

ZNALCKÝ POSUDEK

č. 136-29/2005

O STANOVENÍ CENY AKCIÍ SPOLEČNOSTI

BMT a.s.

Objednatel :

BMT a.s.
IČ: 463 46 996
Cejl 50
656 60 Brno

Účel posudku:

Odhad ceny předmětu dražby ve smyslu ust. §13 odst.1 zák. č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách v platném znění

Posudek vypracoval:

Ing. Libor Buček
Průmyslová 899
686 01 Uherské Hradiště

Ocenění provedeno ke dni:

30. června 2005

Datum vyhotovení:

24. října 2005

Tento posudek obsahuje 41 stran textu a 23 stran příloh a předává se ve čtyřech písemných vyhotoveních.

OBSAH

1. Úvod	4
1.1. ZÁKLADNÍ POJMY	4
1.2. ZNALECKÝ ÚKOL	5
1.3. PŘEDMĚT OCEŇENÍ	5
1.4. DRAŽBA CENNÝCH PAPÍRŮ	5
1.5. PRÁVNÍ RÁMEC OCEŇOVÁNÍ	5
1.6. METODY OCEŇOVÁNÍ AKCIÍ	6
1.7. VSTUPNÍ DATA	9
1.8. POUŽITÁ LITERATURA A ZDROJE DAT	9
2. Údaje o společnosti	10
2.1. ZALOŽENÍ SPOLEČNOSTI	11
2.2. PŘEDMĚT ČINNOSTI	11
2.3. VYRÁBĚNÝ SORTIMENT	11
2.4. HISTORIE SPOLEČNOSTI	12
2.5. AKCIE	13
2.6. ÚDAJE O AKCIONÁŘÍCH	13
2.7. STAV ÚČETNICTVÍ	13
2.8. VLASTNÍ VÝROBKÝ, SLUŽBY A OBCHODNÍ ZBOŽÍ	13
3. Metodika diskontovaného volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele	15
3.1. VÝPOČET PRŮMĚRNÝCH VÁŽENÝCH NÁKLADŮ NA KAPITÁL	15
3.2. CELKOVÁ HODNOTA PODNIKU	17
4. Finanční analýza a plán podniku	21
4.1. MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ	21
4.2. OBOR PODNIKÁNÍ	23
4.3. FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU	25
4.4. FINANČNÍ PLÁN PODNIKU	26
4.5. POUŽITÝ ZPŮSOB OCEŇENÍ	31
5. Metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele	32
5.1. DISKONTNÍ MÍRA	32
5.2. NEPROVOZNÍ MAJETEK	35
5.3. PROVOZNÍ HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK PŘED ÚROKY A DANĚMI	36
5.4. VÝPOČET VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU	36
5.5. TEMPO RŮSTU	37
5.6. INVESTOVANÝ PROVOZNĚ NUTNÝ KAPITÁL	37
5.7. URČENÍ POKRAČUJÍCÍ HODNOTY	38
5.8. ZJIŠTĚNÍ HODNOTY AKCIE METODOU DCF	39
6. Korekce předběžného ocenění	39
7. Závěr	41

PROHLÁŠENÍ

Já, níže podepsaný, Ing. Libor Buček prohlašuji, že

- nemám v současné době a ani v budoucnosti nebudu mít osobní zájem na majetku, který je předmětem tohoto posudku
- je vyloučeno jakékoli personální propojení či jiné důvody, které by mohly zpochybnit moji nezávislost
- předpokládám plný soulad se všemi zákony a předpisy v České republice a odpovědné vlastnictví a správu vlastnických práv
- podklady poskytnuté objednatelem pro účel tohoto ocenění nebyly prověřovány a byly považovány za správné, pravdivé a reálné
- veškeré změny informací nebo základních předpokladů, z nichž jsem při ocenění vycházel, by mohly mít významný vliv na výslednou hodnotu ocenění
- v posudku byly respektovány všechny podstatné skutečnosti, které mi byly v době zpracování ocenění známy
- odhadnutá hodnota respektuje obecné podmínky trhu k datu ocenění
- toto ocenění bylo provedeno pouze pro účel stanovený v tomto posudku a nejsem odpovědný za jakékoli jiné použití tohoto posudku než pro tento účel

1. ÚVOD

1.1. ZÁKLADNÍ POJMY

Cena je pojem používaný pro částku, která je požadována, nabízena nebo zaplacená za zboží nebo službu. Vzhledem k finančním možnostem, motivacím nebo zájmům kupujícího nebo prodávajícího může nebo nemusí mít cena zaplacená za zboží či služby vztah k hodnotě, kterou tomuto zboží nebo službě mohou připisovat jiní. Cena je indikací relativní hodnoty připisované zboží konkrétním kupujícím v konkrétních podmínkách. S touto definicí je v souladu i aktuální definice ceny, uvedená v zákoně č.151/97 Sb., o oceňování majetku: ...*obvyklou cenou* se rozumí cena, která by byla dosažena při prodeji stejného, případně obdobného majetku, nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku, ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího, nebo kupujícího, ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládaná majetku nebo službě, vyplývající z osobního vztahu k nim.

Hodnota je ekonomický pojem, je výrazem schopnosti zboží být předmětem směny. Hodnota není skutečností, ale odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase, podle konkrétní definice hodnoty. Hodnota by měla být výsledkem střetu nabídek kupujícího a prodávajícího. Protože není tato podmínka splněna, je prováděno ocenění. Výsledkem je potom stanovení tržní hodnoty, ale ta není hodnotou směnnou, již realizovanou, ale potencionálním východiskem pro cenové jednání o individuální koupi. Základem hodnoty v odhadu je objektivní (tržní) hodnota („fair value“) vyjádřená v peněžních jednotkách (v české právní terminologii *cena obvyklá*). Tato objektivní hodnota je definována v souladu s doporučeními Evropského sdružení odhadců majetku TEGOVOFA (The European Group of Fixed Assets) jako finanční částka, která může být směněna mezi dobrovolně jednajícím potenciálním kupujícím a prodávajícím, aniž by byl činěn nátlak na koupi nebo prodej. Přitom obě zúčastněné strany si plně uvědomují a znají všechna relevantní fakta o dané věci.

Podnikem se rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.

Čistým obchodním majetkem je obchodní jmění po odečtení veškerých závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li právnickou osobou. Obchodním majetkem právnické osoby rozumíme veškerý její majetek.

Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazují na straně pasiv.

1.2. ZNALECKÝ ÚKOL

Znaleckým úkolem je odhadnout cenu předmětu dražby v místě a čase obvyklou ve smyslu ustanovení §13 odst. 1 zák. č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách v platném znění.

1.3. PŘEDMĚT OCENĚNÍ

Předmětem posudku je ocenění 11 799 ks akcií v jednotkové jmenovité hodnotě 600,-Kč, na majitele vydaných společností BMT a.s., se sídlem Cejl 50, 656 60 Brno, IČ: 463 46 996, která byla zapsána do obchodního rejstříku, vedeného Krajským soudem v Brně, dne 30. dubna 1992, oddíl B, vložka 757 (dále též jen jako „BMT“). Ocenění předmětných akcií je provedeno ke dni 30. června 2005.

1.4. DRAŽBA CENNÝCH PAPIRŮ

Ustanovení § 214 odst. 4 zák.č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, v platném znění, upravuje postup nakládání s listinnými cennými papíry, které nejsou kótované a které nebyly při přeměně podoby akcionáři převzaty ani v dodatečně přiměřené lhůtě. Tyto akcie prodá představenstvo prostřednictvím obchodníka s cennými papíry bez zbytečného odkladu na účet dotčené osoby ve veřejné dražbě.

1.5. PRÁVNÍ RÁMEC OCEŇOVÁNÍ

V České republice upravuje oceňování věcí, práv a jiných majetkových hodnot pro účely stanovené zvláštními předpisy zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku. Majetek a služba se oceňují *obvyklou cenou*, pokud tento zákon nestanoví jiný způsob oceňování. Jiným způsobem oceňování se rozumí

- a) nákladový způsob, který vychází z nákladů, které by bylo nutno vynaložit na pořízení předmětu ocenění v místě ocenění a podle stavu ocenění
- b) výnosový způsob, který vychází z výnosu z předmětu ocenění skutečně dosahovaného nebo z výnosu, který lze z předmětu ocenění za daných podmínek obvykle získat, a z kapitalizace tohoto výnosu
- c) porovnávací způsob, který vychází z porovnání předmětu ocenění se stejným nebo obdobným předmětem a cenou sjednanou při jeho prodeji; je jím též ocenění věci odvozením z ceny jiné funkčně související věci
- d) oceňování podle jmenovité hodnoty, které vychází z částky, na kterou předmět ocenění zní nebo která je jinak zřejmá
- e) oceňování podle účetní hodnoty, které vychází ze způsobů oceňování stanovených na základě předpisů o účetnictví
- f) oceňování podle kurzové hodnoty, které z ceny předmětu ocenění zaznamenané ve stanoveném období na trhu
- g) oceňování sjednanou cenou, kterou je cena předmětu ocenění sjednaná při jeho prodeji, popřípadě cena odvozená ze sjednaných cen

Oceňování kótovaných cenných papírů obchodovaných na regulovaném trhu upravuje §19 odst.1 písm.a)

„Kótované cenné papíry tuzemské nebo zahraniční, obchodované na tuzemském regulovaném trhu nebo současně na tuzemském i zahraničním regulovaném trhu, se oceňují kurzem vyhlášeným na tuzemské burze v den ocenění. Pokud nebylo v den ocenění cenným papírem na tuzemské burze obchodováno, ocení se posledním kurzem vyhlášeným na tuzemské burze v období přecházející 30 dnů přede dnem ocenění, pokud byl v tomto dni cenný papír obchodován. Nebyl-li cenný papír obchodován na tuzemské burze v těchto posledních dnech, ocení se nejnižším dosaženým kurzem

vyhlášeným ve stejném období u ostatních organizátorů tuzemského mimoburzovního trhu cenných papírů.“

Oceňování kótovaných cenných papírů neobchodovaných na regulovaném trhu a nekótovaných cenných papírů stanovuje §20 odst.1 písm.a)

„Kótované cenné papíry neobchodované na regulovaném trhu a nekótované cenné papíry se oceňují takto:

a) *akcie a podílové listy uzavřených podílových fondů podílem, v jehož čitateli je vlastní kapitál a akciové společnosti nebo uzavřeného podílového fondu podle účetní závěrky za předchozí účetní období, pokud není prokázána jiná hodnota vlastního kapitálu, a ve jmenovateli počet vydaných akcií nebo podílových listů převedený na shodnou emisní hodnotu*

Oceňování podniku je upraveno v § 24

„Podnik nebo jeho část se oceňuje součtem cen jednotlivých druhů majetků zjištěných podle tohoto zákona sníženým o ceny závazků.“

Je umožněno provést ocenění výnosovým způsobem či v kombinaci s majetkovým oceněním.

1.6. METODY OCEŇOVÁNÍ AKCIÍ

Finanční ocenění akcií si klade za cíl vyjádřit jejich hodnotu peněžitým ekvivalentem. Při stanovování výsledné peněžité hodnoty se používají v zásadě tři skupiny oceňovacích metod: majetkové metody, metody výnosové, metody porovnávací a metody kombinované

1.6.1. OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY MAJETKU (MAJETKOVÉ METODY)

1.6.1.1. METODA ÚČETNÍ HODNOTY

Metoda účetní hodnoty vychází z informací zjištěných v účetnictví. Schopnost zobrazit reálnou hodnotu majetku ke dni ocenění je omezena platnými postupy účtování, které nezobrazují reálnou hodnotu majetku poněvadž

- účetní hodnota aktiv je vyjádřena v historických pořizovacích cenách
- účetní hodnota zásob, materiálu a výrobků nevyjadřuje aktuální nákupní či prodejní cenu
- o pohledávkách je účtováno v nominálních hodnotách

Účetní hodnota vlastního kapitálu představuje rozdíl mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou všech závazků. Na účetní hodnotu vlastního kapitálu je třeba pohlížet jako na výchozí hodnotu pro jednoduché zjištění hodnoty podniku.

1.6.1.2. METODA SUBSTANČNÍ HODNOTY

Substanční hodnotou podniku rozumíme souhrn relativně samostatných ocenění jednotlivých majetkových složek z pohledu jejich zapojení do fungujícího podniku (princip *going concern*). Tato metoda je nejbližší pojetí § 24 odst.1 zákona č.151/1997 Sb., o oceňování majetku. U jednotlivých složek aktiv je zjišťována jejich reprodukční hodnota snížená o patřičné opotřebení. Takto zjištěná

hodnota představuje substanční hodnotu brutto. Náklady na znovupořízení pro ocenění substanční hodnoty je možné zjišťovat několika způsoby:

- metoda tržního porovnání (vychází z již realizovaných prodejů ekvivalentního majetku)
- metoda výnosová (výnos představuje diskontovaný budoucí finanční tok spojený s danou majetkovou částí)
- metoda indexová (vychází z historických cen, které jsou upraveny cenovým indexem)
- přímé zjišťování cen (odvozením z kalkulací a ceníků)
- oceňování podle zvolené jednotky (přepočtem na zvolenou jednotku)
- metoda funkčního zjišťování cen (kombinace předchozích metod)

1.6.1.3. METODA LIKVIDAČNÍ HODNOTY

V případě podniků v likvidaci či ztrátových podniků je kalkulována likvidační hodnota podniku. Likvidační hodnotou se rozumí součet prodejních cen jednotlivých majetkových složek podniku po úhradě nákladů spojených s likvidací. V ocenění podniku likvidační hodnota tvoří dolní hranici ocenění hodnoty podniku a je kritériem úvah o sanaci podniku. Pokud je likvidační hodnota vyšší než jeho výnosová hodnota po sanaci, je neekonomické provádět revitalizaci podniku a lépe přistoupit k likvidaci podniku.

1.6.2. OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ (VÝNOSOVÉ METODY)

1.6.2.1. METODA VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU PRO VLASTNÍKY A VĚŘITELE

Metoda volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (Free Cash Flow to the Firm) vychází z peněžního toku podniku financovaného pouze vlastním kapitálem a reálná struktura financování se respektuje pomocí diskontní sazby. Výsledkem této metody je stanovení hodnoty podniku. Hodnota vlastního kapitálu se stanoví následně jako rozdíl hodnoty podniku a cizího kapitálu vyvolávajícího náklady na počátku plánovacího období. Jednotlivé modifikace této metody se odlišují způsobem stanovení pokračující hodnoty, kterou lze stanovit pomocí

- perpetuity, tvořené součtem diskontovaného volného peněžního toku 2. fáze
- na základě odhadu poměru tržní ceny akcie a zisku dosaženého na akcii (P/E)
- tzv. likvidační hodnoty, představující odhad ocenění podniku na počátku 2. fáze
- pomocí účetní hodnoty podniku na konci plánovacího období
- modelu tvorby hodnoty (tempo růstu čistého provozního zisku a rentability čistých investic)

1.6.2.2. METODA VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU PRO VLASTNÍKY

Metoda volného peněžního toku pro vlastníky (Free Cash Flow to the Equity) vychází z čistého peněžního toku pro vlastníky (v podobě zisku zadrženého ve firmě, resp. dividend a podílů na zisku), zbývajících po úhradě úroků a splátek cizího kapitálu, poskytnutého věřiteli. Hodnota 2. fáze se stanoví opět pomocí perpetuity. Tato metoda vede primárně ke stanovení hodnoty vlastního kapitálu, takže hodnota podniku se stanoví následně jako součet zjištěné hodnoty vlastního kapitálu a cizího úročeného kapitálu na počátku plánovacího období.

1.6.2.3. METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY

Metoda ekonomické přidané hodnoty vychází z výpočtu veličiny, o kterou čistý provozní zisk převyšuje náklady investovaného kapitálu (tzv. Economic Value Added – EVA®). Hodnotu podniku tvoří součet hodnoty 1. fáze (souhrn diskontované ekonomické přidané hodnoty za plánovací období), hodnoty 2.

fáze (diskontovaná perpetuita) a celkového investovaného kapitálu na počátku plánovacího období. Podobně jako v předchozí metodě vede tato metoda primárně ke stanovení hodnoty vlastního kapitálu, takže hodnota podniku se stanoví následně jako součet zjištěné hodnoty vlastního kapitálu a cizího úročeného kapitálu na počátku plánovacího období.

1.6.2.4. METODA MINULÝCH KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ

Metoda minulých kapitalizovaných čistých výnosů vychází z tzv. odnímatelného čistého výnosu, tj. velikosti prostředků, které je možné rozdělit vlastníkům. Hodnotu podniku lze pak stanovit z odnímatelných čistých výnosů dosahovaných v minulosti zpravidla po období 3 až 5 let. Výsledkem je pak primárně hodnota vlastního kapitálu.

1.6.2.5. DIVIDENDOVÉ DISKONTNÍ MODEL Y

Výnos pro akcionáře plynoucí ve formě dividendy a kapitálového zhodnocení je základem pro výpočet hodnoty akcií pomocí dividendových diskontních modelů. Pro aplikaci těchto modelů jsou nutné následující předpoklady:

- ustálená struktura financování
- stabilní dlouhodobá dividendová politika (ustálený výplatní poměr)
- vysoká závislost mezi dividendou a volným peněžním tokem pro akcionáře

Základním dividendovým diskontním modelem je Gordonův model pro stabilní růst

$$A = \text{DIV} / (r - g)$$

kde A.....hodnota akcie
DIV.....dividenda
r.....požadovaná výnosová míra pro akcionáře
g.....předpokládaná míra růstu dividend

1.6.3. OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY TRHU (TRŽNÍ METODY)

1.6.3.1. POROVNÁVACÍ METODA

Při tomto přístupu k ocenění znalec odhaduje hodnotu oceňovaného podniku na základě porovnání hodnot podniků srovnatelných s oceňovaným podnikem na rozvinutém trhu mezi nezávislými účastníky. Základem této metody je důkladná analýza stavu a vývoje hospodářství jako celku, analýza stavu a vývoje příslušného odvětví a taktéž podrobná finanční analýza podniku. Nutným vstupním parametrem k stanovení hodnoty podniku je i dostatečná databáze hodnot srovnatelných podniků. Výběrem vhodných multiplikátorů, které zohledňují rozdíly mezi vybranými ukazateli oceňovaných a srovnávaných podniků, se zjistí výsledná hodnota.

1.6.4. OCENĚNÍ KOMBINACÍ JEDNOTLIVÝCH METOD

1.6.4.1. METODA KAPITALIZOVANÝCH MIMOŘÁDNÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ

Celková hodnota podniku se zde skládá z hodnoty substance a hodnoty „firmy“. Hodnota „firmy“ je v tomto případě chápána jako rozdíl mezi výnosovou hodnotou a substanční hodnotou a představuje v případě silných podniků *goodwill* a v případě slabých podniků *badwill*. Základem hodnoty „firmy“ je kapitalizovaný mimořádný čistý výnos, který představuje rozdíl mezi celkovým čistým výnosem podniku a čistým výnosem, který bychom měli dostat při normálním zúročení vloženého kapitálu.

1.7. VSTUPNÍ DATA

Při vypracování posudku znalec vycházel z těchto podkladů dodaných objednatelem a z veřejně přístupných zdrojů

1. výpis z obchodního rejstříku společnosti BMT a.s.
2. rozvaha, výkaz zisku a ztráty společnosti ke dni 30.6.2005
3. přehled o pohledávkách a závazcích společnosti ke dni 30.6.2005
4. soupis dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku ke dni 30.6.2005
5. soupis dlouhodobého finančního majetku ke dni 30.6.2005
6. rozvaha, výkaz zisku a ztráty společnosti ke dni 31.12.2004
7. rozvaha, výkaz zisku a ztráty společnosti ke dni 31.12.2003
8. rozvaha, výkaz zisků a ztrát společnosti ke dni 31.12.2002
9. výroční zpráva společnosti za rok 2004, 2003 a 2002
10. příloha k účetní závěrce za rok 2004, 2003 a 2002
11. zpráva auditora o ověření roční účetní závěrky za období roku 2004, 2003 a 2002
12. finanční plán společnosti BMT na roky 2005 až 2010
13. údaje o cizích úročených zdrojích ke dni ocenění
14. ekonomické výkazy ovládaných společností

1.8. POUŽITÁ LITERATURA A ZDROJE DAT

1. MAŘÍK, M.: Oceňování podniku. Ekopress, Praha 1998
2. KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku. C.H. Beck, Praha 1999
3. MAŘÍK a kol.: Metody oceňování podniku, Ekopress, Praha 2003
4. Databáze Ministerstva spravedlnosti ČR, obchodní rejstřík www.justice.cz
5. Informační agentura ČEKIA – ARIADNA verze 3.0
6. Elektronická verze obchodního věstníku
7. Makroekonomická predikce České republiky, Ministerstvo financí ČR, Praha, červenec 2005

2. ÚDAJE O SPOLEČNOSTI

Obchodní firma:	BMT a.s.
IČ:	463 46 996
Sídlo:	Cejl 50, 656 60 Brno
Právní forma:	akciová společnost
Základní kapitál:	166,939.200,- Kč
Datum vzniku:	30. dubna 1992

Statutární orgán – představenstvo:

Představenstvo je kolektivním statutárním orgánem společnosti, jež řídí činnost společnosti a jedná jejím jménem

předseda představenstva:	Ing. Milan Krajcar, r.č. 580320/0282 Brno, Vlčnovská 16, okres Brno-město den vzniku funkce: 2.května 2002
místopředseda představenstva:	Ing. Vladimír Pleva, r.č. 550108/0761 Brno, Spodní 22, okres Brno-město den vzniku funkce: 2.května 2002
člen představenstva:	Dipl.-Ing. Norbert Karl Weinhold ,dat. nar. 05.05.1961 D-92539 Schönsee - Dietersdorf, Am Steinbühl 12 Spolková republika Německo den vzniku funkce: 29.listopadu 2004

Dozorčí rada:

Kontrolním orgánem společnosti je dozorčí rada, která dohlíží na výkon působnosti představenstva a uskutečňování podnikatelské činnosti společnosti.

předseda:	Arnulf Raab, dat. nar. 12.12.1951 81377 Mnichov, Franz-Senn.-Strasse 12 Spolková republika Německo den vzniku funkce: 3.května 2002
člen dozorčí rady:	Stephan Krä ,dat. nar. 10.05.1969 821 52 Krailling, Bergstrasse 22 Spolková republika Německo den vzniku funkce: 4.května 2004
člen:	Michael Koller, dat. nar. 07.11.1950 81369 Mnichov, Halmstrasse 6 Spolková republika Německo den vzniku funkce: 3.května 2002
člen:	Jiří Liška, r.č. 600924/1700 Brno, Trýbova 2, okres Brno-město den vzniku funkce: 28.března 2003
člen:	Petr Věrný, r.č. 491024/049

Brno, Renneská třída 27, okres Brno-město
den vzniku funkce: 28.března 2003

člen dozorčí rady:

JUDr. Jaroslav Kopeček, r.č. 410721/444
Brno, Jurkovičova 18, okres Brno-město
den vzniku funkce: 3.května 2005

2.1. ZALOŽENÍ SPOLEČNOSTI

Akciová společnost BMT byla založena podle § 172 Obchodního zákoníku. Jediným zakladatelem společnosti je Fond národního majetku České republiky se sídlem v Praze I, Gorkého náměstí 32, na který přešel majetek státního podniku ve smyslu § II odst. 3 zák. č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby.

2.2. PŘEDMĚT ČINNOSTI

Předmět podnikání zapsaný v obchodním rejstříku zahrnuje tyto činnosti:

- výroba a dovoz chemických látek a chemických přípravků klasifikovaných jako hořlavé, zdraví škodlivé, žíravé, dráždivé, senzibilizující
- 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 zdravotnických přístrojů a zdravotnických prostředků
- zámečnictví
- zpracování dat, služby databank, správa sítí
- slévárenství
- ubytovací služby
- hostinská činnost
- velkoobchod
- specializovaný maloobchod
- maloobchod se smíšeným zbožím
- výroba kovových konstrukcí, kotlů, těles a kontejnerů
- výroba, instalace a opravy elektronických zařízení
- realitní činnost
- testování, měření a analýzy
- zednictví
- výzkum a vývoj v oblasti přírodních a technických věd
- nákup, skladování a prodej zdravotnických prostředků, které mohou být prodávány prodejci zdravotnických prostředků

2.3. VYRÁBĚNÝ SORTIMENT

Činnost BMT a.s. je zaměřena na poskytování služeb v oblasti vývoje, výroby, dodávek a servisu výrobků, zejména pro:

- sterilizaci
- kultivaci, temperování a sušení (laboratorní skříně)
- rentgenovou diagnostiku
- operační stoly

Široká paleta výrobků ve výše uvedených oborech je cíleně zaměřena na optimální pokrytí potřeb všech kategorií soukromých lékařů, poliklinik, nemocnic, lékáren i laboratoří. Mnoho výrobků umožňuje již při výrobě realizovat specifická přání zákazníků. Jde zejména o dodávky velkoobjemových parních sterilizátorů pro vybavení nemocničních oddělení centrální sterilizace. Stále žádaná je řada maloobjemových parních sterilizátorů určená pro použití v ambulancích. Dynamicky se rozvíjí oblast teplotní techniky pro laboratoře i oblast dentálních rentgenových přístrojů na český trh, které byly schváleny podle nového systému Státního úřadu pro jadernou bezpečnost.

Důležitou součástí výroby je rovněž oblast kooperací při výrobě a dodávkách komponentů pro parní sterilizátory a teplotní techniku s firmami MMM GmbH, SRN (majoritní akcionář) a MMM Medcenter Einrichtungen GmbH, SRN.

V rámci dodávek centrálních sterilizací se rozšířil sortiment o zdravotnický nerezový nábytek. Společnost uvedla na trh kompletní řadu malých parních sterilizátorů STERIDENT, STERIMAT, STERIMAT Plus a STERILAB, vyrábí tlakové nádoby na zakázku pro zahraniční odběratele v Evropě, USA a Číně, upravuje sterilizátory STERIVAP pro použití v laboratořích a ve farmacii. Vyrábí OEM panoramatické rentgeny na bázi Avantex pro zahraniční distributory.

2.4. HISTORIE SPOLEČNOSTI

Historie společnosti je spojena se založením výroby zdravotnické techniky v Brně v roce 1921. Vznikly tak firmy Aparatea (výroba parních sterilizátorů), Pučan a Pospíšil (výroba laboratorních přístrojů a komorových rentgenů), Ing. Hruža a spol. výroba diagnostických rentgenů a další firmy zabývající se výrobou horkovzdušné sterilizace a dalších přístrojů pro zdravotnictví.

V roce 1952 došlo ke spojení těchto firem pod společným jménem Chirana a přenesení výroby do současného sídla firmy. Státní podnik Chirana se postupně rozvíjel, změnil na koncern se sídlem ve Staré Turé na Slovensku, a byl schopen v době své největší slávy zaměstnávat ca. 15 000 zaměstnanců a pokrývat výrobu téměř všech oblastí zdravotnických přístrojů.

Aktivním přístupem zaměstnanců Chirany Brno bylo dosaženo samostatnosti dne 1. července 1989 formou státního podniku a tím možnosti získat vlastní zkušenosti s řízením společnosti. Tento předstih se ukázal být významným již v r. 1990 a 1991 v rámci přípravy na privatizaci společnosti v realizované první privatizační vlně.

Aktivním jednáním byl zajištěn kapitálový vstup dvou významných evropských výrobců v oboru sterilizace, firem M. Schaefer (Švýcarsko) a MMM (Německo).

Založením akciové společnosti Chirana BMT Brno a.s. a následné změně názvu na BMT a.s. byl položen základní kámen novodobé historie, transferu know-how, modernizace sortimentu, výroby i dlouhodobé stabilizace firmy.

Zejména v letech 1992 – 1995 byly takto získaná nová teritoria zásadní jistotou, která kompenzovala nedostatečnou koupěschopnost na bývalých trzích východní Evropy i v tuzemsku, při probíhajícím procesu transformace zdravotnictví. V závěru roku 1995 převzala firma MMM akcie společnosti M. Schaefer a stala se majoritním akcionářem BMT a.s.

Od roku 1996 začíná nové dynamické období expanze firmy v tuzemsku i v zahraničí. Nové řady plně konkurenceschopných výrobků si získaly důvěru zákazníků i pevné postavení na trzích již ve více než 70 zemích světa.

Pro podporu prodeje byly postupně založeny dceřinné společnosti v Moskvě a Novosibirsku (Rusko), Piešťanech (Slovensko), Krakově (Polsko), Kievě (Ukrajina) a získán většinový podíl na společnosti MMM Medcenter (Německo). Prodejní a servisní síť pokrývá v současnosti již všechny kontinenty světa.

2.5. AKCIE

Druh CP1:	akcie kmenové
Forma CP1:	akcie na majitele
Podoba:	listinná
Registrace CP1:	nekótovaný CP
Počet akcií:	170 418 ks
Nominální hodnota:	600,- Kč/akcie
Celkový objem emise:	102,250.800,-Kč
Převoditelnost akcií:	není omezena

Druh CP2:	akcie kmenové
Forma CP2:	akcie na jméno
Podoba:	listinná
Registrace CP2:	nekótovaný CP
Počet akcií:	107 814 ks
Nominální hodnota:	600,- Kč/akcie
Celkový objem emise:	64,688.400,-Kč
Převoditelnost akcií:	není omezena

2.6. ÚDAJE O AKCIONÁŘÍCH

Ovládající osoba MMM GmbH vlastní 206 656 ks akcií ovládané osoby BMT a.s., jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí 123,993.600,-Kč a představuje 74,27% podíl na základním kapitálu ovládané společnosti.¹

2.7. STAV ÚČETNICTVÍ

Audit řádné účetní závěrky ke dni 31. prosince 2004 provedla auditorská společnost Rödl & Partner Audit, s.r.o., osvědčení KA ČR č. 354, konkrétně auditor Ing. Jiří Havránek. Podle názoru auditora účetní závěrka podává ve všech významných ohledech poctivý obraz aktiv, závazků, vlastního kapitálu a finanční situaci společnosti k 31. prosinci 2004 a výsledku jejího hospodaření za rok 2004 je v souladu se zákonem o účetnictví a příslušnými právními předpisy České republiky. Výrok auditora je bez výhrad.

2.8. VLASTNÍ VÝROBKÝ, SLUŽBY A OBCHODNÍ ZBOŽÍ

Prodej vlastních výrobků, služeb a obchodního zboží je organizován prostřednictvím dceřiných společností, rámcovými smlouvami s externími prodejními, resp. servisními organizacemi, sítí vlastních prodejců a rámcovými smlouvami s majoritním vlastníkem a švýcarským partnerem, případně dalšími doplňkovými formami.

V roce 2003 se zvedly prodejní ceny v tuzemsku u velkých parních sterilizátorů o 2,4 %, u teplotní techniky od 0 do 2,5% podle typů a provedení skříní, u rentgenů – Avantexů o 3,5%, u ostatních výrobků zůstaly ceny beze změn. Prodej do zahraničí vychází z dohodnutých obchodních smluv. Došlo k rozdílnému nárůstu cen v EUR a USD. Prodejní ceny v EUR zůstaly kromě teplotní techniky / nárůst o 2-10%/ beze změny, ceny v USD vzrostly u sterilizátorů i rentgenů o 11% a u teplotní techniky o 2 – 10%.

¹ Zdroj: Výroční zpráva společnosti BMT a.s. z a rok 2004

Tab. Přehled tržeb z prodeje vlastních výrobků, služeb a obchodního zboží v posledních třech letech v tis. Kč

	2002	2003	2004
Tržby za výrobky	358 033	392 832	373 707
Tržby za služby	7 105	6 215	5 965
Tržby za obchodní zboží	45 136	42 105	35 092

V roce 2002 činily tržby z prodeje výrobků a služeb a OZ 85,50% z celkových výnosů, v roce 2003 96,15% z celkových výnosů a v roce 2004 86,14 % z celkových výnosů.

Podíl jednotlivých druhů činností za tržbách:

	v %		
	2002	2003	2004
HLAVNÍ VÝROBKY	82,27	83,84	83,84
Z toho:			
- velkoobjem.parní sterilizace	44,02	42,56	39,93
- horkovzdušná sterilizace	23,34	22,57	30,56
- rentgeny	11,66	10,15	13,29
- maloobjem. parní sterilizace	14,85	11,51	15,43
- ostatní	6,13	13,21	0,79
KOOPERACE S BHB	4,33	4,60	3,17
Náhradní díly	0,73	0,69	0,64
OBCHODNÍ ZBOŽÍ	10,35	8,97	7,76
Služby	2,32	1,90	2,15

Podíl tuzemského prodeje a exportu:

	v %		
	2002	2003	2004
Tuzemský prodej	32,69	32,15	23,67
Export celkem	67,31	67,85	76,33
Z toho :			
- pro majorit. vlastníka	31,30	28,65	11,71
- pro MMM MC	16,10	16,27	20,18
- pro BHB	7,08	6,58	3,94
- Slovenská republika	5,94	4,68	4,38
- Ruská federace	5,09	5,45	6,80
- ost.země záp.Evropy	11,90	10,06	18,13
- ost.země vých Evropy	7,31	15,60	21,21
- USA	7,72	5,15	2,59
- Afrika, Asie	7,56	7,56	11,06

3. METODIKA DISKONTOVANÉHO VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU PRO VLASTNÍKY A VĚŘITELE

3.1. VÝPOČET PRŮMĚRNÝCH VÁŽENÝCH NÁKLADŮ NA KAPITÁL

3.1.1. NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU

Náklady na vlastní kapitál lze stanovit stavebnicovým modelem, modelem kapitálových aktiv, modelem INFA a dividendovým modelem. Průměrné náklady na vlastní kapitál se stanovují jako průměrná vážená hodnota všech aplikovaných přístupů.

3.1.1.1. STAVEBNICOVÝ MODEL

Výsledná úroková míra na vlastní kapitál je dána součtem bezrizikové úrokové sazby a jednotlivých měr rizika, které zohledňují obecné riziko státu, akcionářské riziko a specifické riziko podniku

$$r_{vk} = r_f + r_p + r_s + r_e$$

kde	r_{vk}	úroková míra vlastního kapitálu
	r_f	bezriziková úroková míra
	r_p	výnosová míra tržního portfolia
	r_s	přirážka za riziko státu
	r_e	přirážka za riziko podniku

3.1.1.2. MODEL KAPITÁLOVÝCH AKTIV

Model oceňování kapitálových aktiv obecně stanovuje náklady vlastního kapitálu ve tvaru

$$n_{vk} = r_f + \beta \cdot RP$$

kde	n_{vk}	náklady vlastního kapitálu
	r_f	výnosnost zcela nerizikových finančních aktiv (státních dluhopisů)
	RP	riziková prémie

Koeficient β vyjadřuje citlivost výnosnosti akcií oceňovaného podniku na změny celého trhu, měřené burzovním indexem. Zobrazuje však jen systematické riziko, které je závislé na celkovém ekonomickém vývoji. Kromě toho systematického rizika ovlivňují podnik i specifické faktory pro tento podnik jedinečné, tzv. specifické riziko.

3.1.1.3. MODEL INFA

Stanovení nákladů vlastního kapitálu pomocí tohoto modelu vychází z metodiky uplatňované Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR při analýzách podnikové sféry orientovaných na stanovení ekonomické přidané hodnoty (EVA®). Náklady vlastního kapitálu se podle tohoto modelu stanovují jako součet bezrizikové výnosové míry a rizikové premie, kterou tvoří čtyři složky, jejichž hodnoty se určují na základě poměrových ukazatelů

$$r_{vk} = r_f + r_1 + r_2 + r_3 + r_4$$

kde	r_{vk}	úroková míra vlastního kapitálu
	r_f	bezriziková úroková míra
	r_1	prémie za velikost podniku

r_2	prémie za podnikatelské riziko
r_3	prémie za riziko z finanční nestability
r_4	prémie za riziko z finanční struktury

- a) **prémie za velikost podniku;** tato prémie se stanovuje v závislosti na velikosti oceňovaného podniku měřené velikostí jejího vlastního kapitálu. Pokud je vlastní kapitál vyšší než 3 mld. Kč, je tato prémie nulová a je-li vlastní kapitál nižší než 100 mil. Kč, má prémie za likviditu akcií hodnotu 5 %. Pro podniky s velikostí vlastního kapitálu od 100 mil. Kč do 3 mld. Kč se tato prémie počítá podle vztahu

$$r_1 = (3 - VK)^2 / 1,682$$

kde	r_1	prémie za velikost podniku (%)
	VK	vlastní kapitál oceňovaného podniku (mld. Kč)

- b) **prémie za podnikatelské riziko;** tato prémie se určuje ve vazbě na ukazatel rentability aktiv, počítané ze zisku před úroky a zdaněním. Pokud ukazatel rentability aktiv oceňovaného podniku převyšuje hodnotu tohoto ukazatele za celý průmysl, je prémie za podnikatelské riziko nulová. Je-li rentabilita aktiv oceňovaného podniku záporná, je velikost prémie 10 %. Pro podniky s rentabilitou aktiv od 0 do průměru za průmysl se velikost prémie počítá podle vztahu

$$r_2 = 10 \cdot (RA_p - RA)^2 / RA_p^2$$

kde	r_2	prémie za podnikatelské riziko (%)
	RA	rentabilita kapitálu oceňovaného podniku (%)
	RA_p	průměrná hodnota rentability kapitálu za celý průmysl (%)

- c) **prémie za riziko z finanční nestability;** stanovuje se ve vazbě na ukazatel běžné likvidity. Pokud je běžná likvidita oceňovaného podniku vyšší než 150, je tato prémie nulová. Při hodnotě ukazatele menší než 100 má prémie hodnotu 10 %. Pokud se běžná likvidita oceňovaného podniku pohybuje v intervalu od 100 do 150, stanoví se prémie podle vztahu

$$r_3 = (150 - BL)^2 / 250$$

kde	r_3	prémie za riziko z finanční nestability (%)
	BL	běžná likvidita oceňovaného podniku

- d) **prémie za riziko z finanční struktury;** základem pro určení této prémie je ukazatel úrokového krytí, počítaný jako poměr součtu zisku před úroky a zdaněním a nákladových úroků k těmto úrokům. V případě, že hodnota tohoto ukazatele oceňovaného podniku je vyšší než tři, je riziková prémie nulová. Pokud je menší než jedna, má riziková prémie hodnotu 10 %. Pokud se úrokové krytí oceňovaného podniku pohybuje v intervalu od jedné do tří, počítá se prémie za riziko z finanční struktury podle vztahu

$$r_4 = 2,5 \cdot (3 - \dot{U}K)^2$$

kde	r_4	prémie za riziko z finanční struktury (%)
	$\dot{U}K$	úrokové krytí oceňovaného podniku

3.1.1.4. DIVIDENDOVÝ MODEL

Tento model stanovuje náklady vlastního kapitálu jakožto očekávanou vnitřní výnosnost akcie

$$n_v = \frac{D}{T} + g$$

kde	n_v	náklady vlastního kapitálu (očekávaná vnitřní výnosnost akcie)
	D	očekávaná dividend
	T	tržní cena akcie
	g	očekávané tempo růstu dividend

Dividendový model (stejně jako stavebnicový model) stanovuje jedinou hodnotu nákladů vlastního kapitálu.

3.1.2. ÚROKOVÁ MÍRA CIZÍHO KAPITÁLU

Náklady na cizí kapitál r_{ck} vycházejí z váženého průměru efektivních úrokových sazeb, které oceňovaná společnost platí ze všech forem úročeného cizího kapitálu. Jako složky cizího kapitálu vyvolávajícího náklady vystupují emitované dluhopisy, dlouhodobé bankovní úvěry, běžné bankovní úvěry, finanční výpomoci a ostatní úročené závazky (dodavatelské úvěry, půjčky od spřízněných subjektů aj). Predikce úrokových sazeb z čerpaných úvěrů po dobu sestavení finančního plánu vychází z makroekonomické analýzy MF ČR, statických dat zveřejňovaných ČNB a specifík oceňovaného podniku.

3.1.3. VÁHY JEDNOTLIVÝCH SLOŽEK KAPITÁLU

Váhy obou složek kapitálu slouží ke kalkulaci průměrných nákladů kapitálu. Pro tento účel se váhy určí podílem vlastního a cizího kapitálu ku součtu obou složek kapitálu.

3.1.4. PRŮMĚRNÉ VÁŽENÉ NÁKLADY NA KAPITÁL

$$WACC = r_{vk} \cdot VK/K + r_{ck} (1 - d) \cdot CK/K$$

kde	WACC	průměrné vážené náklady na kapitál
	r_{vk}	úroková míra vlastního kapitálu
	VK/K	poměr vlastního kapitálu ke kapitálu celkovému
	r_{ck}	úroková míra cizího kapitálu
	d	sazba daně z příjmu
	CK/K	poměr cizího kapitálu ke kapitálu celkovému

3.2. CELKOVÁ HODNOTA PODNIKU

Základem stanovení hodnoty podniku je budoucí peněžní tok (volný peněžní tok, Free Cash Flow), který bude podnik generovat. Prakticky se jedná o dvě verze této metody, které se liší tvarem peněžního toku, a to metoda volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (Free Cash Flow to the Firm) a metoda volného peněžního toku pro vlastníky (Free Cash Flow to the Equity). Společným rysem obou těchto metod je, že se oceňují zvlášť aktiva podniku spojená s její hlavní výdělečnou (provozní) činností a zvlášť finanční aktiva, resp. ostatní neprovozní aktiva. Ocenění vycházející z peněžních toků vede proto ke stanovení tzv. provozní hodnoty podniku, přičemž výsledná hodnota podniku se stanoví jako

součet provozní hodnoty podniku a ocenění neprovozních aktiv (především finančních investic). Provozní hodnota podniku se stanovuje vždy jako součet

- hodnoty 1. fáze (suma diskontovaného volného peněžního toku za plánovací období)
- hodnoty 2. fáze, představující ocenění podniku za období, pro které již nebyl stanoven finanční plán

Odlišnosti metody volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele a metody volného peněžního toku pro vlastníky spočívají především v tom, že metoda volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele

- vychází z hypotetického financování podniku pouze vlastním kapitálem
- jako diskontní sazbu užívá vážené průměrné náklady kapitálu
- primárním výsledkem této metody je stanovení provozní, resp. výsledné hodnoty podniku jako celku

3.2.1. METODA VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU PRO VLASTNÍKY A VĚŘITELE

Východiskem pro stanovení volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (Free Cash Flow to the Firm) je zisk před úroky a zdaněním (tato veličina se chápe jako provozní hospodářský výsledek, tj. ř. 29 výkazu zisků a ztrát). Zisk před úroky a zdaněním se snižuje o provozně nutné finanční náklady, které zahrnují ty náklady, které úzce souvisí s provozní (hlavní výdělečnou) činností podniku, účetně jsou však součástí finančních nákladů.

Další složky volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele tvoří úpravy o nepeněžní operace, změny pracovního kapitálu, nabytí a prodej investičního majetku.

3.2.1.1. HODNOTA 1. FÁZE

Hodnotu 1. fáze tvoří součet diskontovaného volného peněžního toku za plánovací období

$$H_1 = DPT_1 + DPT_2 + \dots + DPT_n,$$

kde H_1 hodnota 1. fáze
 DPT_i volný peněžní tok i-tého roku plánovacího období, diskontovaný k počátku tohoto období
 n délka plánovacího období

Veličiny DPT_i se určují podle vztahu

$$DPT_i = PT_i \cdot f_i,$$

kde PT_i je volný peněžní tok i-tého roku plánovacího a f_i je diskontní faktor i-tého roku.

Hodnoty diskontních faktorů se stanoví podle vztahu

$$f_i = 1 / [(1+r_1) \cdot (1+r_2) \cdot \dots \cdot (1+r_i)]$$

kde r_i je diskontní sazba (vážené průměrné náklady kapitálu) i-tého roku plánovacího období v desetinném vyjádření

3.2.1.2. HODNOTA 2. FÁZE

Ke stanovení hodnoty druhé fáze je zapotřebí nejprve určit tzv. pokračující hodnotu, tj. ocenění podniku k počátku období, pro které již nebyl stanoven finanční plán. Pro stanovení pokračující hodnoty je třeba odhadnout tempa růstu pro 2. fázi veličin, na kterých je toto ohodnocení založeno. Odhad těchto temp růstu je možné založit

- na znalosti průměrných temp růstu, kterých podnik dosáhla v minulosti, resp. kterých hodlá dosáhnout v plánovacím období,
- na jejich odvození od vnitřních (tzv. fundamentálních) předpokladů

Diskontováním pokračující hodnoty k datu ocenění získáme hodnotu 2. fáze. Jako diskontní faktor se zde uvažuje diskontní faktor posledního roku plánovacího období.

3.2.1.2.1. Hodnota 2.fáze z perpetuity

Perpetuita představuje součet nekonečně dlouhé řady volného peněžního toku 2. fáze, diskontovaného k počátku této fáze. Tuto perpetuitu je pak třeba diskontovat k datu ocenění (počátku plánovacího období), tj. převést ji na současnou hodnotu vynásobením diskontním faktorem posledního roku plánovacího období

$$P = \frac{PT_{n+1}}{r - g},$$

kde PT_{n+1} volný peněžní tok v roce $n+1$, tj. v 1. roce 2. fáze
 r diskontní sazba (vážené průměrné náklady kapitálu 2. fáze)
 g tempo růstu volného peněžního toku ve 2. fázi

Hodnota 2. fáze se stanoví podle vztahu

$$H_2 = P \cdot f_n,$$

kde P je perpetuita
 f_n diskontní faktor posledního roku plánovacího období

3.2.1.2.2. Hodnota 2.fáze založená na faktorech tvorby hodnoty

Za faktory tvorby hodnoty se považuje tempo růstu korigovaného provozního hospodářského výsledku po zdanění a rentabilita čistých investic, tj. přírůstků provozně nutného investovaného kapitálu.

Rentabilita čistých investic se stanovuje jako poměr přírůstků korigovaného provozního hospodářského výsledku po zdanění v následujícím roce k čistým investicím v daném roce. Přitom se předpokládá, že míra investic (vyjádřená podílem g/RCI) zůstává po celou druhou fázi stabilní.

Hodnota 2. fáze se určí podle vztahu

$$H_2 = \frac{KPHV_{n+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{RCI}\right)}{r - g} \cdot f_n$$

kde	KPHV _{n+1}	korigovaný provozní hospodářský výsledek po zdanění v 1. roce 2. fáze
	RCI	rentabilita čistých investic
	g	tempo růstu korigovaného provozního hospodářského výsledku po zdanění ve 2. fázi
	r	diskontní míra (vážené průměrné náklady kapitálu) ve 2. fázi
	f _n	diskontní faktor posledního roku plánovacího období

Pro případ trvalého růstu v terminálním období, kdy rentabilita čistých investic konverguje k váženým nákladům kapitálu lze z parametrického vzorce odvodit současnou hodnotu tzv. věčné renty z korigovaného provozního hospodářského výsledku hospodaření po upravených daních

$$H_2 = \frac{KPHV_{n+1}}{r} \cdot f_n$$

Výsledné výstupy zahrnující jednotlivé složky hodnoty podniku, resp. její celkovou hodnotu tvoří:

- hodnota 1. fáze
- hodnota 2. fáze
- provozní hodnota podniku (součet hodnoty 1. a 2. fáze)
- výsledná hodnota podniku (součet provozní hodnoty podniku a celkové hodnoty neprovozních aktiv k datu ocenění)
- hodnota vlastního kapitálu (výsledná hodnota podniku snižená o úročený cizí kapitál k datu ocenění)
- hodnota akcie (hodnota vlastního jmění připadající na jednu akcii)

4. FINANČNÍ ANALÝZA A PLÁN PODNIKU

4.1. MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ

Vývoj hlavních makroekonomických indikátorů české ekonomiky a jejich predikce vycházejí z Makroekonomické predikce České republiky, vydávané MF ČR a jsou shrnuty v následující tabulce:

		2001	2002	2003	2004	2005 <i>Predikce</i>	2006 <i>Predikce</i>	2005 <i>Minulá predikce</i>	2006
Hrubý domácí produkt	<i>růst v %, s.c.</i>	2,6	1,5	3,2	4,4	4,0	4,0	4,0	4,1
Spotřeba domácností	<i>růst v %, s.c.</i>	2,6	2,8	4,6	2,1	2,5	3,3	3,5	3,5
Spotřeba vlády	<i>růst v %, s.c.</i>	3,8	4,5	3,8	-2,0	0,4	-0,2	1,0	-1,4
Hrubá tvorba fixního kapitálu	<i>růst v %, s.c.</i>	5,4	3,4	4,7	7,6	5,3	5,6	7,1	7,1
Příspěvek zahr.obchodu k růstu HDP	<i>proc.body, s.c.</i>	-1,4	-2,0	-0,4	1,7	1,2	0,5	0,3	0,6
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	4,9	2,8	2,6	3,0	2,2	2,8	2,7	3,1
Průměrná míra inflace	<i>%</i>	4,7	1,8	0,1	2,8	1,8	2,2	1,8	2,2
Zaměstnanost (VŠPS)	<i>růst v %</i>	0,4	(0,8)	-0,7	-0,6	0,4	0,4	0,2	0,2
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	<i>průměr v %</i>	.	7,3	7,8	8,3	7,9	7,5	8,2	8,1
Objem mezd a platů	<i>růst v %, b.c.</i>	6,9	8,5	5,2	4,9	5,0	5,3	6,3	6,3
Podíl BÚ na HDP	<i>%</i>	-5,4	-5,6	-6,3	-5,2	-3,6	-3,5	-5,0	-3,9

zdroj: Makroekonomická predikce České republiky, MF ČR, červenec 2005

4.1.1. EKONOMICKÝ VÝVOJ

Meziroční přírůstek reálného HDP v 1. čtvrtletí 2005 dosáhl 4,4 %. Za celý rok 2005 se očekává přírůstek reálného HDP o 4,0. V následujícím roce se očekává zachování růstové dynamiky na stejné úrovni.

4.1.2. CENY ZBOŽÍ A SLUŽEB

Růst hladiny spotřebitelských cen se na počátku roku 2005 v porovnání s rokem 2004 výrazně zpomalil. Změnu trendu způsobuje především postupné odeznívání dopadu zvýšení nepřímých daní v rámci reformy veřejných financí a harmonizačních daňových úprav, které souvisejí se vstupem České republiky do EU, jakož i zpomalení cenového pohybu na světovém i domácím komoditním trhu surovin a výrobků. Pokles cen domácích zemědělských výrobců, který je patrný od 2. pololetí 2004, ovlivňuje se zpožděním současný pokles cen některých potravin.

Nákladový tlak na růst cen průmyslových výrobců, který byl vytvářen prakticky po celý rok 2004 v souvislosti s růstem cen na světových komoditních trzích s ropou a kovy, v tomto roce oslabil. Kromě toho je částečně kompenzován zhodnocováním směnného kurzu koruny vůči oběma světovým měnám (za 1. pololetí 2005 v průměru meziroční posílení o 7,9 % vůči EUR a 13,0 % vůči USD). To částečně omezuje především růst cen pohonných hmot a dopravy.

4.1.3. INFLACE

Průměrná meziroční míra inflace v roce 2004 dosáhla 2,8%, což je o 2,7 p.b. vyšší hodnota než v roce 2003, kdy byla inflace téměř nulová. Pro rok 2005 se odhaduje průměrná míra inflace v intervalu se středem 1,8% při příspěvku administrativních cenových opatření ve výši 1,4 p.b. Pro rok 2006 se předpokládá zvýšení průměrné míry inflace na 2,2%. K jejímu nárůstu by mělo přispívat i připravované narovnání cen nájemného. V dalších letech by se vliv administrativních opatření měl přibližně pohybovat na stejné úrovni. Bude záviset na době platnosti vyjednaných výjimek v rámci přístupových jednání s EU a postupném dokončení liberalizace cen na trhu s energiemi. Ve finančním plánu společnosti je uvažováno s výše uvedenou mírou inflace, která se projeví v nákladech na vlastní kapitál resp. při aplikaci metody diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele ve vážených nákladech na kapitál.

4.1.4. NEZAMĚSTNANOST

V roce 2004 se zaměstnanost snížila o 0,6% a dosáhla míry registrované nezaměstnanosti v průměru 10,2% s koncovou hodnotou 10,3%. V letech 2005 i 2006 se očekává vzhledem k růstové fázi ekonomiky i trvajícím různým formám aktivní podpory tvorby pracovních míst mírný růst zaměstnanosti o 0,4%. V roce 2005 se tedy předpokládá mírný pokles míry nezaměstnanosti na koncových 9,8% s průměrem 9,8% , v roce 2006 by pak oba indikátory měly dosáhnout hodnoty 9,5%.

4.1.5. VZTAHY K ZAHRANIČÍ

V roce 2005 se očekává, že podíl schodku běžného účtu na HDP dosáhne 3,6%, predikce na rok 2006 činí 3,5% HDP. Tato úroveň by neměla představovat makroekonomické riziko vzhledem k tomu, že deficit je z podstatné části tvořen reinvestovaným ziskem.

V negativním smyslu ovlivňují bilanci především ceny ropy, které se stále udržují na vysoké úrovni a přesahují všechny dosavadní předpovědi. Proti původním očekáváním se vyvíjí i exportní trhy v souvislosti s nízkým růstem ekonomik západoevropských států. Růst exportních trhů se odhaduje v roce 2005 na 4,3%. Rovněž odhadovaný růst exportní výkonnosti, která vystihuje konkurenceschopnost tuzemských výrobců na zahraničních trzích, se proti roku 2004 poměrně výrazně sníží (z 14,8% na 8,6%) vlivem odeznění některých jednorázových pozitivních efektů spojených se vstupem do EU.

4.1.6. SMĚNNÝ KURZ

Vývoj směnného kurzu na úroveň cca 30 CZK/EUR nepředstavuje při stávající struktuře obchodní výměny pro obchodní bilanci žádné riziko a meziroční zhodnocení proti USD (o 15,3 %) přispívá ke zlepšení bilance. Kurzový vývoj v roce 2005, kdy se očekává v průměru výraznější posílení koruny proti euru i dolaru, by neměl ohrozit konkurenceschopnost českého zboží, protože reálný směnný kurz vůči Německu se stále nachází pod dlouhodobým trendem.

4.1.7. ÚROKOVÉ SAZBY

V dubnu 2005 nastavila ČNB základní sazby takto: dvoutýdenní repo sazbu na 1,75%, diskontní sazbu na 0,75% a lombardní sazbu na 2,75%. Průměrná hodnota tříměsíční sazby PRIBOR v 1. čtvrtletí 2005 dosáhla 2,3 %. V letech 2005 i 2006 se odhaduje na úrovni 1,9 %. Úrokové sazby z celkového stavu úvěrů nefinančním podnikům v 1. čtvrtletí dosáhly hladiny 4,6 %, v roce 2005 se předpokládá 4,5 %. V 1. čtvrtletí roku 2005 se výnos do doby splatnosti 10letých státních dluhopisů pohyboval okolo průměrné hodnoty 3,6 %. Roční průměr za rok 2005 se odhaduje na 3,3 %, za rok 2006 na 3,4 %.

4.2. OBOR PODNIKÁNÍ

V rámci Odvětvové klasifikace ekonomických činností¹ (OKEČ) jsou výrobky společnosti BMT a.s. zařazeny v oddílu 331000 - Výroba zdravotnických přístrojů a zařízení včetně přístrojů pro ortopedické účely

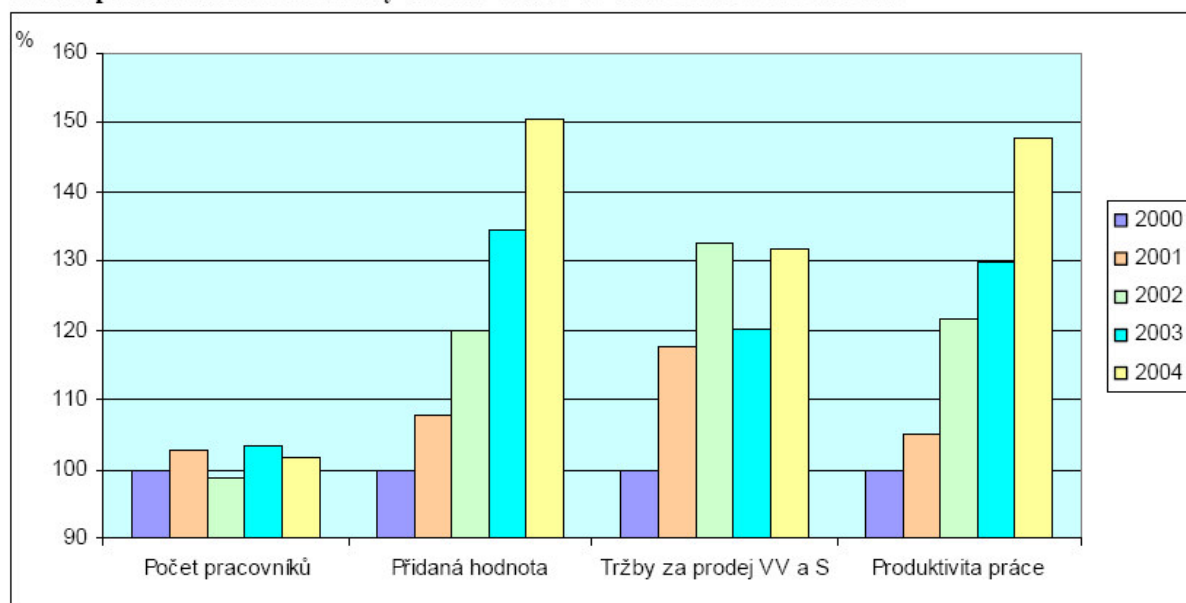
4.2.1. POZICE ODVĚTVY V RÁMCI ZPRACOVATELSKÉHO PRŮMYSLU

Odvětví OKEČ 33 má široké výrobní rozpětí se speciálními výrobními technologiemi, a to od jednoduchých zařízení, přes optické čočky až po složité přístroje a zařízení s výrazným podílem duševní práce, malými materiálními vstupy a minimálním dopadem na životní prostředí. Tradičními hlavními obory z hlediska finančního objemu výroby a exportu jsou měřicí a regulační přístroje, zdravotnická technika a optické přístroje (především brýlové čočky).

Z hlediska podílu na tržbách celého zpracovatelského průmyslu je OKEČ 33 na osmáctém místě. V rozmezí let 2000 až 2004 kolísaly meziročně tržby za prodej vlastních výrobků a služeb odvětví 33 od růstu o téměř 17 % (v roce 2001) až po pokles o 9 % (v roce 2003). Podíl na celém zpracovatelském průmyslu také mírně kolísal. Největší podíl byl zaznamenán v roce 2002 kdy byl 1,7 %, nejnižší podíl pak byl v roce 2004 kdy dosáhl jen 1,4 %. V roce 2003 byl tento podíl 1,5 %.

4.2.2. ZÁKLADNÍ PRODUKČNÍ CHARAKTERISTIKY

Hlavní produkční charakteristiky odvětví OKEČ 33 v letech 2000-2004 ve s.c.



Zdroj: ČSÚ, vlastní dopočet, rok 2004 = předběžná data; s.c. roku 2000

Ve srovnání let 2000 a 2004 vzrostly tržby za výrobky a služby celého odvětví o téměř 32 %. Největšího růstu dosáhl obor 33.1 zdravotnická technika, když zvýšil tržby o více než polovinu. Významný je také růst oboru 33.2 měřicí a regulační přístroje a oboru 33.3 automatizační technika. Obor 33.4 optické přístroje a fotografická zařízení zvýšil tržby na hranici inflace. Výrazný pokles pak zaznamenal obor 33.5 časoměrné přístroje.

Růst produktivity práce je třeba hodnotit kladně, neboť v tomto ukazateli stále zaostáváme za vyspělými zeměmi. Na růstu produktivity práce se pozitivně projevil i růst účetní přidané hodnoty. Největší nárůst produktivity práce v stálých cenách v porovnání let 2004/2000 byl zaznamenán u oboru zdravotnická technika. Je třeba ocenit, že tento růst byl dosažen při současném malém růstu počtu pracovníků.

¹ Zdroj: Panorama českého průmyslu, MPO, Praha 2004

Hlavní produkční charakteristiky odvětví OKEČ 33 v letech 2000 – 2004 ve s.c.

(mil. Kč, osob)	2000	2001	2002	2003	2004*
Tržby za prodej VVaS 33	27 918,8	32 838,6	37 056,1	33 563,6	36 766,7
Meziroční index	x	117,6	112,8	90,6	109,5
Kumulovaný index	100,0	117,6	132,7	120,2	131,7
Účetní přidaná hodnota 33	9 611,1	10 364,2	11 520,6	12 907,5	14 459,6
Meziroční index	x	107,8	111,2	112,0	112,0
Kumulovaný index	100,0	107,8	119,9	134,3	150,4
Produktivita práce z PH 33	313,2	328,8	380,6	406,6	463,3
Meziroční index	x	105,0	115,8	106,8	113,9
Kumulovaný index	100,0	105,0	121,5	129,8	147,9
Počet pracovníků 33	30 687,0	31 525,0	30 273,0	31 743,0	31 207,0
Meziroční index	x	102,7	96,0	104,9	98,3
Kumulovaný index	100,0	102,7	98,7	103,4	101,7

Zdroj: ČSÚ, vlastní dopočet; *předběžná data

4.2.3. ZAHRANIČNÍ OBCHOD

Vývoz výrobků v odvětví OKEČ 33 má převážně vzestupný trend. V období let 2000 až 2004 dosáhlo odvětví 33 růstu vývozu o 104 %, když největší objem vývozu byl zaznamenán s výrobky oboru měřicí a regulační přístroje. Druhý největší objem byl, díky brýlovým čočkám, v oboru optické přístroje a fotografická zařízení. Pozadu nezůstal ani obor zdravotnická technika. Také dovoz odvětví stoupl v tomto období téměř o 25 %. I v tomto případě byl největší objem dovozu dosažen s výrobky oboru měřicí a regulační přístroje. Největší nárůst dovozu byl zaznamenán v oboru optické přístroje a fotografická zařízení.

Vývoj zahraničního obchodu s výrobky SKP 33 v letech 2000 - 2004

(mil. Kč)	2000	2001	2002	2003	2004
Vývoz	14 870,5	18 050,1	18 000,6	21 695,9	30 398,5
Dovoz	33 415,0	36 696,6	35 928,6	38 360,0	41 728,5
Saldo	-18 544,5	-18 646,5	-17 928,0	-16 664,1	-11 330,0
Meziroční index	00/99	01/00	02/01	03/02	04/03
Vývoz	x	121,4	99,7	120,5	140,1
Dovoz	x	109,8	97,9	106,8	108,8

Zdroj: ČSÚ, vlastní dopočet

4.2.4. PERSPEKTIVY ODVĚTVÍ OKEČ 33

Vývoj výrobků tohoto odvětví je určen stálou důležitostí pro spotřebu celou společností a průmyslem. Dnes se prakticky výrobky tohoto odvětví, především měřicí a regulační techniky používají v mnoha oblastech, strojích nebo zařízeních. Významným rozvojem prochází stále ještě měřicí a regulační přístroje a zdravotnická technika. Úroveň odvětví je již nyní zakládána ve vývoji nových progresivních výrobků a budování nových ekonomicky výhodných technologií. Jedinou výjimkou je obor časoměrných přístrojů, který se dostal do útlumu. Pro zahraniční firmy je ČR stále zajímavým teritoriem pro investování z důvodu kvalitní ale zároveň relativně levné pracovní síly.

V blízké budoucnosti se dá očekávat určité zpomalení růstu tohoto odvětví. To bude spojené s přechodem investorů od budování převážně výrobních kapacit, na budování technologických center a center strategických služeb. Vzrostou tak nároky na kvalifikaci pracovníků, u nichž bude stále více požadováno vysokoškolské vzdělání.

4.3. FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU

Finanční analýza podniku byla provedena po dobu historického období let 2002 až 2004 a taktéž vzhledem k aplikaci výnosového způsobu ocenění i po období let finančního plánu pro roky 2005 až 2010. Ve finanční analýze byly provedeny výpočty:

I. Ukazatele zadluženosti		
1	Stupeň finanční nezávislosti	$100 \cdot VK/K$
2	Stupeň zadlužení	$100 \cdot CK/K$
3	Úrokové krytí	$100 \cdot (HZ + \dot{U}) / \dot{U}$
4	Stupeň samofinancování	$100 \cdot (NZ + FZ) / (ZK + KF)$
II. Ukazatele krytí stálých aktiv		
5	I.stupeň krytí stálých aktiv	$100 \cdot VK/SA$
6	II.stupeň krytí stálých aktiv	$100 \cdot DK/SA$
III. Likvidita		
7	Okamžitá likvidita	$100 \cdot FM/KCK$
8	Rychlá likvidita	$100 \cdot (FM + POHLK) / KCK$
9	Běžná likvidita	$100 \cdot OA/KCK$
IV. Ukazatelé obratu		
10	Obrat zásob	$T/ZÁS$
11	Obrat pohledávek	$T/POHL$
12	Obrat vlastního kapitálu	T/VK
13	Obrat celkového kapitálu	T/K
V. Ukazatelé rentability		
14	Rentabilita tržeb	$100 \cdot Z/T$
15	Rentabilita vlastního kapitálu	$100 \cdot Z/VK$
16	Rentabilita celkového kapitálu	$100 \cdot (Z + \dot{U}(1 - Sdp)) / K$
17	Rentabilita celkového kapitálu	$100 \cdot (HZ + \dot{U}) / K$
VI. Ukazatelé produktivity		
18	Produktivita z výkonů (tis.Kč/prac)	$V/\text{počet prac.}$
19	Produktivita z přidané hodnoty (tis.Kč/prac)	$PH/\text{počet prac.}$
VII. Ukazatelé kapitálového trhu		
20	Zisk na 1 000 Kč akciového kap.	$Z/(AK/1000)$
21	Dividendy na 1 000 Kč akciového kap.	$DIV/(AK/1000)$
22	Podíl dividend ze zisku	$100 \cdot DIV/Z$

Finanční analýza je přílohou znaleckého posudku č. 7.

4.4. FINANČNÍ PLÁN PODNIKU

Východiskem pro aplikaci metody diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele je finanční plán podniku. Finanční plán společnosti **BMT** a.s. byl zpracován s výhledem do roku 2010. Finanční plán podniku nenahrazuje standardní finanční a obchodní plán, který společnost vyhotovuje pro vlastní obchodní a finanční potřebu. Znalci je známo, že české účetní standardy byly v období od prvního roku historického období finančního plánu do dne zpracování znaleckého posudku revidovány. Avšak v zájmu zachování kontinuity byl finanční plán sestaven v návaznosti na historické účetní výkazy. Cílem finanční projekce je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku společnosti. Předložená finanční projekce společností byla znalcem korigována v návaznosti na vlastní zkušenosti a zjištění. Plánovaná tempa růstu byla stanovena po provedení horizontální analýzy výnosů, nákladů a rozvahy. Procentní struktura výnosů, nákladů a rozvahy byla stanovena na základě vertikální analýzy.

Zásady uplatněné při modelování finančního plánu

- plán tržeb za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb vychází především z předpokládaných objemů z velkoobjemových a maloobjemových parních sterilizátorů, horkovzdušných sterilizací a výrobků rentgenové diagnostiky
- výkonová spotřeba je plánována ve vazbě na předpokládaný objem výkonů
- plánovaný objem mzdových prostředků vychází z předpokládaného stavu zaměstnanců a tempa růstu přidané hodnoty
- plánování odpisů vychází z odhadu časové řady odpisů stávajícího majetku a odpisů z nově plánovaných investic
- plán krátkodobých pohledávek kalkulován ve vazbě k odpovídajícím výnosům s přihlédnutím k době obratu pohledávek
- plán zásob kalkulován ve vazbě k odpovídajícím výnosům s přihlédnutím k době obratu zásob
- plánování finančního majetku – výsledná veličina plánu určena ve výkaze peněžních toků v důsledku vybilancovatelnosti rozvahy
- plánování krátkodobých závazků plánováno
 - a) s ohledem na dobu splatnosti
 - b) ve vazbě na oběžná aktiva tak, aby hodnota pracovního kapitálu byla vždy kladná
- plánování dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku
 - a) při respektování stavu majetku v posledním historickém vývoji
 - b) zvyšování o plánovanou obnovu, rekonstrukce a investice
 - c) snižování o plánované odpisy
 - d) snižování o plánované odprodeje
- plánované investice jsou plánovány v souladu s dlouhodobým strategickým záměrem
- plánování stálých pasiv – financování jak vlastním tak i cizím kapitálem

4.4.1. PLÁNOVANÉ PROVOZNÍ VÝNOSY

4.4.1.1. TRŽBY ZA PRODEJ ZBOŽÍ

Tab. Vývoj tržeb za prodej zboží a jejich tempo růstu v letech 2001 až 2004

Rok	2001	2002	2003	2004
Tempo růstu tržeb za prodej zboží	-	-13,84%	-6,72%	-16,66%
Tržby za prodej zboží v tis. Kč	52 389	45 136	42 105	35 092

Tab. Predikce tržeb za prodej zboží a jejich tempa růstu v letech 2005 až 2010

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tempo růstu tržeb za prodej zboží	-42,74%	3,38%	3,00%	2,50%	3,00%	3,20%
Tržby za prodej zboží v tis.Kč	20 092	20 772	21 395	21 930	22 588	23 310

4.4.1.2. TRŽBY ZA PRODEJ VLASTNÍCH VÝROBKŮ A SLUŽEB

Plán tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb vychází především z předpokládaných objemů z prodeje z velkoobjemových a maloobjemových parních sterilizátorů, horkovzdušných sterilizací a výrobků rentgenové diagnostiky.

Tab. Vývoj tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb a jejich tempo růstu v letech 2001 až 2004

Rok	2001	2002	2003	2004
Tempo růstu tržeb za prodej výrobků a služeb	-	7,93%	9,29%	-4,86%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v tis. Kč	338 296	365 138	399 047	379 672

Tab. Predikce tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb a jejich tempa růstu v letech 2005 až 2010

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tempo růstu tržeb za prodej výrobků a služeb	2,92%	5,80%	4,78%	7,77%	8,99%	7,58%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v tis.Kč	390 768	413 440	433 182	466 821	508 776	547 319

4.4.2. PLÁNOVANÉ PROVOZNÍ NÁKLADY

4.4.2.1. NÁKLADY NA PRODEJ ZBOŽÍ

Tab. Vývoj nákladů na zboží a jejich relace k tržbám v letech 2001 až 2004

Rok	2001	2002	2003	2004
Náklady na zboží / Tržby za prodej zboží	79,95%	73,96%	85,45%	82,77%
Náklady na zboží v tis. Kč	41 885	33 381	35 978	29 047

Tab. Predikce nákladů na zboží a jejich relace k tržbám v letech 2005 až 2010

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Náklady na zboží / Tržby za prodej zboží	83,88%	81,31%	82,01%	82,01%	82,00%	81,98%
Náklady na zboží v tis. Kč	16 854	16 890	17 545	17 985	18 522	19 110

4.4.2.2. SPOTŘEBA MATERIÁLU A ENERGIE

Tab. Vývoj spotřeby materiálu a energie a jejich relace k tržbám v letech 2001 až 2004

Rok	2001	2002	2003	2004
Spotřeba materiálu a energie / Tržby za výrobky a služby	52,35%	52,53%	46,43%	53,23%
Spotřeba materiálu a energie v tis. Kč	177 100	191 800	185 287	202 104

Tab. Predikce spotřeby materiálu a energie a jejich relace k tržbám v letech 2005 až 2010

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Spotřeba materiálu a energie / Tržby za výrobky a služby	52,90%	43,80%	43,85%	44,00%	44,15%	44,25%
Spotřeba materiálu a energie v tis. Kč	206 726	219 167	231 800	248 080	268 000	293 000

4.4.2.3. NÁKLADY NA SLUŽBY

Tab. Vývoj nákladů na služby a jejich relace k tržbám v letech 2001 až 2004

Rok	2001	2002	2003	2004
Náklady na služby / Tržby za výrobky a služby	13,69%	13,45%	12,40%	13,87%
Náklady na služby v tis. Kč	46 305	49 114	49 482	52 679

Tab. Predikce nákladů na služby a jejich relace k tržbám v letech 2005 až 2010

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Náklady na služby / Tržby za výrobky a služby	12,96%	12,80%	13,34%	12,75%	12,19%	11,42%
Náklady na služby v tis. Kč	50 636	52 935	57 800	59 500	62 000	62 500

4.4.2.4. NÁKLADY NA MZDY

Ve finančním plánu je kalkulováno s meziročním navyšováním mzdy zaměstnanců ve výši 5-6%.

Tab. Vývoj nákladů na mzdy a jejich tempo růstu v letech 2001 až 2004

Rok	2001	2002	2003	2004
Tempo růstu mezd	-	17,22%	8,30%	2,26%
Mzdy v tis. Kč	73 978	86 717	93 918	96 038

Tab. Predikce nákladů na mzdy a jejich tempa růstu v letech 2005 až 2010

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tempo růstu mezd	0,61%	-2,65%	6,00%	5,92%	6,25%	5,53%
Mzdy v tis. Kč	96 621	94 056	99 696	105 600	112 200	118 400

4.4.3. PRACOVNÍ KAPITÁL

Pracovní kapitál zahrnuje krátkodobý finanční majetek, zásoby, pohledávky a krátkodobé závazky vyjma krátkodobých bankovních úvěrů. V projekci je provedeno započtení pouze v provozně nutném rozsahu, tzn. krátkodobý finanční majetek dle okamžité likvidity a ostatní položky pracovního kapitálu dle počtu obrátek

Tab. Vývoj počtu obrátek složek pracovního kapitálu v letech 2001 až 2004

Rok	2001	2002	2003	2004
Počet obrátek krátkodobých pohledávek z obchodního styku	3,21	4,08	4,58	3,70
Počet obrátek zásob	2,71	2,52	3,04	2,71
Počet obrátek krátkodobých závazků z obchodního styku	4,38	6,94	9,48	7,89

Tab. Predikce počtu obrátek složek pracovního kapitálu v letech 2005 až 2010

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Počet obrátek krátkodobých pohledávek z obch. styku	4,68	4,78	4,89	5,10	5,44	5,73
Počet obrátek zásob	3,01	3,16	3,07	3,23	3,41	3,59
Počet obrátek krátkodobých závazků z obch. styku	9,30	10,08	11,40	12,62	14,13	15,64

Tab. Predikce složek pracovního kapitálu v letech 2005 až 2010

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Krátkodobé pohledávky z obchodního styku	83 500	86 500	88 500	91 500	93 500	95 500
Zásoby	129 963	130 963	141 000	144 500	149 000	152 500
Krátkodobé závazky z obchodního styku	42 000	41 000	38 000	37 000	36 000	35 000

4.4.4. INVESTICE A ODPISY

Plánování dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku je založeno na

- respektování stavu majetku v posledním historickém vývoji
- zvyšování o plánovanou obnovu, rekonstrukce a investice
- snižování o plánované odpisy

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Investice v tis. Kč	16 187	19 220	12 550	9 259	9 600	11 161
Odpisy v tis. Kč	10 172	10 788	12 681	15 501	15 742	13 954

4.4.5. SWOT

4.4.5.1. SILNÉ STRÁNKY:

- schopnost zajištění kompletního procesu výroby či služby – marketing, vývoj, realizace, servis
- vysoká technická a kvalitativní úroveň výrobků, srovnatelná s největšími světovými konkurenty, využívání nejnovějších poznatků vědy a techniky, spolupráce s VŠ
- silné vývojové oddělení, schopnost realizovat náročné zákaznické požadavky v krátkých termínech – unikátní výrobky ve standardních termínech, přizpůsobení SW
- využívání synergie ze začlenění do silné skupiny MMM-Group
- zavedený systém kvality ISO 9001 a mnohé oborové certifikace umožňující vyrábět pro nejnáročnější zákazníky ve všech zemích světa (zatím cca 100 zemí)
- velká diverzifikace trhů omezuje lokální výkyvy poptávky
- dceřinné obchodní společnosti na významných trzích
- plochá organizační struktura, definované procesy, pravomoci, zodpovědnost
- zavedené procesy pro rychlou reakci na zákaznické potřeby
- zajištěný kvalitní servis v blízkosti každého zákazníka
- intenzivní využívání moderních informačních a komunikačních technologií
- 80-ti letá tradice ve svém oboru
- využívání nejmodernějších technologií pro výrobu, montáž a testování
- malý sklad hotových výrobků – finalizace výroba převážně pro konkrétní zákazníky
- důraz na neustálé zvyšování kvalifikace a odborného růstu zaměstnanců, rozvoj víceprofesnosti, využívání časového fondu pro vyrovnávání kapacitních potřeb
- důraz na nestálé zlepšování vztahů se zákazníky
- kvalitní tým

4.4.5.2. SLABÉ STRÁNKY

- starší výrobní areál, vyšší náklady na údržbu, složitá vnitropodniková logistika
- jazyková bariéra při komunikaci s cizinou (pro běžné pracovníky)
- zakázky na relativně krátké období dopředu – nutnost neustálé optimalizace zásob rozpracované výroby, velký podíl operativního řízení
- stárnoucí ERP informační systém
- příliš široký sortiment materiálů
- teprve začínající integrace dodavatelů přímo do procesu výroby
- malé nákupní množství speciálních materiálů, delší dodací termíny, vyšší ceny
- obtížná kalkulace unikátních výrobků
- malý podíl servisu na obratu

4.4.5.3. PŘÍLEŽITOSTI:

- výstavba nového výrobního areálu a výhodný prodej současného areálu (střed města)
- jazykové vzdělávání ve všech úrovních
- standardizace, unifikace, modularizace všech nových výrobků
- pořízení moderního ERP informačního systému
- větší integrace dodavatelů do procesu výroby, oddělení strategického nákupu
- rozšiřovat vlastní servis v oblastech s větší hustotou našich výrobků
- prohlubování orientace na zákazníka a týmové práce až k výrobním dělníkům
- dobré vztahy s bankami
- neustálé zlepšování jako běžná součást výkonu práce
- rozšiřování se na příbuzné trhy – laboratoře

4.4.5.4. RIZIKA:

- oborové riziko – dodávky především rozpočtovým organizacím, vliv politické a hospodářské situace
- požadavek dodávek v termínech kratších než celý průběh výroby
- potřeba vyšších zásob rozpracované výroby v dílcích a modulech
- potřeba cizích zdrojů k profinancování zásob materiálů a rozpracované výroby
- závislost na subdodavatelích pro komplexní dodávky (průmyslové myčky)
- vysoce specializovaní, obtížně nahraditelní pracovníci

4.5. POUŽITÝ ZPŮSOB OCENĚNÍ

Hodnota podniku je podle obchodního zákoníku platného v České republice obecně pojímána jako hodnota aktiv snižená o hodnotu dluhů. Při určování této hodnoty je třeba rozlišovat hodnotu tržní a hodnotu subjektivní. Subjektivní hodnotou je hodnota z pohledu konkrétního investora. Měla by odrážet jeho konkrétní možnosti, cíle i náklady příležitosti. Tržní hodnota by měla vyjadřovat názor trhu, resp. širšího okruhu investorů na perspektivu podniku a zároveň na alternativní výnosnost investic do běžně obchodovaných cenných papírů na kapitálovém trhu.

Cílem tohoto znaleckého posudku stanovit tržní hodnotu akcií vydaných společností **BMT a.s.** za účelem stanovení ceny předmětu dražby. U oceňované společnosti se předpokládá trvání společnosti do „nekonečna“ (going concern).

Po prostudování předložených podkladů a dat z veřejně přístupných zdrojů bylo použito pro ocenění **výnosového způsobu**, který vychází z výnosu z předmětu ocenění skutečně dosahovaného nebo z výnosu, který lze z předmětu ocenění za daných podmínek obvykle získat, a z kapitalizace tohoto výnosu. Výnosový způsob ocenění je teoreticky nejsprávnější metodou, poněvadž představuje pro akcionáře hodnoty určené očekávanými příjmy. Za výnosovou oceňovací metodou byla zvolena **metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele**, poněvadž pro aplikaci této metody bylo dostatečné množství dat podložené střednědobým finančním plánem. Výnosová metoda při stanovení hodnoty akcií reflektuje nejen historii podniku, realizované minulé výnosy, ale i očekávaný vývoj podniku.

Použití **nákladových metod** v souhrnném ocenění, vyjádřených souhrnem ocenění relativně samostatných ocenění jednotlivých majetkových složek snižený o ocenění všech závazků, je omezené, neboť reflektují současnou prodejní cenu na trhu s velkým časovým odstupem. Substanční metoda na principu reprodukčních cen je účelným doplňkovým údajem pro výnosové ocenění. Uplatňuje se především pro stanovení rozsahu zastavitelného majetku podniku, ocenění dílčích podílů na kapitálových společnostech, ulehčuje odhad potřebných investic a odpisů pro finanční plán. Ve výjimečných případech, kdy dochází k zásadnímu zlomu ve vývoji podniku, lze použít substanční hodnotu přímo jako základ pro ocenění podniku.

Porovnávací způsob, který vychází z porovnání předmětu ocenění se stejným nebo obdobným předmětem, nebylo možno aplikovat, neboť hodnoty srovnatelných podniků mezi nezávislými účastníky nejsou známy.

Zjišťování **likvidační hodnoty** je prováděno u podniků ztrátových, poněvadž majetek vložený do podniku dlouhodobě nepřináší svým vlastníkům požadovaný výnos a příjem získaný rozprodejem majetku po úhradě závazků a nákladů na likvidaci představuje pro vlastníky nejlepší možný výnos z této investice. Teto ocenění představuje dolní hranici ocenění.

5. METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ PRO VLASTNÍKY A VĚŘITELE

Bezprostředním výsledkem tohoto výnosového ocenění je hodnota upravených aktiv. Upravenými aktivy rozumíme součet stálých aktiv a pracovního kapitálu, které stanovíme na základě volných peněžních toků pro firmu. Volné peněžní toky převádíme na současnou hodnotu pomocí diskontní míry.

5.1. DISKONTNÍ MÍRA

Vzhledem k aplikaci metody diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele je diskontní míra stanovována na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál - WACC. Vlastní výpočet diskontní míry zahrnuje stanovení struktury kapitálu, určení nákladů na vlastní a cizí kapitál a vlastní výpočet WACC.

5.1.1. NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál byl použit model kapitálových aktiv, který stanovuje náklady vlastního kapitálu ve tvaru

$$n_{vk} = r_f + \beta \cdot RPT + RPZ + r_{sc} + r_l$$

kde	r_f	výnosnost zcela nerizikových finančních aktiv (státních dluhopisů)
	RPT	riziková premie trhu
	RPZ	riziková premie země
	r_{sc}	přirážka za menší společnost
	r_l	přirážka za likviditu
	β	vyjadřuje citlivost výnosnosti akcií oceňovaného podniku na změny celého trhu, měřené burzovním indexem

Výpočet n_{vk} v roce 2005:

r_f (výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	4,6%
Beta nezadlužené	0,79
Riziková premie kap. trhu USA (průměr 1926-2004)	4,84%
Rating České republiky	A1

Zdroj: Budget of the United States Government – fiscal year 2006, www.whitehouse.gov/omb/budget/fy2006.

Zdroj: www.damodaran.com, sekce Updated Data

Zdroj: www.moodys.com

Riziko selhání země (premie USA dluhopisů A1 oproti AAA)	1,0%
Odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům	1,5
Riziková premie země	1,5%
Inflace ČR	1,8%
Inflace USA	2,4%
Inflační diferencál	- 0,6%
Riziková premie země opravená o rozdíl v inflaci	0,9%

Zdroj: www.damodaran.com

Zdroj: Budget of the United States Government – fiscal year 2006, www.whitehouse.gov/omb/budget/fy2006.

Zdroj: Makroekonomické predikce České republiky, červenec 2005

Riziková přírážka za menší společnost	1,70%
Riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů	0,00%

Tržní poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	37,48%
Daňová sazba	26%

$$\beta_{\text{zadlužené}} = \beta_{\text{nezadlužené}} \cdot \left[1 + \frac{\text{Cizí kapitál} \cdot (1 - \text{daňová sazba})}{\text{Vlastní kapitál}} \right]$$

Beta zadlužené	1,0091
----------------	--------

$$n_{vk} = r_f \text{ USA} + \beta \cdot RPT_{\text{USA}} + RPZ$$

Náklady vlastního kapitálu	12,08%
----------------------------	--------

Za výnosnost bezrizikových cenných papírů je považována očekávaná výnosnost 10-letých státních dluhopisů USA v roce 2005. Údaje byly převzaty z Budget of the United States Government - Table 12-1. ECONOMIC ASSUMPTIONS 1.

Nezadlužený odvětvový koeficient pro Medical Supplies β ve výši 0,79 a riziková prémie kapitálového trhu ve výši 4,84% byly převzaty z amerického trhu. Zdroj údajů www.damodaran.com

Inflační diferenciál byl stanoven ve výši průměrného diferenciálu mezi očekávanou inflací České republiky a očekávanou inflací USA. Zdroj dat Makroekonomická predikce ČR, Budget of the United States Government – fiscal year 2006.

Výpočet n_{vk} explicitní období let 2005 až 2010

	6/2005	2006	2007	2008	2009	2010
r_f výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA	4,6%	5,2%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%
Beta nezadlužené	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
Riziková prémie kap. trhu USA (průměr 1926-2003)	4,84%	4,84%	4,84%	4,84%	4,84%	4,84%
Rating České republiky	A1	A1	A1	A1	A1	A1

Riziko selhání země (prémie USA dluhopisů A1 oproti AAA)	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Riziková prémie země	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci	0,9%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%

Poměr cizího a vlastního kapitálu v tržních cenách	37,48%	37,86%	30,80%	25,07%	22,76%	19,10%
Daňová sazba	26%	24%	24%	24%	24%	24%

Beta zadlužené	1,0091	1,0113	0,9749	0,9405	0,9266	0,9047
----------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Náklady vlastního kapitálu	12,08%	13,19%	13,32%	13,25%	13,28%	13,18%
----------------------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

5.1.2. PRŮMĚRNÉ VÁŽENÉ NÁKLADY KAPITÁLU WACC

Výpočet průměrných vážených nákladů je proveden na základě tržních hodnot. Cizí kapitál pro je tvořen bankovními úvěry, které jsou do odhadu kapitálové struktury převzaté v její účetní hodnotě, a dlouhodobými závazky. V případě určení tržní hodnoty vlastního kapitálu se jedná o hodnotu, kterou hledáme. V praxi se tento problém řeší stanovením cílové struktury² uplatněním iteračního postupu.

$$WACC = r_{vk} \cdot VK/K + r_{ck} (1 - d) \cdot CK/K$$

<i>kde</i>	<i>WACC</i>	<i>průměrné vážené náklady na kapitál</i>
	<i>r_{vk}</i>	<i>úroková míra vlastního kapitálu</i>
	<i>VK/K</i>	<i>poměr vlastního kapitálu ke kapitálu celkovému</i>
	<i>r_{ck}</i>	<i>úroková míra cizího kapitálu</i>
	<i>d</i>	<i>sazba daně z příjmu</i>
	<i>CK/K</i>	<i>poměr cizího kapitálu ke kapitálu celkovému</i>

Tab. Složky kapitálové struktury společnosti v tržních cenách v explicitním období 2005 až 2010 k počátku období

(v tis. Kč a v %)	6//2005	2006	2 007	2 008	2 009	2010
Vlastní kapitál	166 410	160 026	178 088	199 177	204 681	208 853
Podíl na kapitálu VK/K	72,74%	72,54%	76,45%	79,96%	81,46%	83,96%
Cizí kapitál	62 370	60 578	54 856	49 926	46 582	39 890
Podíl na kapitálu CK/K	27,26%	27,46%	23,55%	20,04%	18,54%	16,04%

Tab. Složky kapitálové struktury společnosti v tržních cenách v terminálním období

(v tis. Kč a v %)	2.fáze
Vlastní kapitál	218 728
Podíl na kapitálu VK/K	86,10%
Cizí kapitál	35 310
Podíl na kapitálu CK/K	13,90%

Tab. Výše průměrných nákladů WACC společnosti v explicitním období 2005 až 2010

			6/2005	2006	2007	2008	2009	2010
Náklady na vlastní kapitál	<i>r_{vk}</i>	%	12,08%	13,19%	13,32%	13,25%	13,28%	13,18%
Náklady na cizí kapitál	<i>r_{ck}</i>	%	2,91%	3,21%	3,26%	3,10%	3,36%	3,46%
Sazba daně z příjmu	<i>d</i>	%	26	24	24	24	24	24
Průměrné náklady kapitálu	WACC	%	9,38%	10,22%	10,77%	11,07%	11,30%	11,49%

Tab. Výše průměrných nákladů WACC společnosti v terminálním období

			2.fáze
Náklady na vlastní kapitál	<i>r_{vk}</i>	%	13,19
Náklady na cizí kapitál	<i>r_{ck}</i>	%	3,46
Sazba daně z příjmu	<i>d</i>	%	24
Průměrné náklady kapitálu	WACC	%	11,72

² Copeland T. – kollet T. – Murrin J.: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 1990 U.S.A., str. 174

5.2. NEPROVOZNÍ MAJETEK

Výsledná hodnota společnosti se stanovuje jako součet provozní hodnoty firmy a ocenění neprovozních aktiv k datu ocenění. Neprovozní aktiva tvoří provozně nepotřebný dlouhodobý majetek, provozně nepotřebný finanční majetek, dlouhodobý finanční majetek bez provozně nutného dlouhodobého finančního majetku, zásoby a pohledávky spojené s provozně nepotřebnou činností. Společnost eviduje ve svém účetnictví majetek, který lze považovat za provozně nepotřebný. V tomto ocenění je za neprovozní majetek považován

- a) provozně nepotřebný finanční majetek, tj. peněžní prostředky, jejichž výše přesahuje 20% výše krátkodobých závazků společnosti
- b) provozně nepotřebný hmotný nemovitý majetek – rekreační středisko v ceně 2,826.000,-Kč
- c) podíly v ovládaných a řízených osobách

Tab. Provozně nepotřebný finanční majetek

ke dni 30.6.2005

Provozně potřebná likvidita	%	20
Závazky krátkodobé	tis. Kč	62 654
Finanční majetek	tis. Kč	2 046
Provozně potřebný finanční majetek	tis. Kč	2 046
Provozně nepotřebný finanční majetek	tis. Kč	0

Majetkové účasti na jiných osobách představují 100% účasti na základním kapitálu ve společnostech BMT s.r.o. (Piešťany, Slovensko), BMT Sp. zoo. (Krakow, Polsko), OOO BMT Moskva (Ruská federace), DP BMT UA (Kyjev, Ukrajina), 60% účast na MMM Medcenter Einrichtungen GmbH a 51% účast na BMT Iberia (Madrid, Španělsko). Znalecká hodnota majetkových účastí v ovládaných a řízených osobách byla stanovena ve výši poměrné účasti na vlastním kapitálu.

Tab. Provozně nepotřebný dlouhodobý finanční majetek ke dni 30.6.2005

v tis.Kč

	Podíl na ZK	Hodnota VK	Poměrná hodnota na VK
BMT s.r.o.	100%	1 670	1 670
BMT Sp.zoo.	100%	3 609	3 609
OOO BMT Moskva	100%	215	215
DP BMT UA	100%	86	86
BMT Iberia	51%	2 396	1 222
MMM Medcenter Einrichtungen GmbH	60%	- 11 059	0
Provozně nepotřebný majetek			6 802

Tab. Provozně nepotřebný majetek

ke dni 30.6.2005

Provozně nepotřebný finanční majetek	tis. Kč	0
Provozně nepotřebný hmotný nemovitý majetek	tis. Kč	2 826
Provozně nepotřebný dlouhodobý finanční majetek	tis. Kč	6 802
Provozně nepotřebný majetek	tis. Kč	9 628

Celková výše neprovozního majetku představuje částku **9,628.000,-Kč**.

5.3. PROVOZNÍ HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK PŘED ÚROKY A DANĚMI

Pro výpočet výnosové hodnoty se používá upravený provozní hospodářský výsledek před úroky a daněmi tzv. upravený EBIT (*Earnings Before Interests and Taxes*). Při výpočtu upraveného EBITu se vychází z provozního hospodářského výsledku dle českých účetních standardů, přičemž se připočítávají výnosové úroky z provozního finančního majetku, ostatní finanční výnosy a odečítají se ostatní finanční náklady.

Tab. Výpočet EBIT

	7-12/2005	2006	2007	2008	2009	2010
Provozní zisk před zdaněním a úroky	13 691	29 611	31 221	31 559	40 378	43 991
Ostatní finanční výnosy	5 645	7 000	10 000	10 000	6 000	3 000
Ostatní finanční náklady	7 499	7 150	11 500	10 000	7 500	4 000
Výnosové úroky z provozně potřebného finančního majetku	36	84	88	59	48	40
Provozní hospodářský výsledek před úroky a daněmi EBIT	11 873	29 545	29 809	31 618	38 926	43 031

5.4. VÝPOČET VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU

Volný peněžní tok představuje veškeré peněžní toky, které společnost vytváří, určené vlastníkům a věřitelům.

Tab. Výpočet volného peněžního toku

	6/2005	2006	2007	2008	2009	2010
Upravený EBIT	11 873	29 545	29 809	31 618	38 926	43 031
Přepočtená daň	3 087	7 091	7 154	7 588	9 342	10 327
Provozní zisk po upravené dani	8 786	22 454	22 655	24 030	29 584	32 704
Úpravy o nepeněžní operace	3 988	9 038	11 531	15 301	15 342	13 554
Odpisy dlouhodobého majetku	5 068	10 788	12 681	15 501	15 742	13 954
Změna zůstatků rezerv	0	0	0	0	0	0
Změna zůstatků čas. rozlišení a dohadných účtů	-800	-550	-1 050	0	-200	-200
Zisk (ztráta) z prodeje dlouhodobého majetku	-280	-1 200	-100	-200	-200	-200
Peněžní tok z provoz. činnosti před změnami prac.kap.	12 774	31 492	34 186	39 331	44 926	46 258
Změna provozně nutného pracovního kapitálu	9 506	-4 959	-12 717	-4 660	-9 720	-11 820
Změna stavu provozně potřebného fin. majetku	-10 574	120	420	40	180	80
Změna stavu pohledávek	7 133	-3 479	-1 000	-1 000	-1 000	-3 500
Změna stavu krátkodobých závazků	3 309	-600	-2 100	-200	-900	-400
Změna stavu zásob	9 638	-1 000	-10 037	-3 500	-8 000	-8 000
Peněžní tok z provozní činnosti	22 280	26 533	21 469	34 671	35 206	34 438
Nabytí provozně nutného dlouhodobého majetku	-3 289	-16 320	-12 550	-9 259	-9 600	-11 161
Prodej provozně nutného dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0
Volný peněžní tok	18 991	10 213	8 919	25 412	25 606	23 277
Provozní hodnota podniku k počátku období	228 821	220 604	232 944	249 103	251 263	248 743
Cizí kapitál k počátku období	62 370	60 578	54 856	49 926	46 582	39 890
Hodnota podniku netto k počátku období	166 451	160 026	178 088	199 177	204 681	208 853
Diskontní faktor	0,9550	0,9072	0,9028	0,9003	0,8985	0,8970
Průměrné náklady kapitálu	9,38%	10,22%	10,77%	11,07%	11,30%	11,49%

5.5. TEMPO RŮSTU

Odhad tempa růstu pro druhou fázi je možné založit na znalosti průměrných temp růstu, kterých firma dosáhla v minulosti resp. kterých hodlá dosáhnout v plánovaném období nebo na jejich odvození od fundamentálních předpokladů. Při aplikaci fundamentálních předpokladů lze tempo růstu odhadnout buď na základě rentability vlastního kapitálu a výplatního poměru (vnitřní tempo růstu) nebo pomocí rentability kapitálu, výplatního poměru, kapitálové struktury a nákladů cizího kapitálu (tzv. udržitelné tempo růstu). Vnitřní tempo růstu představuje maximální tempo růstu firmy, při kterém tato firma nepotřebuje zajišťovat další dodatečné cizí zdroje.

Tab. Rentabilita investovaného kapitálu a investic

	2006	2007	2008	2009	2010	Průměr
Míra investic netto	49,2%	60,1%	-6,6%	0,9%	14,5%	15,6%
Rentabilita investovaného kapitálu	6,8%	6,6%	6,7%	8,3%	9,2%	
Rentabilita investic netto		1,8%	9,9%	-350,8%	1121,2%	81,3%

Rentabilita investic, měřená průměrnou rentabilitou investic netto ve výši 81,3%, byla pro plánované období velmi vysoká. Ve druhé fázi předpokládám, že klesne na úroveň pohybující okolo nákladu kapitálu, protože firma nemá žádnou zásadní a trvalou konkurenční výhodu. Tempo růstu korigovaného provozního hospodářského výsledku počítané jako geometrický průměr po dobu finančního plánu vykazuje hodnotu 9,8%. Účetní ukazatel rentability vlastního kapitálu vykazuje v posledním roce finančního plánu hodnotu 8,70%.

Tab. Odhad tempa růstu

	2006	2007	2008	2009	2010	Průměr
Odhad tempa růstu						
Korigovaný prov. HV po upravené dani	9 193	22 486	22 688	24 041	29 591	
Tempo růstu korigovaného prov. HV	144,6%	0,9%	6,0%	23,1%	10,5%	9,8%

Odhadované tempo růstu korigovaného provozního hospodářského výsledku měřené geometrickým průměrem bylo vypočteno na úrovni 9,8%. Udržitelné tempo růstu pro druhou fázi odhadneme vzhledem k variabilitě vývoje tempa růstu zisku a obtížnému odhadu dividendové politiky pro druhou fázi na úrovni 4%.

5.6. INVESTOVANÝ PROVOZNĚ NUTNÝ KAPITÁL

Provozně nutný kapitál zahrnuje provozně nutný nehmotný a hmotný dlouhodobý majetek a upravený pracovní kapitál.

Provozně nutný investovaný kapitál:	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Terminal
Dlouhodobý majetek	141244	146776	146645	140403	134261	131468	
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	1731	1295	13141	9177	4196	1509	
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	139513	145481	133504	131226	130065	129959	
Upravený pracovní kapitál	190 483	196 013	209 780	214 440	220 860	228 380	
<i>Provozně potřebný finanční majetek</i>	12 620	12 500	12 080	12 040	11 860	11 780	
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	109 000	112 500	113 500	114 500	115 500	119 000	
<i>Zásoby</i>	129 963	130 963	141 000	144 500	149 000	152 500	
<i>Časové rozlišení aktiv</i>	2 500	3 200	4 000	4 000	4 200	4 400	
<i>Krátkodobé závazky</i>	63 100	62 500	60 400	60 200	59 300	58 900	
<i>Časové rozlišení pasiv</i>	500	650	400	400	400	400	
Investovaný provozně nutný kapitál	331 727	342 789	356 425	354 843	355 121	359 848	374 242
Korigovaný provozní HV	12 423	29 587	29 852	31 633	38 935	43 036	
Korigovaný prov. HV po upravené dani	9 193	22 486	22 688	24 041	29 591	32 708	34 016

5.7. URČENÍ POKRAČUJÍCÍ HODNOTY

Základem pro stanovení pokračující hodnoty je budoucí peněžní tok, který bude podnik generovat po období, pro které nebyl stanoven finanční plán. Pokračující hodnotou rozumíme ocenění podniku k počátku 2. fáze. Vzhledem k předpokládané neomezené době trvání společnosti určíme pokračující hodnotu podniku na základě faktorů tvorby hodnoty. Výpočet pokračující hodnoty je založen na předpokladu:

- a) očekávané tempo růstu EBIT ve výši $g = 4\%$
- b) sazba daně ve výši 24%
- c) poměr vlastního kapitálu a celkového kapitálu $86 / 100$
- d) míra čistých investic je odvozena od očekávaného tempa růstu a očekávané dlouhodobé rentability kapitálu
- e) náklady vlastního kapitálu v terminálním období

$$n_{vk} = 5,7\% + 0,8869 \times (4,84\%) + 1,5\% + 1,7\% = 13,19\%$$

- f) diskontní míra v terminálním období

$$WACC = 13,19\% \times (0,8610) + 3,46\% \times (1-0,24) \times 0,1614 = 11,72\%$$

- g) míra investic netto do investovaného provozně nutného kapitálu $m = 42,32\%$

$$m = (K_{2011} - K_{2010}) / KPHV_{2010} \times (1 + g) = (374\,242 - 359\,848) / [32\,708 \times (1 + 0,04)]$$

- h) volný peněžní tok v prvním roce terminálního období

$$FCFF_{2011} = KPHV_{2011} \times (1 - m) = 34\,016 \times (1 - m) = 19\,622 \text{ tis.Kč}$$

Vzhledem k předpokládané neomezené době trvání společnosti určíme pokračující hodnotu podniku dle tzv.parametrického vzorce. Diskontováním pokračující hodnoty diskontní mírou WACC, upravenou o tempo růstu, vypočteme pokračující hodnotu takto

$$P = FCFF_p / (WACC_p - g) = 19\,622 / (0,1172 - 0,04) = 254\,038 \text{ tis.Kč}$$

Tab. Pokračující hodnota v perpetuitě

Korigovaný provozní zisk po zdanění v posledním roce plánu	32 708
Růst	4%
Korigovaný provozní zisk po zdanění v perpetuitě	34 016
Míra čistých investic	42,32%
Čisté investice	14 394
FCFF _p	19 622
Pokračující hodnota	254 038

Pokračující hodnota představuje v peněžním vyjádření částku výši 254,038.000 Kč.

5.8. ZJIŠTĚNÍ HODNOTY AKCIE METODOU DCF

Provozní hodnota společnosti představuje součet první a druhé fáze výpočtu. Výsledná hodnota vlastního kapitálu představuje součet provozní hodnoty a neprovozních aktiv snížených o hodnotu cizích zdrojů.

Tab. Hodnota akcie

Hodnota podniku brutto	tis. Kč	228 780
Cizí kapitál	tis. Kč	62 370
Hodnota podniku netto	tis. Kč	166 410
Neprovozní majetek	tis. Kč	9 628
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	tis. Kč	176 038
Základní kapitál	tis. Kč	166 939
Počet akcií v základním kapitálu	ks	278 232
Počet vlastních akcií	ks	0
Přepočtený počet akcií v základním kapitálu	ks	278 232
Hodnota akcie BMT o NH = 600 Kč	Kč	632

Předběžnou hodnotu akcie společnosti BMT a.s. o nominální hodnotě 600,-Kč stanovenou metodou diskontovaných peněžních toků jsem odhadl ve výši 632,-Kč.

6. KOREKCE PŘEDBĚŽNÉHO OCENĚNÍ

Významným faktorem při ocenění balíku akcií je jeho velikost odrážející podíl na hlasovacích právech, a tím i podíl na řízení podniku. Mezinárodní účetní standardy rozlišují kontrolu nad podnikem a podstatný vliv v podniku.

Kontrolou nad podnikem se rozumí „moc řídit finanční a provozní politiku podniku tak, aby bylo dosaženo užitku z jeho činnosti“. Kontrolu lze zajistit buď držením více než jedné poloviny hlasovacích práv nebo držením podstatného podílu hlasovacích práv doplněného pravomocí řídit finanční a operační politiku podniku. Kontrola zahrnuje tato hlavní práva:

1. určovat strategii podniku,
2. rozhodovat o personálním obsazení vedení podniku a jeho obměnách,
3. rozhodovat o stálých aktivech podniku a dlouhodobém financování,
4. rozhodovat o případných spojeních (sloučeních, splynutích), změnách právní formy a likvidaci podniku,
5. rozhodovat o dividendách

Podstatným vlivem se rozumí „účast na rozhodnutích o finanční a provozní politice podniku“. Je možno jej dosáhnout vlastnictvím akcií (zpravidla 20 až 50 %), prostřednictvím stanov nebo pomocí dohod.

Obchodní podíl, který umožňuje kontrolu společnosti nebo podstatný vliv na společnost, má samozřejmě větší hodnotu než podíl minoritní. V případě ocenění minoritního podílu je třeba uplatnit srážku z hodnoty akcie určené výnosovou metodou. Srážka za menší společnost byla již aplikována v nákladech vlastního kapitálu (kap.5.1.1 Náklady vlastního kapitálu). Srážka za likviditu vlastnických podílů

Oceňovaná společnost je v pozici ovládané osoby, oceňovaný balík 11 799 ks akcií (tj. 4,24% základního kapitálu) představuje minoritní podíl. Při výpočtu výsledné hodnoty uplatníme proto srážku ve výši 20 %

Předběžná výsledná hodnota	632 Kč
Srážka -20%	- 126 Kč
Výsledná výnosová hodnota na akcii	506 Kč

Hodnotu akcie společnosti BMT a.s. stanovenou metodou diskontovaných peněžních toků jsem odhadl ve výši **506,-Kč**.

7. ZÁVĚR

Účelem tohoto posudku je odhadnout cenu předmětu dražby v místě a čase obvyklé ve smyslu ustanovení §13 odst.1 zák. č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách v platném znění. Předmětem posudku je ocenění akcií vydaných společností BMT a.s., se sídlem Cejl 50, Brno, PSČ: 656 60, IČ: 463 46 996. Ocenění předmětných akcií je provedeno ke dni 30. června 2005. Při zvážení všech předpokladů a skutečností v posudku obsažených považuji za cenu obvyklou částku

506,-Kč

(slovy:---Pětsetšestkorunčeských---)

za 1 akcii v nominální hodnotě 600,-Kč

5,970.294,-Kč

(slovy:---Pětmilionůdevětsetsedmdesáttisícdvěstědevadesátčtyřikorunčeských---)

za 11 799 akcií v celkové nominální hodnotě 7,079.400,-Kč

V Uherském Hradišti dne 24. října 2005

Ing. Libor Buček
Průmyslová 899
686 01 Uherské Hradiště

Znalecká doložka

Znalecký posudek jsem podal jako znalec jmenovaný rozhodnutím Krajského soudu v Brně ze dne 7.6.1999 č.j.Spr. 3572/98 pro základní obor ekonomika, odvětví ceny a odhady se specializací cenné papíry.

Znalecký úkon je zapsán pod poř. č. 136 – 29/2005 znaleckého deníku.

SEZNAM PŘÍLOH

1. VÝPIS Z OBCHODNÍHO REJSTŘÍKU SPOLEČNOSTI BMT a.s.
2. ROZVAHA A VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY k 30. červnu 2005
3. ÚČETNÍ VÝKAZY SPOLEČNOSTI ZA ROK 2004
4. ÚČETNÍ VÝKAZY SPOLEČNOSTI ZA ROK 2003
5. ÚČETNÍ VÝKAZY SPOLEČNOSTI ZA ROK 2003
6. FINANČNÍ PLÁN SPOLEČNOSTI BMT a.s. na období let 2005 - 2010
7. FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI BMT a.s.