

**PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s.**

**Odhad hodnoty 124 kusů akcií**

**Datum zpracování**  
**Zpracovatel**

**22.4.2011**  
**Karel Potměšil**

## Osnova

Osnova.....	3
1. Úvod.....	4
1.1. Účel odhadu.....	4
1.2. Předmět odhadu.....	4
1.3. Datum odhadu.....	4
1.4. Podklady pro vypracování odhadu.....	4
2. Metodika.....	4
2.1. Metody oceňování podniku.....	4
2.2. Majetkové metody.....	5
2.2.1. Likvidační hodnota.....	5
2.2.2. Účetní hodnota.....	5
2.2.3. Substanční hodnota.....	6
2.3. Tržní metody.....	6
2.3.1. Metoda tržní kapitalizace.....	6
2.3.2. Metoda srovnatelných podniků.....	6
2.3.3. Metoda srovnatelných transakcí.....	7
2.4. Výnosové metody.....	7
2.4.1. Metoda diskontovaných čistých peněžních toků.....	7
2.4.2. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	12
3. Nález.....	14
3.1. Evidenční údaje.....	14
3.2. Vlastnická struktura.....	15
3.3. Konsolidační celek.....	15
3.4. Zaměření Společnosti, pozice na trhu.....	16
3.5. Dividendová politika.....	17
4. Finanční analýza.....	17
4.1. Poměrové ukazatele.....	17
4.1.1. Ukazatele rentability.....	17
4.1.2. Ukazatele likvidity.....	19
4.1.3. Ukazatele zadluženosti.....	21
4.1.4. Ukazatele aktivity.....	23
4.1.5. Ukazatele produktivity práce.....	24
4.2. Rozdílové a absolutní ukazatele.....	26
4.2.1. Čistý pracovní kapitál.....	26
4.2.2. Úrovně zisku.....	27
4.2.3. Struktura aktiv.....	28
4.2.4. Struktura vlastního kapitálu.....	29
5. Odhad hodnoty Nepřevzatých akcií.....	30
5.1. Majetkové metody.....	31
5.1.1. Metoda účetní.....	31
5.1.2. Substanční metoda.....	31
5.2. Tržní metody.....	36
5.2.1. Metoda srovnatelných podniků.....	37
5.3. Výnosové metody.....	39
5.3.1. Metoda kapitalizovaných zisků.....	39
5.3.2. Dividendový diskontní model.....	41
5.4. Shrnutí výsledků, volba metody.....	42
6. Závěr.....	43
Přílohy.....	45
Příloha 1 – Výkaz zisků a ztrát.....	46
Příloha 2 – Výkaz zisků a ztrát – horizontální analýza.....	47
Příloha 3 – Výkaz zisků a ztrát – vertikální analýza.....	48
Příloha 4 – Rozvaha.....	49
Příloha 5 – Rozvaha – horizontální analýza.....	53
Příloha 6 – Rozvaha – vertikální analýza.....	57
Příloha 7 – Ostatní výkazy a vstupy.....	61
Příloha 8 – Poměrové ukazatele.....	62
Příloha 9 – Rozdílové a absolutní ukazatele.....	64
Příloha 10 – Výpis z Obchodního rejstříku k 20.4.2011.....	65
Kontakt.....	68
Tým CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s. ....	69

## 1. Úvod

### 1.1. Účel odhadu

Zadání a vymezení úkolu odhadu bylo zpracovateli doručeno dne 11. dubna 2011.

Základní úkolem je zpracování odhadu hodnoty nepřevzatých akcií (dále „Nepřevzaté akcie“) společnosti PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. (dále „Společnost“), a to pro účel veřejné dražby nevyzvednutých akcií..

### 1.2. Předmět odhadu

V daném případě jde o odhad hodnoty souboru 124 nepřevzatých kmenových akcií společnosti PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. Jedná se o akcie na jméno s jmenovitou hodnotou 1 000 CZK, v listinné podobě, které představují 0,008 % podíl na základním kapitálu Společnosti.

### 1.3. Datum odhadu

Datum, ke kterému je odhad proveden, je 31.1.2010 dle stavu zjištěného k datu vypracování (20.4.2011).

### 1.4. Podklady pro vypracování odhadu

- Účetní závěrka, výroční zpráva, zpráva o vztazích dle § 66a, odst. 9, zpráva auditora k 31.1.2010 – konsolidovaná,
- Účetní závěrka, výroční zpráva, zpráva o vztazích dle § 66a, odst. 9, zpráva auditora k 31.1.2009 – konsolidovaná,
- Účetní závěrka, výroční zpráva, zpráva o vztazích dle § 66a, odst. 9, zpráva auditora k 31.1.2008 – konsolidovaná,
- Internetové stránky Společnosti (<http://www.phoenix.cz/>),
- Výpis z Obchodního rejstříku k 20.4.2011,
- Internetové stránky Českého statistického úřadu (<http://www.czso.cz/>) – indexy cen výrobců,
- Bloomberg Terminal – určení výnosnost státních dluhopisů, peer group.

## 2. Metodika

### 2.1. Metody oceňování podniku

Základem pro zvolení vhodné metody ocenění podniku je prvotní určení účelu ocenění. Výsledné ocenění je žádoucí provést syntézou výsledků několika oceňovacích metod, jejichž zpracování poskytne komplexnější obraz o oceňovaném podniku, tedy o jeho majetku a závazcích, jejich společném využívání a případných synergických efektech či srovnání

efektivnosti ve vztahu k dalším obdobným podnikům. Ideální cestou je využít všechny tři základní metody ocenění, tedy:

- Ocenění na základě analýzy majetku
  - Účetní hodnota na principu historických cen
  - Substanční hodnota
  - Likvidační hodnota
  - Ocenění na principu tržních hodnot
- Ocenění na základě analýzy výnosů
  - Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
  - Metoda diskontovaných peněžních toků
- Ocenění na základě analýzy trhu
  - Ocenění na základě tržní kapitalizace
  - Ocenění na základě srovnatelných podniků
  - Ocenění na základě srovnatelných transakcí
  - Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu

Výčet metod není kompletní, ve všech skupinách existuje celá řada dalších modifikací či dalších metod s rozdílnou schopností přiblížit se podmínkám konkrétního podniku.

## 2.2. Majetkové metody

Majetkové ocenění podniku je ve své podstatě součtem ocenění jednotlivých položek majetku (hodnota podniku brutto), od kterých je v konečném kroku odečítána hodnota závazků, čímž je zjištěna hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota podniku netto). Základním znakem pro dělení majetkových metod ocenění je předpoklad o trvalém (ne)pokračování existence podniku. V případě předpokladu trvalé existence společnosti je oceňování prováděno především na základě reprodukčních cen, v opačném případě směřuje k likvidační hodnotě.

### 2.2.1. Likvidační hodnota

Likvidační hodnota je zjišťována v podobě objemu prostředků, které lze získat z rozdělení a prodeje, případně likvidace majetku společnosti. Metoda se nachází na pomezí výnosových metod (příjmy z likvidace jako druh výnosu), na rozdíl od nich ale pracuje s velmi omezeným časovým intervalem (statické majetkové ocenění). Likvidační hodnota je zjišťována především jako/při:

- ocenění ztrátových společností,
- ocenění podniků s limitovanou životností,
- rozhodovací kritérium při zvažování likvidace a sanace podniku,
- odhad dolní hranice ocenění podniku,
- ocenění užívané pro neprovozní majetek (doplňkové využití metody při výnosovém ocenění či odhadu substanční hodnoty).

### 2.2.2. Účetní hodnota

Ocenění na základě účetní hodnoty řeší otázku, za kolik byl majetek ve skutečnosti pořízen. Ocenění má limitovanou vypovídací hodnotu, když především u dlouhodobého majetku vede k zásadním odchylkám od reálné hodnoty, nezachycuje také veškerý nehmotný majetek jako know-how, na

druhou stranu je nejlépe doložitelné. Přesto lze považovat pouze za doplňující informaci.

### 2.2.3. Substanční hodnota

Metodou substanční hodnoty je řešena otázka kolik by stálo opětovné vybudování podniku. Brutto substanční hodnota je zjištěna jako suma reprodukčních cen stejného či podobného majetku snižená o jeho opotřebení, tedy jako hodnota znovupořízení aktiv společnosti. Po odečtení dluhů podniku je zjištěna substanční hodnota netto – ocenění vlastního kapitálu. Metoda je soustředěna na provozně nezbytný majetek, případný v podniku existující majetek, který není nutný k provozu je oceňován samostatně pomocí likvidační hodnoty (viz. výše).

## 2.3. Tržní metody

Skupina metod tržního ocenění je obvykle poměrně pochopitelná, pracuje s jednoduchým aparátem, za přednost bývá dávana řada vlastností, které ostatní metody postrádají, jako je vazba k tržnímu prostředí a celková vyšší objektivnost. Na stranu druhou možnosti uplatnění metod jsou limitované (ne)existencí poměrně živého trhu s podniky, znalostí údajů o jednotlivých transakcích apod. Podmínkou pro uplatnění metod tržního ocenění tak je existence vyspělého kapitálového trhu, transparentní transakce a velké množství dat, což jsou v českých podmínkách těžko dosažitelné limity.

Při aplikaci metod tržního ocenění jsou využívány tzv. násobitele, tedy jednoduché vztahy popisující hodnotu akcie/podniku k nějaké vztahové veličině, např. zisku (P/E) jako zástupci výnosových veličin, či vlastnímu kapitálu (P/BV) jako majetkové veličině. Užívaných násobitelů je celá řada, využívající jak hodnotu podniku netto (tržní kapitalizaci) tak i brutto v podobě tzv. enterprise value. Pro obchodované společnosti jsou násobitele běžné dostupné.

### 2.3.1. Metoda tržní kapitalizace

Metoda se uplatňuje u podniků, jejichž akcie jsou obchodovány na burze, k dispozici tak je cena akcie. Tržní kapitalizace pak představuje součin této ceny s počtem akcií společnosti. Pro potřeby ocenění podniku nebo podíl v něm takto jednoduchý přístup není aplikovatelný, vzhledem k neustálým pohybům ceny akcie na trhu je třeba vycházet z nějak volené průměrné ceny, při oceňování podílu ve společnosti je třeba brát v potaz jeho velikost a aplikovat např. při ocenění majoritního podílu příslušné prémie, které se mohou pohybovat v řádech desítek procent.

### 2.3.2. Metoda srovnatelných podniků

Ocenění je založeno na srovnání s podniky, které již byly nějakým způsobem oceněny. Ocenění tak lze využít i u podniků, jejichž akcie nejsou obchodovány na burze, ovšem obchodovány jsou akcie právě těch podniků zvolených pro srovnání. Asi nejsložitějším krokem pro ocenění je volba vhodných podniků pro srovnání, když by měly být respektovány základní

charakteristické rysy jako je obor podnikání, produktová podobnost, velikost, právní forma, kapitálová struktura atd.

### 2.3.3. Metoda srovnatelných transakcí

Metoda je obdobou předchozího případu, datová základna je nicméně založena na skutečných cenách zaplacených za srovnatelné podniky prodané v poslední době. Výhodou je možnost získat cenu za podnik jako celek a nejsou tedy nutné přepočty na jednu akcii. Na druhou stranu je třeba zohledňovat u srovnávaných transakcí synergie očekávané kupujícími, které ovlivnily placenou cenu.

## 2.4. Výnosové metody

### 2.4.1. Metoda diskontovaných čistých peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) je považována za základní výnosovou metodu. Označována bývá za nejkompexnější přístup k výnosovému ocenění, navíc zaměřený na peněžní toky, tedy reálný příjem společnosti, který je zároveň vyjádřením užítku plynoucího ze společnosti a tedy i měřítkem hodnoty. Metoda odráží anglo-americký přístup k oceňování a náklonnost ke kapitálovým trhům v místě svého největšího rozšíření.

Metoda představuje skupinu více či méně se lišících modelů, v základním dělení lze zmínit několik variant:

- Metoda FCFF (entity) – přístup výpočtu hodnoty ve dvou krocích. V prvním kroku je zjištěna hodnota aktiv podniku jako celku (brutto), v druhém po odečtení hodnoty cizího kapitálu pak hodnota samotného vlastního kapitálu (netto),
- Metoda FCFE (equity) – vychází z peněžních toků dostupných pouze vlastníkům společnosti, výpočty směřují ihned k hodnotě vlastního kapitálu.
- Metoda APV – metoda výpočtu ve dvou krocích, přičemž v prvním je zjišťována hodnota podniku jako celku v podobě součtu hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. V druhém kroku se podobně jako u metody FCFF odečítá cizí kapitál a konečným výstupem je ocenění vlastního kapitálu.

### Výpočet volného peněžního toku

Základem metod je odhad volného peněžního toku (množství peněžních prostředků, které je možné za určité budoucí období z podniku odebrat, aniž by byl narušen jeho vývoj). Tento odhad je obvykle založen na úpravách provozního výsledku hospodaření. Korekce provozního zisku spočívají v jeho očištění o položky související s provozně nepotřebným majetkem, jednorázové vlivy atd. Další krok výpočtu zahrnuje zachycení dalších peněžních toků souvisejících s investiční činností podniku a jejím financováním.

### Výpočet volného peněžního toku

+	Upravený provozní výsledek hospodaření
-	Upravená daň z příjmů
+	Odpisy
+	Jiné náklady nemající charakter výdajů v modelovaném období
-	Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
-	Investice do pořízení provozně nutného dlouhodobého majetku
=	<b>FCFF (peněžní tok na úrovni jednotky)</b>
-	Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít
-	Splátky jistiny cizího kapitálu
+	Nově přijatý cizí kapitál
=	<b>FCFE (peněžní tok pro vlastníky společnosti)</b>

### Výpočet hodnoty podniku

Hodnota podniku je po odhadu budoucích peněžních toků pro určité modelované období (zpravidla 3 – 5 let) získána diskontováním těchto peněžních toků. Vzhledem k charakteru peněžních toků, které jsou očištěny o vlivy provozně nepotřebného majetku, je vypočtená suma diskontovaných peněžních toků v konečné fázi navýšena o samotně oceněná neprovozní aktiva.

Výpočet hodnoty provozně nutného majetku je v nejjednodušším vyjádření popsateľný vztahem:

$$H_p = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t}$$

kde

$H_p$	hodnota podniku
$FCF_t$	volný peněžní tok v roce t
$i_k$	kalkulovaná úroková míra (diskontní míra)
n	počet let očekávané existence podniku

Zda je vypočtená hodnota brutto či netto závisí na použité metodě (entity nebo equity) a tedy charakteru volného peněžního toku FCF. V případě výpočtu entity je nutné od takto odhadnuté hodnoty podniku odečíst hodnotu cizího kapitálu.

Vzhledem k předpokladu nekonečného trvání společnosti a jen omezené schopnosti modelovat budoucí hospodaření podniku a tedy i jeho volné peněžní toky, bývá obvykle využíván modifikovaný vzorec, např. ocenění dvoufázovou metodou, kdy první fáze ocenění využívá poměrně podrobný plán hospodaření a jsou tedy vypočteny volné peněžní toky pro každý rok tohoto období zvlášť, v druhé fázi pak odhad závisí na předpokladu nějakého stabilního vývoje a předpokladu nekonečného trvání společnosti. Variantu lze popsat vztahem:

$$H_p = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g} \frac{1}{(1+i_k)^T}$$

kde

T	délka první fáze
---	------------------



g předpokládané tempo růstu FCF ve druhé fázi

V případě omezené životnosti podniku je výpočet v druhé fázi (výpočet tzv. pokračující hodnoty) nahrazen odhadem likvidační hodnoty podniku na konci roku T, tedy:

$$H_p = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{L_T}{(1+i_k)^T}$$

kde

$L_T$  likvidační hodnota podniku v čase T

Pokračující hodnotu pro druhou fázi lze v specifických případech nahradit ještě jinými veličinami jako je substanční hodnota, tržní hodnota určená pomocí nějakého násobitele nebo účetní hodnota.

V komplikovanějších případech lze výpočet ještě více strukturovat a modifikovat např. třífázovou metodou či jinak.

### Výpočet kalkulované úrokové míry

Výpočet diskontní míry, resp. volba způsobu jejího výpočtu závisí na použité metodě výpočtu hodnoty společnosti (entity nebo equity). V závislosti na peněžních tocích je diskontní míra vyjádřením průměrných vážených nákladů kapitálu (v metodě entity) nebo nákladů na vlastní kapitál při dané výši zadlužení (u metody equity).

V případě aplikace metody FCFF (entity) je kalkulovaná úroková míra průměrným váženým nákladem kapitálu. V rámci výpočtu je tak nutné určit především váhy jednotlivých složek kapitálu na celkově investovaném. Kapitálová struktura je zjišťována na základě tržních hodnot.

Obecný vzorec pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu lze definovat jako:

$$WACC = n_d(1-t) \frac{D}{K} + n_e \frac{E}{K}$$

kde

WACC	vážené průměrné náklady kapitálu
D	cizí kapitál
E	vlastní kapitál
K	celková hodnota investovaného kapitálu
$n_d$	náklady na cizí kapitál
$n_e$	náklady na vlastní kapitál
t	sazba daně z příjmu

Náklady cizího kapitálu jsou počítány jako vážený průměr efektivních úrokových sazeb u využívaných forem cizího kapitálu. Pro daný výpočet je využíván vzorec:

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{U_t(1-d) + S_t}{(1+i)^t}$$

kde

D	objem prostředků získaných výpůjčkou
d	sazba daně z příjmů
$S_t$	splátka dluhu v daném období
$U_t$	splátka úroků v daném období
n	počet období po které je splácen dluh
i	hledaná úroková míra

V daném případě jsou již náklady dluhu očištěné o daň z příjmů, což musí být zohledněno při výpočtu WACC (z důvodu možného dvojího započtení daně).

V případě nemožnosti aplikovat výše uvedený vzorec, je možné náklady dluhu odhadnout alternativně jako součet bezrizikové sazby a rizikových přírážek dle:

$$n_d = r_f + RP$$

kde

$r_f$	bezriziková sazba
RP	riziková přírážka

Náklady na vlastní kapitál představují výnosové očekávání investorů. To je ovlivněno hlavně možností alternativního výnosu z jiného využití kapitálu (se zohledněním příslušného rizika). Metod výpočtu nákladů na vlastní kapitál je poměrně široká škála, k základním patří:

- CAPM,
- stavebnicová metoda.

Metoda CAPM je odrazem anglo-amerického přístupu, tedy snahou o maximální využití dat z kapitálového trhu. Model vychází ze vztahu:

$$E(R_A) = r_f + [E(R_m) - r_f] \beta_A$$

kde

$E(R_A)$	očekávaná výnosnost cenného papíru
$E(R_m)$	očekávaná výnosnost tržního portfolia
$r_f$	bezriziková výnosnost
$\beta_A$	koeficient beta cenného papíru

Bezrizikovou míru lze odhadnout na základě výnosnosti státních dluhopisů, jejichž délka životnosti by měla co nejvíce odpovídat životnosti podnikových aktiv. Tzn. využita by měla být pokud možno výnosnost státních dluhopisů s dlouhou dobou splatnosti (lze-li průměrná s využitím dat více emisí).

Vztah  $E(R_m) - r_f$  je vyjádřením premie za riziko. Doposud neznámou úroveň  $E(R_m)$  je možné získat z minulých hodnot širokého akciového indexu, který se svou povahou blíží alespoň částečně tržnímu portfoliu. Doporučováno bývá využití dlouhého období pro výpočet, vzhledem k nevyvinutosti českého kapitálového trhu je možným výchozím kapitálovým trhem USA, jehož výnosnost je pro české podmínky upravena koeficientem rizika země.

Koeficient  $\beta$  je pak možné odhadnout několika způsoby:

- z minulého vývoje,
- metodou analogie,
- analýzou působících faktorů.

Odhad koeficientu  $\beta$  na základě minulých dat je vyjádření regresní závislosti výnosů daného cenného papíru a výnosů celého trhu, koeficient  $\beta$  pak vyjadřuje sklon regresní přímky. Matematicky jej lze vyjádřit dle:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_m; R_A)}{\text{var}_m}$$

kde

$R_m$	výnosnost trhu
$R_A$	výnosnost akcie
$\text{var}_m$	rozptyl výnosnosti trhu

Metoda analogie odhadu koeficientu  $\beta$  je založena na myšlence určení tohoto koeficientu srovnáním s obdobnými podniky. Při porovnání je nutné zohlednit především rozdílná obchodní rizika a kapitálovou strukturu v srovnávaných společnostech. Vliv kapitálové struktury je vyjádřený vztahem:

$$\beta_Z = \beta_N \left( 1 + (1-d) \frac{CK}{VK} \right) - \beta_{CK} (1-d) \left( \frac{CK}{VK} \right)$$

kde

$\beta_Z$	vlastního kapitálu zadlužené společnosti
$\beta_N$	vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
$\beta_{CK}$	cizího kapitálu
$d$	sazba daně z příjmů
$CK$	cizí kapitál
$VK$	vlastní kapitál

Místo koeficientu  $\beta$  pro jednotlivé obdobné podniky je možné vyjít průměrný údaj za celé odvětví.

Beta určená analýzou působících faktorů zohledňuje hlavní vlivy, které dle odborné veřejnosti na její výši působí – obchodní riziko, provozní riziko (provozní páka) a způsob financování (finanční páka). Koeficient je pak určen vztahem:

$$\beta = 1 + OR + FR$$

kde

OR	obchodní riziko
FR	finanční riziko

Alternativním způsobem odhadu nákladů na vlastní kapitál je využití stovebnicové metody, která ve své podstatě vychází z jednoduchého schématu, kde náklady na vlastní kapitál tvoří bezrizikový výnos a přirážky za různá rizika, tedy

$$n_e = r_f + RP$$

kde

RP                      riziková prémie

Riziková prémie je zde tvořena několika dílčími přírážkami. Při použití metody je tak třeba definovat hlavní rizikové faktory, nalézt možnosti jejich kvantifikace a vztah mezi jejich výší a velikostí rizikové přírážky. V základním členění se opět pracuje s dělením rizik na obchodní a finanční. Zvláště obchodní riziko může být dále dekomponováno na podrobnější prvky.

#### Stavebnicová metoda kalkulace diskontní míry

Bezriziková výnosová míra	$r_f$
Obchodní riziko	$OR = O_1 + O_2 + O_3 + O_4 + O_5 + O_6$
Riziko oboru	$O_1$
Riziko trhu	$O_2$
Riziko konkurence	$O_3$
Riziko managementu	$O_4$
Riziko výrobního procesu	$O_5$
Riziko specifické	$O_6$
Finanční riziko	FR
Prémie za nízkou likviditu	PNL
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b><math>n_e = r_f + OR + FR + PNL</math></b>

Druh a počet faktorů zohledněných v rizikové prémii může být odlišný od uvedeného schématu, vždy by měl odrážet konkrétní situaci oceňované společnosti.

### 2.4.2. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů odráží německý přístup k oceňování, v německy mluvících zemích patří mezi nejvíce využívané metody. Zaměřena je na výpočet výnosů pro vlastníky společnosti (držitele vlastního kapitálu), jde tak o metodu „netto“ (odhad hodnoty vlastního kapitálu). Podrobněji je možné tuto metodu členit do variant dle kritéria, které je využito pro určení čistého výnosu podniku. Ten může být stanoven na základě:

- peněžních toků – rozdílů mezi příjmy a výdaji (pak se metoda limitně blíží přístupu DCF equity),
- upravených výsledků hospodaření – rozdílů mezi účetně pojatými výnosy a náklady.

Samotný postup ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů se blíží jiným výnosovým metodám. Rozčlenit jej lze do několika na sebe navazujících částí:

- analýza minulých výsledků hospodaření podniku a jejich úprava pro účely ocenění,
- odhad budoucích čistých výnosů, finančních potřeb,
- odhad úrokové míry,
- propočtení hodnoty podniku.

#### Úprava minulých výsledků hospodaření

Vzhledem k zaměření na účetní výsledky hospodaření se všemi jejich omezeními, je v prvním kroku důležitá korekce těchto výsledků s cílem zjistit skutečné výsledky hospodaření, které mohou být mezi vlastníky kapitálu děleny a zajistit jejich srovnatelnost v čase (mezi minulostí a budoucností).

Úpravy minulých výsledků hospodaření se zaměřují především na jednorázové vlivy, sjednocení účtovaných položek s příslušnými obdobími či provozně nezbytný majetek. Konkrétně jsou upravovány především:

- nepravidelné výnosy a náklady – je proveden rozklad na příslušná období,
- jednorázové výnosy a náklady – jsou eliminovány,
- významné náklady účtované v minulosti, jejichž dopad se projeví se zpožděním – jsou rozloženy do delšího časového úseku,
- opominuté náklady – je zohledněno, že měly být vynaloženy,
- náklady a výnosy z provozně nepotřebného majetku – jsou eliminovány,
- mzdy společníků – jsou zahrnuty do výsledků, není-li tomu v účetnictví,
- soukromé náklady společníků – jsou eliminovány, obsahuje-li je účetnictví
- aj.

Vzhledem k časovému faktoru působícímu v řadě minulých výsledků je zároveň provedena úprava přepočtu časové řady na cenovou úroveň období, ke kterému je prováděno ocenění.

## Výpočet hodnoty podniku

Plán budoucích výsledků hospodaření závisí na použití jedné ze dvou standardních variant metody kapitalizovaných zisků, paušální metody či metody analytické. Za stěžejní je oceňovacími standardy považována metoda analytická, podrobněji zkoumající jednotlivé faktory, na základě kterých se upravují jednotlivé budoucí čisté peněžní výnosy i úroková míra. V případě metody paušální je základem pro ocenění obvykle vážený průměr upravených minulých výnosů.

V případě analytické metody je ocenění založeno na očekávaných budoucích výsledcích hospodaření. Za předpokladu trvalé existence společnosti lze pro ocenění využít dvoufázovou metodu ocenění (kdy v první fázi ocenění vychází z podrobného plánu na několik budoucích období, ve druhé pak z očekávané stabilní úrovně odnímatelných čistých výnosů) popsanou vztahem:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{TV}{i_k(1+i_k)^T}$$

kde

$\check{C}V_t$	odhadovaný budoucí odnímatelný čistý výnos pro rok t
TV	trvale odnímatelný čistý výnos pro druhou fázi
$i_k$	kalkulovaná úroková míra
T	délka trvání první fáze (období, pro které existuje podrobný výhled hospodaření)
$H_n$	hodnota podniku netto (vlastního kapitálu)

Metoda paušální je využitelná u společností, u nichž absentuje podrobnější plán hospodaření do budoucnosti, či je tato obtížně odhadnutelná. V daném případě je budoucí potenciál společnosti odhadnut z úrovně výnosů v posledním roce před datem ocenění, popř. průměrného výnosu z posledních 3 – 5 let před datem ocenění. Využíván je vážený průměr s větším důrazem na novější údaje (vyloučeny jsou od normálu se extrémně odchylovající výsledky, které ani výše uvedené úpravy „neznormalizují“). Hodnota společnosti pak je určena vztahem:

$$H_n = \frac{TV}{i_k}$$

kde

$$TV = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t}$$

kde

TV	trvale odnímatelný čistý výnos
$\check{C}V_t$	minulý upravený čistý výnos v roce t
$q_t$	váha určující důležitost výnosu v roce t pro odhad
K	počet minulých let zahrnutých do výnosu

Kalkulovaná úroková míra je v případě paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů očištěna o inflaci (metoda pracuje se stálými cenami, výnosové míry využívané pro oceňování ve svém základu v podobě výnosnosti státních dluhopisů inflaci obsahují).

## 3. Nález

### 3.1. Evidenční údaje

Základní identifikační údaje Společnosti z Výpisu z obchodního rejstříku, vedeného Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 4316:

Datum zápisu	6. května 1992
Obchodní firma	PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s.
Sídlo	Praha 10 – Hostivař, K Pérovně 945/7
Identifikační číslo	453 59 326
Právní forma	akciová společnost

Předmět podnikání:

- distribuce léčiv a prostředků zdravotnické techniky
- velkoobchod
- automatizované zpracování dat
- poskytování software
- zprostředkovatelská a poradenská činnost v oboru lékárenství
- pronájem nemovitostí včetně poskytování jiných než základních služeb
- pronájem strojů a zařízení

- výroba a dovoz chemických látek a chemických přípravků klasifikovaných jako výbušné, oxidující, extrémně hořlavé, vysoce hořlavé, vysoce toxické, toxické, karcinogenní, mutagenní, toxické pro reprodukci, nebezpečné pro životní prostředí a prodej chemických látek a chemických přípravků klasifikovaných jako vysoce toxické a toxické
- výroba a dovoz chemických látek a chemických přípravků klasifikovaných jako hořlavé, zdraví škodlivé, žíravé, dráždivé, senzibilizující
- poskytování marketingových služeb
- zacházení s návykovými látkami, přípravky je obsahujícími a s některými látkami používanými k výrobě, nebo zpracování návykových látek podle zvláštního zákona
- zastupování v celním řízení
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence
- služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy.

Výpis z Obchodního rejstříku k 20.4.2011 je součástí příloh.

### 3.2. Vlastnická struktura

Dle výpisu z Obchodního rejstříku je základní kapitál Společnosti ve výši 1 547 559 975 CZK rozdělen mezi 1 253 085 kmenových akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 CZK a 1 253 085 kmenových akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 235 CZK. Celý základní kapitál je splacen. Hlavním akcionářem Společnosti je PHOENIX International Beteiligungs GmbH se sídlem v Mannheimu, Německo s celkovým podílem 99,9865 %. Většinový akcionář dosáhl konečné výše svého podílu během roku 2008, kdy došlo k navýšení základního kapitálu upsáním nových akcií (3.7.2008 a 11.11.2008) na stávající úroveň.

#### Akcionáři Společnosti k 31.1.2010

	Akcie s JH* 1 000 CZK	Akcie s JH* 235 CZK	Podíl na ZK
PHOENIX International Beteiligungs GmbH	1 252 876	1 253 085	99,99 %
Ostatní akcionáři	209	0	0,01 %

\*JH = jmenovitá hodnota

### 3.3. Konsolidační celek

Mateřská společnost PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. vznikla 6. května 1992. Hlavním předmětem činnosti mateřské společnosti je distribuce léčiv, prostředků zdravotnické techniky a koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej.

V roce 2005 mateřská společnost založila společnost Revital Pharma, s.r.o., jejíž hlavním předmětem činnosti bylo zpeněžení nedobytných pohledávek mateřské společnosti. S touto činností souviselo i provozování převzatých lékáren, které sloužily jako zajištění převzatých pohledávek až do doby jejich odprodeje. V průběhu účetního období 2007/2008 společnost Revital Pharma, s.r.o. odprodala aktiva související s provozováním lékáren a jejím hlavním předmětem podnikání se stalo poskytování účetních, daňových a ostatních administrativních služeb společností ve skupině.

V červnu 2006 mateřská společnost kapitalizovala své pohledávky a půjčky vůči společnosti EUROPHARM, a.s. a získala 16,67 % podíl na této společnosti. V červnu 2007 mateřská společnost svůj podíl navýšila na 33,33 %, čímž získala podstatný vliv v této společnosti a společnost EUROPHARM, a.s. byla zařazena do konsolidačního celku skupiny PHOENIX lékárenských velkoobchod, a.s. V průběhu účetního období 2008/2009 byl navýšen podíl ve společnosti EUROPHARM, a.s. na konečných 89,74 %, čím se mateřská společnost stala jejím majoritním vlastníkem.

#### Konsolidační celek Společnosti k 31.1.2010

Firma	IČ	Rok akvizice	Přepočtený podíl	Vliv mateřské společnosti	Způsob konsolidace
PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s.	45359326				
PHARMDATA, s.r.o.	27394981	2006	100,00 %	Rozhodující	Plná
Revital Pharma, s.r.o.	25634704	1997	33,33 %	Podstatný	Není*
EUROPHARM, a.s.	49621173	2007	89,74 %	Rozhodující	Plná
ASPIRAX, a.s.	27901165	2008	89,74 %	Rozhodující	Není*

\*Není = společnost není zahrnuta do konsolidačního celku

Společnost PHARMDATA, s.r.o. byla založena 29.12.1997, hlavním předmětem jejího podnikání je zpracovávání dat v oblasti distribuce a prodeje léků a zdravotnických potřeb. Mateřská společnost byla jedním ze spoluzakladatelů této společnosti. Na základě nevýznamnosti podílu společnosti na konsolidačním celku, zejména z hlediska úhrnu rozvahy, čistého obratu a vlastního kapitálu společnost PHARMDATA, s.r.o. není a nebyla zahrnuta do konsolidačního celku k 31.1.2010.

Společnost EUROPHARM, a.s. se ke dni 1.8.2008 stala 100 % vlastníkem společnosti ASPIRAX, a.s. Společnost ASPIRAX, a.s. byla založena dne 18.5.2007 a předmětem její činnosti je pronájem nemovitostí s poskytováním základních služeb. Na základě nevýznamnosti podílu společnosti na konsolidačním celku, zejména z hlediska úhrnu rozvahy, čistého obratu a vlastního kapitálu nebyla společnost ASPIRAX, a.s. k 31.1.2010 zahrnuta do konsolidačního celku.

### 3.4. Zaměření Společnosti, pozice na trhu

Hlavním předmětem činnosti Společnosti je distribuce léčiv a souvisejícího sortimentu do lékáren a dalších zdravotnických zařízení. PHOENIX lékárenský velkoobchod, a. s. je s tržním podílem přes 44 % jedním z nejvýznamnějších farmaceutických velkoobchodů v České republice. Za téměř 17 let své existence vybudoval v České republice základnu 7 skladů po celé ČR (Praha, Brno, Ostrava, Plzeň, Vysoké Mýto, Ševětín, Ústí nad Labem). Tyto sklady jsou podřízeny 6 obchodním centrům s celoplošnou distribuční působností. Posláním Společnosti je především zásobování lékáren, nemocnic a ostatních zákazníků léčivými přípravky, zdravotnickým materiálem a ostatním sortimentem převážně zdravotnického charakteru. Pro více než 100 zahraničních i tuzemských partnerů zajišťuje vedení konsignačních skladů a tzv. skladových servisů. Minoritní podíl dodávek je dále uskutečňován privátním lékařům, laboratořím, prodejnám zdravé výživy a drogeriím.



Tržby jsou realizovány převážně na území České republiky distribucí zboží především lékárnám a nemocnicím. Menší podíly tržeb směřují do zemí EU a třetích zemí.

Tržby Společnosti (v tisících CZK)			
Účetní období	Tržby celkem	Tržby v EU	Tržby ve 3. zemích
2009/2010	29 194 675	158 893	13
2008/2009	27 417 687	173 428	1 944
2007/2008	25 660 350	116 430	0
2006/2007	23 613 083	175 719	0

### 3.5. Dividendová politika

Mezi Společností a jejím většinovým akcionářem PHOENIX International Beteiligungs GmbH byla v účetním období 2009/2010 (dne 27.8.2009) uzavřena smlouva o výplatě dividend (Vereinbarung über die Ausschüttung der Dividende der Gesellschaft PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s.). Společnost vykazuje v posledních letech stabilní dividendovou politiku, dle které je každoročně mezi akcionáře ve formě dividend rozdělena částka cca 100 milionů CZK.

Dividendy (v tisících CZK)	
Účetní období	Vyplacené dividendy
2009/2010	100 122
2008/2009	98 964
2007/2008	114 991

## 4. Finanční analýza

V rámci následujících grafů, tabulek a příloh jsou účetní období Společnosti, která nekorespondují s kalendářním rokem přeznačena pro zjednodušení a lepší orientaci následujícím způsobem: účetní období 2009/2010 trvající od 1.2.2009 do 31.1.2010 jako rok 2009 apod. pro předchozí roky.

### 4.1. Poměrové ukazatele

#### 4.1.1. Ukazatele rentability

Ukazatele rentability informují o efektu, jakého bylo dosaženo vloženým kapitálem (jak byly zhodnoceny investované prostředky). Porovnávají obvykle míru výnosu v čitateli s mírou vloženého kapitálu ve jmenovateli. V rámci uvedených grafů a příloh jsou prezentovány ukazatele rentability vlastního kapitálu, rentability aktiv, rentability dlouhodobě investované kapitálu či rentability tržeb. Výpočet těchto ukazatelů vyjádřený pomocí označení jednotlivých řádků účetních výkazů, je uveden v následující tabulce.

### Ukazatele rentability

ROA <sub>1</sub>	Rentabilita aktiv (EAT)	****/aktiva
ROA <sub>2</sub>	Rentabilita aktiv (EBIT)	(**** + S. + Q. + N.)/aktiva
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu	(**** + S. + Q. + N.)/A.
ROCE	Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu	(**** + S. + Q. + N.)/(A. + B.I + B.II + B.IV 1 + D.)
ROS	Rentabilita tržeb	****/(I + II. 1)

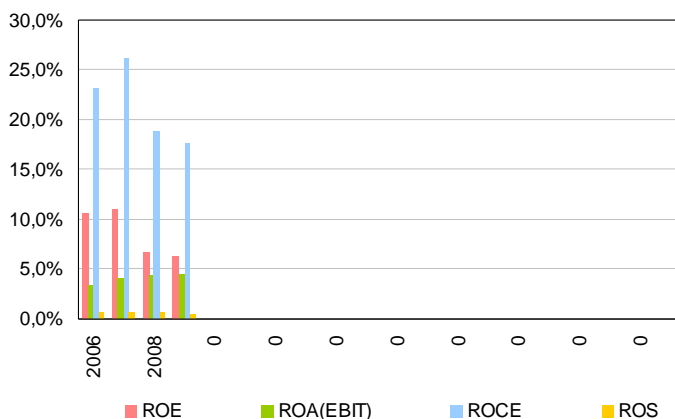
Ukazatel ROA (rentabilita aktiv, return on assets) je měřítkem celkového efektu z celkových aktiv. V čitateli zlomku je obvykle uveden čistý zisk, popř. zisk před úroky a daněmi – EBIT (jako možné varianty ukazatele, jenž není v čitateli pevně definován). Alternativa ukazatele vycházející ze zisku před zdaněním a úroky umožňuje srovnání podniků zatížených rozdílnou měrou nákladovými úroky (popř. v různých daňových prostředích), ukazatel lze brát jako měřítko pro oborové srovnání (např. s odvětvovým v rámci finančních analýz MPO). ROA využívající čistý zisk je nezávislý na formě zdrojů financování.

Ukazatel ROE (rentabilita vlastního kapitálu, return on equity) vyjadřuje výnosnost kapitálu, který do podniku vložili akcionáři/vlastníci. Ukazatel by měl minimálně převyšovat úrokovou míru bezrizikových cenných papírů (tedy sumarizovat tuto míru a kladnou rizikovou prémii).

Doplňkový ukazatel ROCE (rentabilita dlouhodobě/celkového investovaného kapitálu, return on capital employed) umožňuje pohled na ziskovost podniku jako na zhodnocení aktiv financovaných vlastním i cizím kapitálem.

ROS (rentabilita tržeb, popř. ziskové rozpětí, return on sales) umožňuje posoudit schopnost podniku dosáhnout zisku při dané úrovni tržeb, tedy říká jaký je produkovaný efekt z jedné koruny tržeb (určuje ziskovou marži). Podobně jako ROA není ukazatel na úrovni čitatele pevně definován, tržby mohou být dle účelu analýzy porovnávány s různými úrovněmi zisku. Ukazatel je vhodný k oborovému srovnání, kde nižší hodnota ukazuje na nízké ceny výrobků a vysoké náklady a naopak.

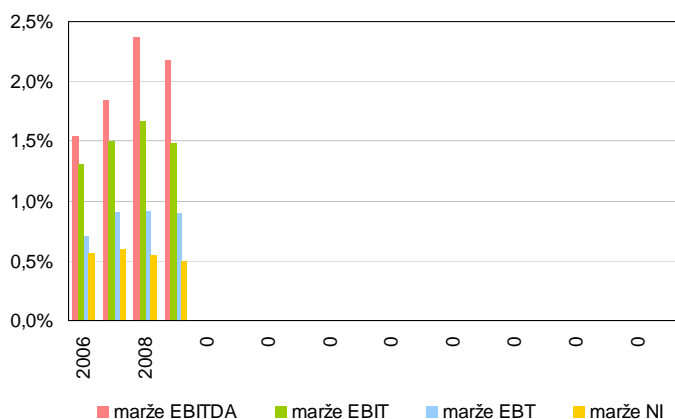
### Rentabilita vlastního kapitálu, aktiv<sub>(EBIT)</sub>, dlouhodobě investovaného kapitálu, tržeb (%)



Ukazatele rentability v případě Společnosti vykazovaly v minulých letech stabilní vývoj v případě rentability aktiv (cca 4 - 4,5 %), popř. tržeb (0,5 – 0,6 %). Naopak v případě rentability vlastního kapitálu a dlouhodobě investovaného kapitálu došlo mezi 2007 a 2008 k poměrně citelnému poklesu. Ten je zapříčiněn, při zhruba stejné absolutní výši čistého konsolidovaného zisku a růstu provozní ziskovosti, zvýšením vlastního kapitálu, ke kterému došlo v průběhu roku 2008, kdy hlavní akcionář společnosti dosáhl úpisem nových akcií svého stávajícího podílu.

V rámci posuzování ukazatele ROS je možné vypočítat jeho hodnotu za použití více úrovní zisku, nejen tedy v podobě vycházející z čistého zisku (EAT) ve výše uvedeném grafu (dále jako marže čistého zisku), ale i za pomoci zisku před zdaněním (EBT), zisku před úroky a daněmi (EBIT) či zisku před úroky, zdaněním a odpisy (EBITDA). Vzájemné porovnání těchto jednotlivých úrovní a jejich rozdílů je jednou z cest, jak posoudit dopad rozdílových položek (daň z příjmů, nákladové úroky a odpisy) na hospodaření společnosti.

#### Marže EBITDA, EBIT, EBT, čistého zisku (%)



Ziskové marže Společnosti jsou v čase stabilní, na úrovni EBITDA marže, popř. marže EBIT je patrný mírně rostoucí trend, který se prozatím neprojevuje na úrovni čistého zisku, kde naopak marže v posledních dvou letech poněkud klesá, byť nevýrazně. Lepší provozní ziskovost je tak doposud kompenzována vyššími finančními náklady (nákladové úroky a ostatní finanční náklady) a daněmi.

#### 4.1.2. Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity nabízejí pohled na společnost z hlediska její schopnosti včas uhradit své závazky. Nedostatek likvidity ukazuje na neschopnost využít ziskové příležitosti objevující se během podnikání, či neschopnost hradit běžné závazky, její vysoká míra pak naznačuje snížení rentabilitu vlastního kapitálu vlivem neefektivní vázanosti finančních prostředků v oběžných aktivech. Obě limitní úrovně tak představují z pohledu vlastníků rizika, díky kterým za odpovídající a nejvhodnější bývá považována úroveň zaručující požadovanou ziskovost se souběžnou schopností dostát závazkům společnosti. Taková míra by měla být pokud možno stabilní v čase, bez větších výkyvů. Podobně jako v případě ukazatelů rentability je možné uvést tabelární výčet základních ukazatelů.

### Ukazatele likvidity

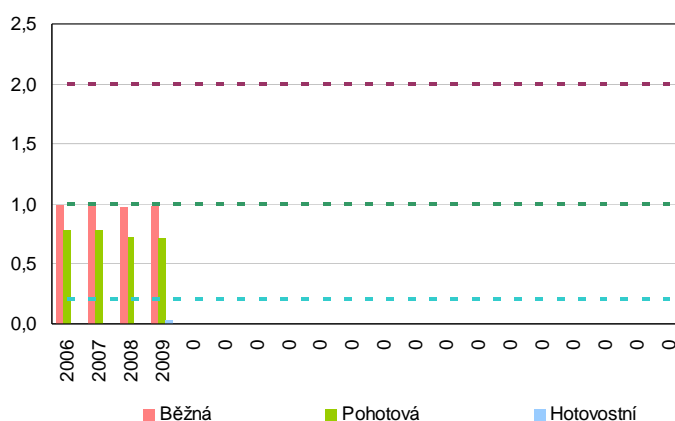
Hotovostní likvidita	$C.IV / (B.III + B.IV\ 2 + B.IV\ 3)$
Pohotová likvidita	$(C. - C.I) / (B.III + B.IV\ 2 + B.IV\ 3)$
Běžná likvidita	$C. / (B.III + B.IV\ 2 + B.IV\ 3)$
Obratovost čistého pracovního kapitálu	$(I + II. 1) / \text{čistý pracovní kapitál}$

Ukazatel hotovostní likvidity (likvidita 1. stupně, cash ratio) postihuje nejlikvidnější položky aktiv – pohotové platební prostředky. V daném případě je doporučována celá řada limitních úrovní, např. ideální pásmo 0,9 – 1,1, tedy faktická rovnost těchto položek a krátkodobých dluhů, v podmínkách ČR je uváděn minimální limit 0,6, popř. 0,2 v rámci metodiky MPO (poslední uvedený limit je zobrazen také v následujícím grafu).

Šířeji vymezenou na úrovni čitatele je pohotová likvidita (likvidita 2. stupně, acid test) porovnávající krátkodobé dluhy s oběžnými aktivy bez zásob. V daném případě bývá jako minimální hodnota ukazatele uváděn limit 1,0, popř. až 1,5. Za daných okolností by podnik byl schopen uhradit své krátkodobé dluhy, aniž by musel prodávat zásoby. V příslušném grafu je uveden první jmenovaný limit.

Běžná likvidita (likvidita 3. stupně, current ratio) je nejšíře pojata na úrovni čitatele, který zahrnuje veškerá oběžná aktiva. Ukazatel tak vyjadřuje kolikrát tato aktiva pokrývají krátkodobé dluhy. Limitem je např. zahrnutí již poměrně málo likvidních položek. Za vhodné pásmo pro tento ukazatel bývají uváděny meze 1,5 – 2,5, často pak jediný limit 2,0, který je naznačen také v příslušném grafu.

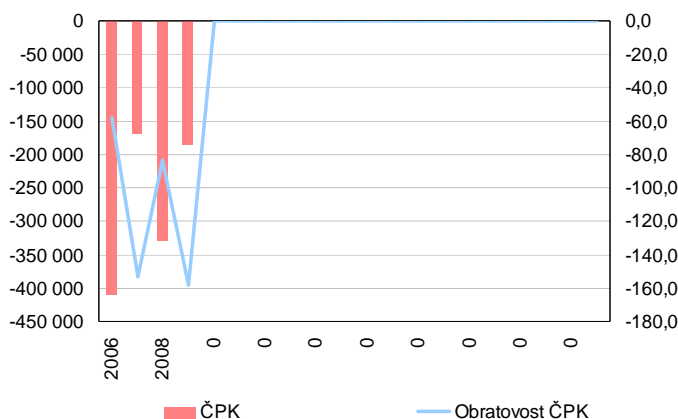
### Běžná, pohotová, hotovostní likvidita vč. teoretických minimálních limitních hodnot



Ukazatele likvidity podniku jsou velmi stabilní na úrovni běžné likvidity. Stav oběžných aktiv a krátkodobých závazků je trvale vyrovnaný, obě položky se prakticky rovnají. Velké výkyvy nezaznamenávají ani ostatní úrovně ukazatelů likvidity. Všechny se nacházejí pod teoretickými limitními hodnotami, nicméně tyto nelze považovat za jediné správné a odpovídající situaci a potřebám každého podniku, zvláště společnosti náležející do velké nadnárodní skupiny, kde finanční řízení podléhá alespoň z části bezpochyby určité centralizaci a také řízení hotovosti může být tímto ovlivněno (likvidita Společnosti tak odpovídá potřebám celé skupiny).

Doplňujícím ukazatelem k uvedeným třem stupňům likvidity je ukazatel obratovosti čistého pracovního kapitálu, který odhaluje účinnost využití a přiměřenost čistého pracovního kapitálu podniku (čistý pracovní kapitál – rozdílový ukazatel úzce spjatý s likviditou společnosti, v zásadě rozdíl oběžný aktiv a krátkodobých závazků, blízký především běžné likviditě).

#### Čistý pracovní kapitál (levá osa; tisíce CZK) a obratovost čistého pracovního kapitálu (pravá osa)



Pracovní kapitál Společnosti vykazuje zápornou úroveň po celé sledované období. Jak vyplývá z ukazatele běžné likvidity, úroveň oběžných aktiv a krátkodobých závazků je příliš neliší, negativní rozdíl tak pro společnost není zřejmě na překážku běžného finančního řízení. Trvale podnik navíc udržuje poměrně velkou úroveň svých krátkodobých obchodních závazků po splatnosti (viz. přílohy), což lze s ohledem na jejich vývoj považovat za záměrnou část řízení likvidity, nikoli známku horšící se platební schopnosti.

#### 4.1.3. Ukazatele zadluženosti

Skupina ukazatelů zadluženosti se soustředí na skutečnost, že společnosti využívají k financování svých aktiv různé druhy kapitálu, kromě vlastního také cizí zdroje – dluhy. Daná kombinace vyplývá ze skutečnosti, že vlastní kapitál bývá zdola limitován (nelze tedy podnikat bez jeho použití), zároveň však prakticky nelze financovat veškerá aktiva jen z vlastních zdrojů. Analýza zadluženosti se tak zabývá optimální strukturou druhů kapitálu – optimálním vztahem mezi cizím a vlastním kapitálem, tedy kapitálovou strukturou. Ukazatele umožňují na tuto strukturu nahlížet jak z pozice věřitele, který jako negativum vnímá vysokou míru zadlužení (podíl cizího kapitálu), tak i akcionáře, kterému vhodný poměr obou základních druhů kapitálu umožňuje dosahovat vyššího zhodnocení investice.

##### Ukazatele zadluženosti

Ukazatel věřitelského rizika	B./aktiva
Koeficient samofinancování	A./aktiva
Debt-equity ratio	B./A.
Ukazatel úrokového krytí I. (EBIT)	(**** + S. + Q. + N.)/N.
Ukazatel úrokového krytí II. (EBITDA)	(**** + S. + Q. + N. + E.)/N.

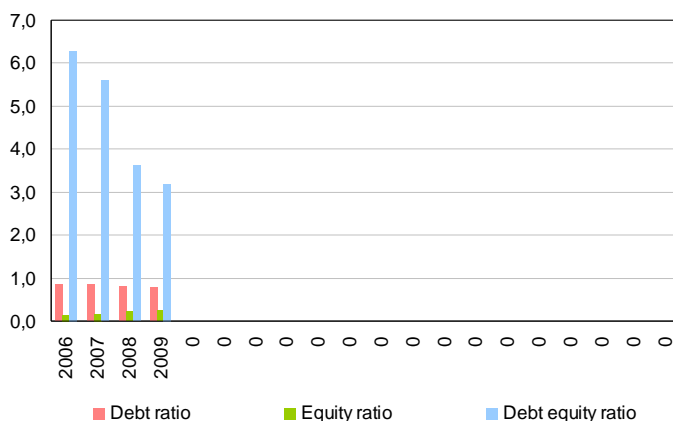
Ukazatel věřitelského rizika (debt ratio) je základním vyjádřením zadluženosti. Porovnává celkové závazky a aktiva podniku. Růst ukazatele

značí vyšší riziko věřitelů, kteří tak preferují nižší hodnoty tohoto ukazatele, akcionářům ovšem vysoká hodnota může být prospěšná, je-li podnik s to zvyšovat při dané struktuře zdrojů ziskovost vlastního kapitálu. Ukazatel není možné posuzovat bez bližšího pohledu na strukturu cizího kapitálu a bez zohlednění dalších měřítek výkonnosti/stability podniku.

Doplňkovým ukazatelem k předchozímu je koeficient samofinancování (equity ratio) vyjadřujícím míru, v níž jsou aktiva podniku financována z vlastních zdrojů. Součet obou ukazatelů je tak roven, popř. blízký jedné (v závislosti na zachycení ostatních pasiv).

S oběma ukazateli úzce souvisejícím je ukazatel debt-equity ratio, popř. jeho převrácená obdoba měřící míru finanční samostatnosti podniku. Při posuzování daného ukazatele je třeba zohledňovat leasingové financování, které nicméně není v rozvaze podchyceno.

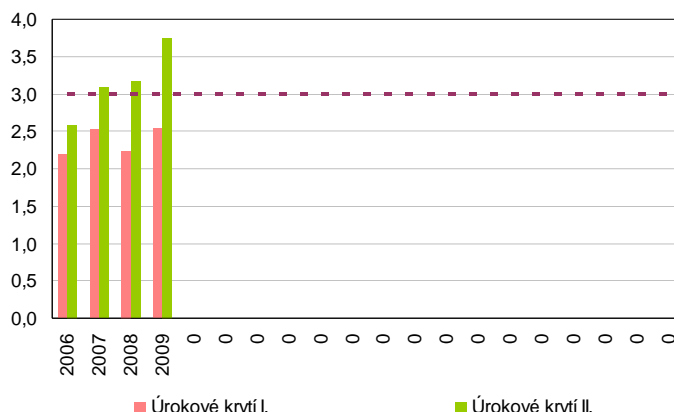
**Ukazatel věřitelského rizika, koeficient samofinancování a debt-equity ratio**



Ukazatel zadluženosti Společnosti ve sledovaném období vykazuje setrvalý pokles. Na růstu podílu vlastního kapitálu na aktivech Společnosti se podepisuje stabilně ziskové hospodaření a zadržování části zisků i přes pravidelně vyplácené dividendy (čistý zisk dosahuje přibližně 150 milionů CZK ročně, dividendy jsou vypláceny ve výši kolem 100 milionů CZK). Druhým faktorem ovlivňující jednorázově míru zadlužení Společnosti bylo navýšení základního kapitálu úpisem akcií většinovým akcionářem v průběhu roku 2008.

Zbylé dvě položky, ukazatele úrokového krytí, udávají kolikrát je zvolená úroveň zisku vyšší než placené úroky. Jsou tak měřítkem bezpečnostního polštáře pro věřitele a zároveň podchycením údajů z výsledovky umožňují pohled na zadluženost z úhlu, který může rozvaha nezahrnutím některých položek opomíjet. Občas pro měřítko vycházejícího ze zisku před úroky a daněmi bývá jako nejnižší bezpečná úroveň uváděn limit 3 (násobné převýšení zisku nad úroky je uváděno z důvodu, aby po uspokojení věřitelů zůstal dostatečný efekt pro akcionáře společnosti). Podobné limity jsou sporné (nicméně limit je pro úrokové krytí I. v grafu informativně uveden), ovšem nízké úrovně ukazující na neschopnost splatit úrokové platby ze zisku jsou známkou nadcházejícího konce společnosti.

### Ukazatele úrokového krytí



Ukazatele úrokového krytí opět nevykazují známky nějakého zhoršování, právě naopak. Ukazatel založený na poměrování zisku před úroky a daněmi (EBIT) se sice nachází pod teoretickým limitem, ten je ale podobně jako v případě ukazatelů likvidity stěží použitelný pro všechny podniky jako nějaké tvrdé dělítko bezpečnosti/problémovosti. Naopak při zohlednění zisku EBITDA je patrný růst ukazatele, tedy rostoucí provozní schopnost Společnost hradit své finanční náklady.

#### 4.1.4. Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity jsou měřítkem využití vložených finančních prostředků a vázanosti jednotlivých položek kapitálu v rozličných druzích pasiv či aktiv. Běžná podoba ukazatelů představuje vyjádření v počtu obrátek definovaných položek aktiv či pasiv, popř. v převrácené podobě stejných ukazatelů jako doby obratu. Ukazatele umožňují lépe pochopit vlivy hospodaření na likviditu a rentabilitu podniku na základě posouzení způsobu, jakým společnost hospodář s aktivy.

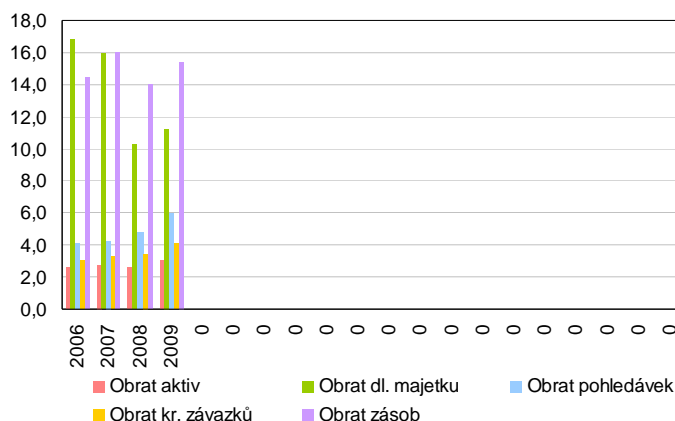
#### Ukazatele aktivity

Obrat aktiv	$(I. + II. 1)/\text{aktiva}$
Obrat dlouhodobého majetku	$(I. + II. 1)/B.$
Obrat zásob	$(I. + II. 1)/C.I$
Obrat pohledávek	$(I. + II. 1)/C.III$
Obrat krátkodobých závazků	$(I. + II. 1)/(B.III + B.IV 2 + B.IV 3)$

Ukazatel obratu celkových aktiv (vázanost celkového vloženého kapitálu) může být brán jako spojnice s ukazateli rentability, když je součástí pyramidových rozkladů rentability vlastního kapitálu.

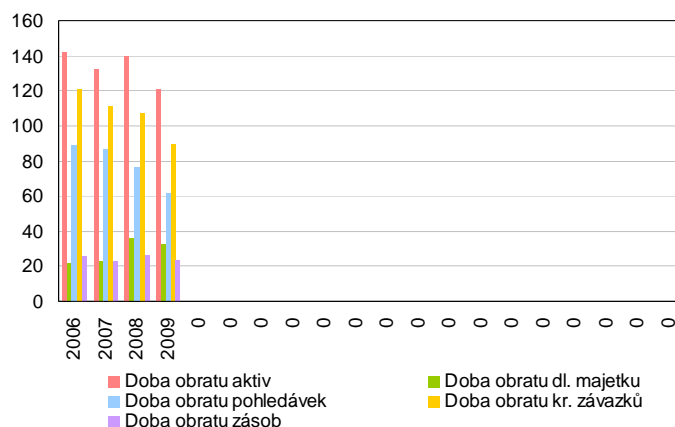
Dílčí ukazatele znázorňují, jak jsou jednotlivé druhy aktiv vázány např. ve formě zásob, pohledávek apod. První jmenovaný ukazatel se zaměřuje na zásoby jako nejméně likvidní položku oběžných aktiv, druhý je pak třeba posuzovat v kontextu obratu závazků, který by měl být nižší než obrat pohledávek, srovnání obou je zároveň vodítkem k posouzení obchodně-úvěrové politiky podniku.

### Ukazatele obratu různých položek aktiv a pasiv



Podobně jako obrat jednotlivých položek aktiv a pasiv lze graficky znázornit jejich reciproké hodnoty, tedy stejné ukazatele vyjádřené v podobě dob obratu výše jmenovaných položek (převrácená hodnota je pro potřeby vyjádření v počtu dnů násobena vždy číslem 365).

### Doby obratu různých položek aktiv a pasiv (dny)



V případě Společnosti je na úrovni aktiv patrný vliv plynule rostoucích tržeb při podstatně stabilnější účetní hodnotě aktiv, což naznačuje jejich zlepšující se využití. V případě dlouhodobého majetku je vývoj opačný, zvláště mezi lety 2007 a 2008, kdy se v rozvaze objevil konsolidační rozdíl plynoucí ze změn v rámci konsolidačního celku. Doba obratu zásob je naopak téměř neměnná, výši zásob je podnik schopen udržovat ve stále stejných relacích s ohledem na rostoucí tržby. Obrat závazků je nižší než obrat pohledávek (viz. výše závazků po splatnosti), v obou případech dochází k růstu ukazatele.

#### 4.1.5. Ukazatele produktivity práce

Skupina ukazatelů produktivity práce se zaměřuje na posouzení výkonnosti podniku ve vztahu k nákladům na zaměstnance. Hodnotí efektivnost práce ve vztahu k tržbám, přidané hodnotě či mzdám. Kromě standardních účetních výkazů je pro konstrukci ukazatelů nutné využít ještě údaje o počtu pracovníků společnosti.



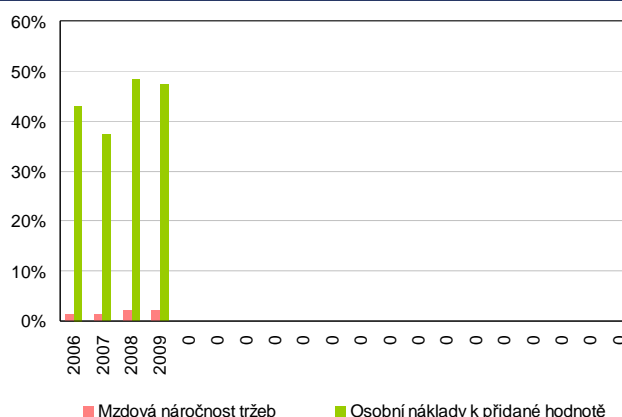
### Ukazatele produktivity práce

Mzdová náročnost tržeb	$C./(I + II. 1)$
Osobní náklady k přidané hodnotě	$C./+$
Produktivita práce z přidané hodnoty	$+/\text{počet zaměstnanců}$
Produktivita práce z tržeb	$(I + II. 1)/\text{počet zaměstnanců}$
Průměrná mzda roční	$(C. 1 + C. 3)/\text{počet zaměstnanců}$

Ukazatel mzdové náročnosti tržeb je vyjádřením podílu lidského faktoru ve společnosti na vytvářených tržbách. Ukazatel lze považovat za základní měřítko jak mezipodnikového srovnání, tak produktivity práce samotného podniku, zvláště v průběhu delšího časového období.

Ukazatel porovnávající osobní náklady k přidané hodnotě je obdobnou mírou (v zásadě normou práce), ovšem vycházející z úrovně zisku, z něhož společnost musí uhradit nároky svých zaměstnanců, finanční náklady, daně a vyrovnat odpisy. Ukazatel je východiskem pro rozhodování vedení společnosti o oprávněnosti možného navýšení mzdových nákladů, vzhledem k většímu zaměření na konečný efekt (zisk, byť hrubý) směřodatnější než porovnávání osobních nákladů a tržeb.

### Mzdová náročnosti tržeb, osobní náklady k přidané hodnotě (%)



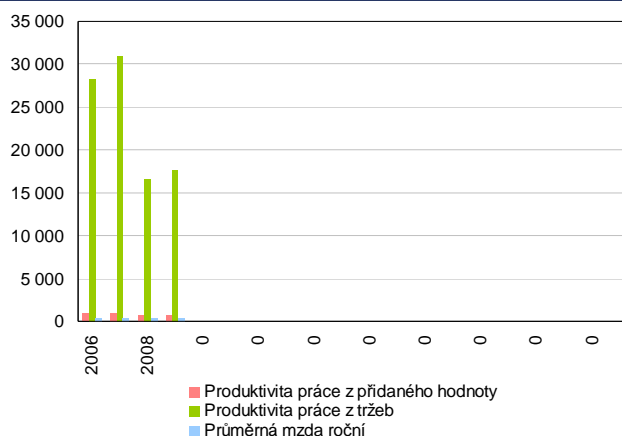
Ukazatele produktivity v případě Společnosti odrážejí její zaměření na obchodní činnost. Ve vztahu k tržbám nejsou personální náklady významné, naopak při jejich porovnání s přidanou hodnotou se ukazují jako jedna z nejdůležitějších složek nákladů. V obou případech je patrné skokové zhoršení ukazatelů v průběhu roku 2008, kdy došlo k zvýšení počtu zaměstnanců prakticky na dvojnásobek v souvislosti patrně se změnami v konsolidačním celku. Vývoj v průběhu posledního sledovaného roku naznačuje, že dopad byl pouze jednorázový a situace se rychle stabilizovala.

Ukazatel produktivity práce z tržeb udává výši tržeb na zaměstnance v daném období. Žádoucím je růst daného ukazatele v čase, ukazatel je zároveň jedním z vhodných pro mezipodnikové srovnání v rámci oboru.

Podobným měřítkem může být ukazatel poměřující počet zaměstnanců z vytvářenou přidanou hodnotou společnosti, resp. udávající výši přidané hodnoty na jednoho pracovníka.

Oba ukazatele je pak vhodné porovnat s ročními náklady na pracovníka, tedy s jeho roční (super)hrubou mzdou. Ukazatel je obdobným vyjádřením jako výše uvedená míra srovnávající osobní náklady s přidanou hodnotou, smyslem obou ukazatelů je porovnat vytvářený hrubý zisk společnosti s jednou z hlavních nákladových položek, které z něj musejí být pokryty.

#### Produktivita práce z tržeb a přidané hodnoty, průměrná roční mzda (tisíce CZK)



Interpretace druhé skupiny ukazatelů produktivity je obdobná jako v předchozím případě. Na ukazatelích se jednoznačně projevilo skokové navýšení počtu zaměstnanců v průběhu roku 2008, na které v následujícím období navazuje již mírné zlepšování parametrů. Výše průměrných nákladů na pracovníka (průměrná roční mzda) je prakticky neměnná.

## 4.2. Rozdílové a absolutní ukazatele

### 4.2.1. Čistý pracovní kapitál

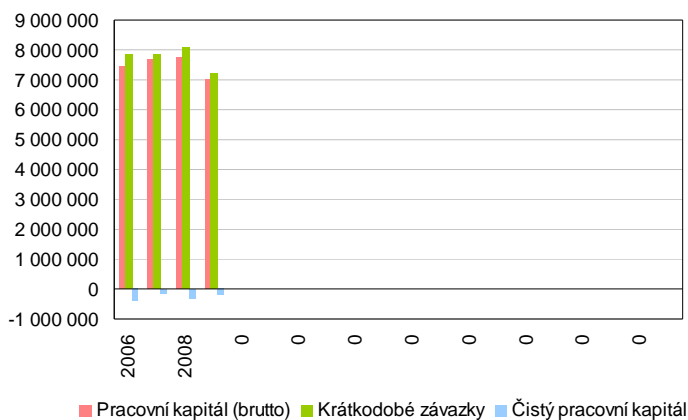
Čistý pracovní kapitál je rozdílovým ukazatelem představující část dlouhodobých zdrojů, která kryje oběžná aktiva. Čistý pracovní kapitál tak jako dlouhodobý zdroj k financování běžného chodu podniku vytváří polštář pro eventuální finanční výkyvy. Obecně je čistý pracovní kapitál definován jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků.

#### Složky čistého pracovního kapitálu

+	Zásoby	C.I
+	Krátkodobé pohledávky	C.III
+	Finanční majetek	C.IV
	<b>Pracovní kapitál brutto</b>	
-	Krátkodobé dluhy	B.III + B.IV 2 + B.IV 3
	<b>Čistý pracovní kapitál</b>	

Samotná oběžná aktiva pak lze považovat za hrubý pracovní kapitál. Čistý pracovní kapitál úzce souvisí s ukazateli likvidity, sám je jedním ze vstupů např. pro výpočet obratovosti čistého pracovního kapitálu, velmi blízko má k běžné likviditě, která je poměrovým ukazatelem konstruovaným prakticky na základě stejných položek.

### Čistý pracovní kapitál (tisíce CZK )



Jak bylo uvedeno již v podkapitole týkající se ukazatelů likvidity, čistý pracovní kapitál dosahuje v případě Společnosti záporné hodnoty, a to po celou sledovanou dobu. Ve vztahu k celkovému objemu zapojených aktiv a závazků není nicméně rozdíl nijak zásadní a stabilní vybalancování oběžných aktiv a krátkodobých závazků Společnosti ukazuje na jeho záměrné řízení v těchto intencích.

#### 4.2.2. Úrovně zisku

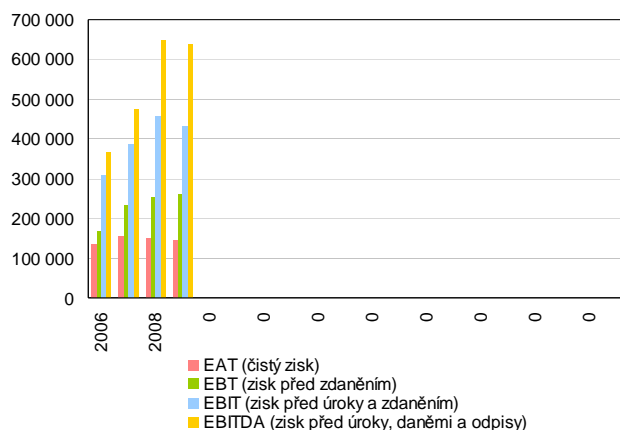
V následujícím grafu jsou uvedeny jednotlivé úrovně zisku, jakožto skupina absolutních ukazatelů. Znázorněny tak jsou pouze položky účetních výkazů (přímo popř. dopočtené sumarizací některých dílčích položek). Jako takové ukazatele nejsou zpracovány žádnou matematickou metodou, na rozdíl od poměrových ukazatelů, jejich uvedení má informativní charakter a slouží větší přehlednosti celého materiálu. Zároveň lze uvést konstrukci jednotlivých úrovní zisku, které nejsou v rámci výkazu zisků a ztrát přímo uvedeny.

#### Úrovně zisku

	EAT (čistý zisk)	****
+	Daň z příjmů	S. + Q.
=	EBT (zisk před zdaněním)	
+	Nákladové úroky	N.
=	EBIT (zisk před úroky a daněmi)	
+	Odpisy	E.
=	EBITDA (zisk před zdaněním, úroky a odpisy)	

Jednotlivé takto definované úrovně zisku jsou použity pro výpočet řady poměrových ukazatelů uvedených v předchozí kapitole. Níže uvedený graf vizuálně vyjadřuje kromě jiného vliv jednotlivých položek (odpisy, nákladové úroky a daně z příjmů) na ziskovost společnosti.

### Výše zisku (tisíce CZK)

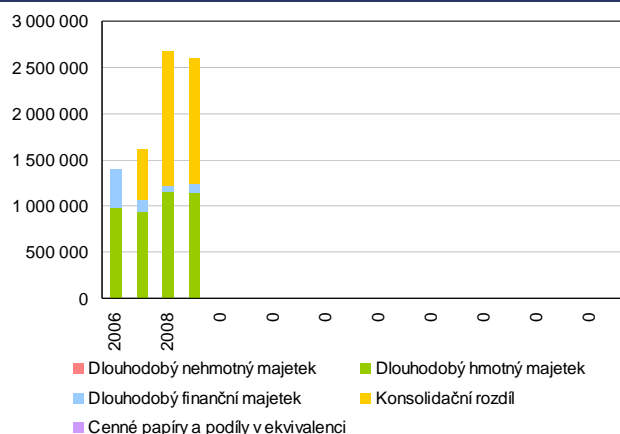


Z uvedeného grafu je patrná postupně rostoucí provozní ziskovost Společnosti odrážející plynulé navyšování konsolidovaných tržeb. Zvláště mezi lety 2007 a 2008 se i na úrovni výsledovky výrazně projevily změny konsolidačního celku, kdy se v nákladech objevily významné odpisy kladného konsolidačního rozdílu. Rostoucí provozní ziskovost se Společnosti prozatím nedaří natolik promítnout do zvýšení čistého zisku, který je negativně ovlivněn vyššími finančními náklady a daněmi, přesto ale zůstává také stabilní.

### 4.2.3. Struktura aktiv

Následující graf vizuálně naznačuje složení dlouhodobého majetku společnosti, tedy významnost jednotlivých základních složek stálých aktiv, jejich souhrnnou absolutní výši a vývoj v čase. Graf je pouze jiným zobrazením údajů z rozvahy bez provedení jakékoli matematické operace.

### Složení dlouhodobého majetku (tisíce CZK )

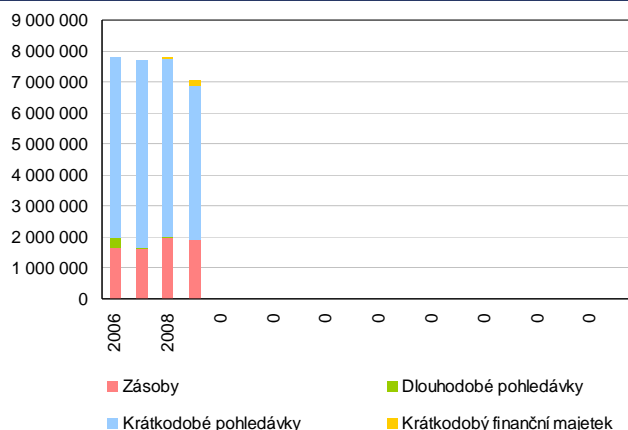


Podobně lze zobrazit a na jednotlivé základní skupiny rozčlenit oběžný majetek. Na graf lze pohlížet zároveň jako na doplnění informací o výše uvedeném čistém pracovním kapitálu, když oběžná aktiva tvoří zároveň pracovní kapitál brutto. Graf zároveň poskytuje informace o vývoji oběžného majetku z pohledu jeho celkové likvidity (v kontextu změn poměru málo

likvidních položek jakou jsou zásoby a naopak nejlíkvnějšího krátkodobého finančního majetku).

Strukturu dlouhodobých aktiv Společnosti podobně jako jiné ukazatele ovlivnila v posledních letech především konsolidace skupiny a tedy účtování kladného konsolidačního rozdílu. Ten aktuálně tvoří cca polovinu dlouhodobého majetku Společnosti, odepisován je po dobu patnácti let. Kromě něj jsou významné položky dlouhodobého hmotného majetku, především stavby, pozemky a samostatné movité věci a jejich soubory. Jejich účetní hodnota netto se v čase nicméně příliš nemění.

#### Skladba oběžného majetku (tisíce CZK)

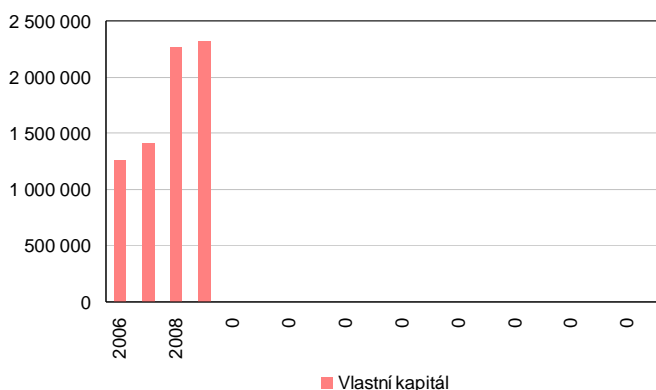


Oběžná aktiva Společnosti jsou většinou tvořena krátkodobými pohledávkami, zvláště z obchodního styku, druhou významnou položkou jsou zásoby zboží. Struktura oběžných aktiv tak odpovídá obchodnímu zaměření společnosti. Klesající absolutní hodnota pohledávek při rostoucích tržbách se pozitivně projevuje na růstu jejich obratu, ten je pak v případě zásob velmi stabilní, když je jejich mírný růst sladěn s růstem tržeb.

#### 4.2.4. Struktura vlastního kapitálu

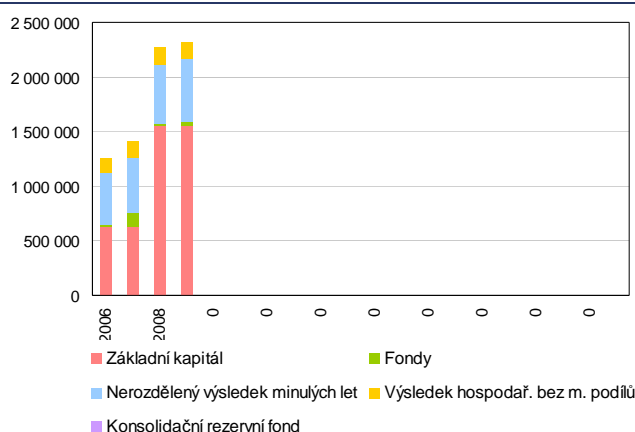
Níže uvedený graf znázorňuje absolutní hodnotu vlastního kapitálu Společnosti.

#### Výše vlastního kapitálu (tisíce CZK)



Podobně jako v případě aktiv, lze nicméně i jednotlivé souhrnné položky na straně pasiv zobrazit v podrobnějším členění na dílčí ukazatele. Výše uvedený vlastní kapitál tak je v následujícím grafu zobrazen ještě v podobě rozdělující jej na základní kapitál, výsledek hospodaření běžného období a zadržené zisky (nakumulované ztráty) a fondy, které společnost postupně vytváří. Vzhledem k možnému zápornému zůstatku položky výsledek hospodaření z minulých let nemusí být sloupcově vyjádření zcela totožné s předchozím grafem.

### Složení vlastního kapitálu (tisíce CZK)



Z grafu je jasně patrné zvýšení základního kapitálu Společnosti, ke kterému došlo v průběhu roku 2008 úpisem nových akcií většinovým akcionářem. Mírně v čase roste i objem zadržených prostředků v rezervním fondu a nerozděleného zisku. Větší část každoročního zisku (přibližně 2/3) je nicméně v posledních letech vyplácena ve formě dividend.

## 5. Odhad hodnoty Nepřevzatých akcií

Vzhledem k tomu, že v případě Společnosti není úkolem odhad hodnoty vlastního kapitálu podniku jako celku, ale odhad hodnoty souboru 124 nepřevzatých kmenových akcií na jméno s jmenovitou hodnotou 1 000 CZK, v listinné podobě, které představují 0,008 % podíl na základním kapitálu Společnosti, je třeba postup uvedený v kapitole popisující metodologii ocenění podniku rozšířit ještě o navazující krok zohledňující tuto skutečnost (tedy fakt že úkolem je zjištění hodnoty podílu Nepřevzatých akcií na vlastním kapitálu).

V daném případě (hledání hodnoty menšinového podílu na vlastním kapitálu) dochází často k použití diskontů na úrovni akcionáře (relativních či absolutních), které vyjadřují skutečnost, že hodnota podílu není shodná s alikvotním podílem na celém vlastním kapitálu. Základními diskonty jsou společně působící diskont za minoritu a diskont za omezenou obchodovatelnost, popř. likviditu. Východiskem pro jejich využití je rozdílné postavení minoritních a majoritního akcionáře (který má podstatně větší možnosti jak s podílem a podnikem nakládat a užívat efekty jeho vlastnictví) a (zvláště minoritních) akcionářů veřejně obchodované a neobchodované společnosti.

Postup nalezení hodnoty minoritního podílu pak probíhá v krocích od:

- nalezení hodnoty vlastního kapitálu Společnosti (hodnota majoritní), přes
- aplikaci diskontu za minoritní podíl k nalezení hodnoty obchodovatelného minoritního podílu, k
- aplikaci diskontu za omezenou obchodovatelnost k nalezení hodnoty neobchodovaného minoritního podílu.

Různé výše uvedené metody ocenění podniku svým výsledkem podávají jednu z prvních dvou uvedených metod, čímž se napříč jimi aplikace obou diskontů liší.

V případě určení hodnoty Nepřevzatých akcií ve Společnosti jsou aplikovány výše relativních diskontů:

- za minoritní podíl ve výši 20 % a
- za omezenou obchodovatelnost podílu ve výši 20 %.

Výše podílu Nepřevzatých akcií na základním kapitálu Společnosti se limitně blíží nule, přičemž akcionářská struktura Společnosti je velmi koncentrovaná (podíl majoritního akcionáře ve výši 99,99 %). Jakákoli možnost ovlivnit dění ve Společnosti z pozice minoritního akcionáře je zanedbatelná (s možností většinového akcionáře ji eliminovat v budoucnu vytěsněním). S tím je spojena i omezená možnost prodeje takového podílu.

## 5.1. Majetkové metody

### 5.1.1. Metoda účetní

Účetní hodnota vlastního kapitálu Společnosti k 31.1.2010 činila 2 313 382 tisíc CZK. Z dané hodnoty a známého počtu nepřevzatých oceňovaných akcií je možné spočítat poměrnou účetní hodnotu vlastního kapitálu připadající na Nepřevzaté akcie.

#### Účetní hodnota Nepřevzatých akcií k 31.1.2010 (v CZK)

Hodnota Společnosti		2 313 382 000
Podíl nepřevzatých akcií na základním kapitálu	*	0,008%
Poměrná hodnota menšinového podílu	=	185 362
Diskont za menšinový podíl	-	0 %
Diskont za neobchodovatelné akcie	-	0 %
<b>Hodnota Nepřevzatých akcií</b>	<b>=</b>	<b>185 362</b>

Vzhledem k nulové vypovídací schopnosti účetní hodnoty ohledně aktuální hodnoty společnosti, resp. jakéhokoli podílu v ní nelze brát výsledek této metody za směrodatný pro určení tržní hodnoty Nepřevzatých akcií Společnosti, ale pouze jako doplňující údaj pro posouzení výsledků dalších metod. Proto nejsou použity výše uvedené diskonty za menšinový podíl a neobchodované akcie. Uvedená hodnota je pouhým vyjádřením alikvotního podílu Nepřevzatých akcií na vlastním kapitálu Společnosti.

### 5.1.2. Substanční metoda

Metoda substanční odpovídá na otázku, kolik by stálo opětovné vybudování podniku. Brutto hodnota podniku je oceněním jeho aktiv (popř. obdobných)

reprodukčními cenami, netto hodnota je oceněním vlastního kapitálu po očištění o zapojené cizí zdroje. Výsledkem je hodnota majoritního podílu, v daném případě jsou tak využity při určení hodnoty minoritního podílu oba diskonty, jak za minoritní podíl tak i za jeho omezenou obchodovatelnost.

Určitým limitem využití metody v případě Společnosti je absence podrobných údajů o jednotlivých položkách aktiv (položkové majetkové sestavy s podrobnými informacemi), odhad substanční hodnoty v relaci k účetnímu ocenění tak je poměrně hrubý, založený pouze na datech z účetní závěrky.

### Dlouhodobý nehmotný majetek

Společnost k 31.1.2010 evidovala v konsolidované rozvaze software v pořizovací ceně 51 959 tisíc CZK a zůstatkové hodnotě 1 129 tisíc CZK. Investice plynoucí do software činily v posledním roce 941 tisíc CZK. Vzhledem k absenci bližších informací o užívaných aplikacích s předpokládaným využíváním specifických skladových a evidenčních programů, je pro přecenění užit koeficient 0,9.

Jiný dlouhodobý nehmotný majetek není v účetní závěrce blíže specifikován, jeho pořizovací cena k 31.1.2010 činila 13 636 tisíc CZK a zůstatková hodnota 7 589 tisíc CZK. Z důvodu opatrnosti je v daném případě aplikován stejný koeficient jako u software.

Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek byly evidovány v účetní zůstatkové hodnotě k 31.1.2010 ve výši 63 tisíc CZK. Vzhledem k možnému riziku plynoucímu z každé pohledávky, zde horší než očekávané dodávce nehmotného majetku, byl využit koeficient 0,97.

### Dlouhodobý hmotný majetek

Společnost PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. ve své konsolidované rozvaze k 31.1.2010 evidovala pozemky v účetní hodnotě 118 480 milionů CZK. Dle Výroční zprávy konsolidačního celku za finanční rok 2009/2010 jde o majetek s tržní hodnotou výrazně převyšující účetní hodnotu. Pozemky, které jsou oceněny historickými cenami mají dle umístění tržní hodnotu v rozmezí 200 m<sup>2</sup> až 3 000 m<sup>2</sup>. Průměrná účetní hodnota pozemků činila ke dni účetní závěrky 585,4 CZK/m<sup>2</sup>.

#### Pozemky Společnosti k 31.1.2010

	Plocha v m <sup>2</sup>	Pořizovací cena v tisících CZK
Praha	93 152	81 280
Brno	19 409	17 993
Vysoké Mýto	13 945	2 273
Plzeň	11 229	10 640
Ševětín	43 691	726
Ostrava	7 437	2 237
Ostatní	10 519	3 331
<b>Celkem</b>	<b>202 382</b>	<b>118 480</b>

V rámci odhadu substanční hodnoty byly pozemky přeceněny na průměrnou úroveň 800 CZK/m<sup>2</sup>, tedy koeficientem 1,37.

Budovy a stavby Společnosti k 31.1.2010 měly pořizovací cenu 834 289 tisíc CZK a zůstatkovou hodnotu 629 419 CZK. Budovy tvoří především skupina šesti skladů v ČR (Praha, Brno, Ostrava, Plzeň, Vysoké Mýto,



Ševětín), popř. síť lékáren a jiných budov. Největším skladem a sídlem Společnosti je Praha, procházející dle webové prezentace modernizací a rozšířením. Nejnovější sklad se nachází v Plzni, dokončen byl v roce 2006. Do budov podniku směřuje podstatná část investic, v roce 2009/2010 např. byla rozšířena skladovací kapacita v Ostravě (investice 41 969 tisíc CZK, ke konci účetního období doposud nedokončená), koupena budova v Plzni (10 924 tisíc CZK), technicky zhodnocena jedna z budov v Praze (2 559 tisíc CZK) či pořízena plechová hala ve Vysokém Mýtě (1 155 tisíc CZK). Malá odepsanost a investice směřující do staveb naznačují jejich relativně dobrý stav ve vztahu k účetní hodnotě, použit je z důvodu opatrnosti koeficient 0,95.

Samostatné movité věci a soubory movitých věcí měly k 31.1.2010 pořizovací cenu 487 484 tisíc CZK a zůstatkovou hodnotu 120 914 tisíc CZK. Majetek kromě standardního tvoří např. manipulační linky ve všech skladech. Investice v roce 2009/2010 směřovaly mimo jiné do nového nábytku v 40 lékárnách v hodnotě 8 727 tisíc CZK, rozšíření dopravníkové linky v hodnotě 2 951 tisíc CZK či chladícího boxu v konsignačním skladu v Praze (2 993 tisíc CZK). Koeficient přepočtu vzhledem k očekávané specifitě některých technologií byl stanoven na 0,9.

Jiný dlouhodobý hmotný majetek popř. nedokončený dlouhodobý hmotný majetek není ve výroční zprávě za rok 2009/2010 k 31.1.2010 blíže specifikován (nedokončené bylo rozšíření skladovací kapacity v Ostravě v hodnotě cca 42 milionů CZK, viz. výše). Nedokončený majetek je přeceněn koeficientem 1, jiný z důvodu opatrnosti 0,9. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek jsou upraveny podobně jako v případě majetku nehmotného koeficientem 0,97.

Významnou položkou hmotného majetku je oceňovací rozdíl k nabytému majetku s pořizovací cenou 341 541 tisíc CZK k 31.1.2010 a zůstatkovou hodnotou 160 701 tisíc CZK. Výše tohoto rozdílu je ovlivněna cenou areálu v Praze Hostivaři, za kterou jej Společnost vydražila a účetním oceněním (13 936 tisíc CZK). Část rozdílu je převzata z titulu fúze se společností PURUS, a.s. k 1.2.2005 (14 500 tisíc CZK). Podstatnou část tvoří rozdíl mezi kupní cenou a účetním oceněním lékáren společnosti EUROPHARM, a.s. (33 406 tisíc CZK) a rozdíly vzniklé z fúzí jednotlivých dcer společnosti EUROPHARM, a.s. do tohoto podniku (279 699 tisíc CZK). Vzhledem k nedostatku informací o reálnosti ocenění v rámci jednotlivých transakcí je z důvodu opatrnosti v tomto případě užit koeficient 0,8.

## **Dlouhodobý finanční majetek**

Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem v účetní hodnotě 345 tisíc CZK k 31.1.2010 představovaly třetinový podíl ve společnosti PHARMDATA, s.r.o. Hodnota podílu nebyla přeceněna (koeficient 1).

Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly s účetní hodnotou 1 356 tisíc CZK k 31.1.2010 představovaly vklady společnosti EUROPHARM, a.s. v bytových družstvech. Podíly byly z důvodu nedostatku informací z opatrnosti přeceněny koeficientem 0,9.

Jiný dlouhodobý finanční majetek s pořizovací cenou 152 606 tisíc CZK a zůstatkovou hodnotou 95 070 tisíc CZK k 31.1.2010 představovala dlouhodobá část úročených půjček, v něž byly přeměněny pohledávky Společnosti za dlužníky. Vzhledem k předpokládanému menšímu než úplnému inkasu těchto pohledávek je aplikován standardní koeficient 0,97

násobený očekávaným neznámým snížením z titulu časové hodnoty peněz, zde zvolený na úrovni 0,9. Výsledná hodnota koeficientu je tak 0,87.

### Konsolidační rozdíl

Podstatnou část aktiv Společnosti vyjádřených v její konsolidované rozvaze k 31.1.2010 tvořil kladný konsolidační rozdíl, jehož zásadní část vznikla během roku 2008 kdy byl během tří termínů navýšen podíl Společnosti v podniku EUROPHARM, a.s. na konečných 89,74 %. K 1.2.2009 tak činil konsolidační rozdíl v brutto hodnotě 1 560 903 tisíc CZK, v netto hodnotě k 31.1.2010 pak 1 351 991 tisíc CZK, odepisován je po dobu 15 let. Vzhledem k nedostatku informací o reálnosti ocenění v rámci jednotlivých transakcí je z důvodu opatrnosti v tomto případě užit koeficient 0,8.

### Zásoby

Zásoby společnosti k 31.1.2010 byly tvořeny výhradně zbožím v účetní hodnotě 1 891 706 tisíc CZK, která zohledňovala vytvořené opravné položky ve výši 25 521 tisíc CZK. Vzhledem k charakteru zásob (z velké části léky) a jejich ztrátě hodnoty v případě poškození obalů či projití datem expirace jsou zásoby pro potřebu odhadu substanční hodnoty oceněny koeficientem 0,97.

### Dlouhodobé pohledávky

K 31.1.2010 Společnost evidovala dlouhodobé pohledávky z obchodních vztahů ve výši 3 419 tisíc CZK, po splatnosti nebyly žádné z nich. Vzhledem k neznámé době splatnosti je zohledněn časový faktor koeficientem 0,9 a standardní předpoklad nesplacení minimální výše pohledávek koeficientem 0,97. Výsledná výše koeficientu je uplatněna i v případě dlouhodobých poskytnutých záloh a jiných pohledávek.

### Krátkodobé pohledávky

Nejvýznamnější položkou krátkodobých aktiv jsou krátkodobé pohledávky z obchodního styku, jejichž účetní hodnota netto k 31.1.2010 činila 4 732 941 tisíc CZK.

#### Krátkodobé pohledávky z obchodního styku (v tisících CZK)

	Pohledávky celkem	Pohledávky po splatnosti	Opravné položky
31.1.2010	5 033 747	866 820	300 806
31.1.2009	5 717 528	1 077 070	289 803
31.1.2008	5 849 379	644 006	326 170
31.1.2007	5 423 763	n.a.	322 612

Poměrně významná část krátkodobých obchodních pohledávek se nachází stabilně po splatnosti, což odráží opravné položky v jednotlivých letech v přibližné výši 300 milionů CZK. Na bezproblémovou část pohledávek brutto (do splatnosti, ve výši 4 166 927 tisíc CZK) je uplatněn koeficient 0,97 odrážející riziko nesplacení i určité části takových položek, na část pohledávek do splatnosti, které nebyly vyoprávkovány (566 014 tisíc CZK), pak z titulu předpokládané vyšší problémovosti koeficient 0,9. Výsledná hodnota korekčního koeficientu je cca 0,96.

V rámci ostatních pohledávek nevýznamnou část tvoří pohledávky za státem, které nejsou pro potřeby odhadu substanční hodnoty korigovány a

dále ostatní poskytnuté zálohy, dohadné účty aktivní (především bonusy a slevy poskytované dodavateli) a jiné pohledávky. Neznámá rizika inkasa těchto pohledávek jsou zohledněna koeficientem 0,97

### Krátkodobý finanční majetek

Krátkodobý finanční majetek Společnosti je tvořen především zůstatkem na účtu ve výši 174 910 milionů CZK a z menší části hotovostí. Pro účely odhadu substanční hodnoty Společnosti nejsou tato aktiva přečeňována.

### Časové rozlišení

Aktivní časové rozlišení Společnosti k 31.1.2010 tvořily především náklady příštích období v účetní hodnotě 44 320 tisíc CZK a v malém objemu také příjmy příštích období. Faktor času byl u položek zohledněn pomocí koeficientu 0,9.

### Substanční hodnota podniku brutto

Substanční hodnota Společnosti brutto je určena jako suma součinů účetních hodnot aktiv na jednotlivých řádcích rozvahy a korekčních koeficientů odvozených výše pro jednotlivé položky aktiv. Substanční hodnota Společnosti brutto k 31.1.2010 činí 9 105 263 tisíc CZK.

#### Substanční hodnota Společnosti brutto k 31.1.2010 (v tisících CZK)

		Účetní hodnota	Koef.	Substanční hodnota
B.I.3.	Software	1 129	0,90	1 016
B.I.6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	7 589	0,90	6 830
B.I.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	63	0,97	61
B.II.1.	Pozemky	118 480	1,37	161 913
B.II.2.	Stavby	629 419	0,95	597 948
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	120 914	0,90	108 823
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	55 008	0,90	49 507
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	48 490	1,00	48 490
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	458	0,97	444
B.II.9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	160 701	0,80	128 561
B.III.2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	345	1,00	345
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	1 356	1,00	1 356
B.III.5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	95 070	0,87	82 996
B.IV.1.	Kladný konsolidační rozdíl	1 351 991	0,80	1 081 593
C.I.5.	Zboží	1 891 706	0,97	1 834 955
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	3 419	0,87	2 985
C.II.5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	6 539	0,87	5 709
C.II.7.	Jiné pohledávky	916	0,87	800
C.II.8.	Odložená daňová pohledávka	26 189	1,00	26 189
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	4 732 941	0,96	4 551 332
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	119	1,00	119
C.III.7.	Ostatní poskytnuté zálohy	15 148	0,97	14 694
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	127 849	0,97	124 014
C.III.9.	Jiné pohledávky	52 572	0,97	50 995
C.IV.1.	Peníze	8 573	1,00	8 573
C.IV.2.	Účty v bankách	174 910	1,00	174 910
D.1.	Náklady příštích období	44 320	0,90	39 888
D.3.	Příjmy příštích období	243	0,90	219
<b>Hodnota podniku brutto</b>				<b>9 105 273</b>

## Substanční hodnota podniku netto

Při odhadu hodnoty vlastního kapitálu podniku jsou od reprodukční ceny aktiv odečteny závazky společnosti, čili cizí kapitál. Ten v případě Společnosti tvoří kromě cizích zdrojů a pasivního časového rozlišení ještě menšinový vlastní kapitál, k 31.1.2010 ve výši 11 204 tisíc CZK, který představuje podíl minoritních akcionářů na vlastním kapitálu společnosti EUROPHARM, a.s.

V rámci pasivních položek jsou zohledněny také mimobilanční položky Společnosti. Společnost měla k 31.1.2010 pronajato 48 osobních automobilů formou operativního leasingu a 5 automobilů formou finančního leasingu. V případě těchto položek jsou přepokládány dopady na substanční hodnotu nulové. V rozvaze nevykázané závazek ve výši 6 000 tisíc CZK k 31.1.2010 pak představuje závazek z titulu bankovních celních záruk vystavený HSBC Bank plc s platností do 31.1.2010. V tomto případě je pro účely odhadu substanční hodnoty netto předpokládáno uplatnění záruk ve výši 10 %.

### Substanční hodnota Společnosti netto k 31.1.2010 (v tisících CZK)

Hodnota podniku brutto		9 105 263
Cizí zdroje	-	7 325 644
Časové rozlišení	-	26 407
Menšinový vlastní kapitál	-	11 024
Mimobilanční položky pasiv	-	600
<b>Hodnota podniku netto</b>	<b>=</b>	<b>1 741 588</b>

## Odhad hodnoty Nepřevzatých akcií

Jelikož úkolem v případě Společnosti není nalézt hodnotu vlastního kapitálu, ale hodnotu menšinového podílu, tedy Nepřevzatých akcií (124 akcií na jméno v listinné podobě se jmenovitou hodnotou 1 000 CZK představující podíl 0,008 % na základním kapitálu), je třeba odhadnutou hodnotu podniku přepočítat na hodnotu tohoto podílu.

Výstupem substanční metody je ocenění majoritního podílu, aplikovány tak jsou oba výše uvedené diskonty, tedy jak pro menšinový podíl, tak pro neobchodovatelné akcie.

### Substanční hodnota Nepřevzatých akcií k 31.1.2010 (v CZK)

Hodnota Společnosti		1 741 588 000
Podíl nepřevzatých akcií na základním kapitálu	*	0,008%
Poměrná hodnota menšinového podílu	=	139 547
Diskont za menšinový podíl	-	20 %
Diskont za neobchodovatelné akcie	-	20 %
<b>Hodnota Nepřevzatých akcií</b>	<b>=</b>	<b>83 728</b>

**Substanční hodnota Nepřevzatých akcií činí 84 000 CZK**

## 5.2. Tržní metody

Vzhledem k absenci údajů o podobných proběhlých transakcích, tedy prodeji podílů ve společnostech zabývajících se velkoobchodní činností

ve farmaceutickém/medicínském oboru, byla zvolena v rámci tržních metod pouze metoda na základě srovnatelných podniků.

### 5.2.1. Metoda srovnatelných podniků

Ocenění srovnáním lze mimo jiných metod provést také na základě porovnání základních ukazatelů hospodaření Společnosti s podniky podobně zaměřenými a obchodovanými na světových burzách. Informace týkající se zvolené skupiny společností je možné jako v tomto případě získat z agenturního software Bloomberg Terminal. Nižší uvedené společnosti odpovídají hledanému předmětu činnosti „medical wholesale“, tedy zdravotnický popř. farmaceutický velkoobchod.

#### Hodnoty multiplikátorů srovnatelných podniků k 31.1.2010

Firma	Bloomberg ticker	Země	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA	div. yield
Alfresa Holdings Corp	2784 JT	Japonsko	34,99	0,87	0,08	8,60	2,30 %
Amerisourcebergen CORP	ABC US	USA	14,46	2,82	0,11	7,78	0,92 %
Cardinal Health INC	CAH US	USA	13,39	2,29	0,12	7,37	1,95 %
Celesio AG	CLS1 GR	Německo	1052,00	1,53	0,17	9,18	n.a.
Meda AB	MEDAA SS	Švédsko	14,24	1,60	1,66	n.a.	n.a.
Medical System Network Co Ltd	4350 JP	Japonsko	8,90	1,27	0,11	5,23	n.a.
Medipal Holdings Corp	7459 JT	Japonsko	52,73	0,90	0,11	7,35	1,27 %
MEDIQ NV	MEDIQ NA	Holandsko	10,29	1,75	0,29	6,48	3,41 %
Polska Grupa Farmaceut. S.A.	PGF PW	Polsko	9,92	1,34	0,10	5,85	n.a.
United Drug PLC	UDG ID	Irsko	15,45	1,66	0,30	7,62	3,46 %
<b>Medián</b>			<b>14,35</b>	<b>1,57</b>	<b>0,11</b>	<b>7,37</b>	<b>2,15 %</b>

Vzhledem k odlišnému ocenění každé z obchodovaných společností, je pro srovnání a nalezení odpovídajících násobků v případě oceňovaného podniku využita souhrnná statistika, v tomto případě medián, který na rozdíl od průměru nevykazuje takovou náchylnost k ovlivnění extrémními hodnotami.

Ocenění společnosti může být určeno z řady v praxi užívaných násobků, z nichž nejznámější jsou uvedeny v tabulce. Jedná se o:

- P/E – price to earnings (tržní hodnota vlastního kapitálu v podobě násobku čistého zisku),
- P/BV – price to book value (tržní hodnota vlastního kapitálu jako násobku účetní hodnoty vlastního kapitálu),
- P/S – price to sales (tržní hodnota vlastního kapitálu jako násobku tržeb),
- EV/EBITDA – hodnota zapojeného kapitálu jako násobku zisku před úroky, daněmi a odpisy. Hodnota EV (enterprise value) je tržní hodnotou všech složek kapitálu (vlastního kapitálu, úročených cizích zdrojů a minoritních podílů) sníženou o peněžní prostředky,
- dividend yield – dividendový výnos (podíl vyplacených dividend k tržní hodnotě vlastního kapitálu).

Za nejrobustnější ukazatel je považován násobek EV/EBITDA zohledňující kromě vlastního kapitálu také různé zapojení cizích zdrojů při financování rozdílných společností a zaměřený na provozní ziskovost neovlivněnou různými odpisovými politikami, odlišnostmi v zdanění v jednotlivých zemích, různými efektivními úrokovými měrami apod. K určení konečné hodnoty Společnosti na základě srovnatelných podniků je tak využit tento model, ostatní ocenění mají pouze informativní charakter.

## Odhad hodnoty na úrovni Společnosti

Pro odhad hodnoty vlastního kapitálu celé Společnosti jsou využity základní ukazatele výkazu zisků a ztrát a rozvahy k 31.1.2010.

### Ukazatele hospodaření Společnosti k 31.1.2010 (v tisících CZK)

Hospodářský ukazatel	Hodnota ukazatele k 31.1.2010
Tržby	29 194 675
EBITDA	637 423
Čistý zisk	145 090
Vlastní kapitál	2 313 382
Úročený dluh	2 346 369
Minoritní podíl	11 024
Dividendy	100 122
Peněžní prostředky	183 483

Z výše uvedeného mediánu jednotlivých násobků v rámci skupiny společností zvolené pro ocenění a hodnot hospodářských veličin Společnosti jsou vypočteny hodnoty vlastního kapitálu dle všech uvedených metod (P/E, P/BV, P/S, EV/EBITDA a na základě dividendového výnosu). Jako stěžejní je nicméně brána v potaz pouze hodnota vlastního kapitálu odvozena z násobku EV/EBITDA, ostatní mají jen doplňující charakter.

### Hodnota vlastního kapitálu Společnosti k 31.1.2010 (v tisících )CZK

Ukazatel	Hodnota Společnosti k 31.1.2010
EV/EBITDA	2 523 324
Pomocné ukazatele	
P/E	2 082 020
P/BV	3 625 070
P/S	3 354 468
Dividend yield	4 652 725

**Hodnota Společnosti k 31.1.2010 na základě metody srovnatelných podniků byla stanovena na 2 523 milionů CZK.**

## Odhad hodnoty Nepřevzatých akcií

Vzhledem k tomu, že v daném případě není hledána hodnota celé společnosti, ale pouze menšinového podílu ve výši 0,008 % základního kapitálu, je třeba výše vypočtenou hodnotu přepočíst vzhledem k tomuto podílu. Podobně jako v ostatních metodách je třeba zohlednit diskonty za menšinový podíl a likviditu ve vztahu k veřejně obchodovaným akciím.

Vzhledem k tomu, že na burzách se obchoduje především s menšinovými podíly, je tento diskont v ocenění veřejně obchodovaných akcií implicitně zahrnut (na základě multiplikátorů je nalezena hodnota obchodovatelného menšinového podílu) a není třeba jej při přepočtu brát znovu v potaz. Na druhou stranu likvidita veřejně obchodovaných akcií a neobchodovaných akcií Společnosti je odlišná, což se na poměru jejich hodnot projevuje. Z daného důvodu je použit pouze diskont za omezenou obchodovatelnost podílu.

**Hodnota Nepřevzatých akcií k 31.1.2010 na základě metody srovnatelných podniků (v CZK)**

Hodnota Společnosti		2 253 324 000
Podíl nepřevzatých akcií na základním kapitálu	*	0,008%
Poměrná hodnota menšinového podílu	=	202 184
Diskont za menšinový podíl	-	0 %
Diskont za neobchodovatelné akcie	-	20 %
<b>Hodnota Nepřevzatých akcií</b>	<b>=</b>	<b>161 747</b>

**Hodnota Nepřevzatých akcií určená metodou srovnatelných podniků byla stanovena na 162 000 CZK.**

### 5.3. Výnosové metody

Vzhledem k absenci relevantního finančního plánu pro příští roky mezi poskytnutými a nalezenými podklady pro odhad hodnoty podílu není vypracována metoda diskontovaných peněžních toků. Tato by byla založena pouze na subjektivním odhadu zpracovatele ohledně vývoje trhu Společnosti a jejího tržního podílu bez možnosti ověřit správnost předpokladů hospodaření samotné Společnosti.

#### 5.3.1. Metoda kapitalizovaných zisků

Jelikož je v případě Společnosti známá dostatečně dlouhá časová řada konsolidovaných výsledků hospodaření (4 roky), je možné provést odhad hodnoty vlastního kapitálu Společnosti na základě paušální metody v rámci metody kapitalizovaných zisků, tedy na základě úpravy minulých výsledků hospodaření, nalezení trvale odnímatelného čistého zisku a jeho kapitalizaci.

Míra kapitalizace je odhadnuta stavebnicovým způsobem uvedeným výše se zohledněním specifik dané metody. Ta je zaměřena na stálé ceny, bezriziková míra (výnosnost státních dluhopisů) přitom zohledňuje očekávanou míru inflace, která musí být od výsledné kalkulované úrokové míry odečtena. Také není uvažována prémie za nižší likviditu, která je zohledněna až na úrovni diskontů při výpočtu hodnoty menšinového podílu.

**Náklady vlastního kapitálu Společnosti**

Bezriziková výnosová míra	+	4,602 %
Obchodní riziko		
Riziko oboru	+	0,500 %
Riziko trhu	+	2,500 %
Riziko konkurence	+	1,000 %
Riziko managementu	+	0,500 %
Riziko výrobního procesu	+	0,000 %
Riziko specifické	+	0,000 %
Finanční riziko	+	1,000 %
Inflace	-	-2,000 %
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b>=</b>	<b>8,102 %</b>

Bezriziková výnosová míra byla určena z databáze agentury Bloomberg dle výnosu do splatnosti českých státních dluhopisů s nejdelsí dobou splatnosti

(30 let) k 20.4.2011, která činila 4,602 %. Jedná se o dluhopisy s ISIN 0001001796, se splatností 4.12.2036 a pevným kuponem 4,2 % p.a.

Přirážky za obchodní rizika zohledňují stabilitu oboru spotřeby léků, která světově trvale roste rychleji než inflace (ve finančním vyjádření), riziko oboru je tak relativně malé. V případě českého trhu nicméně hraje roli napjatost rozpočtu zdravotnictví a snahy regulátora omezovat výdaje na léky, trh tak podléhá regulačnímu riziku, které jej podvazuje v relaci k normálnímu vývoji. Riziko konkurence není opět příliš významné, společnost patří k největším i v evropském měřítku, ze strany matky tak je v případě ohrožení tržní podílu možné očekávat podpůrné kroky. To zároveň eliminuje dopady možných omylů lokálního managementu. Výrobní riziko je nulové, podnik je zaměřen výhradně na obchod. Finanční riziko je omezeno opět vazbou Společnosti na nadnárodní skupinu, úvěry Společnosti jsou zajištěny patronátním prohlášením společnosti PHOENIX Pharmhandel GmbH & Co KG. Inflace odpovídá cíli ČNB od ledna 2010.

Kalkulovaná úroková míra je použita v rámci propočtu hodnoty vlastního kapitálu paušální metodou. Tato hodnota je odhadnuta z trvale odnímatelného čistého výnosu určeného v podobě váženého průměru upravených výsledků hospodaření z minulých let. Tyto výsledky vycházejí z čistého účetního zisku, zohledňují rozdílnou výši odpisů v jednotlivých letech a jednorázové efekty v podobě vlivu prodeje dlouhodobého majetku a mimořádných výnosů a nákladů. Jelikož model pracuje se stálými cenami, jsou minulé výsledky očištěny o vliv inflace. Cenové indexy vycházejí z indexu cen průmyslových výrobců sestavovaného Českým statistickým úřadem.

#### Výpočet upraveného výsledku hospodaření upraveného o inflaci (v tisících CZK)

		2006	2007	2008	2009
Výsledek hospodaření před zdaněním	+	167 382	232 368	246 099	253 658
Odpisy	+	56 461	88 282	192 744	205 372
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-	9 464	29 288	32 541	467
Zůstatková cena dlouhodobého majetku	+	6 307	35 045	95 634	93
Mimořádné výnosy	-	0	11 047	2 928	27 251
Mimořádné náklady	+	0	9 953	5 692	-194
Upravený výsledek hospodaření před odpisy	=	220 686	325 313	504 700	431 211
Cenový index řetězový		1,02	1,04	1,04	0,97
Cenový index bazický	/	0,95	0,99	1,03	1,00
Upravený výsledek hospod. upravený o inflaci	=	232 415	329 003	488 714	431 211
Váhy	*	1	2	3	4
Upravený výsl. hosp. upravený o inflaci * váhy	=	232 415	658 006	1 446 142	1 724 843

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy je vypočten jako suma upravených výsledků hospodaření upravených o inflaci a násobených příslušnými vahami dělená součtem vah. Váhy jsou určeny tak, aby jako nejrelevantnější výsledek byl určen ten nejaktuálnější. Odhad odpisů z reprodukčních cen zohledňuje aktuální cenovou hladinu. Daňová sazba odpovídá stavu k 31.1.2010.



**Hodnota vlastního kapitálu Společnosti k 31.1.2010 určená paušální metodou (v tisících CZK)**

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	=	408 141
Odpisy z reprodukčních cen	-	220 000
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	=	188 141
Odpisy z posledního roku	-	205 372
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	=	202 769
Daňová sazba (DPPO)	*	19%
Daň	=	38 526
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	=	149 615
Kalkulovaná úroková míra	/	8,102 %
<b>Hodnota vlastního kapitálu</b>	<b>=</b>	<b>1 846 637</b>

**Hodnota vlastního kapitálu Společnosti metodou kapitalizovaných zisků (paušální) činí 1 847 milionů CZK.**

### Odhad hodnoty Nepřevzatých akcií

Hodnota vlastního kapitálu Společnosti byla vypočtena jako hodnota většinového podílu a vzhledem k tomu, že v rámci kalkulace diskontní míry nebyla zohledněna snížená obchodovatelnost, je třeba při výpočtu hodnoty menšinového podílu (hodnoty nepřevzatých akcií) zohlednit obě výše uvedené diskontní sazby, tedy jak za minoritní podíl, tak za omezenou obchodovatelnost.

**Hodnota Nepřevzatých akcií k 31.1.2010 určená paušální metodou (v CZK)**

Hodnota Společnosti		1 846 637 000
Podíl nepřevzatých akcií na základním kapitálu	*	0,008%
Poměrná hodnota menšinového podílu	=	147 964
Diskont za menšinový podíl	-	20 %
Diskont za neobchodovatelné akcie	-	20 %
<b>Hodnota Nepřevzatých akcií</b>	<b>=</b>	<b>88 788</b>

**Hodnota menšinového podílu (nepřevzatých akcií) paušální metodou v rámci metody kapitalizovaných zisků byla stanovena na 89 000 tisíc CZK.**

### 5.3.2. Dividendový diskontní model

Vzhledem k pravidelné výplatě dividend v posledních letech, která nese známky záměrné dividendové politiky, lze provést odhad hodnoty Společnosti, resp. Nepřevzatých akcií pomocí poměrně jednoduchého dividendového modelu. Vzhledem k jeho výrazně zjednodušujícímu přístupu a citlivosti na použítá data, má v případě Společnosti tento model pouze doplňkovou a kontrolní funkci.

Hodnota podniku je v rámci modelu určena obecně jako současná hodnota budoucích dividend, tedy za předpokladu nekonečného fungování podniku dle vztahu

$$H_n = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+i)^t}$$

kde

$H_n$	hodnota podniku netto,
$D_t$	celková výše dividend v čase $t$ ,
$i$	náklady vlastního kapitálu.

Vzhledem k absenci relevantního výhledu hospodaření Společnosti, z něhož by bylo možné odvodit očekávanou výši vyplacených dividend v jednotlivých letech, je možné obecný dividendový diskontní model upravit na základě předpokladu:

- celkový objem vyplacených dividend bude obdobný jako v minulých letech - ve stálých cenách, tedy reálný růst dividend bude nulový.

Za daných okolností lze výše uvedený vztah zredukovat na vzorec

$$H_n = \frac{D}{i}$$

který hodnotu vlastního kapitálu společnosti určuje jako současnou hodnotu nekonečné řady stále stejných dividend, zde reálných, ve jmenovateli užitá diskontní míra je pak očištěna o inflaci a lze použít diskontní míru kalkulovanou v případě paušální metody v rámci metody kapitalizovaných zisků.

Pro samotný výpočet je celková výše vyplácených dividend očekávána ve výši podobné posledním letům tedy 100 milionů CZK, úroková míra je kalkulována na úrovni 8,102 %.

Hodnota Společnosti je odvozena na úrovni minoritního podílu. Efekt plynoucí akcionářům z dividend je za předpokladu stejného postavení všech akcionářů (absence prioritních akcií) pro každého z nich stejný. Vzhledem k tomu, že v rámci diskontní míry nebyla kalkulována prémie za neobchodovatelný podíl, je využit diskont pro omezeně obchodovatelné akcie.

#### Hodnota nepřevzatých akcií k 31.1.2010 určená dividendovým diskontním modelem (v CZK)

Hodnota Společnosti		1 234 263 145
Podíl nepřevzatých akcií na základním kapitálu	*	0,008%
Poměrná hodnota menšinového podílu	=	98 897
Diskont za menšinový podíl	-	0 %
Diskont za neobchodovatelné akcie	-	20 %
<b>Hodnota Nepřevzatých akcií</b>	<b>=</b>	<b>79 117</b>

**Hodnota nepřevzatých akcií určená pomocí dividendového diskontního modelu bez růstu dividend činí 79 000 CZK.**

## 5.4. Shrnutí výsledků, volba metody

V rámci předchozích subkapitol byla nalezena hodnota menšinového podílu, tedy 124 nepřevzatých kmenových akcií společnosti PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. o jmenovité hodnotě 1 000 CZK, v listinné podobě, znějících na jméno za pomoci různých metod oceňování podniku a zohlednění velikosti podílu a omezené ochodovatelnosti akcií. Shrnutí výsledků jednotlivých metod obsahuje následující tabulka.

**Hodnota Nepřevzatých akcií k 31.1.2010 (v CZK)**

	Hodnota podílu
Účetní metoda	185 362
Substanční metoda	84 000
Metoda srovnatelných podniků	162 000
Metoda kapitalizovaných zisků	89 000
Dividendový diskontní model	79 000

Výsledná hodnota oceňovaných Nepřevzatých akcií je určena volbou nejvhodnější metody ocenění. Každá z použitých metod má svá omezení, limitující do určité míry její vypovídací schopnost za daného množství vstupních informací.

Účetní hodnota odpovídá ocenění aktiv Společnosti v historických cenách a struktuře zapojeného kapitálu. Pro ocenění podniku jako takového není vhodná, v případě menšinového podílu (Nepřevzatých akcií) navíc nezohledňuje jeho velikost. Tato metoda má prakticky nulovou vypovídací schopnost o aktuální hodnotě Nepřevzatých akcií.

Výsledek metody srovnatelných podniků je závislý na aktuálnosti ocenění srovnávaných společností. Ocenění bylo založeno na datech k 31.1.2010, v průběhu času se poměrně rychle mění, limitem je také volba srovnávaných společností, resp. jejich porovnatelnost se Společností (zaměření, velikost, region působnosti apod.).

Metoda kapitalizovaných zisků předpokládá pokračování podniku v nepřilíživě změněné podobě. V případě Společnosti došlo zvláště v roce 2008 k poměrně významným změnám (konsolidace skupiny) projevujícím se na výsledcích hospodaření (výše odpisů, struktura kapitálu). Přestože největší váha byla v rámci minulých výsledků přisouzena až následujícím rokům, plné srovnání minulých výsledků a jejich projekce do budoucna je provedenými změnami poněkud limitováno.

Dividendový diskontní model má v případě Společnosti omezenou vypovídací schopnost, neboť nebyla konzultována dividendová politika, která při dané akcionářské struktuře bude v budoucnosti pravděpodobně podřízena potřebám mateřské společnosti. Model zde plní spíše kontrolní úlohu.

Přes poměrně omezené množství informací, z nejvíce a nejpodrobnějších podkladů vychází metoda substanční, která tak byla zvolena jako nejvhodnější pro odhad hodnoty Nepřevzatých akcií. Jejich tržní hodnota tak dle názoru zpracovatele činí částku 84 000 CZK.

## 6. Závěr

**Tržní hodnota 124 kusů kmenových akcií společnosti PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. znějících na jméno, v listinné podobě, ve jmenovité hodnotě 1 000 reprezentujících celkem 0,008 % základního kapitálu Společnosti, činí ke dni ocenění tj. 20.4.2011 dle názoru zpracovatele částku**

**84 000 CZK**

**(slovy osmdesátčtyřtisíc korun českých).**

**Tržní hodnota jedné kmenové akcie společnosti PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. znějící na jméno, v listinné podobě, ve jmenovité hodnotě 1 000 CZK, která je v držení minoritních akcionářů Společnosti, činí ke dni ocenění tj. 20.4.2011 po zaokrouhlení na celé koruny dle názoru zpracovatele částku**

**677 CZK**

**(slovy šestsetsedmdesát sedm korun českých)**

Předpoklady a omezující podmínky pro odhad tržní hodnoty

- Nebylo provedeno žádné šetření a nebyla převzata žádná odpovědnost za právní popis nebo právní náležitosti, včetně právního podkladu vlastnického práva.
- Informace z jiných zdrojů, na nichž je založena celá zpráva nebo její části, jsou věrohodné a nebyly ve všech případech ověřovány.
- Nebere se žádná odpovědnost za změny v tržních podmínkách a nepředpokládá se, že by nějaký závazek byl důvodem k přezkoumání této zprávy, kde by se zohlednily události nebo podmínky, které se vyskytnou následně po tomto datu.
- Pokud se nezjistí něco jiného, předpokládá se plný soulad se všemi aplikovatelnými zákony a předpisy.
- Výsledky této analýzy je možné použít pouze k účelu uvedenému v této zprávě.

## Přílohy

Výkaz zisků a ztrát  
Výkaz zisků a ztrát – horizontální analýza  
Výkaz zisků a ztrát – vertikální analýza  
Rozvaha  
Rozvaha – horizontální analýza  
Rozvaha – vertikální analýza  
Ostatní výkazy a vstupy  
Poměrové ukazatele  
Rozdílové a absolutní ukazatele  
Výpis z Obchodního rejstříku

## Příloha 1 – Výkaz zisků a ztrát

### Výkaz zisků a ztrát strana 1/1 (tisíce CZK)

Rok		2006	2007	2008	2009
001	I. Tržby za prodej zboží	23 298 799	25 328 027	27 097 859	28 844 707
002	A. Náklady vynaložené na prodané zboží	22 471 421	24 392 030	25 566 372	27 254 901
<b>003</b>	<b>+ Obchodní marže</b>	<b>827 378</b>	<b>935 997</b>	<b>1 531 487</b>	<b>1 589 806</b>
004	II. Výkony	314 284	332 323	319 828	349 968
005	II.1. Tržby za prodej vlastn. výrobků a služeb	314 284	332 323	319 828	349 968
006	II.2. Změna stavu zásob vlastní výroby	0	0	0	0
007	II.3. Aktivace	0	0	0	0
008	B. Výkonová spotřeba	430 213	419 103	582 413	609 291
009	B.1. Spotřeba materiálu a energie	60 591	57 352	85 217	82 006
010	B.2. Služby	369 622	361 751	497 196	527 285
<b>011</b>	<b>+ Přidaná hodnota</b>	<b>711 449</b>	<b>849 217</b>	<b>1 268 902</b>	<b>1 330 483</b>
012	C. Osobní náklady	305 725	315 950	610 633	629 011
013	C.1. Mzdové náklady	223 999	223 753	443 721	449 912
014	C.2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva	82	10 840	6 680	21 440
015	C.3. Náklady na sociální zabezpečení zdr. poj.	75 734	75 135	146 323	144 077
016	C.4. Sociální náklady	5 910	6 222	13 909	13 582
017	D. Daně a poplatky	2 135	4 304	7 646	2 580
018	E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku a z	56 461	88 282	192 744	205 372
019	E.1. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	56 461	66 094	110 079	101 313
020	E.2. Zúčtování kladného konsolidačního rozdílu	0	22 188	82 665	104 059
021	E.3. Zúčtování záporného konsolidačního rozdílu	0	0	0	0
<b>022</b>	<b>III. Tržby z prodeje dlouhod. majetku a materiálu</b>	<b>9 687</b>	<b>29 697</b>	<b>32 625</b>	<b>507</b>
023	III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	9 464	29 288	32 541	467
024	III.2. Tržby z prodeje materiálu	223	409	84	40
<b>025</b>	<b>F. Zůst.cena prodaného dl. majetku a materiálu</b>	<b>6 307</b>	<b>35 045</b>	<b>95 634</b>	<b>93</b>
026	F.1. Zůst.cena prodaného dlouhodobého majetku	6 307	35 045	95 634	93
027	F.2. Zůst.cena prodaného dl. majetku a mater.	0	0	0	0
028	G. Změna stavu rezerv a opravných položek	31 035	55 858	-194 406	34 953
029	IV. Ostatní provozní výnosy	23 900	12 069	22 988	196 165
030	H. Ostatní provozní náklady	89 567	49 612	196 252	260 472
031	V. Převod provozních výnosů	0	0	0	0
032	I. Převod provozních nákladů	0	0	0	0
<b>033</b>	<b>* Konsolidovaný provozní výsledek hospodaření</b>	<b>253 806</b>	<b>341 932</b>	<b>416 012</b>	<b>394 674</b>
034	VI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	907 305	0	2 623	0
035	J. Prodané cenné papíry a podíly	879 592	0	4 786	40
036	VII. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	40 465	700	600	800
037	VII.1. Výnosy z podílů v úč.jedn. pod podst.v.	0	700	600	0
038	VII.2. Výnosy z ost. dlouh. cen.papírů a podílů	0	0	0	800
039	VII.3. Výnosy z ostatního dl.finančního majetku	0	0	0	0
040	VIII. Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0
041	K. Náklady z finančního majetku	0	0	0	0
042	IX. Výnosy z přecenění cenných papírů a der.	0	0	0	0
043	L. Náklady z přecenění cenných papírů a d.	0	0	0	0
044	M. Změna stavu rezerv a opr.pol.ve fin.obl.	25 999	5 886	20 390	-13 722
045	X. Výnosové úroky	25 264	35 968	30 969	9 154
046	N. Nákladové úroky	140 961	153 446	204 799	169 947
047	XI. Ostatní finanční výnosy	17 462	47 780	167 550	82 176
048	O. Ostatní finanční náklady	30 368	35 774	133 387	95 880
049	XII. Převod finančních výnosů	0	0	0	0
050	P. Převod finančních nákladů	0	0	0	0
<b>051</b>	<b>* Konsolidovaný finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-86 424</b>	<b>-110 658</b>	<b>-161 620</b>	<b>-160 015</b>
052	Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	34 046	77 913	97 313	110 257
053	Q.1. - splatná	52 885	79 961	79 601	100 278
054	Q.2. - odložená	-18 839	-2 048	17 712	9 979
<b>055</b>	<b>** Konsolidovaný výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>133 336</b>	<b>153 361</b>	<b>157 079</b>	<b>124 402</b>
056	XIII. Mimořádné výnosy	0	11 047	2 928	27 251
057	R. Mimořádné náklady	0	9 953	5 692	-194
058	S. Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0
059	S.1. - splatná	0	0	0	0
060	S.2. - odložená	0	0	0	0
<b>061</b>	<b>* Konsolidovaný mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>0</b>	<b>1 094</b>	<b>-2 764</b>	<b>27 445</b>
062	T. Převod podílu na výsl. hosp. společníkům	0	0	0	0
<b>063</b>	<b>*** Konsolidovaný výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>133 336</b>	<b>154 455</b>	<b>154 315</b>	<b>151 847</b>
064	***.1. Výsledek hospodaření běžného účetního období bez menšinc	133 336	154 455	149 947	145 090
065	***.2. Menšinový výsledek hospodaření běžného účetního období	0	0	4 368	6 757
<b>066</b>	<b>* Výsledek hospodaření v ekvivalenci</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>067</b>	<b>**** Konsolidovaný výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>133 336</b>	<b>154 455</b>	<b>149 947</b>	<b>145 090</b>
<b>068</b>	<b>***** Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>167 382</b>	<b>232 368</b>	<b>251 628</b>	<b>262 104</b>

## Příloha 2 – Výkaz zisků a ztrát – horizontální analýza

### Výkaz z/z– horizontální analýza strana 1/1 (tisíce CZK)

Rok		2006	2007	2008	2009
001	I. Tržby za prodej zboží		8,7%	7,0%	6,4%
002	A. Náklady vynaložené na prodané zboží		8,5%	4,8%	6,6%
<b>003</b>	<b>+ Obchodní marže</b>		<b>13,1%</b>	<b>63,6%</b>	<b>3,8%</b>
004	II. Výkony		5,7%	-3,8%	9,4%
005	II.1. Tržby za prodej vlastn. výrobků a služeb		5,7%	-3,8%	9,4%
006	II.2. Změna stavu zásob vlastní výroby		n.a.	n.a.	n.a.
007	II.3. Aktivace		n.a.	n.a.	n.a.
008	B. Výkonová spotřeba		-2,6%	39,0%	4,6%
009	B.1. Spotřeba materiálu a energie		-5,3%	48,6%	-3,8%
010	B.2. Služby		-2,1%	37,4%	6,1%
<b>011</b>	<b>+ Přidaná hodnota</b>		<b>19,4%</b>	<b>49,4%</b>	<b>4,9%</b>
012	C. Osobní náklady		3,3%	93,3%	3,0%
013	C.1. Mzdové náklady		-0,1%	98,3%	1,4%
014	C.2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva		13119,5%	-38,4%	221,0%
015	C.3. Náklady na sociální zabezpečení zdr. poj.		-0,8%	94,7%	-1,5%
016	C.4. Sociální náklady		5,3%	123,5%	-2,4%
017	D. Daně a poplatky		101,6%	77,6%	-66,3%
018	E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku a z		56,4%	118,3%	6,6%
019	E.1. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku		17,1%	66,5%	-8,0%
020	E.2. Zúčtování kladného konsolidačního rozdílu		n.a.	272,6%	25,9%
021	E.3. Zúčtování záporného konsolidačního rozdílu		n.a.	n.a.	n.a.
<b>022</b>	<b>III. Tržby z prodeje dlouhod. majetku a materiálu</b>		<b>206,6%</b>	<b>9,9%</b>	<b>-98,4%</b>
023	III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku		209,5%	11,1%	-98,6%
024	III.2. Tržby z prodeje materiálu		83,4%	-79,5%	-52,4%
<b>025</b>	<b>F. Zúst.cena prodaného dl. majetku a materiálu</b>		<b>455,7%</b>	<b>172,9%</b>	<b>-99,9%</b>
026	F.1. Zúst.cena prodaného dlouhodobého majetku		455,7%	172,9%	-99,9%
027	F.2. Zúst.cena prodaného dl. majetku a mater.		n.a.	n.a.	n.a.
028	G. Změna stavu rezerv a opravných položek		80,0%	-448,0%	-118,0%
029	IV. Ostatní provozní výnosy		-49,5%	90,5%	753,3%
030	H. Ostatní provozní náklady		-44,6%	295,6%	32,7%
031	V. Převod provozních výnosů		n.a.	n.a.	n.a.
032	I. Převod provozních nákladů		n.a.	n.a.	n.a.
<b>033</b>	<b>* Konsolidovaný provozní výsledek hospodaření</b>		<b>34,7%</b>	<b>21,7%</b>	<b>-5,1%</b>
034	VI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů		-100,0%	n.a.	-100,0%
035	J. Prodané cenné papíry a podíly		-100,0%	n.a.	-99,2%
036	VII. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku		-98,3%	-14,3%	33,3%
037	VII.1. Výnosy z podílů v úč.jedn. pod podst.vl.		n.a.	-14,3%	-100,0%
038	VII.2. Výnosy z ost. dlouh. cen.papírů a podílů		n.a.	n.a.	n.a.
039	VII.3. Výnosy z ostatního dl.finančního majetku		n.a.	n.a.	n.a.
040	VIII. Výnosy z krátkodobého finančního majetku		n.a.	n.a.	n.a.
041	K. Náklady z finančního majetku		n.a.	n.a.	n.a.
042	IX. Výnosy z přecenění cenných papírů a der.		n.a.	n.a.	n.a.
043	L. Náklady z přecenění cenných papírů a d.		n.a.	n.a.	n.a.
044	M. Změna stavu rezerv a opr.pol.ve fin.obl.		-77,4%	246,4%	-167,3%
045	X. Výnosové úroky		42,4%	-13,9%	-70,4%
046	N. Nákladové úroky		8,9%	33,5%	-17,0%
047	XI. Ostatní finanční výnosy		173,6%	250,7%	-51,0%
048	O. Ostatní finanční náklady		17,8%	272,9%	-28,1%
049	XII. Převod finančních výnosů		n.a.	n.a.	n.a.
050	P. Převod finančních nákladů		n.a.	n.a.	n.a.
<b>051</b>	<b>* Konsolidovaný finanční výsledek hospodaření</b>		<b>28,0%</b>	<b>46,1%</b>	<b>-1,0%</b>
052	Q. Daň z příjmů za běžnou činnost		128,8%	24,9%	13,3%
053	Q.1. - splatná		51,2%	-0,5%	26,0%
054	Q.2. - odložená		-89,1%	-964,8%	-43,7%
<b>055</b>	<b>** Konsolidovaný výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>		<b>15,0%</b>	<b>2,4%</b>	<b>-20,8%</b>
056	XIII. Mimořádné výnosy		n.a.	-73,5%	830,7%
057	R. Mimořádné náklady		n.a.	-42,8%	-103,4%
058	S. Daň z příjmů z mimořádné činnosti		n.a.	n.a.	n.a.
059	S.1. - splatná		n.a.	n.a.	n.a.
060	S.2. - odložená		n.a.	n.a.	n.a.
<b>061</b>	<b>* Konsolidovaný mimořádný výsledek hospodaření</b>		<b>n.a.</b>	<b>-352,7%</b>	<b>-1092,9%</b>
062	T. Převod podílů na výsl. hosp. společníkům		n.a.	n.a.	n.a.
<b>063</b>	<b>*** Konsolidovaný výsledek hospodaření za účetní období</b>		<b>15,8%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-1,6%</b>
064	***.1. Výsledek hospodaření běžného účetního období bez menšinc		15,8%	-2,9%	-3,2%
065	***.2. Menšinový výsledek hospodaření běžného účetního období		n.a.	n.a.	54,7%
<b>066</b>	<b>* Výsledek hospodaření v ekvivalenci</b>		<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
<b>067</b>	<b>**** Konsolidovaný výsledek hospodaření za účetní období</b>		<b>15,8%</b>	<b>-2,9%</b>	<b>-3,2%</b>
<b>068</b>	<b>***** Výsledek hospodaření před zdaněním</b>		<b>38,8%</b>	<b>8,3%</b>	<b>4,2%</b>

## Příloha 3 – Výkaz zisků a ztrát – vertikální analýza

### Výkaz z/z– vertikální analýza strana 1/1 (tisíce CZK)

Rok		2006	2007	2008	2009
001	I. Tržby za prodej zboží	98,7%	98,7%	98,8%	98,8%
002	A. Náklady vynaložené na prodané zboží	95,2%	95,1%	93,2%	93,4%
<b>003</b>	<b>+ Obchodní marže</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,4%</b>
004	II. Výkony	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%
005	II.1. Tržby za prodej vlastn. výrobků a služeb	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%
006	II.2. Změna stavu zásob vlastní výroby	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
007	II.3. Aktivace	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
008	B. Výkonová spotřeba	1,8%	1,6%	2,1%	2,1%
009	B.1. Spotřeba materiálu a energie	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%
010	B.2. Služby	1,6%	1,4%	1,8%	1,8%
<b>011</b>	<b>+ Přidaná hodnota</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,3%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>
012	C. Osobní náklady	1,3%	1,2%	2,2%	2,2%
013	C.1. Mzdové náklady	0,9%	0,9%	1,6%	1,5%
014	C.2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
015	C.3. Náklady na sociální zabezpečení zdr. poj.	0,3%	0,3%	0,5%	0,5%
016	C.4. Sociální náklady	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
017	D. Daně a poplatky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
018	E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku a z	0,2%	0,3%	0,7%	0,7%
019	E.1. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	0,2%	0,3%	0,4%	0,3%
020	E.2. Zúčtování kladného konsolidačního rozdílu	0,0%	0,1%	0,3%	0,4%
021	E.3. Zúčtování záporného konsolidačního rozdílu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>022</b>	<b>III. Tržby z prodeje dlouhod. majetku a materiálu</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,0%</b>
023	III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%
024	III.2. Tržby z prodeje materiálu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>025</b>	<b>F. Zúst.cena prodaného dl. majetku a materiálu</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,0%</b>
026	F.1. Zúst.cena prodaného dlouhodobého majetku	0,0%	0,1%	0,3%	0,0%
027	F.2. Zúst.cena prodaného dl. majetku a mater.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
028	G. Změna stavu rezerv a opravných položek	0,1%	0,2%	-0,7%	0,1%
029	IV. Ostatní provozní výnosy	0,1%	0,0%	0,1%	0,7%
030	H. Ostatní provozní náklady	0,4%	0,2%	0,7%	0,9%
031	V. Převod provozních výnosů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
032	I. Převod provozních nákladů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>033</b>	<b>* Konsolidovaný provozní výsledek hospodaření</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,4%</b>
034	VI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	3,8%	0,0%	0,0%	0,0%
035	J. Prodané cenné papíry a podíly	3,7%	0,0%	0,0%	0,0%
036	VII. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
037	VII.1. Výnosy z podílů v úč.jedn. pod podst.v.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
038	VII.2. Výnosy z ost. dlouh. cen.papírů a podílů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
039	VII.3. Výnosy z ostatního dl.finančního majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
040	VIII. Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
041	K. Náklady z finančního majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
042	IX. Výnosy z přecenění cenných papírů a der.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
043	L. Náklady z přecenění cenných papírů a d.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
044	M. Změna stavu rezerv a opr.pol.ve fin.obl.	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%
045	X. Výnosové úroky	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
046	N. Nákladové úroky	0,6%	0,6%	0,7%	0,6%
047	XI. Ostatní finanční výnosy	0,1%	0,2%	0,6%	0,3%
048	O. Ostatní finanční náklady	0,1%	0,1%	0,5%	0,3%
049	XII. Převod finančních výnosů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
050	P. Převod finančních nákladů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>051</b>	<b>* Konsolidovaný finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-0,5%</b>
052	Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	0,1%	0,3%	0,4%	0,4%
053	Q.1. - splatná	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%
054	Q.2. - odložená	-0,1%	0,0%	0,1%	0,0%
<b>055</b>	<b>** Konsolidovaný výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,4%</b>
056	XIII. Mimořádné výnosy	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
057	R. Mimořádné náklady	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
058	S. Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
059	S.1. - splatná	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
060	S.2. - odložená	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>061</b>	<b>* Konsolidovaný mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,1%</b>
062	T. Převod podílů na výsl. hosp. společníkům	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>063</b>	<b>*** Konsolidovaný výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,5%</b>
064	***.1. Výsledek hospodaření běžného účetního období bez menšinc	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%
065	***.2. Menšinový výsledek hospodaření běžného účetního období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>066</b>	<b>* Výsledek hospodaření v ekvivalenci</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>067</b>	<b>**** Konsolidovaný výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,5%</b>
<b>068</b>	<b>***** Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,9%</b>



## Příloha 4 – Rozvaha

### Rozvaha strana 1/4 (tisíce CZK)

Rok	2006	2007	2008	2009					
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>9 179 946</b>	<b>9 324 457</b>	<b>10 504 528</b>	<b>9 676 457</b>					
<b>A. Pohledávky za upsaný vlastní kapitál</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>B. Dlouhodobý majetek</b>	<b>1 405 898</b>	<b>1 611 942</b>	<b>2 672 457</b>	<b>2 591 013</b>					
<i>B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>8 268</i>	<i>9 052</i>	<i>10 408</i>	<i>8 781</i>					
B.I.1. Zřizovací výdaje	0	0	0	0					
B.I.2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0					
B.I.3. Software	2 071	1 019	830	1 129					
B.I.4. Ocenitelná práva	0	0	0	0					
B.I.5. Goodwill	0	0	0	0					
B.I.6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	18	8 033	9 415	7 589					
B.I.7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	6 179	0	163	0					
B.I.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	63					
<i>B.II. Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>977 944</i>	<i>921 651</i>	<i>1 146 420</i>	<i>1 133 470</i>					
B.II.1. Pozemky	117 736	115 746	115 954	118 480					
B.II.2. Stavby	697 487	665 448	638 921	629 419					
B.II.3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	144 169	131 273	144 495	120 914					
B.II.4. Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0					
B.II.5. Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0					
B.II.6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	5 806	530	63 768	55 008					
B.II.7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	172	3 558	6 295	48 490					
B.II.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	220	220	14 331	458					
B.II.9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	12 354	4 876	162 656	160 701					
<i>B.III. Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>419 686</i>	<i>132 872</i>	<i>59 579</i>	<i>96 771</i>					
B.III.1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	3 075	2 640	0	0					
B.III.2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	345	345	345	345					
B.III.3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	228 167	0	1 356	1 356					
B.III.4. Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0					
B.III.5. Jiný dlouhodobý finanční majetek	188 099	129 887	57 878	95 070					
B.III.6. Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0					
B.III.7. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0					
<i>B.IV. Konsolidační rozdíl</i>	<i>0</i>	<i>548 367</i>	<i>1 456 050</i>	<i>1 351 991</i>					
B.IV.1. Kladný konsolidační rozdíl	0	548 367	1 456 050	1 351 991					
B.IV.2. Záporný konsolidační rozdíl	0	0	0	0					
<i>B.V. Cenné papíry a podíly v ekvivalenci</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>					

## Rozvaha strana 2/4 (tisíce CZK)

Rok	2006	2007	2008	2009						
<b>C</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>7 765 889</b>	<b>7 710 469</b>	<b>7 785 665</b>	<b>7 040 881</b>					
<i>C.I</i>	<i>Zásoby</i>	1 637 811	1 604 699	1 963 046	1 891 706					
C.I.1	Materiál	0	0	0	0					
C.I.2	Nedokončená výroba a polotovary	0	0	0	0					
C.I.3	Výrobky	0	0	0	0					
C.I.4	Zvířata	0	0	0	0					
C.I.5	Zboží	1 637 811	1 604 699	1 963 046	1 891 706					
C.I.6	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0					
<i>C.II</i>	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	338 713	39 766	50 573	37 063					
C.II.1	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	6 782	3 419					
C.II.2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	299 995	0	0	0					
C.II.3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0					
C.II.4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0					
C.II.5	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	6 867	6 539					
C.II.6	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0					
C.II.7	Jiné pohledávky	1 000	0	756	916					
C.II.8	Odložená daňová pohledávka	37 718	39 766	36 168	26 189					
<i>C.III</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	5 786 298	6 053 808	5 735 351	4 928 629					
C.III.1	Pohledávky z obchodních vztahů	5 101 151	5 523 209	5 427 725	4 732 941					
C.III.2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	345 000	300 042	0	0					
C.III.3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0					
C.III.4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0					
C.III.5	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0					
C.III.6	Stát - daňové pohledávky	40 137	6 897	12 601	119					
C.III.7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	6 296	8 413	50 710	15 148					
C.III.8	Dohadné účty aktivní	102 299	90 161	131 997	127 849					
C.III.9	Jiné pohledávky	191 415	125 086	112 318	52 572					
<i>C.IV</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	3 067	12 196	36 695	183 483					
C.IV.1	Peníze	638	213	7 427	8 573					
C.IV.2	Účty v bankách	2 429	11 983	29 268	174 910					
C.IV.3	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0					
C.IV.4	Požizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0					
<i>D.I</i>	<i>Časové rozlišení</i>	8 159	2 046	46 406	44 563					
D.I.1	Náklady příštích období	8 065	2 046	46 344	44 320					
D.I.2	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0					
D.I.3	Příjmy příštích období	94	0	62	243					

## Rozvaha strana 3/4 (tisíce CZK)

Rok	2006	2007	2008	2009					
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>9 179 946</b>	<b>9 324 457</b>	<b>10 504 528</b>	<b>9 676 457</b>					
<b>A. Vlastní kapitál</b>	<b>1 258 787</b>	<b>1 412 504</b>	<b>2 268 414</b>	<b>2 313 382</b>					
<i>A.I. Základní kapitál</i>	<i>628 380</i>	<i>628 380</i>	<i>1 547 560</i>	<i>1 547 560</i>					
A.I.1. Základní kapitál	628 380	628 380	1 547 560	1 547 560					
A.I.2. Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0	0	0					
A.I.3. Změny základního kapitálu	0	0	0	0					
<i>A.II. Kapitálové fondy</i>	<i>-50 644</i>	<i>63 609</i>	<i>-50 644</i>	<i>-50 644</i>					
A.II.1. Emisní ážio	0	0	0	0					
A.II.2. Ostatní kapitálové fondy	-50 644	-50 644	-50 644	-50 644					
A.II.3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0					
A.II.4. Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0					
A.II.5. Ostatní rozdíly vyplývající z konsolidačních úprav	0	114 253	0	0					
<i>A.III. Rezervní, nedělitelný a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>62 907</i>	<i>69 570</i>	<i>78 588</i>	<i>90 385</i>					
A.III.1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	55 855	62 518	71 536	83 333					
A.III.2. Statutární a ostatní fondy	7 052	7 052	7 052	7 052					
<i>A.IV. Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>484 808</i>	<i>496 490</i>	<i>542 963</i>	<i>580 991</i>					
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let	484 808	496 490	546 684	583 058					
A.IV.2. Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	-3 721	-2 067					
<i>A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období bez menšinov</i>	<i>133 336</i>	<i>154 455</i>	<i>149 947</i>	<i>145 090</i>					
A.V.1. Výsledek hospodaření běžného účetního období	133 336	154 455	149 947	145 090					
A.V.2. Podíl na výsledku hospodaření v ekvivalenci	0	0	0	0					
<i>A.VI. Konsolidační rezervní fond</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>					

## Rozvaha strana 4/4 (tisíce CZK)

Rok	2006	2007	2008	2009					
<b>B. Cizí zdroje</b>	<b>7 911 200</b>	<b>7 904 599</b>	<b>8 218 220</b>	<b>7 325 644</b>					
<i>B.I. Rezervy</i>	<i>42 220</i>	<i>66 020</i>	<i>46 690</i>	<i>53 165</i>					
B.I.1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0					
B.I.2. Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0					
B.I.3. Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	6 787					
B.I.4. Ostatní rezervy	42 220	66 020	46 690	46 378					
<i>B.II. Dlouhodobé závazky</i>	<i>33 218</i>	<i>30</i>	<i>100 530</i>	<i>80 769</i>					
B.II.1. Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0					
B.II.2. Závazky k ovládaným a řízeným osobám	13 688	0	0	0					
B.II.3. Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0					
B.II.4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0					
B.II.5. Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0					
B.II.6. Vydané dluhopisy	0	0	0	0					
B.II.7. Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0					
B.II.8. Dohadné účty pasivní	0	0	0	0					
B.II.9. Jiné závazky	19 530	30	100 530	80 769					
B.II.10. Odložený daňový závazek	0	0	0	0					
<i>B.III. Krátkodobé závazky</i>	<i>4 676 265</i>	<i>4 849 839</i>	<i>5 112 699</i>	<i>4 845 341</i>					
B.III.1. Závazky z obchodních vztahů	4 419 971	4 673 160	4 865 855	4 577 733					
B.III.2. Závazky k ovládaným a řízeným osobám	36 019	18 937	10 089	10 080					
B.III.3. Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0					
B.III.4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0					
B.III.5. Závazky k zaměstnancům	12 668	12 931	27 140	26 762					
B.III.6. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	6 955	7 039	14 247	15 645					
B.III.7. Stát - daňové závazky a dotace	37 427	65 812	86 200	78 606					
B.III.8. Krátkodobé přijaté zálohy	39 797	1 902	2 548	1 977					
B.III.9. Vydané dluhopisy	0	0	0	0					
B.III.10. Dohadné účty pasivní	65 844	43 874	57 508	60 048					
B.III.11. Jiné závazky	57 584	26 184	49 112	74 490					
<i>B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci</i>	<i>3 159 497</i>	<i>2 988 710</i>	<i>2 958 301</i>	<i>2 346 369</i>					
B.IV.1. Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0					
B.IV.2. Krátkodobé bankovní úvěry	199 497	138 710	2 958 301	2 346 369					
B.IV.3. Krátkodobé finanční výpomoci	2 960 000	2 850 000	0	0					
<i>C. Časové rozlišení</i>	<i>9 959</i>	<i>7 354</i>	<i>9 477</i>	<i>26 407</i>					
C.1. Výdaje příštích období	9 699	6 627	8 690	22 566					
C.2. Výnosy příštích období	260	727	787	3 841					
<i>D. Menšinový vlastní kapitál</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>8 417</i>	<i>11 024</i>					
D.I. Menšinový základní kapitál	0	0	16 000	16 000					
D.II. Menšinové kapitálové fondy	0	0	84 230	84 230					
D.III. Menšinové ziskové fondy včetně nerozděleného zisku a neuhraněných výdajů	0	0	-96 181	-95 963					
D.IV. Menšinový výsledek hospodaření běžného účetního období	0	0	4 368	6 757					

## Příloha 5 – Rozvaha – horizontální analýza

### Rozvaha – horizontální analýza strana 1/4 (tisíce CZK)

Rok	2006	2007	2008	2009					
<b>AKTIVA CELKEM</b>		1,6%	12,7%	-7,9%					
<b>A. Pohledávky za upsané vlastní kapitál</b>		n.a.	n.a.	n.a.					
<b>B. Dlouhodobý majetek</b>		14,7%	65,8%	-3,0%					
<i>B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek</i>		9,5%	15,0%	-15,6%					
B.I.1. Zřizovací výdaje		n.a.	n.a.	n.a.					
B.I.2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje		n.a.	n.a.	n.a.					
B.I.3. Software		-50,8%	-18,5%	36,0%					
B.I.4. Ocenitelná práva		n.a.	n.a.	n.a.					
B.I.5. Goodwill		n.a.	n.a.	n.a.					
B.I.6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek		44527,8%	17,2%	-19,4%					
B.I.7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek		-100,0%	n.a.	-100,0%					
B.I.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek		n.a.	n.a.	n.a.					
<i>B.II. Dlouhodobý hmotný majetek</i>		-5,8%	24,4%	-1,1%					
B.II.1. Pozemky		-1,7%	0,2%	2,2%					
B.II.2. Stavby		-4,6%	-4,0%	-1,5%					
B.II.3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí		-8,9%	10,1%	-16,3%					
B.II.4. Pěstitelské celky trvalých porostů		n.a.	n.a.	n.a.					
B.II.5. Základní stádo a tažná zvířata		n.a.	n.a.	n.a.					
B.II.6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek		-90,9%	11931,7%	-13,7%					
B.II.7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek		1968,6%	76,9%	670,3%					
B.II.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek		0,0%	6414,1%	-96,8%					
B.II.9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku		-60,5%	3235,8%	-1,2%					
<i>B.III. Dlouhodobý finanční majetek</i>		-68,3%	-55,2%	62,4%					
B.III.1. Podíly v ovládaných a řízených osobách		-14,1%	-100,0%	n.a.					
B.III.2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem		0,0%	0,0%	0,0%					
B.III.3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly		-100,0%	n.a.	0,0%					
B.III.4. Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám		n.a.	n.a.	n.a.					
B.III.5. Jiný dlouhodobý finanční majetek		-30,9%	-55,4%	64,3%					
B.III.6. Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek		n.a.	n.a.	n.a.					
B.III.7. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek		n.a.	n.a.	n.a.					
<i>B.IV. Konsolidační rozdíl</i>		n.a.	165,5%	-7,1%					
B.IV.1. Kladný konsolidační rozdíl		n.a.	165,5%	-7,1%					
B.IV.2. Záporný konsolidační rozdíl		n.a.	n.a.	n.a.					
<i>B.V. Cenné papíry a podíly v ekvivalenci</i>		n.a.	n.a.	n.a.					

## Rozvaha – horizontální analýza strana 2/4 (tisíce CZK)

Rok	2006	2007	2008	2009					
<b>C</b>	<b>Oběžná aktiva</b>		-0,7%	1,0%	-9,6%				
<i>C.I</i>	<i>Zásoby</i>		-2,0%	22,3%	-3,6%				
C.I.1	Materiál		n.a.	n.a.	n.a.				
C.I.2	Nedokončená výroba a polotovary		n.a.	n.a.	n.a.				
C.I.3	Výrobky		n.a.	n.a.	n.a.				
C.I.4	Zvířata		n.a.	n.a.	n.a.				
C.I.5	Zboží		-2,0%	22,3%	-3,6%				
C.I.6	Poskytnuté zálohy na zásoby		n.a.	n.a.	n.a.				
<i>C.II</i>	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>		-88,3%	27,2%	-26,7%				
C.II.1	Pohledávky z obchodních vztahů		n.a.	n.a.	-49,6%				
C.II.2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami		-100,0%	n.a.	n.a.				
C.II.3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem		n.a.	n.a.	n.a.				
C.II.4	Pohledávky za společnosti, členy družstva a za účastníky sdružení		n.a.	n.a.	n.a.				
C.II.5	Dlouhodobé poskytnuté zálohy		n.a.	n.a.	-4,8%				
C.II.6	Dohadné účty aktivní		n.a.	n.a.	n.a.				
C.II.7	Jiné pohledávky		-100,0%	n.a.	21,2%				
C.II.8	Odložená daňová pohledávka		5,4%	-9,0%	-27,6%				
<i>C.III</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>		4,6%	-5,3%	-14,1%				
C.III.1	Pohledávky z obchodních vztahů		8,3%	-1,7%	-12,8%				
C.III.2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami		-13,0%	-100,0%	n.a.				
C.III.3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem		n.a.	n.a.	n.a.				
C.III.4	Pohledávky za společnosti, členy družstva a za účastníky sdružení		n.a.	n.a.	n.a.				
C.III.5	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění		n.a.	n.a.	n.a.				
C.III.6	Stát - daňové pohledávky		-82,8%	82,7%	-99,1%				
C.III.7	Krátkodobé poskytnuté zálohy		33,6%	502,8%	-70,1%				
C.III.8	Dohadné účty aktivní		-11,9%	46,4%	-3,1%				
C.III.9	Jiné pohledávky		-34,7%	-10,2%	-53,2%				
<i>C.IV</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>		297,7%	200,9%	400,0%				
C.IV.1	Peníze		-66,6%	3386,9%	15,4%				
C.IV.2	Účty v bankách		393,3%	144,2%	497,6%				
C.IV.3	Krátkodobé cenné papíry a podíly		n.a.	n.a.	n.a.				
C.IV.4	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek		n.a.	n.a.	n.a.				
<i>D.I</i>	<i>Časové rozlišení</i>		-74,9%	2168,1%	-4,0%				
D.I.1	Náklady příštích období		-74,6%	2165,1%	-4,4%				
D.I.2	Komplexní náklady příštích období		n.a.	n.a.	n.a.				
D.I.3	Příjmy příštích období		-100,0%	n.a.	291,9%				

## Rozvaha – horizontální analýza strana 3/4 (tisíce CZK)

Rok	2006	2007	2008	2009					
<b>PASIVA CELKEM</b>		1,6%	12,7%	-7,9%					
<b>A. Vlastní kapitál</b>		12,2%	60,6%	2,0%					
<i>A.I. Základní kapitál</i>		0,0%	146,3%	0,0%					
A.I.1. Základní kapitál		0,0%	146,3%	0,0%					
A.I.2. Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly		n.a.	n.a.	n.a.					
A.I.3. Změny základního kapitálu		n.a.	n.a.	n.a.					
<i>A.II. Kapitálové fondy</i>		-225,6%	-179,6%	0,0%					
A.II.1. Emisní ážio		n.a.	n.a.	n.a.					
A.II.2. Ostatní kapitálové fondy		0,0%	0,0%	0,0%					
A.II.3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků		n.a.	n.a.	n.a.					
A.II.4. Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách		n.a.	n.a.	n.a.					
A.II.5. Ostatní rozdíly vyplývající z konsolidačních úprav		n.a.	-100,0%	n.a.					
<i>A.III. Rezervní, nedělitelný a ostatní fondy ze zisku</i>		10,6%	13,0%	15,0%					
A.III.1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond		11,9%	14,4%	16,5%					
A.III.2. Statutární a ostatní fondy		0,0%	0,0%	0,0%					
<i>A.IV. Výsledek hospodaření minulých let</i>		2,4%	9,4%	7,0%					
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let		2,4%	10,1%	6,7%					
A.IV.2. Neuhrazená ztráta minulých let		n.a.	n.a.	-44,5%					
<i>A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období bez menšínov</i>		15,8%	-2,9%	-3,2%					
A.V.1. Výsledek hospodaření běžného účetního období		15,8%	-2,9%	-3,2%					
A.V.2. Podíl na výsledku hospodaření v ekvivalenci		n.a.	n.a.	n.a.					
<i>A.VI. Konsolidační rezervní fond</i>		n.a.	n.a.	n.a.					

## Rozvaha – horizontální analýza strana 4/4 (tisíce CZK)

Rok	2006	2007	2008	2009					
<b>B. Cizí zdroje</b>		-0,1%	4,0%	-10,9%					
<i>B.I. Rezervy</i>		56,4%	-29,3%	13,9%					
B.I.1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů		n.a.	n.a.	n.a.					
B.I.2. Rezerva na důchody a podobné závazky		n.a.	n.a.	n.a.					
B.I.3. Rezerva na daň z příjmů		n.a.	n.a.	n.a.					
B.I.4. Ostatní rezervy		56,4%	-29,3%	-0,7%					
<i>B.II. Dlouhodobé závazky</i>		-99,9%	335000,0%	-19,7%					
B.II.1. Závazky z obchodních vztahů		n.a.	n.a.	n.a.					
B.II.2. Závazky k ovládaným a řízeným osobám		-100,0%	n.a.	n.a.					
B.II.3. Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem		n.a.	n.a.	n.a.					
B.II.4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení		n.a.	n.a.	n.a.					
B.II.5. Dlouhodobé přijaté zálohy		n.a.	n.a.	n.a.					
B.II.6. Vydané dluhopisy		n.a.	n.a.	n.a.					
B.II.7. Dlouhodobé směnky k úhradě		n.a.	n.a.	n.a.					
B.II.8. Dohadné účty pasivní		n.a.	n.a.	n.a.					
B.II.9. Jiné závazky		-99,8%	335000,0%	-19,7%					
B.II.10. Odložený daňový závazek		n.a.	n.a.	n.a.					
<i>B.III. Krátkodobé závazky</i>		3,7%	5,4%	-5,2%					
B.III.1. Závazky z obchodních vztahů		5,7%	4,1%	-5,9%					
B.III.2. Závazky k ovládaným a řízeným osobám		-47,4%	-46,7%	-0,1%					
B.III.3. Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem		n.a.	n.a.	n.a.					
B.III.4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení		n.a.	n.a.	n.a.					
B.III.5. Závazky k zaměstnancům		2,1%	109,9%	-1,4%					
B.III.6. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění		1,2%	102,4%	9,8%					
B.III.7. Stát - daňové závazky a dotace		75,8%	31,0%	-8,8%					
B.III.8. Krátkodobé přijaté zálohy		-95,2%	34,0%	-22,4%					
B.III.9. Vydané dluhopisy		n.a.	n.a.	n.a.					
B.III.10. Dohadné účty pasivní		-33,4%	31,1%	4,4%					
B.III.11. Jiné závazky		-54,5%	87,6%	51,7%					
<i>B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci</i>		-5,4%	-1,0%	-20,7%					
B.IV.1. Bankovní úvěry dlouhodobé		n.a.	n.a.	n.a.					
B.IV.2. Krátkodobé bankovní úvěry		-30,5%	2032,7%	-20,7%					
B.IV.3. Krátkodobé finanční výpomoci		-3,7%	-100,0%	n.a.					
<b>C. Časové rozlišení</b>		-26,2%	28,9%	178,6%					
C.1. Výdaje příštích období		-31,7%	31,1%	159,7%					
C.2. Výnosy příštích období		179,6%	8,3%	388,1%					
<b>D. Menšinový vlastní kapitál</b>		n.a.	n.a.	31,0%					
D.I. Menšinový základní kapitál		n.a.	n.a.	0,0%					
D.II. Menšinové kapitálové fondy		n.a.	n.a.	0,0%					
D.III. Menšinové ziskové fondy včetně nerozděleného zisku a neuhraněných výdajů		n.a.	n.a.	-0,2%					
D.IV. Menšinový výsledek hospodaření běžného účetního období		n.a.	n.a.	54,7%					



## Příloha 6 – Rozvaha – vertikální analýza

### Rozvaha – vertikální analýza strana 1/4 (tisíce CZK)

Rok	2006	2007	2008	2009					
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>					
<b>A. Pohledávky za upsaný vlastní kapitál</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>					
<b>B. Dlouhodobý majetek</b>	<b>15,3%</b>	<b>17,3%</b>	<b>25,4%</b>	<b>26,8%</b>					
<i>B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>					
B.I.1. Zřizovací výdaje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.I.2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.I.3. Software	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.I.4. Ocenitelná práva	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.I.5. Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.I.6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%					
B.I.7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.I.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
<i>B.II. Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>10,7%</i>	<i>9,9%</i>	<i>10,9%</i>	<i>11,7%</i>					
B.II.1. Pozemky	1,3%	1,2%	1,1%	1,2%					
B.II.2. Stavby	7,6%	7,1%	6,1%	6,5%					
B.II.3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1,6%	1,4%	1,4%	1,2%					
B.II.4. Pěstitelské celky trvalých porostů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.II.5. Základní stádo a tažná zvířata	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.II.6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,1%	0,0%	0,6%	0,6%					
B.II.7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,1%	0,5%					
B.II.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%					
B.II.9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0,1%	0,1%	1,5%	1,7%					
<i>B.III. Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>4,6%</i>	<i>1,4%</i>	<i>0,6%</i>	<i>1,0%</i>					
B.III.1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.III.2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.III.3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.III.4. Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.III.5. Jiný dlouhodobý finanční majetek	2,0%	1,4%	0,6%	1,0%					
B.III.6. Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.III.7. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
<i>B.IV. Konsolidační rozdíl</i>	<i>0,0%</i>	<i>5,9%</i>	<i>13,9%</i>	<i>14,0%</i>					
B.IV.1. Kladný konsolidační rozdíl	0,0%	5,9%	13,9%	14,0%					
B.IV.2. Záporný konsolidační rozdíl	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
<i>B.V. Cenné papíry a podíly v ekvivalenci</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>					

## Rozvaha – vertikální analýza strana 2/4 (tisíce CZK)

Rok	2006	2007	2008	2009					
<b>C</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>84,6%</b>	<b>82,7%</b>	<b>74,1%</b>	<b>72,8%</b>				
<i>C.I</i>	<i>Zásoby</i>	<i>17,8%</i>	<i>17,2%</i>	<i>18,7%</i>	<i>19,5%</i>				
C.I.1	Materiál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				
C.I.2	Nedokončená výroba a polotovary	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				
C.I.3	Výrobky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				
C.I.4	Zvířata	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				
C.I.5	Zboží	17,8%	17,2%	18,7%	19,5%				
C.I.6	Poskytnuté zálohy na zásoby	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				
<i>C.II</i>	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>3,7%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,4%</i>				
C.II.1	Pohledávky z obchodních vztahů	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%				
C.II.2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%				
C.II.3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				
C.II.4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				
C.II.5	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%				
C.II.6	Dohadné účty aktivní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				
C.II.7	Jiné pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				
C.II.8	Odložená daňová pohledávka	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%				
<i>C.III</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>63,0%</i>	<i>64,9%</i>	<i>54,6%</i>	<i>50,9%</i>				
C.III.1	Pohledávky z obchodních vztahů	55,6%	59,2%	51,7%	48,9%				
C.III.2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	3,8%	3,2%	0,0%	0,0%				
C.III.3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				
C.III.4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				
C.III.5	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				
C.III.6	Stát - daňové pohledávky	0,4%	0,1%	0,1%	0,0%				
C.III.7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,1%	0,1%	0,5%	0,2%				
C.III.8	Dohadné účty aktivní	1,1%	1,0%	1,3%	1,3%				
C.III.9	Jiné pohledávky	2,1%	1,3%	1,1%	0,5%				
<i>C.IV</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,3%</i>	<i>1,9%</i>				
C.IV.1	Peníze	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%				
C.IV.2	Účty v bankách	0,0%	0,1%	0,3%	1,8%				
C.IV.3	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				
C.IV.4	Požizovaný krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				
<i>D.I</i>	<i>Časové rozlišení</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,5%</i>				
D.I.1	Náklady příštích období	0,1%	0,0%	0,4%	0,5%				
D.I.2	Komplexní náklady příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				
D.I.3	Příjmy příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				

## Rozvaha – vertikální analýza strana 3/4 (tisíce CZK)

Rok	2006	2007	2008	2009					
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>					
<b>A. Vlastní kapitál</b>	<b>13,7%</b>	<b>15,1%</b>	<b>21,6%</b>	<b>23,9%</b>					
<i>A.I. Základní kapitál</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,7%</i>	<i>14,7%</i>	<i>16,0%</i>					
A.I.1. Základní kapitál	6,8%	6,7%	14,7%	16,0%					
A.I.2. Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
A.I.3. Změny základního kapitálu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
<i>A.II. Kapitálové fondy</i>	<i>-0,6%</i>	<i>0,7%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,5%</i>					
A.II.1. Emisní ážio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
A.II.2. Ostatní kapitálové fondy	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%					
A.II.3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
A.II.4. Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
A.II.5. Ostatní rozdíly vyplývající z konsolidačních úprav	0,0%	1,2%	0,0%	0,0%					
<i>A.III. Rezervní, nedělitelný a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,9%</i>					
A.III.1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	0,6%	0,7%	0,7%	0,9%					
A.III.2. Statutární a ostatní fondy	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%					
<i>A.IV. Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,2%</i>	<i>6,0%</i>					
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let	5,3%	5,3%	5,2%	6,0%					
A.IV.2. Neuhrazená ztráta minulých let	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
<i>A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období bez menšínov</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,5%</i>					
A.V.1. Výsledek hospodaření běžného účetního období	1,5%	1,7%	1,4%	1,5%					
A.V.2. Podíl na výsledku hospodaření v ekvivalenci	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
<i>A.VI. Konsolidační rezervní fond</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>					

## Rozvaha – vertikální analýza strana 4/4 (tisíce CZK)

Rok	2006	2007	2008	2009					
<b>B. Cizí zdroje</b>	<b>86,2%</b>	<b>84,8%</b>	<b>78,2%</b>	<b>75,7%</b>					
<i>B.I. Rezervy</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,5%</i>					
B.I.1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.I.2. Rezerva na důchody a podobné závazky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.I.3. Rezerva na daň z příjmů	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%					
B.I.4. Ostatní rezervy	0,5%	0,7%	0,4%	0,5%					
<i>B.II. Dlouhodobé závazky</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>0,8%</i>					
B.II.1. Závazky z obchodních vztahů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.II.2. Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.II.3. Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.II.4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.II.5. Dlouhodobé přijaté zálohy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.II.6. Vydané dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.II.7. Dlouhodobé směnky k úhradě	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.II.8. Dohadné účty pasivní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.II.9. Jiné závazky	0,2%	0,0%	1,0%	0,8%					
B.II.10. Odložený daňový závazek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
<i>B.III. Krátkodobé závazky</i>	<i>50,9%</i>	<i>52,0%</i>	<i>48,7%</i>	<i>50,1%</i>					
B.III.1. Závazky z obchodních vztahů	48,1%	50,1%	46,3%	47,3%					
B.III.2. Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%					
B.III.3. Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.III.4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.III.5. Závazky k zaměstnancům	0,1%	0,1%	0,3%	0,3%					
B.III.6. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%					
B.III.7. Stát - daňové závazky a dotace	0,4%	0,7%	0,8%	0,8%					
B.III.8. Krátkodobé přijaté zálohy	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.III.9. Vydané dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.III.10. Dohadné účty pasivní	0,7%	0,5%	0,5%	0,6%					
B.III.11. Jiné závazky	0,6%	0,3%	0,5%	0,8%					
<i>B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci</i>	<i>34,4%</i>	<i>32,1%</i>	<i>28,2%</i>	<i>24,2%</i>					
B.IV.1. Bankovní úvěry dlouhodobé	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
B.IV.2. Krátkodobé bankovní úvěry	2,2%	1,5%	28,2%	24,2%					
B.IV.3. Krátkodobé finanční výpomoci	32,2%	30,6%	0,0%	0,0%					
<i>C. Časové rozlišení</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,3%</i>					
C.1. Výdaje příštích období	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%					
C.2. Výnosy příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
<i>D. Menšinový vlastní kapitál</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>					
D.I. Menšinový základní kapitál	0,0%	0,0%	0,2%	0,2%					
D.II. Menšinové kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,8%	0,9%					
D.III. Menšinové ziskové fondy včetně nerozděleného zisku a neuhraněných výdajů	0,0%	0,0%	-0,9%	-1,0%					
D.IV. Menšinový výsledek hospodaření běžného účetního období	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%					

## Příloha 7 – Ostatní výkazy a vstupy

### Ostatní výkazy a vstupy strana 1/1 (tisíce CZK)

Rok	2006	2007	2008	2009						
<b>Zaměstnanci</b>										
Průměrný přepočtený počet zaměstnanců	834	829	1645	1658	0	0	0	0	0	0
<b>Závazky</b>										
Závazky po lhůtě splatnosti	2 279 250	2 133 154	2 173 049	1 827 119	0	0	0	0	0	0

## Příloha 8 – Poměrové ukazatele

### Poměrové ukazatele strana 1/2 (tisíce CZK)

Rok	2006	2007	2008	2009					
-----	------	------	------	------	--	--	--	--	--

#### Ukazatele rentability

ROE	čistý zisk/Mastní kapitál	10,6%	10,9%	6,6%	6,3%				
ROA <sub>(EBIT)</sub>	EBIT/aktiva	3,4%	4,1%	4,3%	4,5%				
ROA <sub>(NI)</sub>	čistý zisk/aktiva	1,5%	1,7%	1,4%	1,5%				
ROCE	EBIT/(M. kapitál+rezervy+dlouhod. cizí k.)	23,1%	26,1%	18,8%	17,6%				
ROS	čistý zisk/tržby	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%				
marže EBITDA	EBITDA/tržby	1,5%	1,8%	2,4%	2,2%				
marže EBIT	EBIT/tržby	1,3%	1,5%	1,7%	1,5%				
marže EBT	EBT/tržby	0,7%	0,9%	0,9%	0,9%				
marže NI	čistý zisk/tržby	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%				

#### Ukazatele likvidity

Běžná	oběžná aktiva/krátkodobé závazky	0,99	0,98	0,96	0,98				
Pohotová	(oběžná aktiva - zásoby)/krátk. závazky	0,78	0,78	0,72	0,72				
Hotovostní	peněžní prostředky/krátkodobé závazky	0,00	0,00	0,00	0,03				
Obratovost ČPK	tržby/ČPK	-57,79	-152,88	-83,30	-158,26				

#### Ukazatele zadluženosti

Debt ratio	cizí zdroje/aktiva	0,86	0,85	0,78	0,76				
Úrokové krytí I.	EBIT/placené úroky	2,19	2,51	2,23	2,54				
Úrokové krytí II.	(EBIT + odpisy)/placené úroky	2,59	3,09	3,17	3,75				
Equity ratio	Mastní kapitál/aktiva	0,14	0,15	0,22	0,24				
Debt equity ratio	cizí zdroje/Mastní kapitál	6,29	5,60	3,63	3,18				

## Poměrové ukazatele strana 2/2 (tisíce CZK)

Rok	2006	2007	2008	2009					
-----	------	------	------	------	--	--	--	--	--

### Ukazatele aktivity

Obrát aktiv	tržby/aktiva	2,57	2,75	2,61	3,02				
Obrát dl. majetku	tržby/dlouhodobý majetek	16,80	15,92	10,26	11,27				
Obrát zásob	tržby/zásoby	14,42	15,99	13,97	15,43				
Obrát pohledávek	tržby/krátkodobé pohledávky	4,08	4,24	4,78	5,92				
Obrát kr. závazků	tržby/krátkodobé závazky	3,01	3,27	3,40	4,06				
Doba obratu aktiv	(aktiva*365)/tržby	142	133	140	121				
Doba obratu dl. majetku	(dlouhodobý majetek*365)/tržby	22	23	36	32				
Doba obratu zásob	(zásoby*365)/tržby	25	23	26	24				
Doba obratu pohledávek	(krátkodobé pohledávky*365)/tržby	89	86	76	62				
Doba obratu kr. závazků	(krátkodobé závazky*365)/tržby	121	111	107	90				

### Ukazatele na bázi cash flow

Rentabilita VK z CF	Provozní cash flow/vlastní kapitál	0,00	0,00	0,00	0,00				
Krátkodobá likvidita z CF	Provozní cash flow/krátkodobé závazky	0,00	0,00	0,00	0,00				
Stupeň oddlužení	Provozní cash flow/cizí zdroje	0,00	0,00	0,00	0,00				

### Ukazatele produktivity práce

Mzdová náročnost tržeb	Osobní náklady/tržby	1,3%	1,2%	2,2%	2,2%				
Osobní náklady k přidané hodnotě	Osobní náklady/přidaná hodnota	43,0%	37,2%	48,1%	47,3%				
Produktivita práce z přidaného hodnoty	Přidaná hodnota/počet pracovníků	853	1 024	771	802				
Produktivita práce z tržeb	Tržby/počet pracovníků	28 313	30 953	16 667	17 608				
Průměrná mzda roční	Mzdové náklady/počet pracovníků	359	361	359	358				

## Příloha 9 – Rozdílové a absolutní ukazatele

### Rozdílové a absolutní ukazatele strana 1/1 (tisíce CZK)

Rok	2006	2007	2008	2009					
<b>Pracovní kapitál</b>									
Zásoby	1 637 811	1 604 699	1 963 046	1 891 706					
Dlouhodobé pohledávky z obchodního styku	0	0	6 782	3 419					
Krátkodobé pohledávky	5 786 298	6 053 808	5 735 351	4 928 629					
Finanční majetek	3 067	12 196	36 695	183 483					
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0					
Příjmy příštích období	94	0	62	243					
Krátkodobé závazky	7 835 762	7 838 549	8 071 000	7 191 710					
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0					
Výdaje příštích období	9 699	6 627	8 690	22 566					
<b>Čistý pracovní kapitál I.</b>	<b>-408 586</b>	<b>-167 846</b>	<b>-329 126</b>	<b>-184 473</b>					
<b>Čistý pracovní kapitál II.</b>	<b>-408 586</b>	<b>-167 846</b>	<b>-329 126</b>	<b>-184 473</b>					
<b>Čistý pracovní kapitál III.</b>	<b>-418 191</b>	<b>-174 473</b>	<b>-337 754</b>	<b>-206 796</b>					
<b>Úrovně zisku</b>									
<b>EAT (čistý zisk)</b>	<b>133 336</b>	<b>154 455</b>	<b>149 947</b>	<b>145 090</b>					
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0					
Daň z příjmů z běžné činnosti	34 046	77 913	97 313	110 257					
Menšinový podíl	0	0	4 368	6 757					
<b>EBT (zisk před zdaněním)</b>	<b>167 382</b>	<b>232 368</b>	<b>251 628</b>	<b>262 104</b>					
Nákladové úroky	140 961	153 446	204 799	169 947					
<b>EBIT (zisk před úroky a zdaněním)</b>	<b>308 343</b>	<b>385 814</b>	<b>456 427</b>	<b>432 051</b>					
Odpisy	56 461	88 282	192 744	205 372					
<b>EBITDA (zisk před úroky, daněmi a odpisy)</b>	<b>364 804</b>	<b>474 096</b>	<b>649 171</b>	<b>637 423</b>					
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>711 449</b>	<b>849 217</b>	<b>1 268 902</b>	<b>1 330 483</b>					



## Příloha 10 – Výpis z Obchodního rejstříku k 20.4.2011

### Výpis z Obchodního rejstříku strana 1/3

MSp ČR - Detail vybraného subjektu

Page 1 of 3

#### V ý p i s

z obchodního rejstříku, vedeného  
Městským soudem v Praze  
oddíl B, vložka 4316

#### !!!UPOZORNĚNÍ!!!

Tento výpis má pouze **informativní** charakter.

Data pro jeho vytvoření byla získána z počítačové sítě INTERNET. V případě, že se domníváte, že obsahuje chyby, obraťte se prosím na rejstříkový soud.

**Datum zápisu:** 6.května 1992  
**Obchodní firma:** PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s.  
**Sídlo:** Praha 10-Hostivař, K pérovně 945/7  
**Identifikační číslo:** 453 59 326  
**Právní forma:** Akciová společnost

založena rozhodnutím Fondu národního majetku České republiky se sídlem v Praze 1, Gorkého náměstí 32, a přijetím zakladatelské listiny ve formě notářského zápisu Státního notářství pro Prahu 9 č.j. 9 NZ 290/92, 9 N 455/92 ze dne 5. 5. 1992.

#### Předmět podnikání:

- distribuce léčiv a prostředků zdravotnické techniky
- velkoobchod
- automatizované zpracování dat
- poskytování software
- zprostředkovatelská a poradenská činnost v oboru lékárenství
- pronájem nemovitosti včetně poskytování jiných než základních služeb
- pronájem strojů a zařízení
- Výroba a dovoz chemických látek a chemických přípravků klasifikovaných jako výbušné, oxidující, extrémně hořlavé, vysoce hořlavé, vysoce toxické, toxické, karcinogenní, mutagenní, toxické pro reprodukci, nebezpečné pro životní prostředí a prodej chemických látek a chemických přípravků klasifikovaných jako vysoce toxické a toxické
- Výroba a dovoz chemických látek a chemických přípravků klasifikovaných jako hořlavé, zdraví škodlivé, žíravé, dráždivé, senzibilizující
- Poskytování marketingových služeb
- zacházení s nývykovými látkami, přípravky je obsahujícími a s některými látkami používanými k výrobě, nebo zpracování návykových látek podle zvláštního zákona
- zastupování v celním řízení
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence
- služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy

#### Statutární orgán - představenstvo:

**předseda:** Jiří Houser, r.č. 480610/117  
Psáry, V Zahradách 223  
den vzniku funkce: 1.února 2011  
den vzniku členství v představenstvu: 1.září 2002

## Výpis z Obchodního rejstříku strana 2/3

MŠp ČR - Detail vybraného subjektu

Page 2 of 3

**člen:** PharmDr. Jaroslava Grossová, r.č. 505405/072  
Plzeň, Sokolovská 52  
den vzniku členství v představenstvu: 1. února 2011

**člen představenstva:** Ing. Jiří Uřeš, r.č. 620804/1026  
Vysoké Mýto, Dostojevského 474  
den vzniku členství v představenstvu: 1. února 2011

**člen představenstva:** Ing. Michaela Jelinková, r.č. 765405/0041  
Praha 10, Dubeč, Netlucká 634, PSČ 107 00  
den vzniku členství v představenstvu: 1. února 2011

a) zastupování - za společnost jedná navenek představenstvo, a to předseda představenstva samostatně nebo dva členové představenstva společně. Prokurista je oprávněn zastupovat společnost a podepisovat za ni v rozsahu udělené prokury.

b) podepisování - podepisování za společnost se provádí tak, že k napsané nebo vtištěné obchodní firmě společnosti připojí své v lastnoruční podpisy předseda představenstva nebo dva členové představenstva nebo prokurista s dodatkem označujícím prokuru.

### Prokura:

Ing. Petr Dvořák, r.č. 651212/1869  
Čelákovice, Jana Kamaráda 1974, okres Praha-východ

PharmDr. Jan Macháček, r.č. 510626/080  
České Budějovice, Dlouhá 1029/18

Ing. Petr Hudec, r.č. 600315/1407  
Blansko, Divišova 27, PSČ 678 01

Mgr. Radomíra Urbanová, r.č. 565626/1754  
Ostrava, 29.dubna 17

ing. Jan Veselý, r.č. 651102/0208  
Praha 10, Strašnice, Gutova 3317/15, PSČ 100 00

Petr Hora, r.č. 650121/1629  
Štířín, Nová Hospoda, Na Pokraji 1316, PSČ 251 68

Každý z prokuristů je oprávněn zastupovat společnost PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. navenek samostatně.

### Dozorčí rada:

**člen dozorčí rady:** Mgr. Ilona Buchtová, r.č. 695125/3815  
Praha 5, Hlubočepy, Lohanského 900/5  
den vzniku členství v dozorčí radě: 26.května 2010

**člen dozorčí rady:** Henry Iberl, dat. nar. 28.06.1951  
Langweidstr. 3, 90548 Allersberg  
Spolková republika Německo  
den vzniku členství v dozorčí radě: 6.října 2008

**člen dozorčí rady:** Reimund Pohl, dat. nar. 02.04.1952  
Albert-129 154 Überle-Str. 4, 69120 Heidelberg  
Spolková republika Německo  
den vzniku členství v dozorčí radě: 6.října 2008

### Akcie:

1 253 085 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč

1 253 085 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 235,- Kč

## Výpis z Obchodního rejstříku strana 3/3

MSp ČR - Detail vybraného subjektu

Page 3 of 3

**Základní kapitál:** 1 547 559 975,- Kč  
**Splaceno:** 100 %

**Ostatní skutečnosti:**

- Obchodní společnost PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. se zapisuje do obchodního rejstříku vedeného Krajským obchodním soudem v Praze do oddílu B, vložky 4316.
- Vymazává se PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. se sídlem Praha 10 - Hostivař, K pérovně 945/7, identifikační číslo 45359326 z obchodního rejstříku.

Obchodní společnost PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. změnila své dislo na adresu Praha 10 - Hostivař, K pérovně 945/7. Tím se pro její registraci stal příslušný Krajský obchodní soud v Praze, kde byla dne 30. září 1996 zapsána do obchodního rejstříku v oddílu B ve vložce 4316.

- Společnost PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. je právním nástupcem zrušené akciové společnosti SCHULZE, a.s., se sídlem Praha 10 - Hostivař, K pérovně 945/7, IČ 25097075, která byla zapsána v obchodním rejstříku vedeném Krajským obchodním soudem v Praze v oddílu B, vložce 4464.
- Společnost PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. je právním nástupcem zrušené akciové společnosti WALDO, a.s., se sídlem Ševětín, Třeboňská 229, identifikační číslo 25152866, která byla zapsána v obchodním rejstříku Krajského obchodního soudu v Českých Budějovicích, oddíl B, číslo vložky 778.
- Společnost PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. je právním nástupcem společnosti PURUS a.s., IČ: 00568899, se sídlem Blučina, Cézavy 627, PSČ 664 56, která je v důsledku sloučení obou zúčastněných společností zaniká.
- Na nástupnickou společnost PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. přešlo jmění zanikající společnosti PURUS a.s.
- Společnost PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. je právním nástupcem společnosti PHARMACEUTICA, spol. s r.o., IČ: 26732386, se sídlem Brno, Mendlovo nám. 1a, PSČ 603 00, která v důsledku sloučení obou zúčastněných společností zaniká.
- Na nástupnickou společnost PHOENIX lékárenský velkoobchod, a.s. přešlo jmění zanikající společnosti PHARMACEUTICA, spol. s r.o.

---

Tento výpis je neprodejný a byl pořízen na Internetu (<http://www.justice.cz>).

Dne: 20.04.11 09:10:39

Údaje platné ke dni 19.04.2011, 6:00

---

## Kontakt

**TOMÁŠ KUNČICKÝ**

Předseda představenstva



**CYRRUS CORPORATE FINANCE, a. s.,**  
Veveří 111 (PLATINIUM),  
616 00 Brno

tel.: +420 538 705 705,

fax: +420 538 705 733,

mobil: +420 603 263 564

email: [kuncicky@cyrrus.cz](mailto:kuncicky@cyrrus.cz),

[www.cyrruscf.cz](http://www.cyrruscf.cz)

**KAREL POTMĚŠIL**

Analytik, obchodník



**CYRRUS CORPORATE FINANCE, a. s.,**  
ANDĚL PARK - vchod B  
Radlická 14, 150 00 Praha 5 – Smíchov

tel.: +420 221 592 382,

fax: +420 221 592 366,

mobil: +420 603 557 015

email: [potmesil@cyrrus.cz](mailto:potmesil@cyrrus.cz),

[www.cyrruscf.cz](http://www.cyrruscf.cz)

## Tým CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.

**Tomáš Kunčický (1971)** Předseda představenstva CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.  
Corporate Finance Project Manager od roku 1999  
Vedoucí oddělení Corporate Finance od roku 2005

V roce 1994 absolvoval VUT Brno, Fakultu elektrotechniky a informatiky. Vzdělání doplnil studiem na MU v Brně, Fakulta ekonomicko-správní. Na kapitálovém trhu působí od roku 1993. Makléřskou licenci MF získal v roce 1997.

Tomáš Kunčický se v rámci činnosti oddělení Corporate Finance specializuje na projektové řízení, přípravu nových produktů CF, konsolidace majetkových účastí a vyhledávání investičních příležitostí.

**Jiří Běhal (1973)** Místopředseda představenstva CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.  
Corporate Finance Project Manager od roku 2000.

V roce 1996 absolvoval VUT Brno, Fakultu managementu a ekonomiky, obor Management a ekonomika obchodních organizací.  
V roce 2008 absolvoval Právnickou fakultu Masarykovy univerzity v Brně, obor Právo a podnikání.  
Na kapitálovém trhu působí od roku 1996. Makléřskou licenci MF získal v roce 1994.

Jiří Běhal se zabývá službami pro klienty Corporate Finance, jako jsou konsolidace majetkových účastí, akvizice a divestice, přeměny společností, dražby cenných papírů, apod.

**Jan Procházka (1979)** Hlavní analytik společnosti od roku 2003.  
Ředitel pobočky Praha od roku 2006.  
Člen představenstva CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.

Po absolvování Přírodovědecké fakulty Univerzity Palackého v Olomouci obor Aplikovaná matematika dokončil své akademické vzdělání ekonomického směru na MZLU v Brně, na Provozně ekonomické fakultě, obor Finance. Analytik akciových trhů od roku 2001. Od roku 2003 vedoucí celého oddělení Výzkumu.

Jan Procházka se zabývá dlouhodobě pokrýváním sektoru dopravy a energetiky. Po přestupu na manažerské pozice se podílí i na projektech Corporate Finance - restrukturalizaci společností, oceňování podniků a teoretickou přípravu podniků před IPO. Jako projektový manažer stál u úspěšných úpisu akcií Proton Energy a BGS energy plus na polskou burzu.

Jan Procházka příležitostně přednáší na VŠE v Praze či tematických konferencích (např. Konference: Očekávaný vývoj cen fosilních paliv, Brno, 28.3.2007, Holiday Inn). V prestižní soutěži českých analytiků - B.I.G. expert (Hospodářské noviny) - se několik let umísťuje na předních místech. Je zároveň i porotcem v neméně prestižní anketě CZECH TOP 100.

**Karel Potměšil (1981)**

Analytik společnosti od roku 2006.  
Senior analytik společnosti od roku 2007.

Akademické vzdělání na Ekonomické fakultě VŠB-TU Ostrava, obor Finance.

Karel Potměšil se zabývá pokrýváním sektoru farmaceutického a stavebního/developerského. Ve společnosti CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s. má na starosti M&A z oblasti obnovitelných zdrojů a seed capital projekty.

**Marek Hatlapatka (1978)** Senior analytik od roku 2006

Absolvoval Ekonomickou fakultu Vysoké školy báňské – Technické univerzity Ostrava, obor Eurospráva. Po nástupu do společnosti CYRRUS prošel několika kurzy v oblasti fundamentální analýzy pod vedením zkušeného amerického lektora.

Marek Hatlapatka se zabývá především analýzou bankovního sektoru a utilit. Dále se zaměřuje na analýzu zahraničních akciových trhů a spolupracuje s oddělením Corporate Finance na oceňování podniků a přípravě na primární emise akcií. V již zmiňované soutěži – B.I.G. expert se již dva roky drží mezi nejlepšími.

**Lumír Schejbal (1974)**

Advokát a partner AK Schejbal  
Člen dozorčí rady CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s. od roku 2008  
Právník společnosti CYRRUS, a.s. od roku 2004  
Člen dozorčí rady CYRRUS, a.s. od roku 2005  
Právník společnosti ATLANTIK finanční trhy, a.s. v období 2000 až 2004

Absolvent Právnícké fakulty Masarykovy univerzity v Brně, kterou zakončil rigorózní zkouškou.

Lumír Schejbal se výrazně angažuje v legislativním procesu. Od roku 2004 je členem legislativní skupiny při MF k zákonu o podnikání na kapitálovém trhu a legislativní sekce při České asociaci obchodníků s cennými papíry. Od roku 2006 je členem výboru Burzy cenných papírů Praha pro implementaci MiFID.

V rámci Corporate Finance má na starosti právní aspekty poskytovaných služeb.