	
						2023	2024
míra nezaměstnanosti (průměr v %)	2,2	2	2,6	2,8	2,3	3	2,8

Zdroj: vlastní zpracování dle MFČR

Míra nezaměstnanosti České republiky je v rámci EU dlouhodobě nejnižší. Ze sledovaných let bylo nejnižší hodnoty nezaměstnanosti dosaženo v roce 2019, a to 2 %. Mírné zvýšení lze spatřit u roku 2020 zasaženého koronavirem. Následující rok míru nezaměstnanosti ovlivnily zpožděné efekty ekonomického propadu, které zvýšily její hodnotu na 2,8 %. V roce 2022 nezaměstnanost znovu mírně klesla na hodnotu 2,3 %. Pro rok 2023 je predikován růst nezaměstnanosti ve výši 3 % z důvodu situace na trhu práce, kde se projevuje nedostatek pracovníků. Rok 2024 by pak mohl zaznamenat slabý pokles. (MFČR, 2023)

Kromě dílčích makroekonomických ukazatelů je nutné uvést a zhodnotit odvětví podniku. Pro účely strategické analýzy bude za hlavní činnost vymezen maloobchod s farmaceutickými přípravky (NACE 47.73) a maloobchod se zdravotnickými a ortopedickými výrobky (NACE 47.74). Analýza se bude zaměřovat na český trh vzhledem k účelu práce, kterým je ocenění mateřské společnosti, která působí pouze na tuzemském trhu. Samotné vedení společnosti označilo odvětví, ve kterém působí, za relativně necyklické. Znamená to, že aktuální ekonomický vývoj výrazně neovlivňuje poptávku po základním farmaceutickém zboží. Skupina Pilulka proto hodnotí riziko spojené s ekonomickou krizí jako nízké. Dle výroku společnosti může pokles poptávky hrozit pouze v případě nepotřebných výrobků, kterými jsou sportovní výživa či potravinové doplňky. Naopak poptávka po lécích a zdravotnických potřebách by měla zůstat i v době ekonomického útlumu neměnnou. (Výroční zpráva společnosti Pilulka Lékárny, 2022)

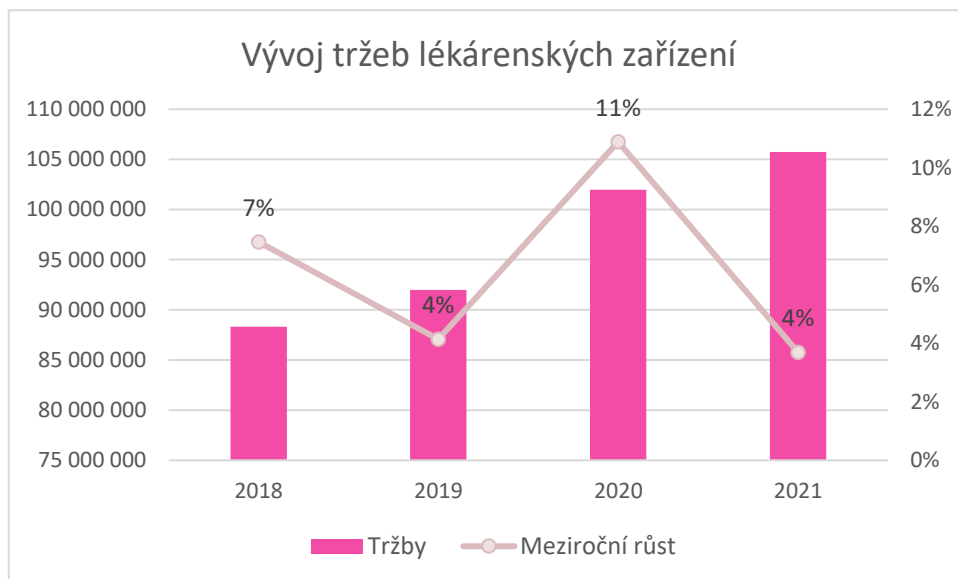
Graf 2 Tržby maloobchodu s farmaceutickým a zdravotnickým zbožím



Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ

Graf zaznamenávající tržby maloobchodu s farmaceutickými přípravky a zdravotnickými výrobky za roky 2018-2021 znázorňuje meziroční růst daného odvětví. Celkové tržby měly v tomto období rostoucí trend a dosahovaly vysokých hodnot včetně roku 2020, který byl začátkem pandemie covid-19. Tržby odvětví vlivem zvýšení poptávky po dezinfekčních přípravcích a dalším zdravotnickém zbožím v roce 2021 vzrostly o 9 % a činily téměř 75 miliard korun. Výsledky za rok 2022 Český statistický úřad doposud nezveřejnil.

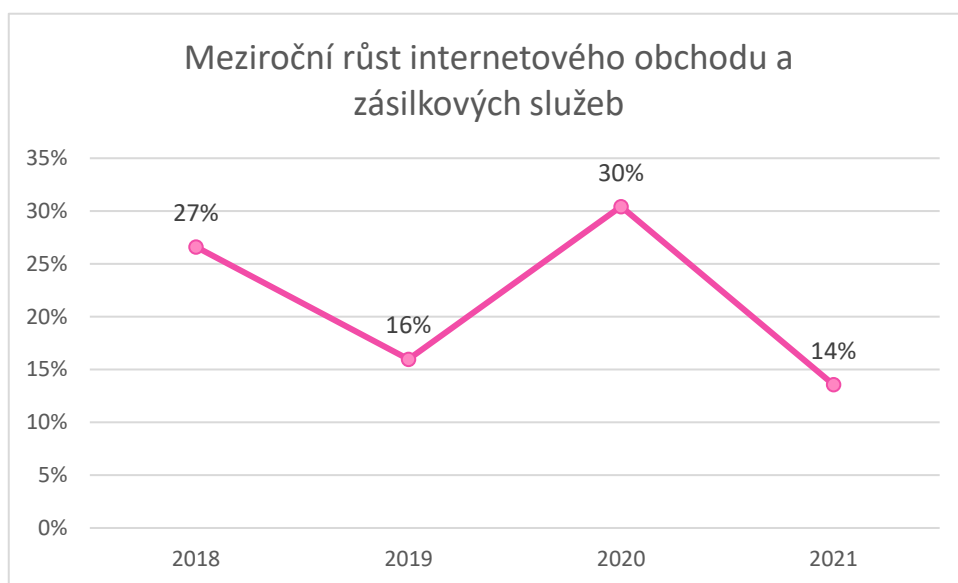
Graf 3 Tržby lékárenských zařízení



Zdroj: vlastní zpracování dle ÚZIS

Zvýšení poptávky v době covidu je více znatelné na výsledcích tržeb za lékárenské odvětví, které vydává Ústav zdravotnických informací a statistiky. Do výsledků jsou zařazeny i nemocniční lékárny a výdejny zdravotnických prostředků. Celková výše tržeb zahrnuje prodeje za léčivé přípravky a zdravotnické prostředky. V roce 2020 byly právě zdravotnické prostředky položkou, která nejvíce rostla, a to o 21,7 %. Většinový podíl na tržbách však dlouhodobě tvoří léčivé přípravky, který daný rok dosáhly více než 88 miliard korun. Dohromady se tak jednalo o 11% růst do výše zhruba 102 milionů Kč. První „post-covidový“ rok pak zaznamenal růst výrazně nižší, odpovídající cca 4 %. (ÚZIS, 2021)

Graf 4 Meziroční růst internetového obchodu a zásilkových služeb



Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ

Vzhledem ke skutečnosti, že je Pilulka z velké části e-commerce společností, je zajímavé pohlédnout na růst tržeb v této oblasti. Stejně jako lékárenské odvětví, tak i maloobchod prostřednictvím internetu nebo zásilkové služby (NACE 47.91) zaznamenal s nástupem koronaviru výrazný růst, dokonce o 30 %. Pandemie urychlila už tak vysoký zájem o online nakupování vlivem restrikcí a omezení kamenných prodejen. Rok 2021 představoval růst ve výši 14 %, což je stále vysoká hodnota napříč odvětvími maloobchodu. V roce 2022 však trh e-commerce zaznamenal poprvé pokles, a to zhruba o 12 %. Na internetových prodejích se podepsal nástup ekonomické krize spojený s inflací a ve srovnání s předchozími velmi úspěšnými roky je propad ještě více znatelný. (APEK, 2023)

9.1.3 Sociální faktory

Sociální faktory jsou klíčovými proměnnými ovlivňujícími lidskou společnost. Zahrnují například demografii, spotřební zvyky zákazníků či jejich vzdělání. Pro podniky a organizace je důležité analyzovat tyto faktory, aby lépe pochopily potřeby, preference a nákupní chování zákazníků. Sociální trendy mají rozhodující dopad na ekonomiku, udržitelnost a etiku společnosti. Správné začlenění těchto faktorů do strategií je klíčové pro dlouhodobý úspěch organizací.

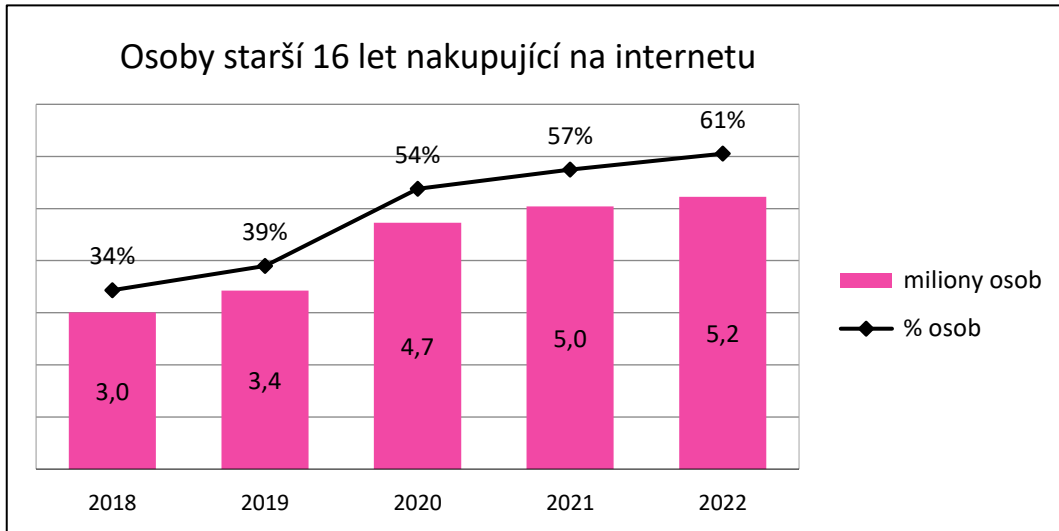
Tabulka 7 Demografický vývoj

	2018	2019	2020	2021	2022
Počet obyvatel	10 649 800	10 693 939	10 701 777	10 516 707	10 827 529
Ženy	5 405 606	5 421 943	5 426 674	5 332 932	5 519 006
Muži	5 244 194	5 271 996	5 275 103	5 183 775	5 308 523
25 až 34 let	1 394 168	1 347 019	1 339 856	1 258 606	1 279 103
35 až 44 let	1 724 378	1 686 444	1 646 631	1 544 481	1 563 982

Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ

Počet obyvatel ve sledovaném období rostl s výjimkou roku 2021, který zaznamenal pokles o téměř 200 tisíc. Zastoupení žen má přitom dlouhodobě převahu nad zastoupením mužů. Společnost Pilulka v návaznosti a průzkumem provedeným v roce 2021 uvedla, že 65 % jejích zákazníků tvoří ženy, které jsou aktivní na internetu. (Pilulka Lékárny, 2021b) Dle informací z roku 2023 je největším segmentem online prodejů skupina zákazníků ve věku 35 až 44 let společně se skupinou osob ve věku 25-34 let. Dohromady tvoří téměř 50 % zákazníků. (Pilulka Lékárny, 2023d) U obou věkových skupin je možné v tabulce pozorovat pravidelný meziroční pokles s výjimkou posledního sledovaného roku, přičemž skutečnost dlouhodobě klesajícího trendu může poukazovat na problém stárnutí populace.

Graf 5 Vývoj počtu osob nakupujících online



Zdroj: vlastní zpracování dle MFČR

Většinu tržeb společnosti tvoří online segment, jehož podíl každým rokem roste. Při pohledu na celkový počet nakupujících na internetu v rámci České republiky je možné vidět meziroční růst. Covidový rok 2020 byl pro online nakupování velmi úspěšným, přičemž počet osob nakupujících na internetu akceleroval do výše 4,7 milionů Kč, které odpovídají 54 % osob. Výrazný vliv na to měly tehdejší restriktce týkající se kamenných obchodů. V roce 2022 dosáhl počet online nakupujících 61 % celkového počtu osob starších 16 let a lze předpokládat, že počet osob aktivních na internetu a využívajících služeb e-shopů bude stále stoupat, což by mohlo znamenat i potenciál růstu zákaznické základny.

Pod sociální faktory je vhodné uvést i faktory ekologické. Společnost dbá na ochranu životního prostředí a smýšlí ekologicky. V posledních letech zavedla užívání recyklovaného papíru při balení zásilek a přijímá od svých zákazníků obalový materiál, který využívá k opětovnému použití. Mimo jiné se snaží edukovat své zákazníky prostřednictvím kampaně, která poukazuje na to, jak správně zacházet s přebytečnými léky a zdravotnickým odpadem. Sama společnost se v případě nebezpečného odpadu řídí smluvními ujednáními s dodavateli, kteří mají oprávnění s tímto odpadem nakládat. Pilulka se rovněž rozhodla pro úplnou elektronickou fakturaci a postupně zavádí v rámci společnosti vozidla s CNG pohonem. (Pilulka Lékárny, 2023d)

9.1.4 Technologické faktory

Posledním významným faktorem, který ovlivňuje vnější okolí podniku jsou technologické faktory. Společnost je průkopníkem digitalizace lékárenství a snaží se toto původem konzervativní odvětví neustále inovovat a investovat do vývoje vlastních systémů. Aktuálně má ve svém portfoliu dva projekty zaměřující se na oblast e-health. Skrze akcelérátor Pilulka Lab investuje do inovativních společností. (Pilulka Lékárny, 2023d) Oba projekty byly blíže popsány v předchozí kapitole týkající se představení společnosti.

Informační systém společnosti je pro Pilulku klíčovým. Propojuje veškeré interní a externí systémy a napomáhá řízení vztahů se zákazníky. Byl vyvinut vlastním IT oddělením společnosti. Ze soukromé IT dílny pochází i samotný internetový obchod, který může být do budoucna flexibilně upravován dle aktuálních preferencí zákazníků či obchodního oddělení. Právě díky rozsáhlému internímu IT týmu a technologicky zaměřenému vedení si společnost udržuje technologický náskok. (Pilulka Lékárny, 2023d) E-shop je navíc díky optimalizaci technologicky uzpůsoben slabozrakým a nevidomým, kteří mohou nakupovat s pomocí klávesnice a asistivních technologií, filtrování a vyhledávání. (Pilulka Lékárny, 2021a)

9.2 Porterův model pěti sil

Jak již zaznělo v teoretické části práce, Porterův model pěti sil je strategický analytický nástroj, který se zaměřuje na hodnocení atraktivity a konkurenčního prostředí v daném průmyslu. Tímto modelem jsou identifikovány a analyzovány stávající konkurenční síly, které ovlivňují chování a výkonnost firem v daném odvětví. Tyto síly zahrnují hrozbu nových vstupujících konkurentů, sílu dodavatelů a odběratelů, hrozbu substitučních produktů a stupeň konkurence mezi stávajícími hráči na trhu.

9.2.1 Vyjednávací síla odběratelů

Pilulka dbá na spokojenost zákazníků, která je pro úspěšné fungování společnosti klíčovou. Její zákaznickou bázi internetové lékárny tvoří z téměř 50 % osoby ve věku od 25 do 44 let, převážně pak ženy. Dle dostupných dat za rok 2022 bylo 78 % online objednávek vytvořeno vracejícími se zákazníky, z čehož lze usoudit, že je zákaznická loajalita pro společnost nezbytnou. (Pilulka Lékárny, 2023d)

V roce 2021 proběhl rebranding společnosti, v rámci kterého proběhla změna loga a vizuální identity. Podnětem byl průzkum, který odhalil, že 65 % nakupujících jsou právě ženy. Specifikace pak uváděly, že se jedná o moderní ambiciózní trendsetterky, které jsou aktivní na internetu. Cílem tohoto kroku bylo odlišit se od konkurence a přiblížit se právě této cílové skupině, která se podílela na 70 % tržeb. (Pilulka Lékárny, 2021b)

Tabulka 8 Vývoj počtu online zákazníků

	2018	2019	2020	2021	2022	predikce 2023
počet online zákazníků (tis.osob)	300	425	569	721	743	852
meziroční růst	x	42 %	34 %	27 %	3 %	15 %

Zdroj: vlastní zpracování dle společnosti Pilulka Lékárny

Celkový počet zákazníků v roce 2022 činil 743 tisíc, zaznamenal přitom 3% meziroční růst, což je nejméně za sledované období. Počet zákazníků naopak nejvíce rostl roce v roce 2019, konkrétně o 42 %. V dalších letech růst postupně klesal. Pilulka je předběžně optimistickou a predikuje 15% nárůst online zákazníků v roce 2023. (Pilulka Lékárny, 2023d)

Společnost poskytuje své služby i firmám, jimž nabízí péči o zdraví zaměstnanců, partnerů či zákazníků. Společnosti se na B2B trhu snaží oslovit výhodnými balíčky, dopravou zdarma či benefitním programem. (Pilulka Lékárny, 2023b)

S přihlédnutím k uvedeným informacím lze vyjednávací sílu zákazníků označit za vysokou. Pilulka je stále mladou společností v odvětví, která svou zákaznickou základnu postupně rozšiřuje a snaží se získat jejich loajalitu. Co se týče nabízených produktů, je těžké portfolio diverzifikovat a odlišit se od konkurence, která na rozdíl od Pilulky disponuje i vlastními značkami léčiv za výhodnější cenu.

9.2.2 Vyjednávací síla dodavatelů

Společnost navázala v průběhu své činnosti spolupráci s několika významnými smluvními partnery z oblasti farmaceutických společností, dodavatelů potravinových doplňků, výživových potřeb či kosmetiky. Patří mezi ně například firmy Johnson & Johnson, Pfizer, Zentiva, Procter & Gamble a další. Jako jeden z mála subjektů v odvětví online lékárenství disponuje přímými obchodními a marketingovými vztahy, s čímž se pojí i určení vlastních cenových podmínek. V roce 2022 činil celkový počet společností, se kterými Pilulka navázala přímou spolupráci, 700, z toho 177 bylo společností farmaceutických. Více než 60 % objednávek společnost realizuje bez obchodního zprostředkovatele. Velkoobchodní distributoři by pak měli napomáhat se včasnými a objemově odpovídajícími dodávkami. (Pilulka Lékárny, 2023d) Situaci by však mohl zkomplikovat aktuální nedostatek určitých léčiv na trhu.

Obrázek 5 Nejvýznamnější smluvní partneři



Zdroj: Pilulka Lékárny, 2023d

Expanze na zahraniční trhy Pilulce umožnila nakupovat lokálně pro celou skupinu a do budoucna se bude snažit centralizovat nákupy jednotlivých členů skupiny. Další důležitou iniciativou je postupné rozšiřování spolupráce s dodavateli a zkvalitňování produktového portfolia. (Pilulka Lékárny, 2023d) Vzhledem k velkému počtu smluvních partnerů a možnosti vyjednávat o cenových podmínkách lze označit vyjednávací sílu dodavatelů za relativně nízkou.

9.2.3 Stávající konkurence

V lékárenském odvětví se nachází velké množství subjektů, přičemž více než 70 % z nich vlastní pouze jednu provozovnu. Největšími hráči na trhu jsou řetězce Dr. Max a Benu, kteří svými obraty a počtem lékáren konkurenci značně převyšují. (ČLnK, 2021)

Dr. Max

Lékárny Dr. Max spadají na tuzemském trhu pod společnost ČESKÁ LÉKÁRNA HOLDING, kterou vlastní investiční společnost Penta Investments. Česká síť těchto lékáren je součástí celoevropského projektu. Lékárny pod tímto názvem lze aktuálně nalézt na Slovensku, v Polsku a od roku 2017 také v Rumunsku a Srbsku. Několik lékáren je již otevřených i na území Itálie. Jedná se o největší lékárenskou síť českého trhu, na kterém aktuálně provozuje téměř 490 poboček. Dr. Max kamenné prodejny doplňuje o stejnojmenný e-shop, který umožňuje objednání zboží a volně prodejných léků, kamenné prodejny pak slouží jako výdejní místa. Internetový obchod Dr. Max je jedním z nejrychleji rostoucích v tuzemsku, kde si v rámci 40% tržního podílu na trhu online prodeje léčiv udržuje dlouhodobě prvenství. E-shop nabízí přes 30 tisíc položek, pro které využívá vlastních skladových prostor. Významným distributorem, umožňující zásobování lékáren Dr. Max, je sesterská společnost ViaPharma. (Lékárna Dr. Max, © 2023)

Kromě vlastní značky lékáren a internetového obchodu Dr. Max disponuje i vlastními produkty, které vyrábí sesterské společnost Dr. Max Pharma, jež je největším výrobcem volně prodejných lékárenských produktů v České republice. Pro přípravu léčiv vede Dr. Max několik laboratoří. Centrální laboratoře umožňují lékárnám vyřizovat stále rostoucí množství objednávek. Přibližně jednu třetinu produkce centrálních laboratoří pak využívají nemocnice, nezávislé lékárny či veterinární kliniky. (Lékárna Dr. Max, © 2023)

Benu

Společnost Benu Česká republika s.r.o. provozuje na tuzemském trhu síť lékáren Benu. Jedná se o dceřinou společnost PHOENIX lékárenského velkoobchodu, s.r.o., který je již řadu let největším farmaceutickým distributorem v České republice, a který spadá pod nadnárodní skupinu PHOENIX group. Skupina působí ve 27 zemích Evropy a je jednou z neúspěšnějších evropských společností, jejichž hlavní činností podnikání je distribuce léčiv. (BENU, 2023)

V České republice Benu provozuje 239 vlastních a 105 franšizových kamenných lékáren. Taktéž vlastní svou online lékárnou Benu.cz, kde je možné zakoupit volně prodejné léky, kosmetiku, zdravotnické pomůcky, ale i produkty pro domácí mazlíčky. Společnost Phoenix jako velkodistributor léčiv nabízí sortiment o téměř 25 tisíce položkách. Benu má navázanou spolupráci i s e-shopem Rohlik.cz, který objednané lékárenské zboží zákazníkům rozváží. Stejně jako Dr. Max má i Benu vlastní laboratoře pro přípravu léků. Dle výroční zprávy by měla mít společnost 20% podíl na lékárenském trhu a v případě online trhu dokonce 25% podíl. (BENU, 2023; výroční zpráva společnosti BENU, 2022)

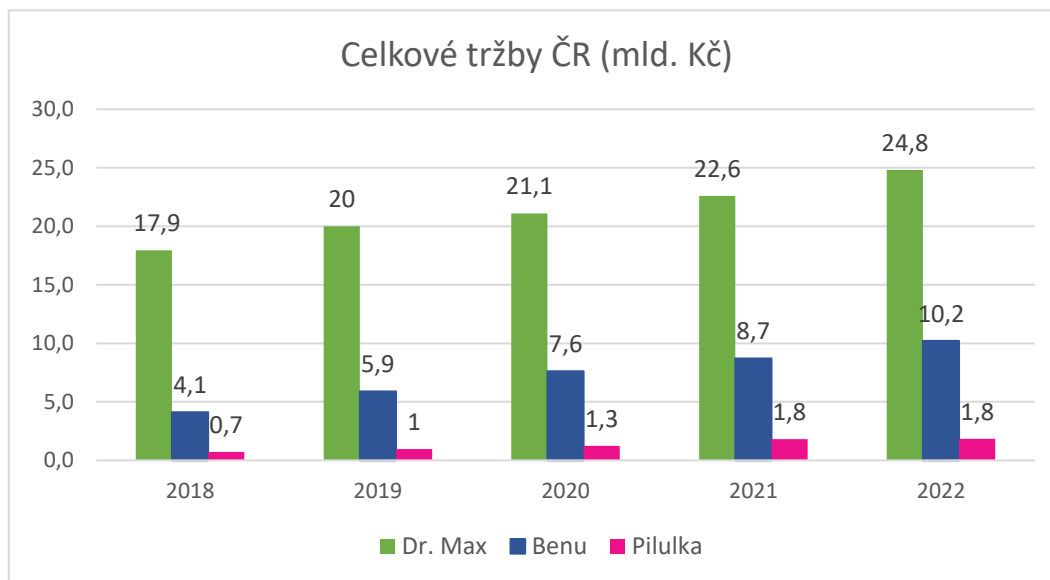
Tabulka 9 Počet lékáren a tržní podíl

	Dr. Max	Benu	Pilulka	Součet
počet lékáren	488	344	107	939
podíl na trhu	18 %	13 %	4 %	35 %

Zdroj: vlastní zpracování dle SÚKL a výročních zpráv společností

Ke konci roku 2022 evidoval Státní ústav pro kontrolu léčiv 2 684 lékáren včetně odloučených oddělení výdeje léčiv a zdravotnických prostředků. (SÚKL, 2022) Na tomto počtu se 3 neúspěšnější lékárenské řetězce dohromady podílejí ze 35 %. Největší podíl ve výši 18 % přitom zaujímá Dr. Max se svými 488 lékárnami. Zhruba 13 % pak náleží lékárnám Benu a pouhé 4 % Pilulce, u které převažují prodejny franšizového konceptu.

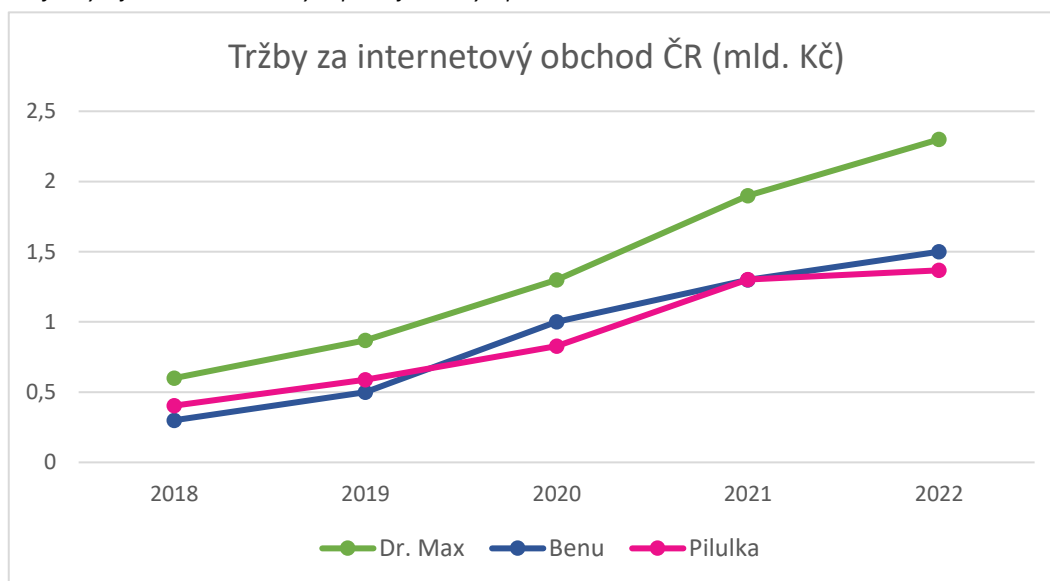
Graf 6 Vývoj tržeb Pilulky v porovnání s konkurencí



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společností

V oblasti celkových tržeb lékárny Dr. Max výrazně převyšují oba konkurenty. Roli zde jistě bude hrát počet lékáren na trhu a fakt, že všech 488 poboček je lékáren vlastních. Pilulka i Benu rozvíjí z velké části franšizový koncept lékáren, jejichž obrat se nezapočítává do celkových tržeb. Lékárenskému řetězci Dr. Max se však daří i v oblasti online prodeje, společně s kterými utržila rekordních 24,8 miliard korun. Obrat Pilulky je v porovnání s těmito předními řetězci lékáren zanedbatelný.

Graf 7 Vývoj tržeb z internetových prodejů Pilulky v porovnání s konkurencí



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společností

Tržby za e-shop jsou více vyrovnané. Koronavirová krize v roce 2020 zamíchala pořadím. Do té doby druhá Pilulka rostla meziročně nejméně a dosáhla tržeb pouze ve výši 827 milionů Kč. Největší nárůst přitom zaznamenala společnost Benu, jejíž online prodeje vzrostly téměř dvojnásobně, dosáhly jedné miliardy Kč, a předběhly tak Pilulku. Následující rok se však Pilulce dařilo, tržbami ve výši 1,3 miliardy korun dokázala znovu dorovnat Benu. V posledním roce rostl opět nejvíce e-shop Dr. Max a potvrdil si tak svou vedoucí pozici. Tržby Pilulky v roce 2022 naopak rostly nejméně, společnost Benu je dokázala překonat o cca 100 milionů korun. Pro účely srovnání byly použity údaje o tržbách Pilulky pouze za český trh z konsolidované výroční zprávy.

9.2.4 Hrozba vstupu nových konkurentů

Trh s léčivými doprovází vysoké bariéry vstupu do odvětví. Mezi ně patří zejména zákonem stanovené regulace týkající se provozu lékáren a výdeje léčiv. Vzhledem k tomu, že nelze provozovat pouze online lékárnou, je nutné mít zřízenou kamennou prodejnu, která podléhá podmínkám právních předpisů. Součástí těchto podmínek jsou například požadavky na technické vybavení, které musí schválit Státní ústav pro kontrolu léčiv. Ten reguluje i samotný zásilkový výdej léčiv, pro který vede databázi. Dalším úskalím pro vstup nových subjektů může být cenová regulace léčiv. (Schejbal, 2020)

Vstup na trh doprovází i vysoké kapitálové výdaje, které souvisí nejen s věcnou a technickou vybaveností prodejen, ale s i s digitalizací a vývojem softwaru v případě internetové lékárny. Pilulka jakožto leader zásilkového prodeje léčiv každoročně investuje nemalé částky do provozu interního systému.

Lékárenství aktuálně dominují lékárenské řetězce Dr. Max a Benu. Dohromady na území ČR provozují přes 800 lékáren. Pro nově vstupující značku lékáren by bylo velmi obtížné konkurovat těmto společnostem. Možnost diferencovat produkty či služby v tomto odvětví je poměrně nízká.

9.2.5 Hrozba substitutů

Substitutem online a kamenných lékáren nabízející volně prodejná léčiva a přidružené zboží péče o zdraví mohou být drogerie. Některé řetězce drogerií již v dnešní době nabízejí určité vyhrazené léčivé přípravky jako jsou léky proti bolesti, nevolnosti či ke snížení teploty. Stejným způsobem lze vyhrazená léčiva nalézt na určitých čerpacích stanicích, autobusových nádražích nebo i ve vybraných ubytovacích zařízeních. V minulosti byl tento krok kritizován lékárníky, kteří jsou toho názoru, že by zákazník měl mít možnost konzultovat správný výběr léku a jeho užití. Situaci by však mělo řešit pravidelné školení personálu, kterým musí pracovníci prodejních míst projít. (Medical Tribune, 2016)

Substitutem samotných léčiv mohou být alternativní léčebné přípravky a metody. Řadí se mezi ně například aromaterapie, fyzioterapie či homeopatie a léčba za pomoci bylinek. Jejich účinnost je však studiem zpochybnitelná. České lékařství má k těmto metodám vesměs odmítavý postoj, jelikož v mnoha případech odrážejí pacienty od řádné péče a účinné formy léčby. (1. LF, 2015)

10 Finanční analýza

Kapitola věnovaná finanční analýze se zaměřuje na hodnocení výkonnosti a finančního zdraví společnosti v období od roku 2018 do roku 2022. Cílem této analýzy je poskytnout přehled o finančních výsledcích, stabilitě a růstovém potenciálu společnosti během tohoto pětiletého období. Zkoumány budou klíčové finanční ukazatele, jako jsou tržby, ziskovost, likvidita, zadluženost a efektivita využívání zdrojů. Podkladem analýzy budou individuální účetní závěrky společnosti Pilulka Lékárny a.s.

10.1 Analýza absolutních ukazatelů

Součástí analýzy absolutních ukazatelů je horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Navazovat na ni bude analýza vertikální, zaměřující se opět na oba základní účetní výkazy. Pro obě analýzy bude využito rozdílové a podílové metody. Kapitulu budou uzavírat bilanční pravidla.

10.1.1 Horizontální analýza rozvahy

Změnu jednotlivých položek aktiv v průběhu let lze spatřit v následujících tabulkách:

Tabulka 10 Horizontální analýza aktiv rozdílovou metodou

Rozdíl (tis. Kč)	2019/2018	2020/2019	2021/2020	2022/2021
Aktiva celkem	-13 521	315 842	33 556	48 726
Dlouhodobý majetek	-14 104	55 501	35 142	53 750
Dlouhodobý nehmotný majetek	-1 177	42 615	28 918	5 906
Software	-103	40 817	20 926	18 235
Dlouhodobý hmotný majetek	-3 710	11 418	7 157	13 077
Hmotné movité věci	-466	9 145	8 135	15 672
Dlouhodobý finanční majetek	-9 217	1 468	-933	34 767
Oběžná aktiva	946	260 083	-733	-6 416
Zboží	-8 579	36 072	34 822	31 944
Krátkodobé pohledávky	10 390	96 964	26 172	18 104
Pěněžní prostředky	-865	127 047	-61 727	-56 464

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Tabulka 11 Tabulka 11 Horizontální analýza aktiv podílovou metodou

Podíl	2019/2018	2020/2019	2021/2020	2022/2021
Aktiva celkem	-9 %	235 %	7 %	10 %
Dlouhodobý majetek	-21 %	104 %	32 %	37 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	-29 %	1508 %	64 %	8 %
Software	-47 %	35187 %	51 %	29 %
Dlouhodobý hmotný majetek	-15 %	56 %	23 %	34 %
Hmotné movité věci	-6 %	128 %	50 %	64 %
Dlouhodobý finanční majetek	-23 %	5 %	-3 %	113 %
Oběžná aktiva	1 %	330 %	0 %	-2 %
Zboží	-24 %	132 %	55 %	33 %
Krátkodobé pohledávky	26 %	191 %	18 %	10 %
Pěněžní prostředky	-54 %	17008 %	-48 %	-85 %

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Celková aktiva ve sledovaném období meziročně rostla kromě roku 2019, kdy jejich hodnota poklesla o zhruba 13,5 milionů korun. Podílelo se na tom z velké části snížení dlouhodobého finančního majetku. Co se týče oběžného majetku, lze v tomto roce spatřit výraznější snížení hodnot zboží, a naopak zvýšení pohledávek, které měla společnost nejčastěji vůči ovládaným osobám.

Následující rok 2020 byl pro společnost specifickým tím, že proběhla fúze s některými z jejích doposud dceřiných společností. Z toho důvodu je možné vidět radikální nárůst některých položek, které byly přičteny jako zůstatek majetku sloučených společností. Z dlouhodobých nehmotných aktiv se výrazně zvýšila položka softwaru, která dosahovala hodnot o 40 milionů korun vyšších než v roce předchozím. Na nárůstu dlouhodobého hmotného majetku se podílely zejména hmotné movité věci, jejichž součástí je primárně výbava lékáren. V rámci oběžných aktiv se nejvíce zvýšily peněžní prostředky, které vzrostly o více než 127 milionů Kč vlivem emisního ážia.

V následujícím roce se situace již ustálila. Společnost investovala zejména do softwaru a navyšovala svoje zásoby zboží, přičemž využívala svých peněžních prostředků, které později mezi roky 2021 a 2022 poklesly dokonce o 85 %. Navýšení zaznamenal dlouhodobý finanční majetek, jehož součástí jsou půjčky dceřiným společnostem. Souhrn dlouhodobých zápůjček ovládaným společnostem pak činil ke konci roku přes 50 milionů Kč. Do dlouhodobého finančního majetku rovněž od roku 2021 přibyla položka ostatních dlouhodobých cenných papírů.

Lze konstatovat, že dlouhodobý majetek společnosti měl ve sledovaném období rostoucí tendenci. Společnost velkou část financí věnuje digitalizaci a s ní spojenému vývoji softwaru. Meziročně roste i hodnota dlouhodobého hmotného majetku, především pak položka hmotných movitých věcí. Celková oběžná aktiva se naproti tomu udržují meziročně v podobných číslech, přičemž snížení peněžních prostředků vyrovnává nárůst pohledávek a zboží.

Tabulka 12 Horizontální analýza pasiv rozdílovou metodou

Rozdíl (v tis. Kč)	2019/2018	2020/2019	2021/2020	2022/2021
Pasiva	-13 521	315 842	33 556	48 726
Vlastní kapitál	27 576	153 520	-37 636	-34 426
Výsledek hospodaření let minulých	-7 278	-88 889	-9 616	9 714
Výsledek hospodaření BÚ období	-3 843	1 505	19 330	-27 124
Cizí zdroje	-40 523	162 334	70 587	83 757
Dlouhodobé závazky	-3 265	-14 961	18 250	3 457
Krátkodobé závazky	-37 258	172 957	44 259	86 576
Závazky k úvěrovým institucím	-24 655	18 133	-21 513	59 960
Závazky z obchodních vztahů	-7 491	137 657	66 390	36 678
Závazky ostatní	-10 847	22 116	-7 371	-3 975

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Tabulka 13 Horizontální analýza pasiv podílovou metodou

Podíl	2019/2018	2020/2019	2021/2020	2022/2021
Pasiva	-9 %	235 %	7 %	10 %
Vlastní kapitál	66 %	220 %	-17 %	-19 %
Výsledek hospodaření let minulých	-66 %	-486 %	-9 %	8 %
Výsledek hospodaření BÚ období	-53 %	14 %	201 %	-279 %
Cizí zdroje	-38 %	251 %	31 %	28 %
Dlouhodobé závazky	-15 %	-83 %	590 %	16 %
Krátkodobé závazky	-44 %	370 %	20 %	33 %
Závazky k úvěrovým institucím	-88 %	536 %	-100 %	X
Závazky z obchodních vztahů	-21 %	475 %	40 %	16 %
Závazky ostatní	-61 %	323 %	-25 %	-18 %

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Pro splnění bilančního principu se majetek společnosti musí rovnat zdrojům jeho krytí. Celková pasiva mají proto stejný vývoj ve sledovaném období jako již uvedená aktiva. Odlišnosti se nachází až v jednotlivých položkách. Nejvíce vzrostl za sledované období cizí kapitál, a to o více než 276 milionů korun. Přispěl tomu především růst krátkodobých závazků mezi lety 2020 až 2022. Většinu z nich tvoří závazky z obchodních vztahů, u nichž lze předpokládat, že se jedná zejména o závazky vůči dodavatelům. Do krátkodobých závazků vstupují i závazky k úvěrovým institucím, které jsou společnosti poskytovány Českou Spořitelnou a.s. ve formě kontokorentu, revolvingu, či investičního úvěru. V roce 2021 měly závazky k úvěrovým institucím pouze dlouhodobý charakter, a dosahovaly tak meziročního navýšení o zhruba 18 milionů. Pilulka Lékárny a.s. využívá k ručení daných úvěrů svých zásob a obchodních pohledávek.

Rok 2020, ve kterém proběhla zmiňovaná fúze, zaznamenal výrazné snížení výsledku hospodaření let minulých a poklesl o téměř 89 milionů korun. Vlastní kapitál v tomto roce přesto rostl vlivem kapitálových fondů a ážia, které začala společnost vykazovat v souvislosti se vstupem na trh START pražské burzy a s tím spojenými emisemi nových akcií. Sloučení závazků fúzovaných společností rovněž ovlivnilo růst cizích zdrojů, hlavně pak krátkodobých závazků, které měly většinou charakter zmiňovaných závazků z obchodních vztahů, jejichž hodnota byla navýšena o cca 137 milionů korun.

Vlastní kapitál v posledních dvou letech zaznamenal meziroční pokles. Výsledek hospodaření běžného účetního období sice dosáhl v roce 2021 zvýšení o více než 19 milionů korun, a poprvé tak kladných hodnot, nicméně oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků byly sníženy o podíly v dceřiných společnostech, a to zhruba o 47 milionů korun. Z tohoto důvodu byl výsledný vlastní kapitál nižší než v roce předchozím. Na snížení vlastního kapitálu v posledním roce se podepsal především ztrátový výsledek hospodaření běžného účetního období.

10.1.2 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Stejným způsobem jako u rozvahy bude provedena horizontální analýza výkazu zisku a ztráty, kde budou sledovány změny jednotlivých položek.

Tabulka 14 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty rozdílovou metodou

Rozdíl (v tis Kč)	2019/2018	2020/2019	2021/2020	2022/2021
Tržby	81 786	940 327	507 159	6 155
Tržby z prodeje výrobků a služeb	6 341	70 257	27 525	30 812
Tržby za prodej zboží	75 445	870 070	479 634	-24 657
Výkonová spotřeba	63 926	842 721	477 045	-16 236
Osobní náklady	16 593	62 325	44 137	20 984
Úpravy hodnot v provozní oblasti	2 214	7 845	3 122	24 510
Ostatní provozní výnosy	-931	1 826	15 662	-12 595
Ostatní provozní náklady	-249	10 668	-669	-10 606
Provozní výsledek hospodaření	-1 629	18 594	5 904	-25 731
Finanční výsledek hospodaření	-1 423	-20 428	13 453	-1 393
Výsledek hospodaření za účetní období	-3 052	-1 834	19 357	-27 124

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Tabulka 15 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty podílovou metodou

Podíl	2019/2018	2020/2019	2021/2020	2022/2021
Tržby	26,85 %	243,35 %	38,23 %	0,34 %
Tržby z prodeje výrobků a služeb	34,17 %	282,20 %	28,93 %	25,12 %
Tržby za prodej zboží	26,37 %	240,68 %	38,94 %	-1,44 %
Výkonová spotřeba	25,39 %	266,95 %	41,18 %	-0,99 %
Osobní náklady	30,69 %	88,21 %	33,19 %	11,85 %
Úpravy hodnot v provozní oblasti	58,05 %	130,14 %	22,50 %	144,22 %
Ostatní provozní výnosy	-50,08 %	196,77 %	568,70 %	-68,39 %
Ostatní provozní náklady	-40,36 %	2898,91 %	-6,06 %	-102,31 %
Provozní výsledek hospodaření	-43,23 %	344,52 %	44,74 %	-134,71 %
Finanční výsledek hospodaření	-143,88 %	-846,93 %	58,90 %	-14,84 %
Výsledek hospodaření za účetní období	-64,16 %	-23,49 %	200,74 %	-279,23 %

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Tržby společnosti ve sledovaném období meziročně rostly, celkem o 1 400 milionů korun. Pokud není brán v potaz rok fúze, nejvíce společnost utržila v roce 2021, kdy celkové prodeje vzrostly o více než 38 %, která odpovídají 500 milionům korun. Na této částce se podepsaly zejména online prodeje e-shopu, kterému se daný rok dařilo vlivem pandemie koronaviru, kdy vzrostla poptávka po zdravotnických prostředcích, především pak v oblasti antigenních testů, ochranných pomůcek či dezinfekcí. V roce 2022, který byl prvním „post-covidovým“ rokem, tržby rostly mnohem méně, než společnost původně odhadovala. Tržby z offline prodeje kamenných lékáren dokonce poklesly o necelých 90 milionů korun. Opět se však dařilo online prodeji a službám. Nicméně výsledné prodeje meziročně vzrostly pouze o šest milionů, což nečiní ani jednoprocenní nárůst.

Vývoj výkonové spotřeby byl relativně úměrný růstu tržeb, jeho souhrn za sledované období činil 1 367 milionů Kč. Osobní náklady rostly meziročně v celém sledovaném období, dohromady o 144 milionů korun. Při fúzi se zvýšil počet zaměstnanců podniku ze 114 na 220, což zvýšilo osobní náklady o více než 60 milionů korun. V roce 2021 a 2022 nadále rostl počet zaměstnanců a zejména s nimi spojené mzdové náklady, ke konci roku 2022 zaměstnávala společnost 275 pracovníků.

Výraznější nárůst odpisů zaznamenal rok 2020, kdy byl navýšen dlouhodobý majetek o majetek sloučených společností. Největší nárůst odpisů lze však zaznamenat v roce posledním, z důvodu navýšení hmotných movitých věcí.

Provozní výsledek hospodaření meziročně rostl v letech 2020 a 2021, přičemž pouze v roce 2021 dosáhl i růstu výsledku hospodaření, a tím jeho kladné hodnoty. Největší propad ve finančním výsledku hospodaření lze spatřit v roce 2020, kdy zejména náklady spojené se vstupem na burzu snížily jeho hodnotu o téměř 20,5 milionu korun. Za celé sledované období hospodářský výsledek poklesl o více než 12 milionů Kč. Nejvíce se na tom podílel poslední rok, který pro společnost nebyl úspěšným a představoval největší ztrátu sledovaného období. Společnost předpokládala, že naváže na rostoucí trend předchozích let, a tudíž přibírala nové zaměstnance a investovala do dlouhodobého majetku. Výsledkem byla situace, kdy se celkové tržby zvýšily pouze o 6 milionů a osobní náklady společně s odpisy o 45,5 milionů Kč. Společnost tak vykázala ztrátu v hodnotě 17 milionů, která představuje meziroční snížení o 27 milionů Kč.

10.1.3 Vertikální analýza rozvahy

Vertikální analýza hodnotí rozložení jednotlivých položek aktiv a pasiv vůči zvolené základně. Jejich hodnoty lze spatřit v následující tabulce.

Tabulka 16 Vertikální analýza aktiv

Vertikální analýza aktiv	2018	2019	2020	2021	2022
Aktiva celkem	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Dlouhodobý majetek	45,5 %	39,6 %	24,2 %	29,7 %	37,1 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	2,7 %	2,1 %	10,1 %	15,4 %	15,1 %
Software	0,1 %	0,1 %	9,1 %	12,8 %	15,0 %
Dlouhodobý hmotný majetek	16,3 %	15,1 %	7,1 %	8,0 %	9,8 %
Hmotné movité věci a soubory movitých věcí	5,1 %	5,3 %	3,6 %	5,0 %	7,5 %
Dlouhodobý finanční majetek	26,6%	22,4%	7,0%	6,3%	12,3%
Oběžná aktiva	52,6 %	58,6 %	75,2 %	69,9 %	62,3 %
Zásoby	24,3 %	20,3 %	14,1 %	20,3 %	24,4 %
Pohledávky	27,2 %	37,7 %	32,8 %	35,9 %	36,0 %
Peněžní prostředky	1,1 %	0,6 %	28,4 %	13,7 %	1,8 %
Časové rozlišení	1,9 %	1,8 %	0,6 %	0,4 %	0,6 %

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Z vertikální analýzy aktiv vyplývá, že se na celkové výši bilanční sumy podílí z větší části oběžná aktiva v celém sledovaném období, což je pro obchodní společnost typické. Jejich výše však není zcela stabilní, v průběhu let zaznamenala jisté výkyvy. Jejich největší zastoupení je možné spatřit v roce 2020, ve kterém tvořila více než tři čtvrtiny celkových aktiv. Postarala se o to položka pohledávek ve výši cca 33 % a položka peněžních prostředků, která tvořila více než 28 %. Pohledávky, které mají vždy krátkodobý charakter, jsou dlouhodobě největší položkou oběžných aktiv. Podíl zásob se pohybuje v rozmezí 20-24 %, kromě roku 2020, kdy dosahovaly pouze 14 % na celkové hodnotě bilanční sumy. Časové rozlišení pak představuje zanedbatelnou část, přičemž v posledních třech letech náklady příštích období netvoří ani jednaprocentní podíl na aktivech.

Podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech je nejvyšší v roce 2018, kdy dosahuje 45,5 %, a nejvíce se na něm podílí dlouhodobý finanční majetek, který má charakter podílů ovládaných osob. Naopak v roce 2020 společnost disponovala majetkem, který tvořil necelou pětinu aktiv, a jednalo se tak o nejnižší hodnotu ve sledovaném období. V následujících dvou letech proběhly investice do IT infrastruktury a automatizace skladů, čímž byla hodnota mírně navýšena na úroveň 15 %. Dlouhodobý hmotný majetek dosahoval v prvních dvou letech vyššího podílu vlivem oceňovacího rozdílu k nabytému majetku, od roku 2020 se však podíl hmotného majetku snížil a pohyboval se v podobných hodnotách jako dlouhodobý finanční majetek. Položka finančního majetku, která v prvních dvou letech dosahovala vysokého podílu, vykazovala v letech 2020 a 2021 mnohem menší podíl na bilanční sumě. Ten byl zvýšen až v posledním sledovaném roce vlivem nových zápůjček ovládaným osobám.

Tabulka 17 Vertikální analýza pasiv

Vertikální analýza pasiv	2018	2019	2020	2021	2022
Pasiva celkem	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Vlastní kapitál	28,4 %	51,8 %	49,6 %	38,3 %	28,4 %
Ážio	39,4 %	72,2 %	74,9 %	60,0 %	51,3 %
Výsledek hospodaření minulých let	-7,4 %	-13,6 %	-23,8 %	-24,1 %	-20,1 %
Výsledek hospodaření BÚ období	-4,9 %	-8,3 %	-2,1 %	2,0 %	-3,3 %
Cizí zdroje	71,2 %	48,2 %	50,4 %	61,5 %	71,6 %
Rezervy	0,0 %	0,0 %	1,0 %	2,6 %	1,2 %
Dlouhodobé závazky	14,4 %	13,4 %	0,7 %	4,4 %	4,7 %
Krátkodobé závazky	56,8 %	34,8 %	48,8 %	54,6 %	65,8 %
Závazky k úvěrovým institucím	18,9 %	2,5 %	4,8 %	0,0 %	11,3 %
Závazky z obchodních vztahů	24,7 %	21,6 %	37,0 %	48,2 %	50,6 %
Závazky ostatní	12,0 %	5,1 %	6,4 %	4,5 %	3,3 %
Časové rozlišení	0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,0 %

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Podíl vlastního kapitálu na celkové výši pasiv převažuje pouze v roce 2019. Důvodem byl vysoký podíl položky ážia, která tvořila více než 70 % podílu na pasivech vlivem položky kapitálových fondů. Poměr ážia na celkových pasivech dosáhl v roce 2020 téměř 75 %, což bylo zapříčiněno emisí nových akcií na pražské burze. Přesto v daném roce byl podíl vlastního kapitálu nižší než v roce předchozím, jelikož v rámci fúze došlo k sečtení zůstatků účetních knih jednotlivých společností, přičemž byla výrazně navýšena ztráta minulých let. V prvním a posledním roce nebyl podíl vlastního kapitálu ani třetinový. Na výši vlastního kapitálu v roce 2022 se přitom podepsalo snížení ážia a záporný výsledek hospodaření běžného účetního období.

Podíl cizího kapitálu se od roku 2019 zvyšoval a s ním i celková zadluženost společnosti. V prvním a posledním roce činil podíl cizího kapitálu více než 70 %. Závazky mají však převážně krátkodobý charakter a jedná se především o závazky z obchodních vztahů. Krátkodobé investiční úvěry mají větší zastoupení pouze v prvním roce, kdy tvoří téměř 19 % a v roce posledním, kdy odpovídají 11 %. Podíl dlouhodobých závazků byl znatelný jen v letech 2018 a 2019, kdy se jeho výše pohybovala

mezi 13-14 %. Společnost rovněž od roku 2020 vytváří rezervy na krytí svých závazků. Časové rozlišení vstupuje do výše celkových pasiv minimálně, nebo je zcela nulové.

10.1.4 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Vertikální analýza zisku a ztráty se zaměřuje na posouzení struktury nákladů a výnosů v rámci výkazu zisku a ztráty. V tomto případě jsou jednotlivé položky vyjádřeny jako procento celkových tržeb v jednotlivých letech. Výsledky ukazují, jaké procento představují jednotlivé náklady a výnosy z celkových tržeb a umožňují identifikovat klíčové změny a trendy ve výkonnosti společnosti v průběhu času.

Tabulka 18 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Vertikální analýza VZZ	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Tržby z prodeje výrobků a služeb	6,1 %	6,4 %	7,2 %	6,7 %	8,3 %
Tržby za prodej zboží	93,9 %	93,6 %	92,8 %	93,3 %	91,7 %
Výkonová spotřeba	82,6 %	81,7 %	87,3 %	89,2 %	88,0 %
Osobní náklady	17,7 %	18,3 %	10,0 %	9,7 %	10,8 %
Úpravy hodnot v provozní oblasti	1,3 %	1,6 %	1,0 %	0,9 %	2,3 %
Ostatní provozní výnosy	0,6 %	0,2 %	0,2 %	1,0 %	0,3 %
Ostatní provozní náklady	0,2 %	0,1 %	0,8 %	0,6 %	0,0 %
Provozní výsledek hospodaření	-1,2 %	-1,4 %	1,0 %	1,0 %	-0,4 %
Ostatní finanční výnosy	0,3 %	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %
Ostatní finanční náklady	0,3 %	0,4 %	1,8 %	0,5 %	0,5 %
Finanční výsledek hospodaření	-0,3 %	-0,6 %	-1,7 %	-0,5 %	-0,6 %
Výsledek hospodaření za účetní období	-1,6 %	-2,0 %	-0,7 %	0,5 %	-0,9 %

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Při pohledu na výše uvedenou tabulku je možné spatřit podíl jednotlivých položek výsledovky na základně, která odpovídá celkovým tržbám. Poměr tržeb za prodej zboží se konzistentně drží v hodnotách nad 90 %, což je v souladu s maloobchodním zaměřením společnosti. Tržby za služby, kterými jsou převážně marketingové služby a placená doprava, činily v průběhu let průměrně sedmi procentní podíl na celkových tržbách. Poměr výkonové spotřeby se pohyboval v hodnotách mezi 80 až 89 %, v roce 2020 až 2022 se výkonová spotřeba nachází v horní části tohoto rozpětí vlivem nákladů za služby, které zaujímají v daných letech cca 16 %. Osobní náklady v prvních dvou letech odpovídají v průměru 18% podílu na celkových tržbách, následně se jejich podíl však snížil a představoval již jen cca 10 % vlivem skokového navýšení tržeb. Odpisy vstupují do celkové výše tržeb jen minimálně, dvouprocentní podíl v posledním roce je nejvyšší hodnotou této položky za sledované období. Zanedbatelných hodnot pak dosahují ostatní provozní výnosy a náklady. Provozní výsledek hospodaření dosahuje záporných čísel ve třech letech. V roce 2020 a 2021 jsou jeho hodnoty hodnoty kladné a podílí se na celkových tržbách 1 %. Finanční výsledek hospodaření je záporným po celé období, jeho největší zastoupení odpovídá necelým dvěma procentům v roce 2020, kdy se do ostatních finančních nákladů promítly náklady spojené se vstupem na burzu. Kladného hospodářského výsledku společnost dosáhla jen v roce 2021, ve kterém, jak je již známo z horizontální

analýzy, zaznamenala velký růst tržeb. Zbylé roky vykazovaly ztrátu, největší přitom za rok 2020, kdy poměr hospodářského výsledku vůči celkovým tržbám činil 2 %.

10.1.5 Bilanční pravidla

Mezi základní bilanční pravidla, která představují doporučení pro vzájemný vztah některých položek aktiv a pasiv, lze zařadit zlaté bilanční pravidlo, pravidlo vyrovnání rizik, pari pravidlo a růstové pravidlo. Daná doporučení budou vztažena k analyzovanému podniku a vyhodnoceno jejich dodržení.

Tabulka 19 Zlaté bilanční pravidlo

Zlaté bilanční pravidlo (tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
Dlouhodobá aktiva	67 386	53 282	108 783	143 925	197 675
Dlouhodobé zdroje	63 397	87 708	230 605	219 297	182 052
Převis dlouhodobých zdrojů	-3 989	34 426	121 822	75 372	-15 623

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Zlaté bilanční pravidlo financování doporučuje financování dlouhodobých aktiv dlouhodobými zdroji. V praxi to znamená, že by se měly obě položky rovnat. Ve sledovaném období toto pravidlo není dodrženo. Agresivnější způsob financování společnost volila v roce 2018 a 2022, kdy část dlouhodobých aktiv kryla krátkodobými cizími zdroji. Mezi lety 2019 až 2021 měla naopak převis dlouhodobých zdrojů, čímž se vyznačuje konzervativnější způsob financování, který je pro společnost dražším, ale méně rizikovým.

Tabulka 20 Pravidlo vyrovnání rizik

Pravidlo vyrovnání rizik (tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
Vlastní kapitál	42 078	69 654	223 174	185 538	151 112
Cizí kapitál	105 302	64 779	227 113	297 700	381 457

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Pravidlo vyrovnání rizik udává, že by měl mít podnik alespoň takové množství vlastního kapitálu, jako má cizích zdrojů. Čím větší podíl mají cizí zdroje, tím vyšší je zadlužení podniku. Společnost Pilulka dané pravidlo nespĺňuje v rámci sledovaného období s výjimkou roku 2019, kdy vlastní kapitál převyšuje cizí zdroje o necelých pět milionů korun. Vyšší podíl cizího kapitálu je přitom pro obchodní společnosti typickým, jelikož mívají velké množství krátkodobých závazků.

Tabulka 21 Pari pravidlo

Pari pravidlo (tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
Dlouhodobá aktiva	67 386	53 282	108 783	143 925	197 675
Vlastní kapitál	42 078	69 654	223 174	185 538	151 112

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Dle pari pravidla by mělo být v podniku dlouhodobých aktiv více než vlastního kapitálu. Podmínka není splněna ve třech letech ze sledovaného období. Rok 2020 přitom zaznamenal nejvyšších

hodnot vlastního kapitálu, které byly spojeny s kapitálovými fondy. V roce 2018 a 2022 společnost dlouhodobého kapitálu využívá naopak efektivně, jelikož je zde prostor pro využití cizích zdrojů.

Tabulka 22 Růstové pravidlo

Růstové pravidlo	2019/2018	2020/2019	2021/2020	2022/2021
Růst tržeb	26,85 %	243,35 %	38,23 %	0,34 %
Růst investic	-20,93 %	104,16 %	32,30 %	37,35 %

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Zlaté růstové pravidlo doporučuje, aby tempo růstu investic nepřevyšovalo tempo růstu tržeb. Společnost se tohoto pravidla drží, s výjimkou posledního roku, kdy byl růst tržeb nižší, než společnost predikovala. Lze nicméně předpokládat, že investice do dlouhodobého majetku budou své tržby teprve generovat. Pokud by však vysoké investice přetrvávaly dlouhodobě, mohlo by dojít ke snížení rentability či ztrátě konkurenceschopnosti.

10.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Rozdílové ukazatele jsou určeny pro hodnocení finanční situace podniku se zaměřením na jeho likviditu. Obecně nejvyužívanějším rozdílovým ukazatelem je čistý pracovní kapitál, který bude použit i v rámci práce. Jeho hodnota je stanovena rozdílem oběžných aktiv a krátkodobých závazků.

10.2.1 Čistý pracovní kapitál

Analýza čistého pracovního kapitálu je nedílnou součástí finanční analýzy, jelikož vymezuje platební schopnost podniku. Pro likvidní podnik by mělo platit, že oběžná aktiva převyšují krátkodobé závazky. Společnost se daného předpokladu drží pouze v letech 2019 až 2021, kdy má dostatek likvidních aktiv na krytí svých krátkodobých závazků. Zápornou hodnotu čistého pracovního kapitálu v roce 2018 a 2022 způsobuje vysoká hodnota krátkodobých závazků, a naopak nízká hodnota peněžních prostředků, která je znatelná zejména v posledním roce. V daných dvou letech společnost volí zmíněný agresivnější způsob financování.

Tabulka 23 Složení čistého pracovního kapitálu

Složení NWC (tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
Zásoby	35 887	27 308	63 380	98 202	130 146
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	40 300	50 690	147 654	173 826	191 930
Peněžní prostředky	1 612	747	127 794	66 067	9 603
Krátkodobé závazky	83 983	46 725	219 682	263 941	350 517
NWC	-6 184	32 020	119 146	74 154	-18 838

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

10.3 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů je důležitým nástrojem pro hodnocení finančního zdraví a výkonnosti podniku. Tato analýza umožňuje posoudit, jak efektivně společnost využívá svých zdrojů, a jak je schopna splácet své závazky. Nejpoužívanějšími poměrovými ukazateli jsou ukazatele rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti.

10.3.1 Ukazatele rentability

Rentabilita zahrnuje různé ukazatele, které měří ziskovost, respektive schopnost podniku zhodnocovat své prostředky. Rentabilita zahrnuje několik důležitých ukazatelů, včetně rentability aktiv, tržeb, vlastního kapitálu či dlouhodobého kapitálu.

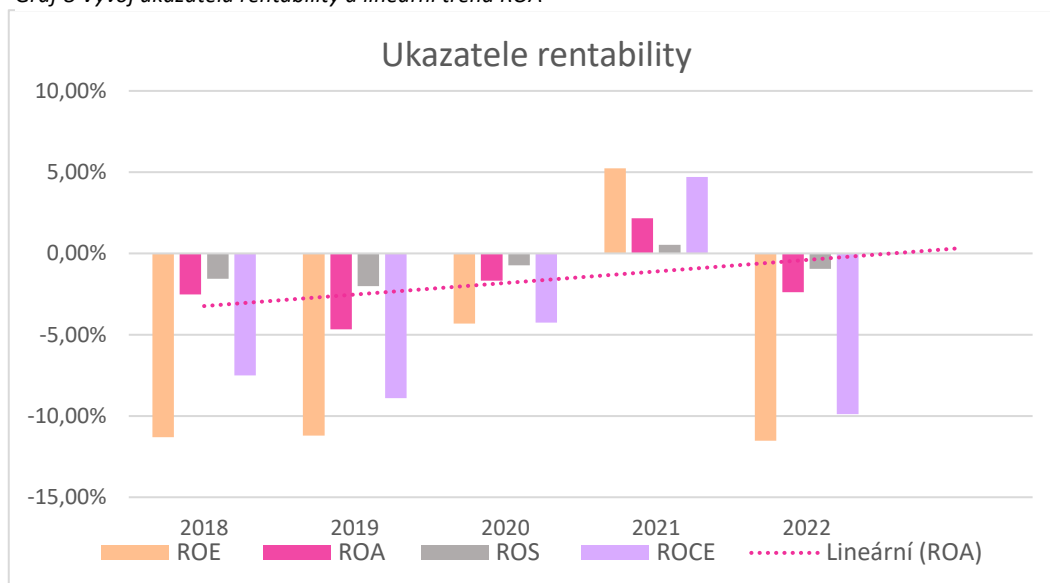
Tabulka 24 Vývoj ukazatelů rentability

Ukazatele rentability	2018	2019	2020	2021	2022
ROE	-11,31 %	-11,21 %	-4,32 %	5,24 %	-11,52 %
ROA	-2,52 %	-4,67 %	-1,68 %	2,17 %	-2,39 %
ROS	-1,56 %	-2,02 %	-0,73 %	0,53 %	-0,95 %
ROCE	-7,50 %	-8,90 %	-4,26 %	4,70 %	-9,90 %

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Skutečnost, že společnost byla ve čtyřech letech ztrátovou, se promítla i do jednotlivých ukazatelů rentability, které dosahují záporných hodnot. Rentabilita vlastního kapitálu, hodnotící efektivnost kapitálu vloženého do podniku vlastníky, byla nejméně úspěšná poslední rok, kdy společnost vykazovala největší ztrátu za celé sledované období, a hodnota ROE činila -11,5 %. Nicméně i v prvních dvou letech se výše ROE pohybovala v téměř totožných hodnotách. Rentabilita aktiv, která je hlavním měřítkem rentability, nabývala stejně jako ostatní ukazatele minusových hodnot ve čtyřech uvedených letech, nejnižší přitom v roce 2019. Důvodem byla zejména záporná hodnota EBIT. Rentabilita tržeb (ROS) má podobný trend jako rentabilita aktiv, přičemž svého minima taktéž dosahuje v roce 2019. ROCE neboli rentabilita dlouhodobého kapitálu je nezbytnou informací zejména pro investory a věřitele. Na rozdíl od ROE zařazuje do výpočtu i položky dlouhodobých cizích zdrojů, hodnoty obou ukazatelů mají však podobný vývoj, jelikož společnost vlastní převážně krátkodobé závazky. Rok 2021 byl jediným, kdy společnost dosáhla kladného výsledku hospodaření za účetní období. Všechny ukazatele proto v daném období dosahují příznivých hodnot. Nejlépe zhodnocen je vlastní kapitál, jehož rentabilita odpovídá zhruba 5 %. Rentabilita aktiv docílila pouze 2 %, jelikož společnost daný rok investovala do dlouhodobého majetku, který vstoupil do výpočtu a snížil výsledek ukazatele.

Graf 8 Vývoj ukazatelů rentability a lineární trend ROA



Zdroj: vlastní zpracování

Přestože hodnoty ukazatelů rentability nabývají ve čtyřech letech záporných hodnot, lineární trend všech ukazatelů má rostoucí tendenci. Při pohledu na výše uvedený graf lze spatřit, že v následujícím roce by měla rentabilita aktiv dosahovat již kladných hodnot.

10.3.2 Ukazatele likvidity

Mezi ukazatele likvidity se řadí běžná, pohotová a okamžitá likvidita. Tyto ukazatele umožňují posoudit, zda společnost disponuje dostatečnými prostředky na pokrytí svých krátkodobých závazků a jsou klíčovým faktorem pro zajištění finanční stability a udržitelnosti podnikání.

Tabulka 25 Vývoj ukazatelů likvidity

Ukazatele likvidity	2018	2019	2020	2021	2022
Běžná	0,93	1,69	1,54	1,28	0,95
Pohotová	0,50	1,10	1,25	0,91	0,57
Okamžitá	0,02	0,02	0,58	0,25	0,03

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Běžná likvidita, nebo také likvidita třetího stupně, udává, kolikrát oběžná aktiva pokryjí krátkodobé závazky podniku. Aby byla podmínka splněna, musí ukazatel nabývat hodnot od 1,5 do 2,5. Při pohledu na tabulku č. 25 je zřejmé, že se běžná likvidita nachází v daném intervalu jen ve dvou letech. Ve zbylém období společnost využívá krátkodobé závazky i k financování stálých aktiv, což je značně rizikové. Lze tedy říci, že by společnost byla schopna uhradit své krátkodobé závazky z oběžných aktiv pouze v roce 2019, ve kterém se snížily krátkodobé úvěry a v roce 2020, kdy vstup společnosti na burzu s sebou přinesl nárůst peněžních prostředků z emise akcií.

Pohotová likvidita (likvidita druhého stupně) je od běžné likvidity očištěna o nejméně likvidní složku oběžných aktiv, a to zásoby. Vzhledem k tomu, že společnost podniká v maloobchodě, lze očekávat, že hodnoty výrazněji poklesnou ve srovnání s likviditou třetího stupně. Optimální výše pohotové

likvidity se nachází v intervalu od 1 do 1,5. Jak je možné vidět v tabulce, společnost těchto hodnot nabývá pouze v letech 2019 a 2020. V roce 2021 se blíží dolní hranici optimální hodnoty. Pro zbylé roky platí, že by společnost k pokrytí krátkodobých závazků musela využít prodeje zásob.

Poměr finančního majetku a krátkodobých závazků určuje okamžitou likviditu. Měla by se pohybovat ve výši od 0,2 do 0,5. Podmínka je v tomto případě splněna opět jen ve dvou letech, kterým je rok 2021 a rok 2020, kdy optimální rozmezí v zanedbatelné výši převyšuje. Obecně lze říci, že společnost v těchto dvou obdobích efektivně využívala svých finančních prostředků.

10.3.3 Ukazatele zadluženosti

Ukazateli zadluženosti je možné analyzovat, do jaké míry je společnost financována cizím kapitálem ve srovnání s vlastním kapitálem. Mezi běžně používané ukazatele zadluženosti patří poměr celkového dluhu k vlastnímu kapitálu, poměr dlouhodobého dluhu k a úrokové krytí.

Tabulka 26 Vývoj ukazatelů zadluženosti

Ukazatele zadluženosti	2018	2019	2020	2021	2022
Celková zadluženost	71,17 %	48,18 %	49,47 %	58,96 %	70,47 %
Dlouhodobá zadluženost	14,41 %	13,43 %	0,69 %	4,41 %	4,66 %
Úrokové krytí	x	x	x	13,50	x

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny a.s.

Obecně literatura udává, že by se celková zadluženost podniku měla pohybovat mezi 30 až 60 %. Společnost daný poměr splňuje v letech 2019 až 2021, kdy se pohybuje v horní hranici intervalu. První a druhý rok představuje zhruba 70% zadlužení. Je však důležité brát v úvahu, jaké povahy cizí zdroje jsou. Druhý ukazatel vypovídá o skutečnosti, že dlouhodobá zadluženost podniku je minimální, přičemž v posledních třech letech dokonce nižší než 5 %. Většinu zadlužení tedy tvoří krátkodobé závazky z obchodních vztahů. Úrokové krytí je vypočteno pouze pro rok 2021, který byl jediným ze sledovaného období, kdy EBIT dosáhl kladné hodnoty. Tento ukazatel hodnotí schopnost podniku splácet nákladové úroky. Literatura uvádí doporučenou hodnotu vyšší než 5. V roce 2021 tedy může společnost zaplatit z EBIT své úroky více než 13x, což spadá pod optimální hodnoty. Zbylá období však společnost není schopna hradit náklady na cizí kapitál z provozní činnosti.

10.3.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele obratu se rozlišují na dva typy, počet obrátů a dobu obratu. První ukazatel hodnotí kolikrát převyší tržby konkrétní položku rozvahy, druhý měří průměrnou dobu jedné obrátky dané položky. Cílem je přitom maximalizovat obrátky a minimalizovat dobu obratu.

Tabulka 27 Vývoj ukazatelů aktivity

Ukazatele aktivity	2018	2019	2020	2021	2022
Obrat aktiv	2,06	2,87	2,95	3,79	3,46
Obrat zásob	8,49	14,15	20,93	18,67	14,14
Doba obratu zásob	42	25	17	19	25
Obrat pohledávek	7,56	7,62	8,99	10,55	9,59
Doba splatnosti pohledávek	48	47	40	34	38
Obrat krátkodobých závazků	3,63	8,27	6,04	6,95	5,25
Doba splatnosti krátkodobých závazků	99	44	60	52	69
Obratový cyklus peněz	-9	29	-2	2	-6

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny a.s.

Ve výše uvedené tabulce jsou zaneseny hodnoty klíčových ukazatelů aktivity. Obrat aktiv, který znázorňuje kolikrát se aktiva obrátí za rok, dosahuje v celém období optimálních hodnot. Podmínkou splnění je hodnota vyšší než jedna. V průběhu let má rostoucí trend, přičemž v roce 2021 dosahuje svého maxima ve výši téměř 4 obrátek.

Zásoby zaznamenávají v průběhu let jisté výkyvy. Nejnižších obrátek dosahovaly v prvním roce, což se projevilo i na době obratu, která odpovídala 42 dnům, kdy byly zásoby v podniku vázány do doby jejich prodeje. V následujících letech doba obratu výrazněji poklesla a udržela si tuto úroveň, což je pro společnost příznivá skutečnost a úměrně tomu vzrostl obrat zásob. Nejúspěšnějším byl přitom rok 2020, kdy se zásoby obrátily 21x, a přitom jedna obrátka trvala 17 dní.

Obrat pohledávek rostl do roku 2021, kdy dosáhl svého maxima ve výši 10,5 obrátek. V posledním roce pak hodnota mírně poklesla. Doba inkasa pohledávek, respektive počtu dnů, kdy musí podnik čekat na přijetí platby za prodané zboží, činila v průměru 41 dnů. Zajímavé je přitom porovnat tyto hodnoty s dobou splatnosti krátkodobých závazků. Ve čtyřech uvedených letech je průměrná doba splatnosti závazků vyšší než průměrná doba splatnosti pohledávek, v roce 2018 dokonce více než dvojnásobně. Znamená to, že zatímco odběratelé společnosti platí rychle, společnost hradí své závazky pomaleji a využívá tak svých obchodních úvěrů po delší dobu. To je pro společnost výhodné, protože na rozdíl od zbylých ukazatelů, je v případě krátkodobých závazků snahou docílit co nejmenšího obratu a co nejdelší doby obratu.

Obratový cyklus peněz pak udává, jak dlouho jsou peněžní prostředky podniku vázány v nepeněžní podobě. Cílem je dosáhnout co nejkratší doby. Vzhledem k poměru doby splatnosti krátkodobých závazků a doby obratu pohledávek, které byly již zmíněny v předchozím odstavci, je obratový cyklus ve třech letech dokonce záporným. Do výpočtu sice vstupuje ještě doba obratu zásob, ta je však taktéž velmi krátká. S nejdelším obratovým cyklem peněz naopak pracoval rok 2019, kdy byly peníze v podniku vázány do doby inkasa v průměru 29 dní.

10.4 Soustavy vybraných ukazatelů

Soustavy vybraných ukazatelů, jako bankrotní a bonitní modely, slouží k objektivnímu hodnocení finanční stability a solventnosti společností. Bankrotní modely se zaměřují na predikci možného bankrotu, zatímco bonitní modely hodnotí kreditní schopnost podniku. Tyto ukazatele jsou důležitým nástrojem pro rozhodování o investicích, půjčování a obchodních vztazích, a měly by být použity v kontextu celkové finanční analýzy. Pro účely práce byl z řad bankrotních modelů vybrán IN05, bonitní model pak bude představovat Kralickův Quicktest.

10.4.1 Index IN05

Ukazatel IN05 je bankrotním modelem, který byl navržen pro podmínky českého trhu a do výpočtu zahrnuje i hledisko vlastníka. Výsledné hodnoty jsou určeny rovnicí, která v sobě zahrnuje poměrové ukazatele společně s ukazateli likvidity, aktivity a zadluženosti. Ke každému ukazateli je přiřazena váha, odpovídající průměru hodnoty v odvětví. Pro společnost Pilulka Lékárny a.s. byly vypočteny následující hodnoty:

Tabulka 28 Index IN05

IN05	2018	2019	2020	2021	2022	Váhy
Aktiva/Cizí zdroje	1,41	2,08	1,98	1,63	1,40	0,13
EBIT/ Nákladové úroky	-3,65	-4,09	-3,66	13,50	-2,73	0,04
EBIT/Aktiva	-0,03	-0,05	-0,02	0,02	-0,02	3,97
Výnosy/Aktiva	2,10	2,89	2,96	3,83	3,47	0,21
Oběžná aktiva/Krátkodobé závazky	0,93	1,69	1,54	1,28	0,95	0,09
IN05	0,46	0,68	0,80	1,76	0,79	

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Z vypočítaných výsledků je zřejmé, že společnost tvoří hodnotu s pravděpodobností 67 % pouze v předposledním roce, kterým je rok 2021. Index IN05 zde nabývá hodnoty 1,76, která ač jen mírně, tak přesto mírně převyšuje hranici tvorby hodnoty. Ve zbylých letech index odpovídá číslům nižším než 0,9, což značí, že netvoří hodnotu a může spět k bankrotu. Výsledky jsou ovlivněny zejména ukazatelem aktivity ROA, ke kterému je přiřazena nejvyšší váha a ukazatelem zadluženosti v podobě úrokového krytí. Právě kvůli skutečnosti, že je EBIT, vstupující do výpočtu obou ukazatelů, ve čtyřech letech záporný, nabývá výsledný index nízkých hodnot. Obzvláště nízkých hodnot dosahuje společnost v prvních dvou letech. V porovnání s nimi lze spatřit v následujících letech zlepšení finanční situace a postupný růst indexu, do kterého zasahuje pouze propad v roce 2022. V roce 2020 a 2022 se výsledná hodnota indexu více blíží hranici šedé zóny. Celkově tedy lze říci, že podnik dlouhodobě netvoří hodnotu, ale lze uvažovat, že společnost po plánovaném snížení provozních nákladů naváže na předchozí růst, a dostane se tak do pásma tvorby hodnoty.

10.4.2 Kralickův Quicktest

Velmi používaným bonitním modelem je Kralickův Quicktest, který se skládá ze soustavy čtyř rovnic, přičemž první dvě z nich hodnotí finanční stabilitu a druhé dvě evaluují výnosovou situaci společnosti. Pro jeho výpočet byly opět použita data z finančních výkazů společnosti a výsledky jednotlivých ukazatelů jsou znázorněny v tabulce č. 29.

Tabulka 29 Kralickův Quicktest výpočet rovnic

Kralickův Quicktest	2018	2019	2020	2021	2022
R1	0,284	0,518	0,496	0,383	0,284
R2	10,717	-2,951	4,831	6,214	-20,782
R3	-0,025	-0,047	-0,017	0,022	-0,024
R4	0,032	-0,056	0,015	0,020	-0,010

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Ukazatel R2 v průběhu let fluktuuje vlivem záporného provozního cash flow, které se týká let 2019 a 2022, což je i důvodem, proč je v těchto letech ukazatel ohodnocen nulovými body. Záporné provozní cash flow ovlivňuje i ukazatel R4, který je dán poměrem provozního cash flow a tržeb. Ukazatel R3 vymezující rentabilitu aktiv se nachází kromě roku 2021 v minusových číslech kvůli již zmíněnému zápornému EBIT v těchto letech. Předposlední rok je tak jediným, kdy jsou hodnoty všech ukazatelů kladné.

Tabulka 30 Kralickův Quicktest obodování

Kralickův Quicktest	2018	2019	2020	2021	2022
R1	3	4	4	4	3
R2	2	0	3	2	0
R3	0	0	0	1	0
R4	1	0	1	1	0
Finanční stabilita	2,5	2	3,5	3	1,5
Výnosová situace	0,5	0	0,5	1	0
Celková situace	1,5	1	2	2	0,75

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Po dosažení hodnot dle bodové škály byly sečteny ukazatele R1 a R2, které představují finanční stabilitu společnosti a ukazatele R3 a R4, které znázorňují výnosovou situaci. Celková situace byla následně vypočtena aritmetickým průměrem obou hodnot. Jak je možné vidět ve výše uvedené tabulce, ani v jednom z uvedených období společnost nenabývá hodnot vyšších jak tři, a tudíž ji není možné označit za bonitní. Od roku 2018 do 2021 se pohybuje v pásmu šedé zóny, kdy nejde jasně vymezit finanční budoucnost společnosti, přičemž rok 2019 představuje hraniční hodnotu celkové situace spadající do tohoto intervalu. Poslední rok společnost hospodařila nejhůře, záporné provozní cash flow a EBIT zapříčinily nízké obodování, a celková situace se tudíž nachází pod hranicí čísla jedna, signalizující potíže ve finančním hospodaření společnosti. Finanční stabilita společnosti se však nachází v mnohem lepších hodnotách než její výnosová situace, která byla nejúspěšnější

v roce 2021, přesto však dosahovala pouze hodnoty 1. Danou skutečnost potvrzuje i předchozí bankrotní model, který rok 2021 označil za jediný spadající do pásma tvorby hodnoty.

11 Aktiva provozně nutná a nenutná

Po zhodnocení finanční situace společnosti je nutné vymezit aktiva podniku na provozně nutná, která souvisejí s hlavní činností podniku, a aktiva provozně nenutná. Nejčastějšími aktivy, která nejsou nezbytná k provozu podniku, bývají krátkodobý finanční majetek, nadbytečné množství peněžních prostředků, dlouhodobý finanční majetek nebo nemovitosti, jež nejsou v souladu s primárním účelem podniku.

11.1 Dlouhodobý finanční majetek

Co se týče krátkodobého finančního majetku, společnost v průběhu let žádný neneviduje, a tudíž není nutné určovat jeho povahu. Jednoduché je to i v případě nemovitostí, kdy se jedná zejména o sklady zboží, které jsou nezbytné pro hlavní činnost společnosti. Zbývá tedy určit charakter dlouhodobého finančního majetku a definovat provozně nutné množství peněžních prostředků.

Tabulka 31 Provozně nenutný dlouhodobý finanční majetek

Dlouhodobý finanční majetek (tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	39 315	30 098	7 277	6 289	9 017
Zápůjčka a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoby	0	0	24 289	21 834	53 873
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	2 510	2 510

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Vzhledem k tomu, že nejsou k dispozici informace, které by určily povahu finančních investic, nebudou do provozně nutného majetku zařazeny. Jedná se o podíly v ovládaných osobách, zápůjčky a úvěry ovládaných osob a ostatní cenné papíry a podíly, kterými společnost v jednotlivých letech disponuje a nelze u nich vyhodnotit, zda souvisejí s hlavní činností podniku.

11.2 Peněžní prostředky

Provozně nutné peněžní prostředky je jako jediné nutné dopočítat. Literatura uvádí, že je nezbytné danou položku přehodnotit a očistit ji o případný přebytek. Z níže uvedené tabulky lze vyčíst hodnotu provozně nutné likvidity, která představuje maximálně provozně nutnou výši peněžních prostředků. Doporučenou hodnotou pro tento ukazatel je 0,2. V letech 2018, 2019 a 2022 se okamžitá likvidita společnosti nachází pod hranicí, kterou představuje tato hodnota, a tudíž jsou výše tohoto ukazatele nezměněny. Mezi lety 2020 a 2021 však Pilulka zadržovala vyšší peněžní prostředky, než bylo pro provoz nutné, a tak byla jejich hodnota přepočtena. Pro kalkulaci byly použity krátkodobé neúročené závazky, které by měly zajistit přesnější výsledek.

Tabulka 32 Provozně nutné peněžní prostředky

Provozně nutné peněžní prostředky (tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
Celkové peněžní prostředky	1 612	747	127 794	66 067	9 603
Krátkodobé závazky neúročené	55 948	43 345	198 169	263 941	290 557
Okamžitá likvidita	0,02	0,02	0,58	0,25	0,03
Provozně nutná likvidita (0,20)	0,02	0,02	0,20	0,20	0,03
Provozně nutné peněžní prostředky	1 612	747	39 634	52 788	9 603

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

12 Generátory hodnoty

Před sestavením finančního plánu je ještě potřeba zanalyzovat a vytvořit prognózu generátorů hodnoty. Mezi hlavní generátory se řadí tržby, provozní zisková marže, pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku. Dané čtyři generátory budou aplikovány na oceňovanou společnost Pilulka Lékárny a.s.

12.1 Tržby

Prvním důležitým generátorem jsou tržby společnosti. Aby bylo možné predikovat jejich budoucí vývoj, je nutné zhodnotit meziroční růst tržeb v minulých obdobích. Vývoj tržeb společně s uvedením jejich průměrného tempa růstu geometrickým průměrem znázorňuje následující tabulka.

Tabulka 33 Tempo růstu tržeb

Tempo růstu tržeb	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby (tis. Kč)	304 622	386 408	1 326 735	1 833 894	1 840 049
Meziroční růst	x	27 %	243 %	38 %	0,34 %
Průměrné tempo růstu	20,7 %				

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Tržby společnosti v průběhu celého období rostly průměrným tempem o 20,7 %. Největší skok zaznamenal rok 2020, kdy společnost Pilulka Lékárny a.s. fúzovala se svými dceřinými společnostmi a generovala díky tomu tržby s 243% meziročním růstem. Na této výši se zároveň podepsala pandemie covid, která podpořila tržby podniků zaměřující se na prodej léčivých přípravků a zdravotnických prostředků, zejména pak skrze internetové obchody. Z obou uvedených důvodů nebyl brán rok 2020 v potaz, a tudíž nevstupuje do výpočtu průměrného tempa růstu. Výsledná hodnota tempa růstu tržeb bude odvíjena od potenciálu odvětví.

Tabulka 34 Plánovaný růst tržeb

Plánovaný růst tržeb	2023	2024	2025	2026	2027
Plánovaný růst	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Plánované tržby	2 024 054	2 226 459	2 449 105	2 694 016	2 963 417

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Predikce vývoje tržeb by měla vycházet a zohledňovat prognózu HDP, nicméně strategická analýza odhalila, že se společnost nachází v relativně necyklické oblasti podnikání, která není ovlivněna ekonomickým vývojem. Nutné je však respektovat vývoj odvětví, ve kterém se společnost nachází a s ním i jeho konkurenci. Průměrné tempo růstu maloobchodu s farmaceutickými přípravky činilo zhruba 8 %. Pilulka Lékárny a.s. neplánuje do budoucna rozšiřovat síť svých kamenných lékáren a lze předpokládat, že tržby z offline prodeje budou stagnovat. Naopak silní konkurenti počet prodejen neustále zvyšují a snaží se dosáhnout co největšího tržního podílu. Společnost může potenciálně

růst pouze v oblasti online prodejů. Vzhledem k uvedeným skutečnostem by bylo použití výše vypočteného tempa růst příliš optimistické a bude proto stanoveno na úrovni 10 %.

12.2 Provozní zisková marže

V následujícím kroku je nutné stanovit provozní ziskovou marži. Nejprve je však nezbytné určit korigovaný provozní výsledek hospodaření, ze kterého bude výpočet marže vycházet. V níže uvedené tabulce je možné vidět korigovaný provozní výsledek hospodaření za minulá období a z něj vypočítanou provozní ziskovou marži.

Tabulka 35 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže	2018	2019	2020	2021	2022
Provozní výsledek hospodaření	-3 768	-5 397	13 197	19 101	-6 630
Odpisy	3 814	6 028	13 873	16 995	41 505
ZC prodaného majetku a materiálu	326	49	24	0	16
Tržby z prodeje majetku a materiálu	52	326	16	20	56
Aktiva provozně nepotřebná	0	0	88 160	13 279	0
KPVH	320	354	115 238	49 355	34 835
Tržby	304 622	386 408	1 326 735	1 833 894	1 840 049
Provozní zisková marže	0,11 %	0,09 %	8,69 %	2,69 %	1,89 %

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Pilulka Lékárny

Výpočet byl proveden pomocí provozního výsledku hospodaření, který byl upraven o několik položek. Nejprve byly přičteny odpisy a dále zůstatková cena prodaného majetku a materiálu. V dalším kroku byly odečteny tržby, které s daným prodejem majetku souvisely. V neposlední řadě byla ještě přičtena provozně nepotřebná aktiva, jejichž výše byla definována v předchozí kapitole. Výsledný korigovaný provozní výsledek hospodaření byl v závěru dělen tržbami za minulé roky, čímž byla stanovena provozní zisková marže za období 2018-2022, která bude východiskem prognózy následujících let.

Odborná literatura doporučuje zpracovat dvě nezávislé prognózy provozní ziskové marže – shora a zdola. Pro správnost následujících výpočtů musí být dosaženo jejich souladu.

Tabulka 36 Plán provozní ziskové marže shora

Provozní zisková marže shora	2023	2024	2025	2026	2027
Plán tržeb	2 024 054	2 226 459	2 449 105	2 694 016	2 963 417
Plán provozní ziskové marže	2,69 %				
Plán KPVH	54 516	59 967	65 964	72 560	79 816

Zdroj: vlastní zpracování

Plánovaná provozní zisková marže je dána průměrem za minulá období, ve kterých zaznamenala jisté výkyvy, nicméně nelze přesněji určit její budoucí vývoj. Plánovanou hodnotou provozní ziskové marže ve výši 2,69 % jsou následně vynásobeny plánované tržby, které odhalila analýza předchozího

generátoru hodnoty. Součinem těchto hodnot byl získán plánovaný korigovaný provozní výsledek hospodaření prognózou ziskové marže shora.

Tabulka 37 Plán provozní ziskové marže zdola

Provozní zisková marže zdola	2023	2024	2025	2026	2027
Tržby	2 024 054	2 226 459	2 449 105	2 694 016	2 963 417
Výkonová spotřeba	1 735 962	1 909 559	2 100 515	2 310 566	2 541 623
Osobní náklady	237 624	261 386	287 525	316 277	347 905
Ostatní provozní výnosy	10 120	11 132	12 246	13 470	14 817
Ostatní provozní náklady	6 072	6 679	7 347	8 082	8 890
KPVH	54 516	59 967	65 964	72 560	79 816
Provozní zisková marže	2,69 %				

Zdroj: vlastní zpracování

Při výpočtu prognózy provozní ziskové marže zdola jsou za základnu označeny plánované tržby, které jsou následně upraveny o jednotlivé plánované nákladové a výnosové položky. Pro jejich určení se vychází z vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty, přičemž pro každou položku je určena výše dle jejího průměrného podílu na tržbách v letech 2018-2022. Výsledná hodnota korigovaného provozního výsledku hospodaření se však napoprvé neshodovala s jeho vypočtenou hodnotou metodou shora. Bylo proto nutné kalkulaci poupravit tak, aby byla výsledná hodnota totožná. Podíly jednotlivých položek proto byly přepočteny s tím, že změna proběhla u položky osobních nákladů, které bylo nutné snížit o zhruba 1,5 % kvůli vyšší hodnotě, kterou vykazovaly v prvních dvou letech. Lze uvažovat, že je toto snížení správné, jelikož společnost plánuje propustit část zaměstnanců pražské centrály. Podíl výkonové spotřeby na plánovaných tržbách nakonec činil 85,7 %, snížené osobní náklady představovaly 11,7 %, ostatní provozní výnosy zaujímaly 0,5 % a ostatní provozní náklady pouze 0,3 %.

12.3 Pracovní kapitál

Dalším podstatným generátorem, který předchází finančnímu plánu a výslednému ocenění společnosti, je pracovní kapitál. Oproti běžnému pracovnímu kapitálu bude o určité položky poupraven. Aby mohl být stanoven jeho budoucí vývoj, je potřeba nejprve nutné určit jeho hodnoty za předchozí období.

Tabulka 38 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál (v tis Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
Peněžní prostředky provozně nutné	1 612	747	39 634	52 788	9 603
Zásoby	35 887	27 308	63 380	98 202	130 146
Krátkodobé pohledávky	40 300	50 690	147 654	173 826	191 930
Krátkodobé neúročené závazky	55 948	43 345	198 169	263 941	290 557
Časové rozlišení aktiv	2 781	2 418	2 676	1 823	3 215
Časové rozlišení pasiv	586	12	0	605	0
Pracovní kapitál	24 046	37 806	55 175	62 093	44 337

Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedené tabulky lze vyčíst, jakým způsobem modifikace pracovního kapitálu probíhala. Započítávány byly pouze provozně nutné peněžní prostředky, jejichž výše byla určena v kapitole provozně nutných aktiv. Další úpravě podléhá krátkodobý kapitál, který je očištěn o běžné bankovní úvěry. Součástí vzorce je i časové rozlišení aktiv a pasiv. Zásoby a krátkodobé pohledávky pak mají neměnný tvar.

K výpočtu pracovního kapitálu v budoucím období je potřeba ještě znát dobu obratu uvedených položek. Jejich výše byla již vypočtena v rámci finanční analýzy poměrových ukazatelů. Drobná změna proběhla jen v případě krátkodobých závazků, který byly pozměněny na neúročený krátkodobý cizí kapitál.

Tabulka 39 Doba obratu zásob, pohledávek a krátkodobých závazků

Doba obratu (ve dnech)	2018	2019	2020	2021	2022
Zásob	42	25	17	19	25
Pohledávek	48	47	40	34	38
Krátkodobých neúročených závazků	66	40	54	52	57

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě informací o době obratu položek z minulých let, které jsou uvedeny v tabulce, lze určit délku doby obratu pro budoucí vývoj. Doba obratu zásob bude uvažována v délce 22 dnů, bez k výkyvu, který představuje první rok. Doba inkasa pohledávek byla určena aritmetickým průměrem posledních tří let na 37 dní. Není třeba uvažovat výrazné zhoršení odběratelské situace, která byla v posledních letech velmi příznivá. Doba obratu krátkodobých neúročených závazků pak byla stanovena aritmetickým průměrem minulých období, s výjimkou roku 2019, kdy společnost disponovala velmi malým množstvím krátkodobých závazků. Výsledná doba splatnosti krátkodobých neúročených závazků odpovídá 60 dnům.

Tabulka 40 Plán pracovního kapitálu

Plán pracovního kapitálu (v tis Kč)	2023	2024	2025	2026	2027
Peněžní prostředky nutné	65 260	74 397	84 812	96 686	110 222
Zásoby	139 844	159 422	181 741	207 185	236 190
Krátkodobé pohledávky	215 592	245 775	280 184	319 410	364 127
Krátkodobé neúročené závazky	326 302	371 984	424 062	483 431	551 111
Časové rozlišení aktiv	2 583	2 583	2 583	2 583	2 583
Časové rozlišení pasiv	241	241	241	241	241
Pracovní kapitál	96 737	109 952	125 017	142 192	161 771

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce č. 40 je znázorněna prognóza pracovního kapitálu společnosti na následujících pět let. Plánovaná výše peněžních prostředků byla vypočtena součinem krátkodobých neúročených závazků a potřebnou hodnotou okamžité likvidity, pro kterou byla stanovena hodnota 0,2. Zásoby, krátkodobé pohledávky a závazky vycházejí z plánovaných tržeb a doby obratu, která byla pro každou z položek určena v přechozím odstavci. Časové rozlišení aktiv a pasiv bylo určeno aritmetickým průměrem.

12.4 Investice do dlouhodobého majetku

Výpočet plánovaných investic do dlouhodobého majetku je nejspíš nejkomplikovanějším krokem při stanovení generátorů hodnoty. Stejně jako u předchozích generátorů je nutné nejprve zanalyzovat vývoj položek v minulosti. Pro přesnější výpočet budoucího vývoje bude nahlíženo jednotlivě na položky nehmotného majetku, staveb a hmotných movitých věcí.

Tabulka 41 Investice do dlouhodobého majetku

Dlouhodobý majetek (tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
Nehmotný majetek	1 556	15	16 509	30 579	50 751
Stavby	0	0	129	0	0
Hmotné movité věci	1 281	916	4 702	12 532	22 946

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce č. 41 je uveden vývoj dílčích částí dlouhodobého majetku v letech 2018-2022. Jednotlivé hodnoty budou východiskem pro výpočet koeficientu náročnosti tržeb na provozně nutný dlouhodobý majetek. Investice do staveb proběhla ve sledovaném období pouze v roce 2020, přičemž se nepředpokládají další investice do staveb v následujících letech. Provozovny a sklady společnost nevlastní, pouze je pronajímá, a tudíž nejsou stavby pro další výpočty uvažovány.

Tabulka 42 Koeficient náročnosti tržeb na investice do dlouhodobého majetku

Majetek	Celkem investice 2018-2022	Koeficient-náročnosti tržeb	Odhad investic pro plán tržeb v letech 2023-2027 (tis. Kč)
Nehmotný majetek	99 410	1,0 %	123 571
Hmotné movité věci	49 431	0,5 %	61 785

Zdroj: vlastní zpracování

Investiční náročnost tržeb je provedena kalkulací sumy investic do dlouhodobého majetku v rámci těchto tří položek a celkových tržeb za jednotlivé roky. Investiční náročnost nehmotného majetku byla vypočtena na 1,7 %, a hmotné movité věci, pod které spadá zejména vybavení lékáren, představovaly 0,9 %. Vzhledem k plánovanému snížení investic společnosti byly koeficienty mírně upraveny. Zejména v posledních dvou letech společnost posilovala svou IT infrastrukturu a rozšiřovala automatizaci svých skladů. Právě díky těmto krokům lze předpokládat snížení investičních aktivit v příštích letech. Vypočtené koeficienty byly proto sníženy na 1 % pro nehmotný majetek a 0,5 % pro hmotné movité věci. Upravené koeficienty slouží jako podklad odhadu investic pro plánované tržby v letech 2023 až 2027.

V následujících tabulkách je již sestaven plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů pro dlouhodobý nehmotný majetek, stavby a hmotné movité věci. Původní odpisy a zůstatková hodnota položek byla určena z účetních závěrek společnosti stejně jako délka odepisování. Doba, po kterou se odepisuje dlouhodobý nehmotný majetek a hmotné movité věci, byla společností stanovena na 5 let. Očekává se, že investice do dlouhodobého majetku budou probíhat dle plánovaných tržeb. Společnost sice konstatovala, že budou investice v následujících letech nižší než v roce 2022, což bylo promítnuto do koeficientu, nicméně lze předpokládat, že v průběhu let bude třeba průběžně

investovat do aktualizace softwaru či nové výbavy lékáren. Investice brutto je tak stanovena z koeficientu náročnosti tržeb na daný majetek a tržeb pro jednotlivé roky 2023-2027. Investice netto je pak očištěna o veškeré odpisy. V některých letech nabývá záporných hodnot, což značí, že jsou plánované investice nižší než hodnota odpisů. Výsledná zůstatková hodnota v daném roce je součtem investic netto a zůstatkové hodnoty v roce předchozím.

Tabulka 43 Plán investic do dlouhodobého nehmotného majetku

Dlouhodobý nehmotný majetek (tis. Kč)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Původní						
Odpisy	33 342	33 342	33 342	13 580		
Zůstatková hodnota	80 264	46 922	13 580	0		
Nový						
Investice brutto		20 241	22 265	24 491	26 940	29 634
Pořizovací hodnota		20 241	42 505	66 996	93 936	123 571
Odpisy		-	4 048	8 501	13 399	18 787
Investice netto		-13 101	-15 126	2 410	13 541	10 847
Celkem						
Odpisy		33 342	37 390	22 081	13 399	18 787
Zůstatková hodnota	80 264	67 163	52 037	54 447	67 988	78 835

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 44 Plán investic do hmotných movitých věcí

Hmotné movité věci (tis. Kč)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Původní						
Odpisy	7 274	7 274	7 274	7 274	7 274	7 274
Zůstatková hodnota	40 106	32 832	25 558	18 284	11 010	3 736
Nový						
investice brutto		10 120	11 132	12 246	13 470	14 817
Pořizovací hodnota		10 120	21 253	33 498	46 968	61 785
Odpisy		-	2 024	4 251	6 700	9 394
Investice netto		2 846	1 834	721	-504	-1 851
Celkem						
Odpisy	7 274	7 274	9 298	11 525	13 974	16 668
Zůstatková hodnota	40 106	42 952	44 787	45 508	45 004	43 153

Zdroj: vlastní zpracování

13 Finanční plán

Posledním krokem před finálním oceněním společnosti je vytvoření finančního plánu základních účetních výkazů, jimiž jsou výkaz zisku a ztráty a rozvaha. Finanční plán by měl přímo vycházet z generátorů tržeb, které byly stanoveny v předchozí kapitole. Některé chybějící položky výkazů je však nutné ještě zanalyzovat a doplnit.

13.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Určení plánu výkazu zisku a ztráty předchází plánu rozvahy, jejíž součástí je položka běžného výsledku hospodaření za účetní období. Sestavený výkaz zisku a ztráty pro rok 2022-2027 lze vidět v následující tabulce.

Tabulka 45 Plán výkazu zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztrát (v tis Kč)	2023	2024	2025	2026	2027
Tržby	2 024 054	2 226 459	2 449 105	2 694 016	2 963 417
Výkonová spotřeba	1 735 962	1 909 559	2 100 515	2 310 566	2 541 623
Osobní náklady	237 624	261 386	287 525	316 277	347 905
Úpravy hodnot v provozní oblasti	40 616	46 688	33 606	27 373	35 455
Ostatní provozní výnosy	10 120	11 132	12 246	13 470	14 817
Ostatní provozní náklady	6 072	6 679	7 347	8 082	8 890
Provozní výsledek hospodaření	13 900	13 279	32 358	45 187	44 361
Výnosové úroky a podobné výnosy	2 109	2 109	2 109	2 109	2 109
Nákladové úroky a podobné náklady	2 322	2 322	2 322	2 322	2 322
Ostatní finanční výnosy	258	258	258	258	258
Ostatní finanční náklady	9 337	9 337	9 337	9 337	9 337
Finanční výsledek hospodaření	-9 292	-9 292	-9 292	-9 292	-9 292
Výsledek hospodaření před zdaněním	4 608	3 987	23 066	35 895	35 069
Daň z příjmů za běžnou činnost	875	758	4 383	6 820	6 663
Výsledek hospodaření po zdanění	3 732	3 229	18 684	29 075	28 406

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě již určených generátorů hodnot byla doplněna výše položek tržeb, výkonové spotřeby, osobních nákladů a ostatních provozních výnosů a nákladů. Stejným způsobem byla převzata i položka úpravy hodnot v provozní oblasti. Provozní výsledek hospodaření by měl dle predikce dosahovat kladných hodnot a v průběhu let narůstat. Položky týkající se finančního hospodaření byly stanoveny aritmetickým průměrem. V případě nákladových úroků a podobných úroků byl při výpočtu vynechán rok 2021, kdy položka dosahovala velmi nízkých hodnot. Pro hodnoty výnosových úroků a ostatních finančních výnosů byl brán průměr pouze posledních tří let. Plánovaný finanční výsledek hospodaření vychází pro všechny roky v záporných číslech, kterých však dosahoval i v letech minulých, zejména vlivem ostatních finančních nákladů. Výsledek hospodaření je snížen o daň z příjmu ve výši 19 %. Výsledek hospodaření již od prvního prognózovaného roku generuje zisky z důvodu dobře vložených investic do dlouhodobého majetku a od roku 2025 plánovaný zisk

společnosti roste. Položky, které byly v průběhu let nulové či neměly pravidelný v charakter, nebyly pro plán uvažovány.

13.2 Plán rozvahy

Stejně jako u plánu výkazu zisku a ztráty, bude plán rozvahy vycházet z dat, která byla určena v kapitole generátorů hodnoty. Zbylé položky budou určeny dle minulého vývoje buď aritmetickým průměrem či vhodně zvoleným tempem růstu.

Hodnota dlouhodobého majetku je stanovena dle investic do dlouhodobého majetku v kapitole generátorů hodnoty. Jedinou položkou, která byla určena zvlášť, jsou stavby, jejichž hodnota byla v průběhu let velmi nízká, a proto byla určena aritmetickým průměrem posledních tří let. Společnost neplánuje žádné nové investice do pozemků či staveb. V případě oběžných aktiv vycházejí z generátorů hodnoty veškeré položky, které lze v plánu rozvahy spatřit. Dlouhodobými pohledávkami společnost v letech 2018 až 2022 nedisponovala, a tudíž tato položka není zahrnuta. Časové rozlišení aktiv dosahovalo v minulých letech pravidelně nízkých hodnot, z tohoto důvodu je stanoveno aritmetickým průměrem.

Tabulka 46 Plán aktiv

Rozvaha (v tis. Kč)	2023	2024	2025	2026	2027
Aktiva	513 806	540 434	587 476	648 815	710 943
Dlouhodobý majetek	112 035	98 744	101 875	114 912	123 908
Dlouhodobý nehmotný majetek	67 163	52 037	54 447	67 988	78 835
Dlouhodobý hmotný majetek	44 872	46 707	47 428	46 924	45 073
Stavby	1 920	1 920	1 920	1 920	1 920
Hmotné movité věci	42 952	44 787	45 508	45 004	43 153
Oběžná aktiva	399 188	439 107	483 018	531 320	584 452
Zásoby	123 692	136 061	149 668	164 634	181 098
Krátkodobé pohledávky	208 028	228 831	251 714	276 885	304 573
Peněžní prostředky	67 468	74 215	81 637	89 801	98 781
Časové rozlišení	2 583	2 583	2 583	2 583	2 583

Zdroj: vlastní zpracování

V případě pasiv byly převzaty výše položek z kapitoly generátorů hodnoty pouze u krátkodobých závazků. Základní kapitál byl stanoven v hodnotě 2 671 tisíc korun dle jeho navýšení společností v polovině roku 2023. Ážio mělo v průběhu posledních tří let klesající tendenci vlivem oceňovacích rozdílů, a proto byl průběžný pokles uvažován i pro následující roky. Výsledek hospodaření minulých let vychází z posledního zveřejněného výsledku hospodaření, k němuž byla dopočtena ztráta za poslední rok. I přes predikované kladné výsledky hospodaření není ztráta minulých let do roku 2027 dle plánu uhrazena. Výsledky hospodaření běžného účetního období jsou doplněny z finančního plánu výkazu zisku a ztráty. Co se týče cizích zdrojů, dlouhodobé závazky tvoří pouhý zlomek. Jejich hodnota byla převzata z minulých let pomocí aritmetického průměru a předpokládá se, že společnost ke svému financování bude nadále využívat zejména krátkodobých závazků, jejichž hodnota

byla pro dodržení bilance v průběhu let mírně navýšena. Průměrem byla vypočtena i poslední položka časového rozlišení pasiv, která dlouhodobě nabývá nízkých hodnot.

Tabulka 47 Plán pasiv

Plán pasiv (v tis. Kč)	2023	2024	2025	2026	2027
Pasiva	513 807	540 434	587 476	648 815	710 943
Vlastní kapitál	146 801	142 084	153 060	174 658	195 812
Základní kapitál	2 671	2 671	2 671	2 671	2 671
Ážio	264 887	256 940	249 232	241 755	234 502
Výsledek hospodaření minulých let	-124 488	-120 756	-117 526	-98 843	-69 767
Výsledek hospodaření běžného účetního období	3 732	3 229	18 684	29 075	28 406
Cizí zdroje	366 764	398 109	434 175	473 916	514 891
Dlouhodobé závazky	17 722	17 722	17 722	17 722	17 722
Závazky (krátkodobé)	349 042	380 387	416 453	456 194	497 169
Časové rozlišení	241	241	241	241	241

Zdroj: vlastní zpracování

14 Ocenění podniku

Po připravení finančního plánu je možné přejít k samotnému ocenění podniku. Jak již prozradila teoretická část práce, ocenění společnosti bude provedeno pomocí výnosové metody, konkrétně diskontovaného cash flow. K němu bude třeba vypočítat výši volných peněžních toků do společnosti pro jednotlivé roky a stanovit diskontní míru. Hodnota společnosti bude získána z dvou fází, přičemž první bude odpovídat následujícím pěti letům, ke kterým byl sestaven finanční plán, druhá se pak bude vztahovat k období od konce první fáze do nekonečna. V závěru bude získaná hodnota porovnána s hodnotou stanovenou z účetních výkazů.

14.1 FCFF

Pro výpočet ocenění pomocí DCF metody je první nutné určit výši volných peněžních toků do společnosti pro následujících pět let. Je k tomu potřeba znát korigovaný provozní výsledek hospodaření a investice brutto společně s výší odpisů. Korigovaný provozní výsledek hospodaření byl přitom již vypočítán v rámci generátorů bez hodnoty odpisů, jejichž hodnota byla stanovena společně s určením investic do dlouhodobého majetku. Po odečtení odpisů byl získán korigovaný provozní výsledek, který bylo nutné snížit o daň. Výpočtu investic do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu byla věnována kapitola 12, ze které jsou hodnoty převzaty. Výsledná hodnota FCFF je ovlivněna nízkou hodnotou korigovaného provozního výsledku hospodaření, který byl určen v rámci generátorů na základě nízkých hodnot v minulém období.

Tabulka 48 Volné peněžní toky do společnosti

FCFF	2023	2024	2025	2026	2027
KPVH před odpisy	54 516	59 967	65 964	72 560	79 816
Odpisy	40 616	46 688	33 606	27 373	35 455
KPVH před daní	13 900	13 279	32 358	45 187	44 361
Daň	2 641	2 523	6 148	8 586	8 429
KPVH po dani	11 259	10 756	26 210	36 602	35 933
Odpisy	40 616	46 688	33 606	27 373	35 455
Investice – dlouhodobý majetek	30 361	33 397	36 737	40 410	44 451
Investice – pracovní kapitál	19 851	6 185	6 803	7 483	8 232
FCFF	1 663	17 863	16 276	16 081	18 705

Zdroj: vlastní zpracování

14.2 Diskontní míra

Diskontní míra bude stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu. Pro určení jejich hodnoty je nejprve nutné dopočítat náklady vlastního kapitálu. Zvolenou metodou k určení jejich výše je metoda CAPM. Parametr bezrizikové úrokové míry odpovídá průměrné výši desetiletých státních dluhopisů posledních 20 let. Hodnota prémie za tržní riziko pro Českou republiku je převzata z online databáze profesora Damodarana a dosahuje 5,91 %. Ze stejné databáze vychází i určení koeficientu beta, který byl pro dané odvětví stanoven hodnotou 1,30. Získaná výše nákladů na vlastní kapitál odpovídá 10,63 %.

Tabulka 49 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál	
r_f	2,95 %
Prémie za tržní riziko	5,91 %
β	1,30
r_e	10,63 %

Zdroj: vlastní zpracování dle online databáze profesora Damodarana a ČNB

V následujícím kroku je již možné dopočítat průměrné vážené náklady na kapitál. Náklady na cizí kapitál jsou dány poměrem nákladových úroků a úročeného cizího kapitálu. Celkový kapitál je součtem vlastního kapitálu a úročeného cizího kapitálu. Daň z příjmu právnických osob je stanovena ve výši 19 %. Vzhledem k nízké hodnotě dlouhodobého dluhu a výši nákladů na cizí kapitál vychází výsledné WACC téměř totožně s náklady vlastního kapitálu.

Tabulka 50 Průměrné vážené náklady kapitálu

WACC	2023	2024	2025	2026	2027
D	17 722	17722	17722	17722	17722
C	164 523	159 806	170 782	192 380	213 534
E	146 801	142 084	153 060	174 658	195 812
r_e	10,63 %	10,63 %	10,63 %	10,63 %	10,63 %
r_d	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %
1-d	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
WACC	10,62 %	10,62 %	10,62 %	10,62 %	10,62 %

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota průměrných vážených nákladů kapitálu vychází pro následujících pět let ve výši 10,62 %. Daná hodnota bude použita jako diskontní míra pro ocenění společnosti na základě dvoufázové metody.

14.3 Stanovení hodnoty pomocí dvoufázové metody

Přestože společnost kromě jednoho roku minulého období nedosahovala zisku, odvětví skrývá poměrně velký potenciál růstu. Správným zainvestováním do dlouhodobého majetku, především pak do vývoje podnikového informačního systému a automatizace skladů, společnost získala do budoucna konkurenční výhodu a lze uvažovat, že další případné investice nebudou Pilulku v následujících letech natolik finančně zatěžovat. Plánovaným snížením stavu zaměstnanců společnost rovněž ušetří na mzdových nákladech. Z těchto důvodů lze předpokládat, že je vhodné použít ocenění pomocí dvoufázové metody, která předpokládá pokračující hodnotu podniku do budoucna.

Na základě stanovených peněžních toků do firmy v budoucích pěti letech a výše průměrných vážených nákladů kapitálu se lze již přesunout k ocenění společnosti v první fázi. Plánovaná hodnota

FCFF byla vydělena hodnotou $(1+WACC)$ umocněnou dle počtu let. Současná hodnota nabývá zejména v prvním roce nízkých hodnot, jelikož jsou zde plánované vysoké investice do pracovního kapitálu. Součtem současné hodnoty jednotlivých let je stanovena celková hodnota společnosti v první fázi.

Tabulka 51 Hodnota 1. fáze

1.fáze	2023	2024	2025	2026	2027
$FCFF_t$	1 663	17 863	16 276	16 081	18 705
$(1+WACC)^t$	1,106	1,224	1,354	1,497	1,656
Současná hodnota	1 503	14 597	12 024	10 739	11 292
Celková hodnota 1. Fáze (tis. Kč)	50 156				

Zdroj: vlastní zpracování

Pro určení druhé fáze, která představuje pokračující hodnotu, bude využit Gordonův vzorec. Výpočet $FCFF_{T+1}$ vychází z již stanovené výše FCFF pro pátý rok. Dále je nutné zvolit tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze. Jak již vyplývá ze strategické analýzy, odvětví není výrazně ovlivněno ekonomickým vývojem, nebude proto přihlíženo na predikovaný růst HDP. Růst tržeb společnosti v prvních pěti prognózovaných letech předpokládal průměrné tempo 10 %. Pro druhou fázi, která má trvání do nekonečna, je uvažováno mírné snížení vlivem odvětví, které za poslední tři roky rostlo průměrně o 8 %. Konečná hodnota předpokládaného tempa růstu pro druhou fázi byla proto stanovena ve výši 9 %. Hodnota ocenění v druhé fázi činí 1 258 519 tisíc korun. Vzhledem k tomu, že druhá fáze již uvažuje stabilní vývoj podniku, nabývá mnohem větší hodnoty než fáze první, která vychází z hodnot finančního plánu pro jednotlivé roky.

Tabulka 52 Hodnota druhé fáze

2. fáze	
FCFF konec první fáze	18 705
g	0,09
i_k	0,1062
$FCFF_{T+1}$	20 388
Celková hodnota 2. fáze (tis. Kč)	1 258 519

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní je již možné přistoupit k finálnímu výpočtu a stanovení konečné hodnoty společnosti. Součtem hodnot první a druhé fáze je získána provozní hodnota brutto, kterou je ještě nutné poupravit o některé položky. Provozně nenutný majetek, kterým je v tomto případě dlouhodobý finanční majetek, byl k provozní hodnotě brutto přičten a výše úročeného cizího kapitálu byla naopak odečtena. Obě hodnoty byly stanoveny dle posledních zveřejněných dat společnosti. Hodnota provozně nenutných peněžních prostředků byla v posledním analyzovaném roce nulová, a proto není promítnuta. Výsledná hodnota podniku vypočtená metodou DCF entity činí 1 289 315 tisíc korun.

Tabulka 53 Výsledná hodnota společnosti

Výsledná hodnota společnosti (tis. Kč)	
Hodnota první fáze	50 156
Hodnota druhé fáze	1 258 519
Provozní hodnota brutto	1 308 675
Provozně nenuitný majetek	65 400
Úročený cizí kapitál	84 760
Výsledná hodnota podniku	1 289 315

Zdroj: vlastní zpracování

Výslednou hodnotu společnosti je vhodné porovnat s její účetní hodnotou, která vychází z výše bilanční sumy v poslední zveřejněné rozvaze. Výše aktiv v rozvaze stanovené k 31.12.2022 činila 532 569 tisíc korun. V porovnání s oceněním provedeným výnosovou metodou je hodnota podstatně menší. Tato skutečnost je ovlivněna několika faktory, mezi něž patří například rozdíl mezi pořizovací cenou majetku a jeho skutečnou hodnotou k datu ocenění.

Závěr

Cílem práce bylo stanovit hodnotu společnosti Pilulka Lékárny a.s. jakožto podklad pro potenciálního investora. Předmětem ocenění byla pouze mateřská společnost bez účasti dceřiných společností působících na zahraničních trzích. Společnost je na trhu aktivní necelých deset let, a přesto se již dostala na pozici třetího největšího lékárenského řetězce v České republice. Stojí za tím velké investice nejen do rozvoje obsluhy skladových kapacit, ale i IT systému, na kterém si společnost velmi zakládá. Právě technologickou vyspělostí se Pilulka snaží získat konkurenční výhodu a stát se jedničkou mezi online lékárnami.

První část práce se věnovala teorii, která byla nezbytná pro pozdější využití nabytých poznatků v praktické části. Nejprve byly vymezeny základní pojmy, které byly nutné pro pochopení problematiky oceňování. Následovala strategická analýza, která stanovila metody vhodné k analýze makroprostředí a mikroprostředí podniku. V rámci finanční analýzy byly uvedeny vhodné ukazatele ke zhodnocení finanční situace společnosti. Kapitola věnovaná provozně nutným a nenutným aktivům a generátorům hodnoty vymežila dílčí části, které je nutné provést před sestavením finančního plánu, pro který byl následně definován postup. Teoretickou část uzavíraly vybrané metody oceňování, kterými byla metoda diskontovaného cash flow a metoda účetní hodnoty.

Začátkem praktické části byla společnost nejprve blíže představena včetně jejích hlavních podnikových činností. Rovněž byla zmíněna její činnost v minulosti a plány, které chce realizovat v letech budoucích. Strategická analýza zkoumala vlivy, které na společnost působí v jejím okolí. PEST analýza odhalila, že se Pilulka nachází v odvětví, které není výrazně ovlivněno hospodářským cyklem a případnou ekonomickou krizí. Odvětví s farmaceutickým a zdravotnickým zbožím v posledních třech letech rostlo průměrným tempem ve výši 8 %. Oblast e-commerce, která se dotýká internetového prodeje společnosti, sice zaznamenala poprvé v roce 2022 pokles, nicméně zájem o online nakupování stále roste a s ním i počet zákazníků. Z Porterova modelu pěti sil vyplynulo, že hlavními konkurenty společnosti jsou dva největší lékárenské řetězce, které mimo tuzemský trh působí i v zahraničí. Oproti Pilulce má konkurence výhodu privátních značek, které se vyznačují nižší cenou. Kromě dané skutečnosti zvyšuje jejich podíl na trhu i počet lékáren, který dohromady tvoří zhruba 31 % všech lékáren. Pilulka má však dobře navázanou spolupráci s dodavateli, kteří mají dobré jméno na trhu, a jejich počet se stále rozrůstá. Impulsem pro výraznější růst společnosti by mohlo být schválení online prodeje léčiv na předpis, který je prozatím umožněn pouze v kamenných prodejnách. Potenciál se skrývá i v B2B trhu, kde Pilulka nabízí firmám spolupráci, která spočívá v tom, že zaměstnanci firem mohou využívat svých benefitů pro nákup lékárenského a přidruženého zboží.

Finanční analýza využila obvyklých nástrojů pro hodnocení finanční situace společnosti. Podkladem byly účetní závěrky společnosti, které jsou veřejně dostupné. V roce 2020 došlo k fúzi, která radikálně zvýšila nejen tržby, ale i některé majetkové položky a zdroje financování. Jednotlivé analýzy odhalily, že společnost využívá ke svému financování z větší části cizích zdrojů ve většině sledovaných období. Obvykle mají povahu krátkodobých závazků, které nejsou úročeny. Nejúspěšnějším byl pro společnost rok 2021, kdy se promítla zvýšená poptávka po zdravotnickém zboží do celkových prodejů vlivem pandemie. Danou skutečnost potvrdil i zvolený bankrotní a bonitní model, který

označil daný rok za nejvýnosnější. Přes záporný výsledek hospodaření ve zbylých letech lze předpokládat, že společnost svým plánovaným snížením provozních nákladů naváže na předposlední rok a dosáhne opět kladných čísel. Dopomoci by tomu měly dobře vložené investice do dlouhodobého majetku, týkající se softwaru a vybavy lékáren. Následující kapitola se týkala provozně nutných a nenuťných aktiv, která dále vstupovala do jednotlivých výpočtů a bylo je nutné rozlišit. Generátory hodnoty stanovily nejdůležitější položky základních účetních výkazů a jejich plán pro nadcházející roky. Finanční plán z daných hodnot vycházel a byl navíc doplněn o zbylé položky, které bylo nutné určit na základě minulých let. Výsledkem byl plánovaný výkaz zisku a ztráty a plánovaná rozvaha pro roky 2023 až 2027.

Poslední kapitola se již věnovala finálnímu ocenění, ke kterému celá práce směřovala. Využito bylo výnosové metody DCF entity, která bylo rozdělena do dvou fází. První stanovila hodnotu společnosti pro následujících pět let, ke kterým byl sestaven finanční plán. Právě na základě finančního plánu byla určena výše volných peněžních toků do společnosti, které byly společně s hodnotou vážených nákladů kapitálu východiskem pro hodnotu první fáze. Pro druhou fázi, která již uvažovala stabilitu peněžních toků, bylo nutné určit vhodné tempo růstu. To bylo stanoveno dle dat z odvětví, kterým se věnovala strategická analýza. Po sečtení obou hodnot bylo nutné ještě odečíst úročené dluhy společnosti a přičíst provozně nenuťná aktiva. Celková hodnota společnosti byla ke dni 31.12.2022 stanovena na 1 289 315 tisíc korun.

Seznam použité literatury

BLAŽKOVÁ, Martina, 2007. *Marketingové řízení a plánování pro malé a střední firmy*. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-1535-3.

ČIŽINSKÁ, Romana, 2018. *Základy finančního řízení podniku*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-0194-8.

FOTR, Jiří a kol., 2020. *Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe*. 2., aktualizované a doplněné vydání. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-2499-2.

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar, 2013. *Strategický marketing: strategie a trendy*. 2., rozšířené vydání. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-4670-8.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2., přepracované a doplněné vydání. Praha: C.H. Beck. ISBN 80-717-9529-1.

KNÁPKOVÁ, Adriana a kol., 2017. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-0911-1.

KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ, 2015. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy*. 1. vydání. V Praze: C.H. Beck. ISBN 978-80-7400-538-1.

MAŘÍK, Miloš a kol., 2018. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80_87865-38-5.

RŮČKOVÁ, Petra, 2021. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 7. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-3124-2.

SABOLOVIČ, Mojmir, 2008. *Oceňování podniku*. 1. vydání. Brno: Rašínova vysoká škola. ISBN 978-80-87001-13-4.

SCHOLLEOVÁ, Hana, 2017. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 3., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-9870-2.

SYNEK, Miloslav; Eva KISLINGEROVÁ a kol., 2015. *Podniková ekonomika*. 6., přepracované a doplněné vydání. V Praze: C.H. Beck. ISBN 978-80-7400-274-8.

ŠTEKER, Karel a Milana OTRUSINOVÁ, 2021. *Jak číst účetní výkazy: základy českého účetnictví a výkaznictví*. 3., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-3184-6.

TOMEK, Gustav a Věra VÁVROVÁ, 2009. *Jak zvýšit konkurenční schopnost firmy*. Praha: C.H. Beck. ISBN 978-80-7400-098-0.

VOCHOZKA, Marek a kol., 2020. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 2. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-1701-7.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ a kol., 2012. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 2012. ISBN 978-80-247-4372-1.

Seznam elektronických zdrojů

1. lékařská fakulta UK, 2015. ALTERNATIVNÍ MEDICÍNA V ČECHÁCH. In: *1. lékařská fakulta Univerzita Karlova* [online]. 10. 11. 2015. Dostupné z: <https://www.lf1.cuni.cz/alternativni-medicina-v-cechach>

APEK, 2023. On-line prodeje v roce 2022 klesly o 12 %, e-shopy se vyrovnávají s prvním propadem v historii In: *Asociace pro elektronickou komerci* [online]. 05.01.2023. Dostupné z: <https://www.apek.cz/clanky/on-line-prodeje-v-roce-2022-klesly-o-12-e-shopy>

BENU Česká republika s.r.o, 2023. O BENU. In: *1. lékařská fakulta Univerzita Karlova* [online]. Dostupné z: <https://www.benu.cz/o-benu>

Česká národní banka. Výnos desetiletého dluhopisu. In: *Česká národní banka* [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SE-STAVY?p_sestuid=375&p_strid=AEBA&p_lang=CS

ČESKO. Zákon č. 89/2012 Sb., Zákon občanský zákoník. In: *Zákony pro lidi* [online]. 3. února 2012. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89>

ČESKO. Zákon č. 563/1991 Sb., Zákon o účetnictví. In: *Zákony pro lidi* [online]. 12. prosince 1991. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-563?text=z%C3%A1kon+563%2F1991+Sb>

ČESKO. Zákon č. 378/2007 Sb., Zákon o léčivech a o změnách některých souvisejících zákonů (zákon o léčivech). In: *Zákony pro lidi* [online]. 6. prosince 2007. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2007-378>

Český statistický úřad. Informační společnost v číslech 2023. In: *Český statistický úřad* [online]. Březen 2023. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z <https://www.czso.cz/documents/10180/191186455/06100423.pdf/879a3104-e54c-4f4e-b768-b0bd057ac006?version=1.3>

Český statistický úřad. Obchod – časové řady – roční ukazatele. In: *Český statistický úřad* [online]. 01.06.2023 [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/1-malavfucr_b

Český statistický úřad. Věkové složení obyvatelstva - 2022. In: *Český statistický úřad* [online]. 23.05.2023. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/vekove-slozeni-obyvatelstva-2022>

Český statistický úřad. Věkové složení obyvatelstva - 2021. In: *Český statistický úřad* [online]. 29.04.2022. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/vekove-slozeni-obyvatelstva-2021>

Český statistický úřad. Věkové složení obyvatelstva - 2020. In: *Český statistický úřad* [online]. 30.04.2021. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/vekove-slozeni-obyvatelstva-2020>

Český statistický úřad. Věkové složení obyvatelstva - 2019. In: *Český statistický úřad* [online]. 30.04.2020. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/vekove-slozeni-obyvatelstva-2019>

Český statistický úřad. Věkové složení obyvatelstva - 2018. In: *Český statistický úřad* [online]. 30.04.2019. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/vekove-slozeni-obyvatelstva-g598foxrzn>

DAMODARAN, Aswath, 2010. Applied corporate finance. In: *NYU STERN* [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/acf3E/book/ch1thru4.pdf>

DAMODARAN, Aswath. Country Default Spreads and Risk Premiums. In: *Damodaran* [online]. 14.07.2023. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

DAMODARAN, Aswath. Damodaran online: Data: Current – Levered and Unlevered Betas by Industry. In: *Damodaran* [online]. 05.01.2023 [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#corpgov

European Association of E-Pharmacies, 2022. ENABLING THE SAFE ONLINE SALE OF PRESCRIPTION MEDICINES IN EUROPE. In: *Eaep.com* [online]. 20.09.2022. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: https://www.eaep.com/uploads/eaep-paper-on-online-sale-of-rx-1.pdf?_cchid=44dd1d5e1b46ce0c692421617f71196f

IVSC, 2022. *International Valuation Standards*. In: pwc [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: https://viewpoint.pwc.com/dt/gx/en/ivsc/international_valuat/assets/IVS-effective-31-Jan-2022.pdf

Medical Tribune, 2016. Léky jen v lékárně? To už u některých neplatí. In: *Lekarnici.cz* [online]. 16. 8. 2016 [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://www.tribune.cz/archiv/leky-jen-v-lekarne-to-uz-u-nekterych-neplati/>

Ministerstvo financí České republiky, 2023. Makroekonomická predikce – duben 2023. In: *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 12.04.2023. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2023/makroekonomicka-predikce-duben-2023-50912>

Ministerstvo financí České republiky, 2021. Makroekonomická predikce – listopad 2021. In: *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 09.11.2021. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2021/makroekonomicka-predikce-listopad-2021-43509>

Lékárna Dr. Max, © 2023. O společnosti. In: *Dr.Max* [online]. Dostupné z: <https://www.dr-max.cz/o-dr-max/o-spolecnosti>

Pilulka Lékárny a.s., 2023a. Informace pro investory. In: *Pilulka.cz* [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://www.pilulka.cz/pro-investory>

Pilulka Lékárny a.s., 2023b. Pilulka pro firmy. In: *Pilulka.cz* [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://www.pilulka.cz/pro-firmy>

Pilulka Lékárny a.s., 2023c. Pilulka pro média – grafické zdroje: fotografie. In: *Pilulka.cz* [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://www.pilulka.cz/pro-media>

Pilulka Lékárny a.s., 2023d. Prezentace pro investory. In: *Pilulka.cz* [online]. 15.05.2023, Praha. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: https://download.pilulka.cz/Nove%20stranky%20pro%20investory/Vnitri%20informace/Pilulka_START%20DAY%20Investorska%20prezentace_20230512.pdf

Pilulka Lékárny a.s., 2023e. Tisková zpráva – Pilulka vstupuje do druhého desetiletí balíčkem úspor. In: *Pilulka.cz* [online]. 28. 6. 2023. Dostupné z: https://download.pilulka.cz/Nove%20stranky%20pro%20investory/Tiskove%20zpravy/TZ_Pilulka_vstupuje_do_druheho_desetileti_balickem_uspor.pdf

Pilulka Lékárny a.s., 2021a. Profil společnosti. In: *Pilulka.cz* [online]. Dostupné z: https://download.pilulka.cz/new/Profil_spolecnosti_2021_NEW_05.pdf

Pilulka Lékárny a.s., 2021b. Tisková zpráva – Pilulka míří za lepším životem a mění logo a vizuální identitu. In: *Pilulka.cz* [online]. 9.6.2021. Dostupné z: https://download.pilulka.cz/new/TZ_Pilulka_miri_za_lepsim_zivotem_a_meni_logo_a_vizualni_identitu.pdf

SCHEJBAL, Michal, 2020. Plánujete založit lékárnu nebo lékárenský e-shop? In: *Právo pro podnikatele* [online]. 11.06.2020. Dostupné z: <https://www.pravopropodnikatele.cz/planujete-zalozit-lekarnu-nebo-lekarensky-e-shop>

TIETZ, Adam, 2019. Internetová lékárna z pohledu práva – regulace, obchodní podmínky a budoucnost Internetová lékárna z pohledu práva – regulace, obchodní podmínky a budoucnost. In: *Právní prostor* [online]. ATLAS CONSULTING spol., 20.11.2019 [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://www.pravniprostor.cz/clanky/ostatni-pravo/internetova-lekarna-z-pohledu-prava-regulace-obchodni-podminky-a-budoucnost>

Ústavu zdravotnických informací a statistiky České republiky. Lékárenská péče 2021. In: *ÚZIS ČR* [online]. 28. 11. 2022 [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://www.uzis.cz/res/f/008417/ai-2022-01-lekarenska-pece-2021.pdf>

Výroční zprávy

BENU Česká republika s.r.o. Výroční zpráva 2022/2023. In: Veřejný rejstřík a Sběrka listin [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?document=76540547&subjektId=708269&spis=1183612>

BENU Česká republika s.r.o. Výroční zpráva 2021/2022. In: Veřejný rejstřík a Sběrka listin [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?document=72455921&subjektId=708269&spis=1183612>

BENU Česká republika s.r.o. Výroční zpráva 2020/2021. In: Veřejný rejstřík a Sběrka listin [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?document=68008610&subjektId=708269&spis=1183612>

BENU Česká republika s.r.o. Výroční zpráva 2019/2020. In: Veřejný rejstřík a Sběrka listin [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?document=63232736&subjektId=708269&spis=1183612>

ČESKÁ LÉKÁRNA HOLDING, a.s. Výroční zpráva 2022. In: Veřejný rejstřík a Sběrka listin [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?document=76657513&subjektId=695008&spis=687939>

ČESKÁ LÉKÁRNA HOLDING, a.s. Výroční zpráva 2021. In: Veřejný rejstřík a Sběrka listin [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?document=71589671&subjektId=695008&spis=687939>

ČESKÁ LÉKÁRNA HOLDING, a.s. Výroční zpráva 2020. In: Veřejný rejstřík a Sběrka listin [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?document=68060143&subjektId=695008&spis=687939>

ČESKÁ LÉKÁRNA HOLDING, a.s. Výroční zpráva 2019. In: Veřejný rejstřík a Sběrka listin [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=64352902&subjektId=695008&spis=687939>

Česká lékárnická komora. Výroční zpráva České lékárnické komory za rok 2021. In: *Lekarnici.cz* [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: https://www.lekarnici.cz/wp-content/uploads/2022/12/Vyrocni-zprava-2021_kor2.pdf

Pilulka Lékárny a.s. Výroční zpráva za finanční rok 2022. In: *Pilulka.cz* [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://download.pilulka.cz/Nove%20stranky%20pro%20investory/Financni%20vy-sledky/Pilulka%20konso%20%2B%20standalone%20VZ%202022%20digi%20signed.pdf>

Pilulka Lékárny a.s. Výroční zpráva za finanční rok 2021. In: *Pilulka.cz* [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: <https://download.pilulka.cz/Nove%20stranky%20pro%20investory/Vy-rocni%20zpravy/Pilulka%20L%C3%A9karny%20conso%20AR%202021.pdf>

Pilulka Lékárny a.s. Výroční zpráva za finanční rok 2020. In: *Pilulka.cz* [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: https://download.pilulka.cz/Nove%20stranky%20pro%20investory/Financni%20vy-sledky/17_3_2021_Pilulka_L%C3%A9k%C3%A1rny_a_s_V%C3%BDro%C4%8Dn%C3%AD_zpr%C3%A1va_2020_audito-vana_neschvalena_VH_finalni.pdf

Pilulka Lékárny a.s. Výroční zpráva za finanční rok 2019. In: *Pilulka.cz* [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: https://download.pilulka.cz/Nove%20stranky%20pro%20investory/Vy-rocni%20zpravy/13_03_2020_Vyrocni_zprava_Pilulka_Lekarny_2019.pdf

Pilulka Lékárny a.s. Výroční zpráva za finanční rok 2018. In: *Pilulka.cz* [online]. [cit. 2023-08-13]. Dostupné z: https://download.pilulka.cz/Nove%20stranky%20pro%20investory/Vy-rocni%20zpravy/30_06_2019_Vyrocni_zprava_Pilulka_Lekarny_2018.pdf

Seznam tabulek

Tabulka 1 Zkrácená struktura rozvahy	18
Tabulka 2 Zkrácená struktura výkazu zisku a ztráty	19
Tabulka 3 Tabulka 3 Bodové hodnocení výsledků Kralickova Quicktestu	28
Tabulka 4 Vývoj HDP	49
Tabulka 5 Vývoj inflace.....	50
Tabulka 6 Vývoj míry nezaměstnanosti	50
Tabulka 7 Demografický vývoj	53
Tabulka 8 Vývoj počtu online zákazníků	55
Tabulka 9 Počet lékáren a tržní podíl.....	57
Tabulka 10 Horizontální analýza aktiv rozdílovou metodou.....	60
Tabulka 11 Tabulka 11 Horizontální analýza aktiv podílovou metodou	60
Tabulka 12 Horizontální analýza pasiv rozdílovou metodou	61
Tabulka 13 Horizontální analýza pasiv podílovou metodou	62
Tabulka 14 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty rozdílovou metodou.....	63
Tabulka 15 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty podílovou metodou	63
Tabulka 16 Vertikální analýza aktiv.....	64
Tabulka 17 Vertikální analýza pasiv	65
Tabulka 18 Verikální analýza výkazu zisku a ztráty	66
Tabulka 19 Zlaté bilanční pravidlo	67
Tabulka 20 Pravidlo vyrovnání rizik.....	67
Tabulka 21 Pari pravidlo.....	67
Tabulka 22 Růstové pravidlo.....	68
Tabulka 23 Složení čistého pracovního kapitálu	68
Tabulka 24 Vývoj ukazatelů rentability	69
Tabulka 25 Vývoj ukazatelů likvidity	70
Tabulka 26 Vývoj ukazatelů zadluženosti.....	71
Tabulka 27 Vývoj ukazatelů aktivity.....	72
Tabulka 28 Index IN05.....	73
Tabulka 29 Kralickův Quicktest výpočet rovnic.....	74
Tabulka 30 Kralickův Quicktest obodování	74
Tabulka 31 Provozně nenutný dlouhodobý finanční majetek	76
Tabulka 32 Provozně nutné peněžní prostředky	77
Tabulka 33 Tempo růstu tržeb	78
Tabulka 34 Plánovaný růst tržeb.....	78
Tabulka 35 Provozní zisková marže	79
Tabulka 36 Plán provozní ziskové marže shora.....	79
Tabulka 37 Plán provozní ziskové marže zdola	80
Tabulka 38 Pracovní kapitál	80
Tabulka 39 Doba obratu zásob, pohledávek a krátkodobých závazků	81
Tabulka 40 Plán pracovního kapitálu	81
Tabulka 41 Investice do dlouhodobého majetku.....	82

Tabulka 42 Koeficient náročnosti tržeb na investice do dlouhodobého majetku	82
Tabulka 43 Plán investic do dlouhodobého nehmotného majetku	83
Tabulka 44 Plán investic do hmotných movitých věcí	83
Tabulka 45 Plán výkazu zisku a ztráty	84
Tabulka 46 Plán aktiv	85
Tabulka 47 Plán pasiv	86
Tabulka 48 Volné peněžní toky do společnosti.....	87
Tabulka 49 Náklady na vlastní kapitál.....	88
Tabulka 50 Průměrné vážené náklady kapitálu	88
Tabulka 51 Hodnota 1. fáze	89
Tabulka 52 Hodnota druhé fáze.....	89
Tabulka 53 Výsledná hodnota společnosti.....	90

Seznam grafů

Graf 1 Struktura skupiny Pilulka Lékárny a.s.....	44
Graf 2 Tržby maloobchodu s farmaceutickým a zdravotnickým zbožím	51
Graf 3 Tržby lékárenských zařízení.....	52
Graf 4 Meziroční růst internetového obchodu a zásilkových služeb	52
Graf 5 Vývoj počtu osob nakupujících online.....	54
Graf 6 Vývoj tržeb Pilulky v porovnání s konkurencí.....	58
Graf 7 Vývoj tržeb z internetových prodejů Pilulky v porovnání s konkurencí	58
Graf 8 Vývoj ukazatelů rentability a lineární trend ROA.....	70

Seznam obrázků

Obrázek 1 Logo společnosti	43
Obrázek 2 Vizual pilulka boxů	45
Obrázek 3 náhled aplikace Plus Care	46
Obrázek 4 Státy umožňující online prodej OTC léků a léků na předpis	49
Obrázek 5 Nejvýznamnější smluvní partneři	56

Seznam příloh

Příloha 1 Rozvaha společnosti Pilulka Lékárny a.s. za roky 2018 až 2022	101
Příloha 2 Výkaz zisku a ztráty společnosti za roky 2018 až 2022	103

Příloha 1 Rozvaha společnosti Pilulka Lékárny a.s. za roky 2018 až 2022

ROZVAHA (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
AKTIVA CELKEM (ř. 02 + 03 + 37 + 74)	147 966	134 445	450 287	483 843	532 569
Dlouhodobý majetek (ř. 04 + 14 + 27)	67 386	53 282	108 783	143 925	197 675
Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05 + 06 + 09 + 010 + 011)	4 002	2 825	45 440	74 358	80 264
Ocenitelná práva	219	116	40 933	61 859	80 094
B.I.2.1. Software	219	116	40 933	61 859	80 094
Goodwill	3 783	2 709	1 853	996	170
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	2 654	0	0
B.I.5.2. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	2 654	11 503	0
Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 15 + 18 + 19 + 20 + 24)	24 069	20 359	31 777	38 934	52 011
Pozemky a stavby	154	142	1 983	1 920	1 857
B.II.1.2. Stavby	154	142	1 983	1 920	1 857
Hmotné movité věci a soubory movitých věcí	7 620	7 154	16 299	24 434	40 106
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	16 085	12 925	13 495	11 702	9 133
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	210	138	0	878	915
B.II.5.2. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	210	138	0	878	915
Dlouhodobý finanční majetek (ř. 28 až 34)	39 315	30 098	31 566	30 633	65 400
Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	39 315	30 098	7 277	6 289	9 017
Zápůjčka a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoby	0	0	24 289	21 834	53 873
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	2 510	2 510
Oběžná aktiva (ř. 38 + 46 + 68 + 71)	77 799	78 745	338 828	338 095	331 679
Zásoby (ř. 39 + 40 + 41 + 44 + 45)	35 887	27 308	63 380	98 202	130 146
Výrobky a zboží	35 887	27 308	63 380	98 202	130 146
C.I.3.2. Zboží	35 887	27 308	63 380	98 202	130 146
Pohledávky (ř. 47 + 57)	40 300	50 690	147 654	173 826	191 930
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	40 300	50 690	147 654	173 826	191 930
C.II.2.1. Pohledávky z obchodních vztahů	28 748	20 315	113 693	141 685	143 366
C.II.2.2. Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	6 635	25 345	1 707	10 399	0
C.II.2.4. Pohledávky - ostatní	4 917	5 030	32 254	21 742	48 564
C.II.2.4.3. Stát - daňové pohledávky	0	0	0	0	2 508
C.II.2.4.4. Krátkodobé poskytnuté zálohy	4 172	2 895	2 608	1 944	2 398
C.II.2.4.5. Dohadné účty aktivní	15	843	28 381	18 463	39 610
C.II.2.4.6. Jiné pohledávky	730	1 292	1 265	1 335	4 048
Krátkodobý finanční majetek (ř. 69 až 70)	0	0	0	0	0
Peněžní prostředky (ř. 72 až 73)	1 612	747	127 794	66 067	9 603
Peněžní prostředky v pokladně	1 558	738	2 178	1 677	1 534
Peněžní prostředky na účtech	54	9	125 616	64 390	8 069
Časové rozlišení (ř. 75 až 77)	2 781	2 418	2 676	1 823	3 215
Náklady příštích období	2 781	2 418	2 676	1 823	3 215

PASIVA CELKEM (ř. 79 + 101 + 141)	147 966	134 445	450 287	483 843	532 569
Vlastní kapitál (ř. 80 + 84 + 92 + 95 + 99 + 100)	42 078	69 654	223 174	185 538	151 112
Základní kapitál (ř. 81 až 83)	2 000	2 000	2 500	2 500	2 521
Základní kapitál	2 000	2 000	2 500	2 500	2 521
Ážio (ř. 85 až 86)	58 365	97 062	337 466	290 116	273 079
Ážio	0	0	211 500	211 500	211 500
Kapitálové fondy	58 365	97 062	125 966	78 616	61 579
A.II.2.1.Ostatní kapitálové fondy	102 211	177 211	177 211	177 211	177 211
A.II.2.2. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-43 846	-80 149	-41 271	-88 621	-105 658
A.II.2.4. Rozdíly z přeměn obchodních korporací	0	0	-9 974	-9 974	-9 974
Fondy ze zisku (ř. 93 + 94)	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let (ř. 96 + 98)	-11 009	-18 287	-107 176	-116 792	-107 078
Neuhrazená ztráta minulých let	-3 143	-18 287	-107 176	-116 792	-107 078
Jiný výsledek hospodaření minulých let	-7 866	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-) (ř. 01 - (+ 80 + 84 + 92 + 95 + 100 + 101 + 141))	-7 278	-11 121	-9 616	9 714	-17 410
Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku	0	0	0	0	0
Cizí zdroje (ř. 102 + 107)	105 302	64 779	227 113	297 700	381 457
Rezervy (ř. 103 až 106)	0	0	4 338	12 416	6 140
Ostatní rezervy	0	0	4 338	12 416	6 140
Závazky (ř. 108 + 123)	105 302	64 779	222 775	285 284	375 317
Dlouhodobé závazky (ř. 109 + 112 + 113 + 114 + 115 + 116 + 117 + 118 + 119)	21 319	18 054	3 093	21 343	24 800
Závazky k úvěrovým institucím	21 319	18 054	3 093	21 343	24 800
Krátkodobé závazky (ř. 124 + 127 + 128 + 129 + 130 + 131 + 132 + 133)	83 983	46 725	219 682	263 941	350 517
Závazky k úvěrovým institucím	28 035	3 380	21 513	0	59 960
Krátkodobé přijaté zálohy	2	0	2 540	9 293	3 206
Závazky z obchodních vztahů	36 494	29 003	166 660	233 050	269 728
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	1 752	7 489	0	0	0
Závazky ostatní	17 700	6 853	28 969	21 598	17 623
C.II.8.3. Závazky k zaměstnancům	3 383	3 475	7 606	9 647	10 019
C.II.8.4. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 802	1 812	3 801	4 562	4 995
C.II.8.5. Stát - daňové závazky a dotace	1 196	1 482	4 743	4 295	914
C.II.8.6. Dohadné účty pasivní	1 445	-408	12 557	2 877	1 072
C.II.8.7. Jiné závazky	9 874	492	262	217	623
Časové rozlišení (ř. 142 + 143)	586	12	0	605	0
Výnosy příštích období	586	12	0	605	0

Příloha 2 Výkaz zisku a ztráty společnosti za roky 2018 až 2022

Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby z prodeje výrobků a služeb	18 555	24 896	95 153	122 678	153 490
Tržby za prodej zboží	286 067	361 512	1 231 582	1 711 216	1 686 559
Výkonová spotřeba (ř. 04 + 05 + 06)	251 758	315 684	1 158 405	1 635 450	1 619 214
Náklady vynaložené na prodané zboží	226 727	282 321	929 160	1 328 424	1 286 756
Spotřeba materiálu a energie	3 093	3 833	17 597	22 631	28 438
Služby	21 938	29 530	211 648	284 395	304 020
Aktivace	0	0	0	-6 718	-6 079
Osobní náklady (ř. 10 + 11)	54 060	70 653	132 978	177 115	198 099
Mzdové náklady	39 778	52 116	99 352	131 287	145 201
Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	14 282	18 537	33 626	45 828	52 898
2. 1. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	12 983	16 512	30 759	42 163	49 011
2.2. Ostatní náklady	1 299	2 025	2 867	3 665	3 887
Úpravy hodnot v provozní oblasti (ř. 15 + 18 + 19)	3 814	6 028	13 873	16 995	41 505
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	2 965	5 821	15 171	16 763	41 661
1.1. Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	2 965	5 821	15 171	16 763	41 661
Úpravy hodnot zásob	0	0	0	271	-65
Úpravy hodnot pohledávek	849	207	-1 298	-39	-91
Ostatní provozní výnosy (ř. 21 + 22 + 23)	1 859	928	2 754	18 416	5 821
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	52	326	16	20	56
Tržby z prodeje materiálu	0	3	1	0	0
Jiné provozní výnosy	1 807	599	2 737	18 396	5 765
Ostatní provozní náklady (ř. 25 až 29)	617	368	11 036	10 367	-239
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	326	49	24		16
Daně a poplatky	291	319	92	54	
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období			4 338	8 078	-6 276
Jiné provozní náklady			6 582	2 235	6 021
Provozní výsledek hospodaření (ř. 01 + 02 - 03 - 07 - 08 - 09 - 14 + 20 - 24)	-3 768	-5 397	13 197	19 101	-6 630
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly (ř. 32 +33)	0	0	1 396	60	0
Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	1 396	60	0
Náklady vynaložené na prodané podíly	0	0	0	1 441	0
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku (ř. 36 +37)	2 890	566	0	0	0
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	2 890	566	0	0	0
Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	3 240	0	0	0	0
Výnosové úroky a podobné výnosy (ř. 41 + 42)	254	72	921	1 417	3 990
Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládající osoba	254	72	838	1 006	3 943
Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	0	0	83	411	47
Nákladové úroky a podobné náklady (ř. 45 +46)	1 022	1 535	2 070	777	4 662
Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	139	0	0

Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	1 022	1 535	1 931	777	4 662
Ostatní finanční výnosy	1 056	0	855	279	-360
Ostatní finanční náklady	927	1 515	23 942	8 925	9 748
Finanční výsledek hospodaření (ř. 31 - 34 + 35 - 38 + 39 - 42 - 43 + 46 - 47)	-989	-2 412	-22 840	-9 387	-10 780
Výsledek hospodaření před zdaněním (ř. 30 + 48)	-4 757	-7 809	-9 643	9 714	-17 410
Výsledek hospodaření po zdanění (ř. 49 - 50)	-4 757	-7 809	-9 643	9 714	-17 410
Výsledek hospodaření za účetní období (ř. 53 - 54)	-4 757	-7 809	-9 643	9 714	-17 410
Čistý obrat za účetní období = I. + II. + III. + IV. + V. + VI. + VII.	310 681	387 974	1 332 661	1 854 066	1 849 500

