



Kvita, Pawlita & Partneři, s.r.o.

Olbrachtova 1334/27, 710 00 Ostrava - Slezská Ostrava

Zapsaná v Obchodním rejstříku u KS v Ostravě, oddíl C, vložka 6941.

ZNALCKÝ POSUDEK č. 31/2006

ve věci určení tržní hodnoty 6 547 ks akcií společnosti LINEA NIVNICE, a. s.

Zadavatel posudku:	GARFIELD, a. s.
Sídlo:	Zámecká 488/20, 700 20, Moravská Ostrava
Identifikační číslo:	47 67 67 10
Oceňovaný majetek:	6 547 ks akcií společnosti LINEA NIVNICE, a. s.
Účel zpracování znaleckého posudku:	Ocenit akciový podíl společnosti LINEA NIVNICE, a. s. za účelem prodeje balíku akcií na trhu v rámci nedobrovolné veřejné dražby dle zákona č. 26/2000 Sb.
Datum směrodatného ocenění:	31. 12. 2005
Datum vyhotovení:	4. 5. 2006
Počet stran:	61
Počet příloh:	3
Počet výtisků:	4
Výtisk číslo:	1

Obsah znaleckého posudku

1.	ZÁKLADNÍ ÚDAJE A INFORMACE, POPIS VÝCHOZÍHO STAVU.....	4
1.1.	ÚČEL ZPRACOVÁNÍ ZNALECKÉHO POSUDKU	4
1.2.	POPIS PŘEDMĚTU OCENĚNÍ - ZÁKLADNÍ ÚDAJE O OCEŇOVANÝCH AKCIÍCH	5
1.3.	SMĚRODATNÉ DATUM OCENĚNÍ.....	5
1.4.	OBECNÉ PŘEDPOKLADY A OMEZUJÍCÍ PODMÍNKY PRO VYPRACOVÁNÍ ZNALECKÉHO POSUDKU	5
1.5.	K VYPRACOVÁNÍ POSUDKU BYLY PŘEDÁNY NÁSLEDUJÍCÍ PODKLADY PRO OCENĚNÍ.....	6
2.	POPIS OCEŇOVANÉHO PODNIKU A PODNIKÁNÍ EMITENTA	7
2.1.	ZÁKLADNÍ CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI.....	7
2.2.	MAJETEK A ZÁVAZKY OCEŇOVANÉHO PODNIKU	8
2.2.1.	Majetek a závazky uvedené v účetní evidenci (bilanční)	8
2.2.2.	Mimo bilanční majetek a závazky	10
2.3.	PŘEDMĚT ČINNOSTI.....	10
2.4.	ORGANIZAČNÍ STRUKTURA	11
3.	STRATEGICKÁ ANALÝZA SPOLEČNOSTI	12
3.1.	OBECNÉ OKOLÍ FIRMY	12
3.1.1.	Ekonomické faktory	12
3.1.2.	Ekologické a klimatické faktory.....	18
3.1.3.	Sociální faktory	18
3.1.4.	Technologický sektor a logistika	19
3.2.	OBOROVÉ OKOLÍ	19
3.2.1.	Zákazník	19
3.2.1.1.	Identifikace zákazníka	19
3.2.1.2.	Vyjednávací síla zákazníků	20
3.2.2.	Dodavatelé.....	20
3.2.2.1.	Identifikace dodavatelů	20
3.2.2.2.	Vyjednávací síla dodavatelů.....	20
3.2.3.	Konkurenti.....	20
3.2.3.1.	Identifikace konkurentů.....	20
3.2.3.2.	Hrozba vstupu nových konkurentů.....	21
3.2.3.3.	Identifikace a hrozba substitutu.....	21
3.3.	ZAHRANIČNÍ OKOLÍ FIRMY	21
3.4.	STRATEGICKÁ ANALÝZA VNITŘNÍHO PROSTŘEDÍ FIRMY	22
3.4.1.	Strategie podniku	22
3.4.2.	Faktory vědecko-technického rozvoje.....	23
3.4.3.	Marketingové a distribuční faktory	23
3.4.4.	Lidské zdroje	23
3.4.5.	Vývoj výkonů Společnosti ve vztahu k vývoji v potravinářském průmyslu a konkrétně výrobě nápojů	24
3.5.	FINANČNÍ ANALÝZA.....	25
3.5.1.	Historické výsledky hospodaření společnosti.....	25
3.5.2.	Poměrová analýza historických výsledků a finanční prognózy	26
3.5.2.1.	Likvidita	28
3.5.2.2.	Ukazatelé aktivity	29
3.5.2.3.	Ukazatelé výnosnosti (rentability) hospodaření.....	31
3.5.2.4.	Ukazatelé produktivity práce.....	32
3.6.	VYHODNOCENÍ STRATEGICKÉ ANALÝZY PODNIKU.....	33
3.6.1.	Dílčí závěry z analýzy vnějších a vnitřních faktorů Společnosti	33
3.6.2.	Dílčí závěry z finanční analýzy a provedené korekce prognózy podniku provedené znalcem.....	34
3.6.2.1.	Přehled očekávaných výkonů a výkonové spotřeby Společnosti.....	34
3.6.2.2.	Oblast investic	35
3.6.2.3.	Osobní náklady.....	35
3.6.2.4.	Ostatní provozní náklady a výnosy	36
3.6.2.5.	Oblast provozního kapitálu.....	36
3.6.2.6.	Znalcem provedená korekce managementem zpracované prognózy	36
3.6.2.7.	Dílčí shrnutí.....	38

3.6.3.	SWOT analýza podniku	38
4.	METODOLOGIE OCENĚNÍ.....	40
4.1.	PŘEHLED METOD OCENĚVÁNÍ PODNIKU	40
4.1.1.	Metody založené na analýze výnosů (výnosové metody)	40
4.1.2.	Metody založené na analýze cen na trhu	41
4.1.3.	Metody analyzující náklady na pořízení majetku (majetkové ocenění)	41
4.2.	VOLBA METOD OCENĚNÍ.....	41
5.	OCENĚNÍ PODNIKU	43
5.1.	ODHAD HODNOTY PODNIKU METODA DCF ENTITY	43
5.1.1.	Vlastní určení dílčích parametrů pro ocenění	45
5.1.1.1.	Určení váženého nákladu kapitálu WACC.....	45
5.1.1.2.	FCF a výpočet reziduální – pokračující hodnoty.....	48
5.1.2.	Neprovozní majetek	49
5.1.3.	Rekapitulace zjištěných výsledků modelem DCF	50
5.2.	MODEL EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY.....	50
5.2.1.	Vlastní propočet	51
5.2.1.1.	Propočet základních položek EVA.....	51
5.2.1.2.	Výpočet hodnoty MVA v letech.....	53
5.2.2.	Rekapitulace zjištěných výsledků modelem EVA.....	55
5.3.	REKAPITULACE A SJENOCENÍ ZJIŠTĚNÝCH VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ PODNIKU.....	55
5.4.	OCENĚNÍ AKCIOVÉHO PODÍLU	56
6.	ZÁVĚREČNÉ STANOVISKO	59

1. ZÁKLADNÍ ÚDAJE A INFORMACE, POPIS VÝCHOZÍHO STAVU

1.1. ÚČEL ZPRACOVÁNÍ ZNALECKÉHO POSUDKU

Tento posudek je vypracován za účelem určení ceny majetku v místě a čase obvyklé dále popsaného akciového podílu pro případ jeho prodeje na trhu v rámci nedobrovolné veřejné dražby, dle zákona č. 26/2000 Sb.

Předmětem ocenění je 6 547 ks akcií společnosti LINEA NIVNICE, a. s., se sídlem Nivnice, U Dvora 190, okres Uherské Hradiště, PSČ 687 51, IČ: 49 97 06 66, které reprezentují 6,00 % podíl na základním kapitálu emitenta.

V rámci prováděných šetření v návaznosti na zadání bylo úkolem znalce podchytit a vyhodnotit hlavní faktory, které podstatným způsobem ovlivňují tržní hodnotu akciového podílu společnosti LINEA NIVNICE, a. s. (dále rovněž podnik, emitent nebo Společnost). Hlavní pozornost znalce byla soustředěna na dosavadní výsledky hospodaření Společnosti, strukturu aktiv a pasiv společnosti a její postavení na relevantním trhu ve stavu going concern, tj. ve stavu, v jakém se k směřodatnému datu ocenění nacházela, dividendovou politiku a obchodování s minoritními akciovými podíly.

Při hledání tržní hodnoty akciového podílu je při ocenění postupováno podle obvyklých standardů, tj. nejprve byla odhadcem zjištěna tržní hodnota celého podniku – obchodního jmění, a na základě této zjištěné tržní hodnoty byla odvozena tržní hodnota akcií společnosti LINEA NIVNICE, a. s. **Obchodním jměním** se dle § 6 odst. 2 Obchodního zákoníku rozumí u právnických osob soubor veškerého majetku a závazků daného subjektu.

Podle obecné definice představuje pojem **hodnota** ekonomický prospěch, který lze od majetku či služby očekávat na základě teoretického ocenění založeném na užitkovosti a klasifikaci, kterou si provádí investor nebo hodnotitel k ostatním disponibilním statkům. Na to úzce navazuje často frekventovaný pojem **tržní hodnota**, který odhaduje částku předpokládané směny, kdežto **tržní cena** je již realizovanou částkou směny. Aby platil ideální předpoklad, kdy tržní hodnota je velmi blízká (totožná) se sjednanou tržní cenou, měla by taková transakce proběhnout v souladu s definicí Evropské asociace pro oceňování TEGOVA.

Tržní hodnota je definována jako odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejechtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

Pro doplnění je v posudku uvedena definice **ceny obvyklé**, jejíž přesné znění je zakotveno v zákoně o oceňování majetku. Obvyklou cenou se pro účely tohoto zákona rozumí cena, která by byla dosažena při prodeji (postoupení) stejného, popřípadě 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 trhu se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných mimořádných událostí.

V dalším šetření budou znalci v posudku pro určité zjednodušení používat pouze jeden pojem tržní hodnota.

Posudek nezahrnuje případy spojené s alternativním využitím majetkové substance podniku a nezohledňuje subjektivní přístup konkrétního zájemce, neboť tyto subjektivní záměry potenciálního investora nelze v rámci nezávislého hodnocení znalce věrohodně odhadnout a posoudit.

1.2. POPIS PŘEDMĚTU OCENĚNÍ - ZÁKLADNÍ ÚDAJE O OCEŇOVANÝCH AKCIÍCH

Tabulka č. 1 – Identifikace akcie

Druh:	kmenové akcie v listinné podobě
Forma:	na jméno, na majitele
Podoba:	listinné
Počet emitovaných akcií a jejich nominální hodnota:	106 884 ks na majitele ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč, 2 223 ks na jméno ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč

Převoditelnost akcií není stanovami Společnosti nijak omezena. Akcie nejsou registrované. S vlastnictvím akcie jsou spojena běžná práva dle obecně závazných právních předpisů, tj. účastnit se valné hromady, hlasovat na ní, požadovat a dostat na ní vysvětlení záležitostí týkajících se společnosti, které jsou předmětem jednání valné hromady, a uplatňovat návrhy a protinávrhy. Hlasovací právo je spojeno s akcií. Každé akcii o jmenovité hodnotě 1 000,- Kč připadá jeden hlas. Každý hlas má stejnou váhu.

Akcionář má právo na podíl na zisku společnosti. Tento podíl se určuje poměrem jmenovité hodnoty akcií akcionáře k jmenovité hodnotě akcií všech akcionářů. Právo na vyplacení podílu na likvidačním zůstatku je samostatně převoditelným právem a podíl se rozdělí mezi akcionáře v poměru odpovídajícím jmenovité hodnotě jejich akcií. Veškerá ostatní práva akcionáře včetně přednostních práv se řídí obecně závaznými právními předpisy.

1.3. SMĚRODATNÉ DATUM OCENĚNÍ

Tržní hodnota akcií Společnosti je zjišťována podle stavu, v jakém se emitent akcií nacházel tj. k datu směrodatného ocenění:

31. 12. 2005.

1.4. OBECNÉ PŘEDPOKLADY A OMEZUJÍCÍ PODMÍNKY PRO VYPRACOVÁNÍ ZNALECKÉHO POSUDKU

Oceňovatelé prohlašují, že znalecký posudek byl vypracován za následujících předpokladů a omezujících podmínek.

- 1) Údaje o skutečnostech obsažených v posudku se považují za pravdivé a správné.
- 2) Předpokládá se, že vlastnické právo k oceňovanému majetku je po právní stránce nezávadné a tudíž i převoditelné.
- 3) Informace z jiných zdrojů, na nichž jsou založeny některé části tohoto posudku, jsou věrohodné a oceňovatelé vyvinuli přiměřené úsilí k ověření jejich správnosti. Zdroje informací jsou v příslušných částech posudku uvedeny.

- 4) Oceňovatelé nepřebírají odpovědnost za změny tržních podmínek, ve kterých je posudek zpracován, a nepředpokládají, že by jakákoliv skutečnost vyjádřená v tomto posudku byla předmětem přezkoumání posudku z důvodu změny událostí a podmínek, které se vyskytnou po datu směrodatného ocenění.
- 5) U oceňované společnosti se předpokládá odpovědné vlastnictví a správa vlastnických práv.
- 6) Pokud se nezjistí něco jiného, předpokládá se ve všech aspektech podnikání a vlastnictví plný soulad s platnými zákony a předpisy České republiky.
- 7) Předpokládá se, že novým vlastníkem majetku mohou být získány nebo obnoveny všechny nutné licence, živnosti, souhlasy a oprávnění kteréhokoliv státního úřadu, soukromé osoby nebo organizace pro další použití oceňovaného majetku.
- 8) Předpokládá se, že nedojde k podstatným změnám obecných podmínek pro podnikání založených současným právním řádem a politickým uspořádáním České republiky.
- 9) Analýzy, názory a závěry oceňovatelů jsou platné jen za podmínek a předpokladů uvedených v tomto posudku a jsou jejich vlastními, profesionálními a nezaujatými názory.
- 10) Oceňovatelé tímto prohlašují, že nemají žádné současné ani budoucí zájmy na majetku, který je předmětem ocenění, a neexistuje osobní zájem nebo zaujatost vůči objednateli posudku nebo třetím osobám, které by měly vliv na zjištěnou hodnotu majetku. Nastane-li na straně oceňovatelů kolize s touto zásadou nebo jiné právní skutečnosti, bude pro ocenění takového majetku jmenován nezávislý znalec.
- 11) Hodnota zjištěná tímto posudkem je platná pouze k uvedenému datu a účelu ocenění.

1.5. K VYPRACOVÁNÍ POSUDKU BYLY PŘEDÁNY NÁSLEDUJÍCÍ PODKLADY PRO OCENĚNÍ

Pro nezávislé posouzení výkonové struktury a stavu obchodního majetku a práv souvisejících s podnikem předložil objednatel pro ocenění podniku následující podklady a informace:

- 1) výpis z Obchodního rejstříku Společnosti,
- 2) stanovy Společnosti,
- 3) účetní závěrka Společnosti v rozsahu výkazu zisků a ztrát, rozvahy, přílohy k účetní závěrce, zprávy auditora a výroční zprávy za období let 2001 až 2004 a rozvaha a výkaz zisků a ztrát k datu ocenění Společnosti,
- 4) účetní závěrka společnosti Linea Slovensko s. r. o. v rozsahu výkazu zisků a ztrát, rozvahy, přílohy k účetní závěrce, zprávy auditora a výroční zprávy za období let 2001 až 2004 a rozvaha a výkaz zisků a ztrát k datu ocenění této společnosti,
- 5) inventární seznamy majetku a závazků Společnosti k datu 31. 12. 2005,
- 6) finanční prognóza podnikatelského záměru Společnosti na období let 2006 až 2010,
- 7) ústní informace managementu Společnosti.

2. POPIS OCEŇOVANÉHO PODNIKU A PODNIKÁNÍ EMITENTA

2.1. ZÁKLADNÍ CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI

Akciová společnost byla založena dne 1. 1. 1994 jako jeden z podniků vzniklých delimitací státního podniku Slovácké konzervárny. Akciová společnost vznikla dne 1. 1. 1994 zápisem do Obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 1243. Společnost byla privatizována ve 2. vlně kupónové privatizace.

Historie Společnosti však sahá až do období Rakouska – Uherska, kdy původními vlastníky zemědělské usedlosti byl rod Lichtenštejnů. Po pozemkové reformě v roce 1920 přešlo vlastnictví na obec, která statek s pozemkem nejprve pronajímala a v roce 1946 prodala panu Hromčíkovi, který zde zahájil výrobu lihovin, destilátů a bylinného likéru.

V roce 1948 byla firma znárodněna a začleněna pod Slovácké konzervárny a lihovary Uherské Hradiště. Výrobní sortiment byl doplněn o sirupy a ovocná vína. V roce 1963 byl provoz v Nivnici osamostatněn a po rozpadu mateřské společnosti Slovácké konzervárny Uherské Hradiště vznikl nejprve k 1. 1. 1991 samostatný státní podnik LINEA, který byl následně k 1. 1. 1994 transformován na akciovou společnost a pak privatizován kupónovou metodou.

V roce 1995 byl vybudován provoz na produkci ovocných šťáv, nektarů a nápojů v obalech Tetra Pak, které jsou základním produkčním segmentem Společnosti. Významnou roli ve výrobním programu mají také sirupy a ovocná vína. K tradičním výrobkům se rovněž řadí lihoviny a likéry a sortiment doplňují kečupy a ovocné přesnídávky.

K datu směrodatného ocenění činila výše základního kapitálu Společnosti 109 107 000 Kč.

Vlastníkem akciového podílu s hlasovacími právy na Společnosti vyššími než 20 % byla k 31. 12. 2005 společnost:

ARNA, a. s.	68,15 %,
Obec Nivnice	3,40 %,
ICP – Robert William Seifert	3,35 %.

Společnost vlastní následující majetkové účasti v těchto obchodních společnostech:

LINEA SLOVENSKO s. r. o.	100 %,
H.E.L.L.O. d. o. o.	80 %,
LIMO s. r. o.	100 %.

V obchodním rejstříku měla Společnost k datu ocenění zapsány následující činnosti:

- výroba lihovin – likérů,
- výroba vína,
- konstrukční, stavební, strojně montážní a opravárenská činnost. Vývoj, výroba, nákup a prodej strojů, přístrojů, zařízení a náhradních dílů. Vývoj, výroba, nákup a prodej tepelné a elektrické energie,
- silniční doprava pro vlastní i cizí potřeby v rozsahu a podmínkách stanovených příslušnými předpisy,
- výroba nápojů,

- velkoobchod,
- specializovaný maloobchod,
- výroba potravinářských výrobků.

2.2. MAJETEK A ZÁVAZKY OCEŇOVANÉHO PODNIKU

2.2.1. Majetek a závazky uvedené v účetní evidenci (bilanční)

K datu 31. 12. 2005 vykazovala Společnost následující majetek a závazky. Hodnoty jsou uvedeny v tis. Kč:

MAJETEK

Tabulka č. 2 – Aktiva

TEXT	Netto
AKTIVA CELKEM	491 318
Dlouhodobý majetek	172 632
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 137
Software	1 468
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	669
Dlouhodobý hmotný majetek	170 495
Pozemky	502
Stavby	96 932
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	66 192
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	2 892
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	2 818
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	1 159
Dlouhodobý finanční majetek	0
Podílové a cenné papíry a vklady v podn. s rozh. vlivem	0
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0
Oběžná aktiva	312 410
Zásoby	110 682
Materiál	69 869
Nedokončená výroba a polotovary	23 359
Výrobky	15 888
Poskytnuté zálohy na zásoby	1 566
Dlouhodobé pohledávky	7 127
Pohledávky z obchodního styku	7 067
Jiné pohledávky	60
Krátkodobé pohledávky	192 545
Pohledávky z obchodního styku	189 803
Jiné pohledávky	2 742
Krátkodobý finanční majetek	2 056
Peníze	998
Účty v bankách	1 058
Časové rozlišení	6 276
Náklady příštích období	6 270
Příjmy příštích období	6

ZDROJE

Tabulka č. 3 – Pasiva

TEXT	Hodnota
PASIVA CELKEM	491 318
Vlastní kapitál	177 957
Základní kapitál	109 107
Základní kapitál	109 107
Kapitálové fondy	251
Ostatní kapitálové fondy	267
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-16
Rezervní fondy, nedělitelné fondy a ostatní fondy ze zisku	21 821
Zákonný rezervní fond	21 821
Výsledek hospodaření minulých let	42 998
Nerozdělený zisk minulých let	42 998
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	3 780
Cizí zdroje	311 974
Rezervy	3 130
Ostatní rezervy	3 130
Dlouhodobé závazky	5 411
Jiné dlouhodobé závazky	1 000
Odložený daňový závazek	4 411
Krátkodobé závazky	209 348
Závazky z obchodního styku	123 051
Závazky k zaměstnancům	40 963
Závazky ze sociálního zabezpečení	2 141
Stát - daňové závazky a dotace	37 574
Dohadné účty pasivní	5 285
Jiné závazky	334
Bankovní úvěry a výpomoci	94 085
Krátkodobé bankovní úvěry	94 085
Časové rozlišení	1 380
Výdaje příštích období	1 387

Společnost k datu ocenění vykazovala vlastní kapitál ve výši 177 957 tis. Kč.

Úročené cizí zdroje:

Ke dni směrodatného ocenění vykazovala Společnost ve své účetní evidenci úročené cizí zdroje v celkovém objemu 94 085 tis. Kč. Přehled je uveden v následující tabulce v tis. Kč.

Tabulka č. 4 - Seznam úročených cizích zdrojů k datu ocenění v tis. Kč.

BANKA	ÚČEL	UZAVŘEN DNE	VE VÝŠI (tis. Kč)	STAV K 31.12.05	HARMONOGRAM SPLÁCENÍ	ÚROKY v %
Raiffeisenbank	Krátkodobý fixní úvěr	14.11.2002	65 000	65 000	Q.	3M PRIBOR+1,45
Raiffeisenbank	Kontokorent	14.11.2002	30 000	29 085	M	3M PRIBOR+1,45

3 měsíční PRIBOR k datu ocenění činil 2,17 %. Úroková sazba k datu ocenění tedy činí 3,62 %.

Neprovozní majetek:

Jako neprovozní majetek byly zařazeny obchodní podíly dceřiných společností, a to i přes jejich úzkou obchodní provázanost s mateřskou společností. Hlavní příčinou byla ta skutečnost, že jejich sídlo je v zahraničí a obchodní činnost probíhala mimo území ČR. V opačném případě by bylo možné provést konsolidaci s mateřským podnikem a ocenit jako celek. Z uvedených příčin je ocenění dcer provedeno samotně jako neprovozní majetek společnosti - viz příloha č. 3 tohoto posudku.

Dividendy:

Společnost k datu ocenění v účetnictví neeviduje nevyplacené dividendy. Proto ocenění akciového podílu není ovlivněno závazkem nevyplacených dividend.

2.2.2. Mimo bilanční majetek a závazky

Mimo bilanční majetek

Dle sdělení managementu k datu ocenění Společnost neevidovala mimo bilanční aktiva, která by měla hmatatelný vliv na hodnotu ocenění.

Mimo bilanční závazky

Dle sdělení managementu a z dalších podkladů pro ocenění vyplývá, že k datu ocenění nebyly evidovány žádné mimo bilanční závazky, které by měly hmatatelný vliv na hledanou tržní hodnotu podniku.

2.3. PŘEDMĚT ČINNOSTI

Základním produkčním segmentem Společnosti jsou ovocné šťávy, nektary a nápoje v obalech Tetra Pak, významnou roli ve výrobním programu mají také sirupy a ovocná vína stáčená do plastových lahví. K tradičním výrobkům se rovněž řadí lihoviny a likéry a sortiment doplňují kečupy a ovocné přesnídávky. Společnost je mimo tento výrobní sortiment největším zpracovatelem jablek a výrobcem jablečné šťávy a jablečného koncentrátu v České republice. Většina produkce je prodávána pod značkou HELLO, lihoviny pod značkou LINEA. Společnost se zaměřuje na posilování značky HELLO.

Sortiment Společnosti je poměrně široký. Bližší specifikace produktů je uvedena dále:

Ovocné šťávy

- džusy PET 1 l – nesycené nápoje obsahující ovocnou šťávu
- HELLO 0,25 l – přírodní ovocné nápoje s ovocným podílem 12,5 %
- HELLO 1 l – původní základní řada ovocných šťáv a nektarů tvoří diskontní B-řadu k prémiovým HELLO 1 l square
- HELLO 1 l square – prémiový segment nejširší nabídky na trhu 100 % přírodních šťáv a nektarů z koncentrátu. Značka HELO je podporovaná TV kampaní
- HELLO 1,5 l – rodinné balení 100 % ovocných šťáv a drinků
- nápoj PET 0,33 l – ovocné nápoje pro děti Magic v plastovém balení se sportovním uzávěrem
- HELLO Puls 250 ml – ovocné nápoje obohacené výživnými látkami

- HELLO Magic 250 ml – ovocné nápoje pro děti v Tetra TOP balení
- HELLO TOP 250 ml – ovocné nápoje, které obsahují 6-12,5 % ovocné šťávy

Sirupy

- sirupy PET 2 l – husté sirupy v rodinném balení
- sirupy PET 0,7 l – sirupy a nápojové koncentráty
- sirupy stuba 0,7 l – zahrnuje 3 řady: diskontní značku DOLLY, nízkoenergetické sirupy LIGHT, značkový sirup HELLO

Kečupy

- Společnost navázala na výrobu kečupu již pod podnikem Slovácké konzervárny Uherské hradiště
- okrajový sortiment

Ovocné přesnídávky

- výroba začala v roce 2002
- okrajový sortiment

Alkoholické nápoje

- lihoviny konzumní – jsou prodávány pod značkou LINEA
- lihoviny značkové – čiré likéry pod značkou LINEA
- ovocná vína – přírodní jablečná, višňová a rybízová vína, v tomto segmentu má Společnost monopol na tuzemském trhu
- révová vína – polosladká vína v obalech Tetra Pack

2.4. ORGANIZAČNÍ STRUKTURA

Organizační struktura Společnosti je plochá, což souvisí s potřebou vysoké flexibility, rychlosti a operativnosti v rozhodování. Toto umožňuje pružně reagovat na změny na trhu. Společnost se dělí na útvary, v jejichž čele stojí odborní ředitelé. Generálnímu řediteli je podřízeno šest výkonných ředitelů, a to ekonomický, výrobní, obchodní, pro zahraniční obchod, technický a marketingový. Jednotlivé útvary se dělí dále na odbory, střediska a referáty. Společnost k datu ocenění zaměstnávala 247 pracovníků, z toho 7 osob ve vedení společnosti, 17 obchodníků, 102 ve výrobě, 30 v údržbě, 15 v dopravě, 44 THP a 32 pomocných pracovníků.

Zavedená organizační struktura a systém řízení ve Společnosti představují v obvyklé praxi uplatňované standardy, a proto i příspěvek z těchto nehmotných složek podnikání nepředstavuje mimořádný přínos k tržní hodnotě podniku.

3. STRATEGICKÁ ANALÝZA SPOLEČNOSTI

Strategická analýza Společnosti obsahuje analýzu obecného a oborového okolí firmy. Na analýzu vnějšího okolí podnikání následně navazuje analýza vnitřních předpokladů a podmínek podnikání Společnosti.

Jedná se o proces, který v konečné fázi vyústí v definování příležitostí a hrozeb pro firmu v prostředí, ve kterém se nachází, a dále silných a slabých stránek chodu podniku (tzv. SWOT analýza).

S ohledem na charakter oceňovaného podniku je problematika zúžena na oblast, která s podnikatelskou činností podniku úzce souvisí, tj. zejména hutní a navazující odvětví.

3.1. OBECNÉ OKOLÍ FIRMY

3.1.1. Ekonomické faktory

Situaci firem ovlivňuje současný i budoucí stav národní ekonomiky jako celku. Za velmi významné makroekonomické faktory lze považovat:

Stádium hospodářského cyklu

Hrubý domácí produkt vzrostl podle předběžného odhadu reálně **meziročně o 6,0 %**, což je nejvyšší zvýšení za dobu existence samostatné České republiky. Porovnání loňských sezónně očištěných mezičtvrtletních přírůstků HDP signalizuje postupné zrychlování ekonomického růstu. Po stabilizovaném vývoji v roce 2004 (s mezičtvrtletními tempy okolo 1,3 %) se loňský přírůstek mezi sousedními čtvrtletími postupně zvyšoval z 1,4 % v prvním, na 1,9 % v posledním čtvrtletí, přičemž zpomalení ve 3. čtvrtletí bylo důsledkem zejména poklesu hrubé marže v odvětví zemědělství vlivem nepříznivých klimatických podmínek v období sklizně.

Na zvýšení celkového ekonomického výkonu se jednotlivé složky poptávky podílely různou měrou. K růstu HDP přispěl zejména vývoj salda zahraničního obchodu se zbožím a službami, jehož přínos lze odhadnout na 5,3 procentních bodů. Pozitivní vliv měl i nárůst výdajů domácností na konečnou spotřebu a zvýšení tvorby fixního kapitálu. Opačný dopad měl meziroční vývoj výdajů vládních institucí a změny zásob. Klíčovou roli v loňském ekonomickém růstu tak mělo výrazné zlepšení exportní výkonnosti ekonomiky.

Ekonomika eurozóny v roce 2005 vzrostla meziročně podle odhadu Eurostatu o 1,6 %, z toho ve 4. čtvrtletí o 1,8 %. Vedle nevýrazné ekonomické aktivity v zemích eurozóny (vývoz do Německa prakticky stagnoval), bránil lepším výsledkům zahraničního obchodu především nepříznivý vývoj směnných relací (zejména růst dovozních cen paliv o více než čtvrtinu) a silná konkurence dováženého levného spotřebního zboží z Asie. Vedle již zmíněné slabší zahraniční poptávky v eurozóně se zde nepříznivě projevil také některé další vlivy, jako růst cen paliv a surovin, zmírnění konjunktury na trhu oceli a železa, zvýšený tlak asijské konkurence a vysoká základna předcházejícího roku.

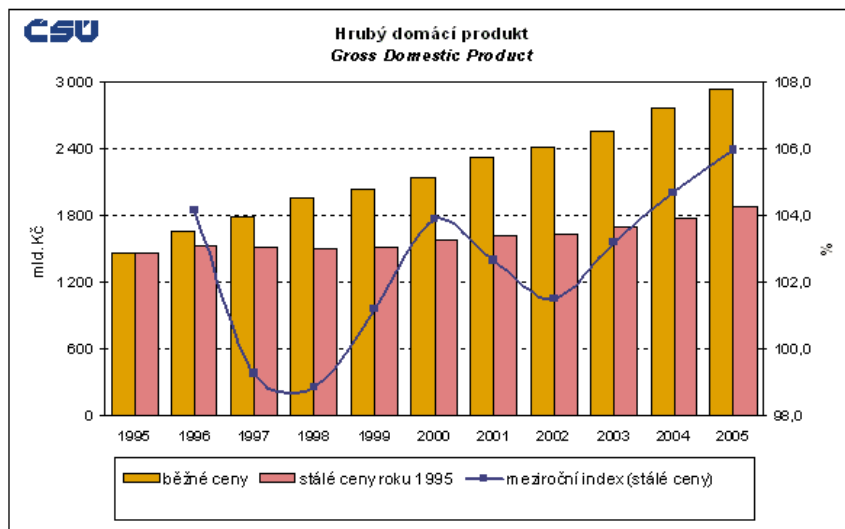
V roce 2005 pokračoval růst průmyslové produkce (měřený indexem průmyslové produkce 105,7 %), přičemž tempo růstu bylo pomalejší než v roce 2004 (109,5 %). Výrazně se zvýšil exportní výkon průmyslu. Rozhodujícími faktory vývoje průmyslu v roce 2005 byly:

- vstup dalších zahraničních investorů,
- náběh nových výrobních kapacit zejména v automobilovém průmyslu,

- výrazný růst exportu průmyslových podniků, stabilní dodávky paliv a energie pro stávající i nové výrobní kapacity,
- celková stabilita zaměstnanosti v průmyslu doprovázená uměřeným růstem mezd,
- výrazný růst produktivity práce zejména na nových kapacitách,
- plynulé zakázkové krytí průmyslové výroby.

Mezi faktory působící negativně na růst průmyslové produkce patřil růst cen dovážených surovin pro zpracovatelský průmysl (ropa) a konkurenční dovoz levného spotřebního zboží. Zpomalení meziročního růstu vyplývá i z vysokého růstu průmyslu v roce 2004.

Hrubý domácí produkt



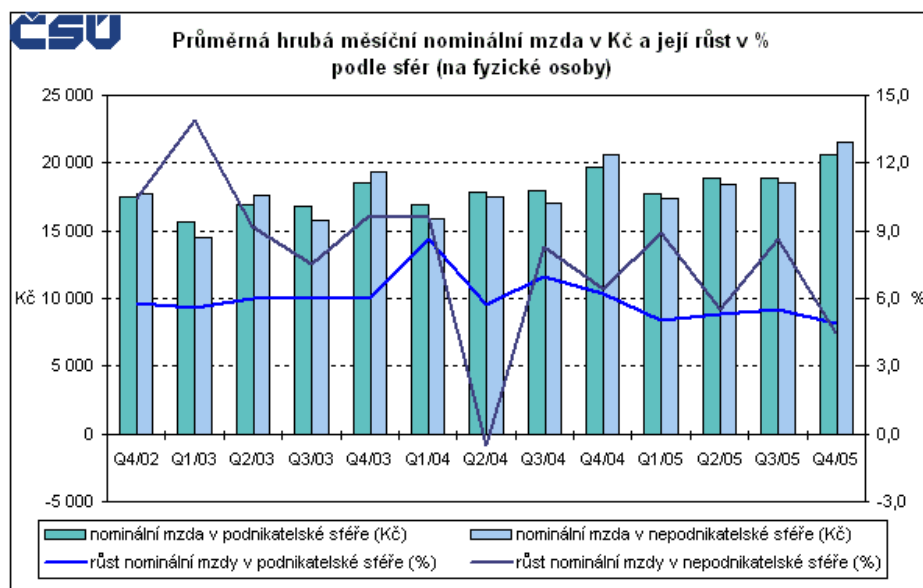
Zdroj: ČSÚ

Rostoucí výkon ekonomiky se projevil mírným zlepšením na trhu práce. Zvýšila se celková zaměstnanost v národním hospodářství (o 1,1 %), přičemž z hlediska sektorů došlo k jejímu nárůstu v sekundárním a terciárním a k poklesu v primárním. Zvýšil se rovněž počet volných pracovních míst, což umožnilo pokles míry registrované nezaměstnanosti na 8,8 % (ve srovnání se 3. čtvrtletím 2004 to představuje snížení o 0,3 procentního bodu), snížila se i míra dlouhodobé nezaměstnanosti. Problémem zůstávají velké regionální rozdíly v nezaměstnanosti, situace u uchazečů starších 50 let a zdravotně postižených osob.

(Zdroj: MPO)

Ve 4. čtvrtletí 2005 činila průměrná hrubá měsíční nominální mzda 20 841 Kč, což je meziročně o 4,8 % více, reálná mzda vzrostla o 2,3 %. V podnikatelské sféře se průměrná mzda zvýšila o 4,9 %, v nepodnikatelské sféře o 4,5 %. Za celý rok 2005 vzrostla průměrná mzda o 5,5 % a dosáhla 19 030 Kč, reálná mzda vzrostla o 3,5 %. V porovnání s předchozími čtvrtletími roku 2005 byl relativní přírůstek (4,8 %) z celého roku nejnižší (1. čtvrtletí 5,8 %, 2. čtvrtletí 5,3 %, 3. čtvrtletí 6,2 %). Poslední čtvrtletí roku 2005 se tak relativním přírůstkem průměrné mzdy řadí k historicky nejnižším od vzniku samostatné ČR, nižší byl pouze ve 2. čtvrtletí 2004.

(Zdroj: ČSÚ)



Zdroj: ČSÚ

Nominální devizový kurz 30,07 CZK za EUR a 23,41 CZK za USD v průměru za 1. pololetí 2005 se v jeho průběhu vyvíjel rozdílně ve vztahu k oběma měnám. Meziročně koruna posílila v 1. pololetí 2005 vůči EUR o 7,9 % a vůči USD o 12,9 %. Mezičtvrtletně ve 2. čtvrtletí již CZK oslabil vůči EUR mírně (o 0,4 %) a vůči USD více (o 4,3 %). Po tendenci ke zpomalování v posilování CZK vůči USD počínaje květnem začala koruna oslabovat a v červnu již meziměsíčně znehodnotila o 3,6 %. K datu směrodatného ocenění činil kurz 24,588 CZK/USD a 29,005 CZK/EURO.

(Zdroj MF ČR)

Kurzové změny

Dle současných výsledků hospodaření, kdy je 15 % produkce Společnosti určeno na export na Slovensko a část dodavek je ze zahraničí (např. pomerančový koncentrát, grapefruitový koncentrát), není Společnost vystavena zvýšenému riziku kurzových změn, protože saldo export-import je vyrovnané. Kurz CZK vůči EURu v období přelomu roku 2004 kolísal mírně nad 30 Kč/EUR. Koruna stále posiluje a za první dva srpnové týdny 2005 česká měna prudce posílila proti evropskému euru i americkému dolaru. V srpnu se koruna dostala na nejsilnější úroveň za poslední tři roky, když se na mezibankovním trhu jedno euro prodávalo za 29,27 koruny. Americký dolar se prodával za 23,60 koruny. Díky silné koruně nezdrazil tak výrazně benzín a nafta, jak by odpovídalo zvýšení cen pohonných hmot na světových trzích. Na druhou stranu silná koruna zhoršuje postavení tuzemských exportérů na zahraničních trzích. Kurs koruny vůči euru přitom bude ovlivňovat hospodaření českých exportérů nejméně do roku 2010. Posilování koruny má vliv na nákup prvotních vstupů, což při posilování koruny má mírně pozitivní vliv. Odhadnutí dalšího vývoje kurzu Kč je velmi obtížné. Do doby plné stabilizace výdajů veřejných rozpočtů a úzce související potřebě realizace penzijní reformy je možné předpokládat, že může docházet ke kolísání kurzů koruny vůči ostatním směnitelným měnám, avšak analytici v souvislosti s asociačním procesem očekávají, že v čase bude docházet k dalšímu posilování koruny vůči EURu. **Kurzové změny nepatří k rizikovým faktorům v tvorbě zisku a výkonnosti podniku.**

(Zdroj ČNB)

Míra inflace

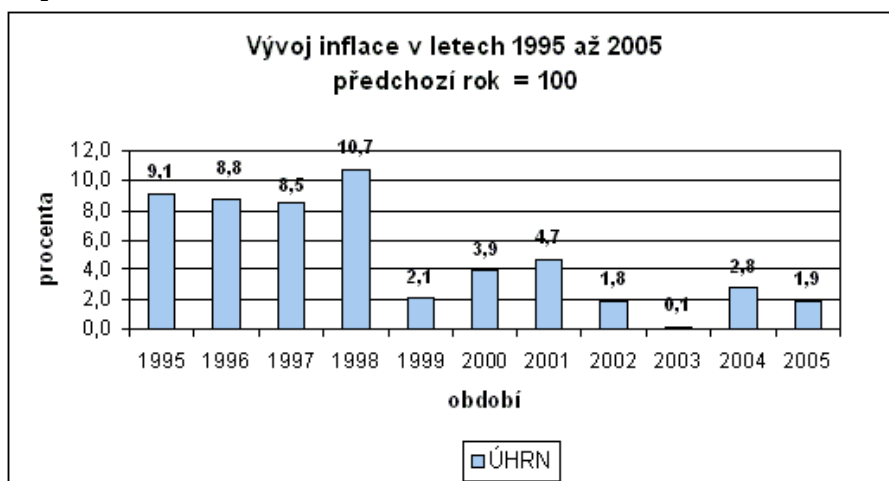
Meziroční růst spotřebitelských cen o 1,6 % v 1. pololetí 2005 byl pomalejší o 0,9 p. b. než před rokem, na což největší vliv měl mírný pokles cen potravin a nealkoholických nápojů. Na

druhé straně, z váhově významných skupin nepatrně zrychlil růst cen bydlení, když se ceny elektřiny zvýšily o 3,1 % a výrazně vzrostly ceny zemního plynu (o 7,5 %).

Po zrychlování růstu cen průmyslových výrobců ve druhé polovině roku 2004 se dostavilo v průběhu 1. pololetí 2005 jejich zpomalování; pololetní cenový růst o 5,5 % byl sice větší o 2,2 p. b. než před rokem, avšak výlučně v důsledku zvýšení v 1. čtvrtletí 2005 o 6,9 % a zrychlení o 5,2 p. b. Výrazně rostly ceny nerostných surovin, především uhlí, lignitu a rašeliny, i růst cen elektřiny, plynu a vody byl nadprůměrný. Nicméně nejvíce působily na zvýšení úhrnné cenové hladiny v 1. pololetí 2005 ceny výrobků zpracovatelského průmyslu a z nich zejména základní kovy, hutní a kovodělné výrobky s růstem cen o 18,4 %. Ještě více se zvýšily ceny koksu a rafinérských ropných výrobků (o 24,6 %), avšak měly menší vliv na pohyb úhrnné cenové hladiny.

Ve 4. čtvrtletí 2005 došlo ke zrychlení meziročního růstu hladiny spotřebitelských cen. Spotřebitelské ceny vzrostly ve 4. čtvrtletí 2005 proti stejnému období minulého roku o 2,4 %, což je o 0,5 procentního bodu více než ve 3. čtvrtletí 2005. Na zrychlení meziročního cenového růstu se podílel zejména vývoj cen ve dvou oddílech spotřebního koše, a to bydlení, voda, energie, paliva a rekreace a kultura. V bydlení došlo od října k výraznému zvýšení cen zemního plynu (meziměsíčně o 17,4 %), v oddíle rekreace a kultura se zvýšily koncesionářské televizní a rozhlasové poplatky (o 33,3 % a 21,6 %). To se projevilo i ve zrychlení meziročního růstu regulovaných cen na 8,0 % (ze 6,0 % ve 3. čtvrtletí), zatímco tržní ceny vzrostly stejně jako ve 3. čtvrtletí o 0,7 %.

Průměrná meziroční míra inflace v roce 2005 dosáhla 1,9 %, což je o 0,9 procentního bodu nižší hodnota než v roce 2004. V dlouhodobém srovnání byla výše inflace v roce 2005 třetí nejnižší od roku 1990 a podle předběžných údajů lze očekávat, že bude podprůměrná i ve srovnání s průměrem zemí EU. **Průměrná míra inflace by se v roce 2006 podle MF ČR měla pohybovat kolem 2,2 %.** Prognóza podnikatelského záměru je konstruována v neinflačním prostředí.



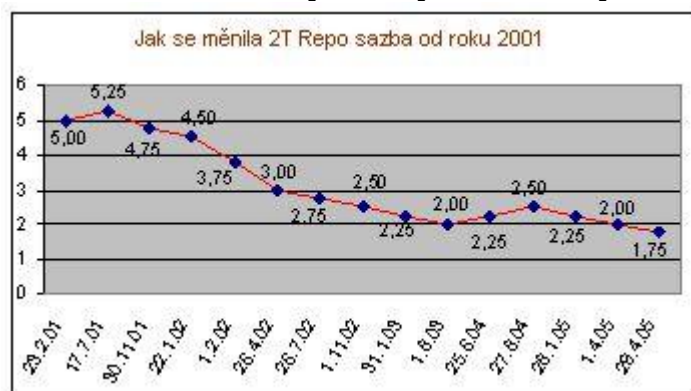
Zdroj: ČSÚ

Politická situace a hospodářská politika vlády

Ekonomika země je ovlivněna stávající politickou situací a problémy s rostoucím podílem mandatorních výdajů na celkových výdajích státního rozpočtu, zejména v důsledku výrazného růstu sociálních výdajů v minulých letech, potřebou realizace penzijní reformy a jiného systému regulace zdravotní péče a zdrojů financování potřeb.

Monetární politika státu (nabídka peněz, úrokové sazby, vývoj kurzů)

Řídící úrokové sazby snížila ČNB v průběhu roku 2005 čtyřikrát; naposledy s platností od 31. října. Při této úpravě byla nastavena limitní 2T repo sazba na 2 %, lombardní sazba na 3 % a diskontní sazba na 1 %. Meziročně tržní průměrné úrokové sazby z korunových vkladů se téměř nezměnily a z korunových úvěrů se mírně snížily. V průměru za 1. pololetí 2005 činily úrokové sazby z vkladů přijatých bankami od domácností 1,29 % a od nefinančních podniků 1,06 %, což bylo stejné jako před rokem. V tomtéž období dosáhly úrokové sazby z úvěrů poskytnutých bankami domácnostem 7,74 % a nefinančním podnikům 4,43 %, což bylo meziročně méně o 0,43 p. b., resp. více o 0,10 p. b.



Zdroj: ČNB

Fiskální politika (daňové zatížení podniků, fyzických osob)

Na rok 2005 bude činit sazba daně z příjmů ve výši 26 % a dojde k jejímu dalšímu snížení na úroveň 24 % v roce 2006, jež předpokládá reforma veřejných financí. V porovnání s ostatními státy vyšeგრádské skupiny je tato úroveň nedostatečná. Daňové zatížení korporací v úrovni 26 %, resp. 24 % má pozitivní vliv, avšak nemusí bránit tomu, aby nedocházelo k přesouvání sídel firem do zahraničí, což se ve střednědobém časovém horizontu může projevit na výsledcích národní ekonomiky.

Očekávané trendy národního hospodářství

Predikce ekonomického vývoje v ČR je založena na předpokladu dalšího růstu světové ekonomiky, který by však měl být mírně vyšší ve srovnání s rokem 2004 a očekáváním roku 2005. Ke globální dynamice i nadále nejvíce přispívají asijské ekonomiky (zejména Čína a Indie) i USA. Světová konjunktura bude zpomalována vysokými cenami surovin. Rizikem pro budoucí vývoj ekonomiky USA zůstává nadále deficit běžného účtu a veřejných financí, což může ovlivnit i globální ekonomickou dynamiku. Ekonomický růst v eurozóně zůstane pomalejší proti ostatním hlavním regionům. Na ekonomickém vývoji se mohou projevit úpravy Paktu stability a další průběh jednání o Ústavní smlouvě. Předpokládá se, že je třeba dlouhodobě počítat s udržení vysoké dolarové ceny ropy.

Meziroční růst české ekonomiky již pět čtvrtletí neklesl pod čtyřprocentní hranici. Struktura růstu je z perspektivního pohledu velmi příznivá - je tažen zejména investicemi a vývozem zboží. V nejbližším období budou odeznívat některé jednorázové efekty plynoucí ze vstupu České republiky do EU. Snižuje se dynamika vývozu i dovozu a fixního kapitálu. Roční růst HDP s predikcí do roku 2008 je očekáván ve výši 4 %.

(zdroj MF ČR)

Očekává se pokračování procesu vyrovnávání ekonomické úrovně se sousedními vyspělými státy EU. Ekonomický růst bude postupně podpořen navrhovaným poklesem daňové zátěže, v delším horizontu pak realizací vládou připravované strategie hospodářského růstu.

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. Průměrná míra inflace v roce 2006 by se měla pohybovat kolem 2,2 %. (zdroj MFČR)

Podle makroekonomické predikce MF ČR je předpokládán růst průměrné reálné mzdy v roce 2006 o 2,6 % a v roce 2007 o 3 %. Odborníci do roku 2010 předpokládají růst průměrné nominální mzdy o 5-7 %.

Makroekonomické změny v rámci běžných korekcí by chod Společnosti neměly v zásadě ovlivnit.

Analýza odvětví

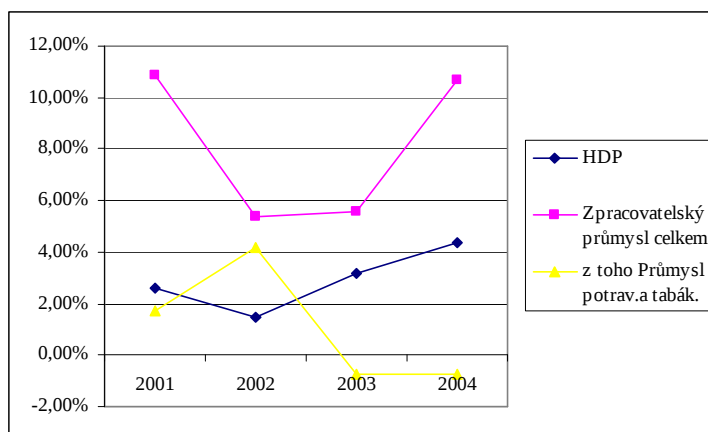
Stěžejní působnost Společnosti je soustředěna v odvětví zpracovatelského průmyslu a podle Odvětvové klasifikace ekonomických činností OKEČ je zařazena do oboru 1598, což je Výroba potravinářských výrobků a nápojů, tabákových výrobků – Výroba potravinářských výrobků a nápojů - Výroba nápojů – Stáčení minerální a pitné vody do lahví a výroba nealkoholických nápojů. Tato třída zahrnuje stáčení přírodních minerálních a jiných pitných vod do lahví, výrobu nealkoholických nápojů nearomatizovaných i aromatizovaných, neslazených i slazených, nesycených i sycených (citronády, oranžády, energetické nápoje, ovocné nápoje atd.) s přírodními extrakty (kola, tonik, ovocné nápoje, ochucená mléka atd.)

Zpracovatelský průmysl se v roce 2003 podílel na tvorbě HDP 26,5 % (pokles proti roku 2002 o 0,3 %). Na celkových tržbách průmyslu si zpracovatelský průmysl zachovává trvale zdaleka nejvyšší podíl.

V následující tabulce je znázorněn vývoj HDP, tržeb zpracovatelského průmyslu ve stálých cenách a z toho potravinářského a tabákového průmyslu ve stálých cenách.

Tabulka č. 5 - Vývoj HDP a tržeb ve zpracovatelském průmyslu

%	2001	2002	2003	2004
HDP	2,60%	1,50%	3,20%	4,40%
Zpracovatelský průmysl celkem	10,83%	5,39%	5,55%	10,66%
z toho Průmysl potrav.a tabák.	1,72%	4,15%	-0,76%	-0,72%



Zdroj: MPO

Z uvedených údajů je zřejmá mírná korelace vývoje HDP a zpracovatelského průmyslu celkem. V letech 2000 – 2004 bylo ve výrobě potravinářských výrobků a nápojů zaznamenáno poměrně kolísavé a vcelku nižší tempo než ve zpracovatelském průmyslu jako

celku. Mírnější tempo růstu potravinářské produkce vyplývá z vysoké nabídky a širší sortimentu potravin na domácím trhu, který v podstatě odpovídá úrovni v průmyslově vyspělých zemích. Přitom poptávka po potravinách je v zásadě v relaci ke kupní síle spotřebitelů, která je oproti vyspělým zemím dosud stále nižší. Také v oblasti exportu je růst omezen vysokou konkurencí na trzích, kam jsou potraviny a nápoje z ČR tradičně dodávány, i na trzích, které jsou dosud ve fázi rozvoje.

Výroba potravinářských výrobků a nápojů je odvětvím navazujícím na zemědělství. Významným opatřením, které by mělo v příštím období podstatným způsobem ovlivnit charakter této výroby ve směru zvýšení její konkurenceschopnosti, bylo přijetí „Koncepce potravinářství ČR pro období po vstupu do EU (2004–2013)“ na úrovni vlády ČR (říjen 2004). Tato koncepce je úzce spojena s převzetím potravinové politiky EU, která vytyčila za hlavní prioritu bezpečnost potravin, ale současně řeší i perspektivy odvětví z pohledu národních cílů. V roce 2004 měla výroba nápojů 21 % podíl na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb potravinářského průmyslu (OKEČ 15).

(zdroj MPO)

3.1.2. Ekologické a klimatické faktory

Obecně situaci podnikatelských subjektů mohou případně ovlivnit i ekologické a klimatické faktory. Klimatické vlivy výrazně ovlivňují nabídku i poptávku a jsou obecně významným rizikovým faktorem, protože výroba a zejména ekonomické výsledky Společnosti jsou výrazně závislé na úrodě ovoce, a to zejména jablek a v menší míře citrusových plodů a cukrové řepy. Při neúrodě těchto plodin dochází ke zvyšování cen u klíčových položek, které však Společnost nemůže v plném rozsahu promítnout do cen na výstupu (vysvětlení viz kapitola 3.4.5.).

Činnost podniku není spojena s podstatnými ekologickými riziky a není významným zdrojem znečištění. Společnost je členem systému EKONOM, který má vybudovanou strukturu sběru obalů.

3.1.3. Sociální faktory

Podnik se nachází ve Zlínském kraji na území Uhersko – Hradištska. Zlínsko bývalo v minulosti považováno za ekonomicky silnou oblast s výraznou koncentrací velkých průmyslových podniků. S centrem regionu byla tradičně spojována produkce obuvi, pneumatik, strojů a letadel. Přibližně od poloviny 90. let se hospodářsky stabilní pozice Zlína a celé východní Moravy začala měnit v důsledku společenských přeměn v ČR a následné nutné restrukturalizace průmyslu. Negativní roli sehrála také nevyhovující dopravní obslužnost území, odtržení od Slovenska, s nímž do té doby fungovaly významné obchodní vztahy, a rovněž rozpad většiny zavedených vědecko-výzkumných pracovišť. Důsledkem je současná podprůměrná tvorba hrubého domácího produktu, třebaže je region nadále vnímán jako relativně bohatá a dynamická oblast v rámci České republiky. Dosavadní průmyslový potenciál kraje je založen na existenci dříve klíčových strojírenských výrobních podniků. Značný význam mají závody zpracovatelského průmyslu, zejména: obuvnického, dřevozpracujícího, kožedělného a dále chemie, gumárenství, potravinářství. Ty dosud patří k předním zásobovatelům spotřebního zboží na českém trhu. Nemají však potřebnou výkonnost s výjimkou těch, do nichž vstoupil zahraniční investor. V oblasti Uhersko – Hradištska se nezaměstnanost pohybuje kolem 8 %. Průměrná mzda ve Společnosti převyšuje regionální průměr.

3.1.4. Technologický sektor a logistika

V letech 2001 – 2004 probíhala ve Společnosti postupná modernizace provozů, což se rovněž projevilo na hospodářských výsledcích. Investice byly převážně směřovány do výrobních technologií a byly provedeny menší stavební úpravy. Další investice se týkaly zvýšení kapacity a výtěžnosti při sezónním zpracování ovoce, rozšíření kapacity skladování polotovarů a kvasných prostor na výrobu ovocných vín. V tomto období byly zprovozněny nově pořízené lisy. Rozšíření kapacity lisování umožnilo zvýšit výtěžnost surovin o 3 %.

Používané výrobní postupy a receptury směsí a nápojů jsou všeobecně známé a nepředstavují specifické a chráněné know-how.

Záměrem managementu je další postupná inovace balení ovocných šťáv a zvýšení počtů modifikací různých objemů balení nápojů. Úzké místo představují skladové kapacity, proto by měly investice v následujících letech směřovat do této oblasti. Toto by mělo Společnosti umožnit zvýšit produkci a posilovat konkurenční pozici v oblasti širší nabídky ve zvoleném segmentu strategie nízkých nákladů.

V oblasti logistiky management Společnosti klade důraz na zjednodušení informačních toků, což naznačuje také plochá organizační struktura, a celkové zkvalitnění plánovacího procesu od objednávky přes výrobu až po expedici. Investice do moderních linek a logistiky by měly v budoucnu podporovat zvolenou všeobecnou strategii a napomáhat v udržování konkurenční výhody Společnosti, protože tak by měla být lépe schopna lépe nákladově konkurovat a selektivně pokrýt potenciální požadavky zákazníků. Trvalá pozornost je také věnována optimalizaci zásob.

3.2. OBOROVÉ OKOLÍ

Oborové okolí Společnosti je ovlivňováno především jeho konkurenty, dodavateli a zákazníky. Nástrojem analýzy oborového okolí podniku je Porterův pětifaktorový model intenzity konkurenčního prostředí, který vychází z toho, že strategická pozice firmy působící v určitém odvětví je určována především působením pěti základních činitelů:

- vyjednávací silou zákazníka,
- vyjednávací silou dodavatele,
- hrozbou vstupu nových konkurentů,
- hrozbou substitutů,
- rivalitou firem.

3.2.1. Zákazník

3.2.1.1. Identifikace zákazníka

Společnost působí v potravinářském odvětví, konkrétně v oblasti výroby džusů a ovocných šťáv, což je stěžejní produkce, a v odvětví výroby ovocných vín, zpracování jablek a okrajově také ve výrobě kečupů a ovocné výživy. Zákaznická struktura je široká, avšak cca 50 % výkonů Společnosti tvoří dodávky do obchodních řetězců, 15 % dodávky do dceřiné společnosti na Slovensku a zbytek jsou menší obchodníci. Z významných zákazníků je to zejména TESCO, MAKRO, AHOLD, KAUF LAND, HRUŠKA, COOP CENTRUM, PLUS DISCOUNT, DELVITA, LIDL a další.

3.2.1.2. Vyjednávací síla zákazníků

Jak již bylo uvedeno, struktura současných zákazníků je tvořena obchodníky z oblasti potravinářství, převážně však velkými obchodními řetězci. Produkci ovocných šťáv lze rozdělit na dva segmenty – produkce pro privátní značky - obchodních řetězce TESCO, MAKRO, AHOLD a produkce pod chráněným označením Společnosti značkou HELLO. Obchodní řetězce mají velmi významné postavení vůči podniku a této pozice využívají k velkému tlaku na snižování cen produkce Společnosti. Významné je to zejména u privátních značek, kde marže je podstatně nižší než marže produkce prodávané pod značkou HELLO. Na druhé straně však fakt, že většinu zákazníků tvoří tyto řetězce, přinesl do Společnosti i na trhu určitou stabilitu, protože došlo k podstatnému snížení nevymahatelných pohledávek a také ke snížení dopravních nákladů na rozvoz, protože produkce se tak zavázala do centrálních skladů. Vznik řetězců měl mimo jiné za následek, že zanikla řada výrobců ovocných šťáv.

3.2.2. Dodavatelé

3.2.2.1. Identifikace dodavatelů

Většina dodávek je zajišťována tuzemskými dodavateli. Nejvýznamnějšími vstupy jsou zemědělské komodity, a to cukr, ovocné polotovary – převážně jablka, pomerančový a grapefruitový koncentrát. Významným vstupem jsou také obaly TetraPak a částečně líc.

Mezi hlavní dodavatele Společnosti mimo dodavatele energií patří Madeta Groupe (obaly TetraPak), Vrbruggen Juice Trading b. v. (pomerančový koncentrát), ARNA, a. s., Tate-Lyle (cukr a jeho modifikace), ESAROM Essenzenfabrik Ges.m.b.H. (ovocné přírodní tresty na sirupy a ovocné nápoje), Vetropack Moravia, a. s. (láhve), Cukrovar Vrbátky, a. s. (cukr).

3.2.2.2. Vyjednávací síla dodavatelů

Vzhledem k tomu, že podnik ke své činnosti nevyžaduje specifické dodávky od dodavatelů, jež mají na úzkém tržním segmentu monopolní postavení, je vyjednávací pozice dodavatelů na běžné standardní úrovni.

Žádný z dodavatelů nemá postavení monopolu, resp. nepřesahuje běžné rámce konkurenčního prostředí (vyjma přirozených monopolů voda, elektřina a plyn). Své potřeby v oblasti služeb a dodávek materiální povahy řeší běžným způsobem na základě aktuální nabídky na trhu, případně obchodním jednáním.

Do cen vstupů se zásadním způsobem bezprostředně promítají klimatické změny, což ovlivňuje hrubou marži Společnosti s dopadem do hospodaření, produktivity a solventnosti.

3.2.3. Konkurenti

3.2.3.1. Identifikace konkurentů

Konkurence na relevantním trhu je vysoká. Z mnoha společností zůstali tři tuzemští konkurenti Společnosti. Jedná se o Pepsi se značkou Toma, Kofolu se značkou Jupí a Polská forma Maspex – se značkou Relax. Právě značka Relax zaujímá první místo na tuzemském trhu, o druhé a třetí se dělí Toma a HELLO. Relax má oproti výše jmenovaným značkám širší

sortiment. Dalšími konkurenty jsou zahraniční společnosti jako např. Rauch a Pfanner. Společnost na rozdíl od výše jmenovaných konkurentů vyrábí také ovocné šťávy a džusy pod privátními značkami obchodních řetězců. Produkce džusů pod těmito privátními značkami představuje cca 30 % produkce Společnosti. Výhodou Společnosti oproti jiným konkurentům je to, že část vstupů (hlavně jablka) pochází z tuzemských zdrojů.

Vzhledem ke stagnující spotřebě ovocných šťáv na tuzemském trhu má Společnost omezené možnosti růstu a expanze. Dopravní náklady představují regionální omezení expanze Společnosti na území tuzemského trhu a Slovenska přes svou dceřinou společnost.

Konkurenční výhoda Společnosti na relevantním trhu je založena zejména na příznivé ceně, stabilní kvalitě, širokém sortimentu produkce v jedné řadě a na skutečnosti, že část vstupů pochází od tuzemských pěstitelů ovoce.

3.2.3.2. Hrozba vstupu nových konkurentů

Vstup konkurence na tento trh je v zásadě volný. Hlavní překážkou vstupu na relevantní trh nízkých nákladů je nižší potenciál tuzemského trhu oproti zahraničnímu z pohledu stravovacích návyků a zejména z důvodu nerentability dodávek na větší vzdálenosti. K tomu lze dále začlenit vysokou intenzitu konkurence jak na tuzemském trhu tak v zahraničí a vysokou kapitálovou náročnost na zařízení a provozní kapitál. Bariérou vstupu do odvětví je rovněž často krátká životnost daného produktu (balení) a s tím související vysoké investice do inovací. Koneční spotřebitelé žádají časté změny a novinky v oblasti potravinářství, proto je z hlediska udržení konkurenceschopnosti důležité věnovat pozornost detailům a inovacím, zejména velikosti balení, vzhledu obalů, a posilování určité zvolené profilace identity chráněného označení HELLO. Obchodní řetězce svými podmínkami a silnou vyjednávací pozicí také vytvářejí překážky vstupu nové konkurence na trh. V současné době se však na trhu stále více prosazuje levnější konkurence z Polska, kde vlivem dotací z fondů EU dochází k podpoře polských producentů a rovněž zpracovatelského průmyslu, což při nižších dotacích zemědělcům v ČR ve srovnání s Polskem nepříznivě působí na české producenty a zpracovatele zemědělské produkce, kteří mají ztíženou pozici v cenové konkurenci.

3.2.3.3. Identifikace a hrozba substitutu

Substitutem je v této souvislosti míněn jiný systém technických řešení, který je schopen účinně nahradit (substituovat) současnou nabídku společnosti.

Substitut v této oblasti je značně široký a patří zde zejména jiné nápoje jako je voda perlivá i neperlivá, limonády, čaj, káva, pivo atd. V této souvislosti však nejsou patrné žádné významné trendy, jež by ohrožovaly produkci výrobků Společnosti ve stávajících provozech. V porovnání se zahraničím máme v průměru nižší spotřebu džusů a ovocných šťáv.

3.3. ZAHRANIČNÍ OKOLÍ FIRMY

Zahraniční okolí je speciálním případem obecného a oborového okolí podniku. Zahnuje již všechny uvedené faktory. Je třeba zdůraznit, že zahraniční okolí má větší vliv na subjekty, které jsou přímo zapojeny do mezinárodního obchodu, kooperace a spolupráce.

V případě podniku lze konstatovat, že 15 % objemu produkce představuje export zejména na Slovensko. Pouze část vstupů nakupuje Společnost v zahraničí, proto kurzové změny nemají významný dopad na výsledky hospodaření Společnosti. Působení podniku na trhu má ve značné míře teritoriální charakter s výrazným zaměřením na domácí trh. Tuto skutečnost způsobuje nárůst poměru přepravních nákladů k ceně s rostoucí vzdáleností dodávek. Na světovém trhu Společnost nepůsobí z důvodu vysoké intenzity konkurenčního prostředí a rostoucích dopravních nákladů. V současné době se stále více prosazuje levnější konkurence z Polska.

3.4. STRATEGICKÁ ANALÝZA VNITŘNÍHO PROSTŘEDÍ FIRMY

3.4.1. Strategie podniku

Strategie vyjadřuje základní představy o tom, jakou cestou budou firemní cíle jako žádoucí stavy, kterých má firma dosáhnout, dosaženy. Strategie míří do vzdálenější budoucnosti a měla by firmě zajistit specifickou konkurenční výhodu. Strategie určuje především základní parametry podnikání, soubor výrobků, služeb, objem výroby, trhy atd. Strategie zásadním způsobem určuje úkoly taktické na operativní úrovni řízení.

Management předpokládá stabilizaci vývoje Společnosti s ohledem na průzkumy spotřeby ovocných šťáv v minulých letech, která neroste a ve srovnání např. s Německem je v ČR podstatně nižší. Spotřeba ovocných šťáv souvisí jednak s životní úrovní dané země a jednak se stravovacími návyky.

Management zvolil jako **všeobecnou strategii rozvoje Společnosti zaměřenou na nízké náklady**. V oblasti nízkých nákladů je strategie Společnosti zaměřena zejména dovnitř na maximalizaci obrátu, optimalizaci využití výrobních kapacit, úspory nákladů v oblasti dopravy a rytmičnost výroby. Na dosahování nízkých nákladů má velký vliv také to, že Společnost je významným zpracovatelem jablek z okolí.

Strategie je postavena na rozvoj Společnosti ve dvou směrech - výrobu privátních značek a posilování značky HELLO. Filozofie Společnosti je zaměřena na výrobu jednodruhových ovocných šťáv a masový prodej svého sortimentu. Toto zaměření je ovlivněno mezerou na trhu, kterou nejsou schopni pokrýt lídři na trhu u značek Rauch a Pfanner a TOMA. S ohledem na zvolenou všeobecnou strategii Společnosti na trhu (jako výklenkáře) nelze předpokládat další výraznou expanzi, jelikož by pak narazila na kapitálově daleko silnější subjekty, což by v případě cenové války mohlo Společnost ohrozit.

Dobré jméno Společnost posiluje jednak běžnou reklamou a sponzorováním kulturních, společenských a humanitárních projektů jako je např. Daruj krev ve spolupráci s ČČK.

Konkurenční výhoda Společnosti na relevantním trhu je založena zejména na příznivé ceně, stabilní kvalitě a také na tom, že část vstupů pochází od tuzemských pěstitelů ovoce. Široký sortiment jednodruhové produkce je na jedné straně konkurenční výhodou, je však velice obtížné udržet uplatňování této strategie při současně nízkých nákladech, protože dochází k neefektivnosti výroby a vysokým nárokům na skladování. Této skutečnosti pak management využívá k posilování své pozice na trhu a vytváří překážky vstupu konkurence. Společnost v minulosti investovala s cílem posílit svou pozici na trhu pro zlepšení kvality, nákladů a rytmičnosti produkce, a to zejména do obnovy technologií. V dalším období by mělo být investováno do zlepšení logistiky. Tyto investice však nedávají předpoklad výrazného rozšíření kapacit, pouze vyšší využití kapacit stávajících.

Na základě provedené tržní analýzy a s přihlédnutím k současnému téměř plnému kapacitnímu využití v úzkých místech – zejména skladových kapacit, považujeme současný stav Společnosti po období výrazných turbulencí na trhu za produkčně a obchodně do jisté míry stabilní, avšak s omezenými možnostmi růstu na trhu v určitém sortimentu nabídky (viz pozice výklenkáře).

3.4.2. Faktory vědecko-technického rozvoje

Vzhledem k výrobnímu zaměření podniku a ke zvolené strategii se Společnost neustále soustřeďuje na inovaci produkce a používaných technologií, čímž udržuje svou pozici na trhu. Důvodem je velmi krátká životnost produkce. Koneční spotřebitelé žádají časté změny a novinky v oblasti potravinářství, proto je z hlediska udržení konkurenceschopnosti důležité věnovat pozornost detailům zejména ve zlepšování užitelnosti a změně vzhledu obalů. Aplikované technologie a receptury jsou všeobecně známé. Jiné přínosy z oblasti vědecko-technického rozvoje i externí, jež by mohly zásadně při dané strategii ovlivnit chod Společnosti, nebyly místním šetřením nalezeny.

3.4.3. Marketingové a distribuční faktory

Marketingové a propagační aktivity se soustřeďují na vývoj v komunikaci značky „HELLO“. Přidaná hodnota měřená spontánní znalostí řadí značku HELLO do TOP 3 spolu se značkami Relax a Toma. Reklamní aktivity mají za cíl posílení tržní pozice a budování značky HELLO jako produktové a postupně by mělo docházet k jejímu rozšiřování na další sortiment, což bude s vysokou pravděpodobností vyžadovat změnu identity značky ze značky produktové na značku korporace. Společnost v současné době předpokládá nárůst reklamních aktivit, protože v minulém roce byly investice do reklamy oproti minulému roku utlumeny.

3.4.4. Lidské zdroje

Lidské zdroje jsou nejdůležitějším aktivem, které má podnik k dispozici, a v tržním prostředí jsou zpravidla i nejdražším zdrojem, zejména, pokud jde o pracovníky kvalifikované s jedinečným know-how. Úroveň řízení lidských zdrojů se tak stává mnohdy rozhodující pro ekonomický úspěch podniku.

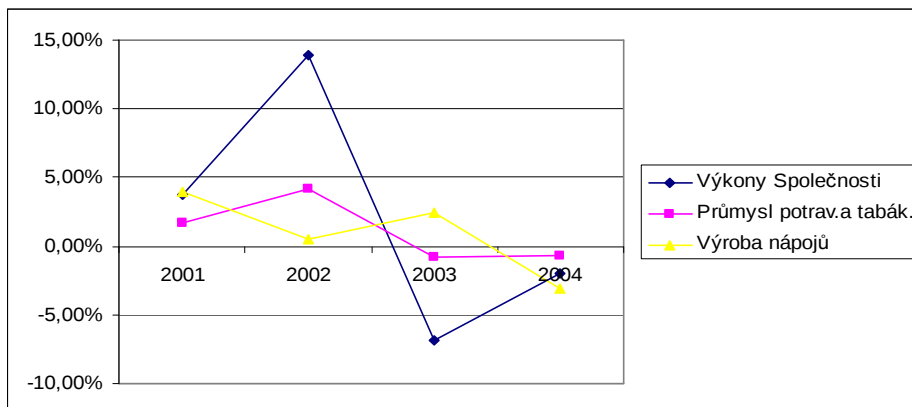
Řízení lidských zdrojů zaujímá významné postavení při řízení celé firmy. Hlavní personální aktiva podniku tvoří vrcholový, střední management, někteří pracovníci obchodního oddělení a marketingu a ostatní specializovaní pracovníci.

Management se zaměřuje na budování loajálního vztahu zaměstnanců ke společnosti a vede je k profesionálnímu přístupu. Zaměstnanci jsou motivováni ke kvalitní práci a prochází celou řadou školení v rámci zvyšování kvalifikace.

Ve společnosti působí odbory. Z kolektivní smlouvy uzavřené na roky 2006-2007 vyplývá růst mezd minimálně ve výši 3 %. V minulosti se nevyskytovaly spory s odbory, přijatý mechanismus je odbory akceptován.

3.4.5. Vývoj výkonů Společnosti ve vztahu k vývoji v potravinářském průmyslu a konkrétně výrobě nápojů

V následující tabulce a grafu je uvedeno srovnání vývoje výkonů Společnosti ve vztahu k vývoji tržeb v potravinářském průmyslu a výrobě nápojů ve stálých cenách:



Z výše uvedeného grafu je zřejmé, že tržby v potravinářském průmyslu a konkrétně ve výrobě nápojů se v celém sledovaném období pohybují protichůdně, tj. při poklesu tržeb v potravinářském průmyslu jako celku rostou tržby ve výrobě nápojů. Tržby Společnosti spíše kopírují vývoj v potravinářském průmyslu jako celku a projevuje se zde záporná korelace s odvětvím výroby nápojů s větší výkyvy. Tyto výkyvy vyplývají z vysoké nabídky a širší sortimentu potravin na domácím trhu, který v podstatě odpovídá úrovni v průmyslově vyspělých zemích. Přitom poptávka po potravinách je v zásadě v relaci ke kupní síle spotřebitelů, která je oproti vyspělým zemím dosud stále nižší. Také v oblasti exportu je růst omezen dopravními náklady a vysokou konkurencí na trzích, kam jsou potraviny a nápoje z ČR tradičně dodávány, i na trzích, které jsou dosud ve fázi rozvoje.

Výroba potravinářských výrobků je odvětvím navazujícím na zemědělství. Významným faktorem, který má vliv na výsledky hospodaření Společnosti, je úroda ovoce, zejména jablek, v ČR a v producentních zemích u citrusových plodů a tropického ovoce a s tím související ceny zejména jablek, pomerančů a také grapefruitů. Rok 2004 byl charakterizován z hlediska zemědělství mimořádně příznivým počasím, které znamenalo rekordní sklizeň rostlinné produkce prakticky u všech významných plodin. Tomu také odpovídaly výsledky hospodaření Společnosti. Výsledky Společnosti jsou závislé také na změnách obchodních podmínek a přístupu obchodních řetězců, které vůči výrobcům potravin, jako svým dodavatelům, uplatňují na rozdíl od vyspělých zemí často obtížně splnitelné požadavky, a to zejména v cenové oblasti, kdy při akcích požadované slevy často nedosahují oprávněných nákladů. Tím se výrobci potravin ocitají v ekonomicky obtížně řešitelné situaci. Proto rostoucí ceny vstupů nemohou být vždy plně promítnuty do cen výrobců potravin, a to i s ohledem na kupní sílu obyvatelstva. Na druhé straně výkyvy směrem dolů nejsou okamžité. Snahou zpracovatelů a producentů je stabilizovat ceny, aby nedocházelo k výrazným výkyvům zapříčiněným neúrodou.

Tato skutečnost byla znalcem brána na zřetel při vyhodnocení prognózy a trvalého růstu při určování hodnoty podniku v explicitním období prognózy a rizika podnikání.

3.5. FINANČNÍ ANALÝZA

Následně provedená finanční analýza hodnotí základní rysy hospodaření Společnosti a údaje z finanční prognózy. Management společnosti předložil znalci sestavenou finanční prognózu podnikatelského záměru, která nezahrnuje očekávanou délku životnosti podniku. Předpokládá se, že výše obrátu po roce 2005 vychází z očekávaných trvalých ekonomických výsledků podniku, u kterých management očekává, že budou dosaženy na základě očekávaného vývoje konkurenčního postavení podniku na trhu s předpokladem **stavu, v jakém se v současné době podnik nachází (stav going concern)**. Dále se předpokládá, že nedojde k podstatným změnám podmínek podnikání, které by mohly výrazně ovlivnit stávající právní a institucionální uspořádání včetně daňového systému.

Finanční a obchodní pozice podniku nebude případnými změnami ekonomického uspořádání a právního systému podstatným způsobem ovlivněna. Rovněž znalec předpokládá, že finanční prognóza vypracovaná managementem byla sestavena v souladu s platnou legislativou týkající se účetní evidence a daní. Tuto skutečnost namátkově prověřil a nezjistil z tohoto pohledu nedostatky v jejím sestavení.

Dle sdělení managementu byla finanční prognóza podnikatelského záměru společnosti sestavena pro neinflační prostředí.

V zájmu vynaložení náležité odborné péče je znalec povinen upozornit na některé skutečnosti, jež vyplývají z historického a předpokládaného vývoje hospodaření podniku do budoucna při současné existenci nejistých okolností v budoucnu, které nelze předem kvantifikovat. Při bližším zkoumání se jedná o následující skutečnosti, které lze do jisté míry rovněž považovat za předpoklady, na základě kterých je následné ocenění podniku provedeno:

1. Finanční prognóza podnikatelského záměru byla managementem sestavena na základě schválené koncepce rozvoje Společnosti.
2. V majetku podniku se nachází neprovozní majetek, který je vymezen v kapitole 2. tohoto posudku a dále popsán a oceněn v příloze č. 3.
3. Jak již bylo uvedeno, prognóza byla zpracována pro neinflační prostředí. Tento předpoklad také znalec promítl při konstrukci diskontní sazby a velikosti míry růstu g (viz kapitola 5 tohoto posudku).
4. Sestavený plán nepředpokládá v explicitním období výplaty dividend ani jiné rozdělení zisku.

3.5.1. Historické výsledky hospodaření společnosti

Podnik dle finančních výkazů vykazoval za období 2001 - 2005 výsledky hospodaření, které jsou uvedeny v následující tabulce č. 6. Součástí uvedené tabulky jsou očekávané výsledky hospodaření dle předložené finanční prognózy podnikatelského záměru do roku 2010.

Tabulka č. 6 - Přehled výsledků hospodaření od roku 2001 a očekávané výsledky do r. 2010 v tis. Kč.

TEXT	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Provozní VH	30 862	49 669	25 060	7 524	21 884	13 170	12 045	12 194	13 136	12 713
Finanční VH	-17 780	-10 034	-10 408	-13 357	-12 665	-8 143	-8 343	-8 343	-9 043	-9 783
VH za běžnou činnost	13 106	27 721	10 905	-9 623	3 790	3 820	2 814	2 927	3 111	2 227
Mimořádný VH	-539	-26	-2 753	-322	-10					
VH za účetní období	12 567	27 695	8 152	-9 945	3 780	3 820	2 814	2 927	3 111	2 227
VH před zdaněním	13 720	39 609	11 899	-6 155	9 209	5 027	3 702	3 851	4 093	2 930

Společnost v celém sledovaném období od roku 2001 vykazovala zisk, pouze v roce 2004 zaznamenala propad hospodářského výsledku a dostala se do ztráty. Rok 2001 navázal na stabilizaci firmy v roce 2000. K dosaženým výsledkům hospodaření napomohla také rozsáhlá investice do výrobních technologií a stavebních úprav. Investice byly zaměřeny na různorodost a kvalitu balení a zvýšení kapacity a výtěžnosti při sezónním zpracování ovoce a rozšíření kapacity skladování a kvasných prostor k produkci ovocných vín. V tomto roce také firma investovala do podpory prodeje a zejména na posílení značky HELLO. Na trhu pokračoval trend navyšování podílu obchodních řetězců a jejich dominantní pozice na trhu. Tuzemský prodej do obchodních řetězců představoval 51 % celkového prodeje. V roce 2002 pokračovaly investice do technologií. V tomto roce výrazně vzrostl zisk Společnosti, a to zejména z důvodu ukončení činnosti přímých konkurentů drobných tuzemských výrobců a příznivým cenám vstupu. V roce 2003 na tuzemský trh začala pronikat konkurence ze zahraničí, což mělo dopad do snížení tržeb i zisku Společnosti. Dopad na pokles obrátu měla také ztráta produkce privátních značek pro Kaufland. Pokračující zvyšování podílu obchodních řetězců na tržbách Společnosti a jejich tlak na snižování cen se také negativně projevilo na hospodářském výsledku a v následujícím roce byl tento vliv ještě více znásoben. Tato skutečnost, stagnace obrátu a růst cen vstupů se promítly výrazně v hospodářském výsledku. Ceny vstupů jsou výrazně závislé na zemědělství, protože podstatnou část tvoří ovocné polotovary, zejména z jablek a pomerančů, cukr. Významnou nákladovou položkou jsou také obaly. Výsledek hospodaření v roce 2005 je ovlivněn rozpuštěním opravných položek k pohledávkám v konkurzu ve výši 10 622 tis. Kč a dále odpisem pohledávek ve výši 10 093 mil. Kč na základě vydaných rozvrhových usnesení konkurzních správců dlužníku v úpadku. Největší část ostatních provozních výnosů představují přeúčtování loga Tetra Pak této firmě za reklamu na obalech ovocných šťáv Společnosti. V roce 2005 tyto výnosy činily 4 800 tis. Kč. Smlouva na tyto úhrady je uzavírána vždy na jeden rok a v současné době prozatím k dohodě nedošlo a management tyto výnosy do finanční prognózy nezahrnul. Výše těchto výnosů závisí na objemu prodané produkce (počty použitých obalů). Další položku z těchto výnosů tvoří pojistné náhrady. Ostatní jsou drobné prodeje a ostatní výnosy zanedbatelné výnosy z pohledu ocenění..

Ve finanční prognóze podnikatelského záměru management Společnosti předpokládá mírný růst obrátu produkce, avšak s klesající hrubou marží, který je omezen strategickým zaměřením Společnosti na určité úzké segmenty trhu jednodruhových nápojů a zvyšováním podílu privátních značek viz strategie podnikání, strojním vybavením a skladovacími kapacitami, které jsou do jisté míry úzkým místem. Podstatnou část finančního HV tvoří nákladové úroky. Management předpokládá růst úrokových sazeb, které jsou dle jeho názoru v současné době na minimální úrovni. Průměrná mzda ve Společnosti v roce 2005 činila 18.939,- Kč a je blízká průměrné mzdě v ČR, která činila 18 220,- Kč. Nutno dorešit příčiny nárůstu úroku.

Finanční prognózu na období 2005 – 2010 management sestavil pro potřebu vnitřního řízení Společnosti a při jejím zpracování vycházel z aktualizované strategie a očekávaných reálných nákladů a příjmů a realizovaných podnikatelských aktivit podniku v následujících letech. Následující analýza tuto finanční prognózu zkoumá s pomocí poměrových ukazatelů.

3.5.2. Poměrová analýza historických výsledků a finanční prognózy

Princip financování dlouhodobých aktiv dlouhodobými zdroji

Standardně platí zásada, že dlouhodobý majetek investiční povahy (budovy, stroje, kapitálové účasti v dceřiných společnostech) je pořizován (financován) z dlouhodobých zdrojů (často kombinace vlastního a cizího dlouhodobého kapitálu).

V případě Společnosti činí hodnota dlouhodobého majetku 172 632 tis. Kč a hodnota dlouhodobých zdrojů (vlastní kapitál + dlouhodobé závazky) 183 368 tis. Kč. Z uvedeného vyplývá, že dlouhodobý majetek **je zcela kryt dlouhodobými zdroji**.

Princip financování oběžného majetku krátkodobými zdroji

Obecně platí zásada, že krátkodobý oběžný majetek (zásoby, pohledávky) bývá kryt **krátkodobými finančními zdroji** (závazky k dodavatelům, popř. i bankovními úvěry).

V případě Společnosti je vykazována hodnota oběžných aktiv ve výši 312 410 tis. Kč a tato aktiva jsou kryta krátkodobými cizími zdroji téměř 100 %. Přehled ukazatelů struktury financování a trendu v prognóze ukazuje následující tabulka.

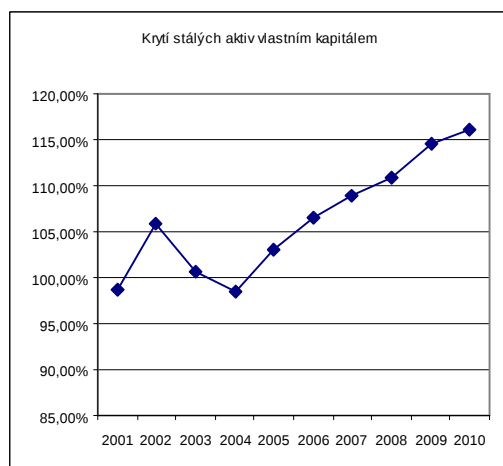
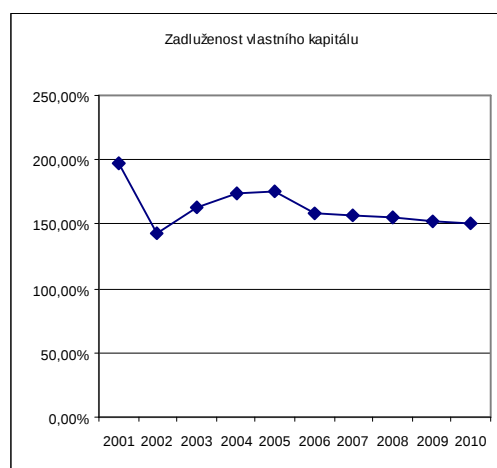
Tabulka č. 7 - Ukazatele struktury financování

Název	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zadluženost vlastního kapitálu	196,85%	142,47%	163,36%	174,57%	176,09%	158,79%	156,95%	154,67%	152,28%	151,12%
Krytí dl.aktiv vlastním kapitálem	98,66%	105,88%	100,60%	98,44%	103,08%	106,49%	108,94%	110,87%	114,50%	115,98%
Krytí dl.aktiv dl. kapitálem	109,06%	107,35%	102,29%	104,04%	108,03%	106,49%	108,94%	110,87%	114,50%	115,98%

Pozn. Příslušný komentář k dílčímu vývoji těchto ukazatelů je popsán u jednotlivých grafů.

Zadluženost vlastního kapitálu:

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu je dán poměrem cizího a vlastního kapitálu. V minulých letech zadluženost rostla v důsledku probíhajícího investičního procesu, v roce 2005 zadluženost mírně klesla a v prognóze předpokládá v dalších letech stabilizaci.

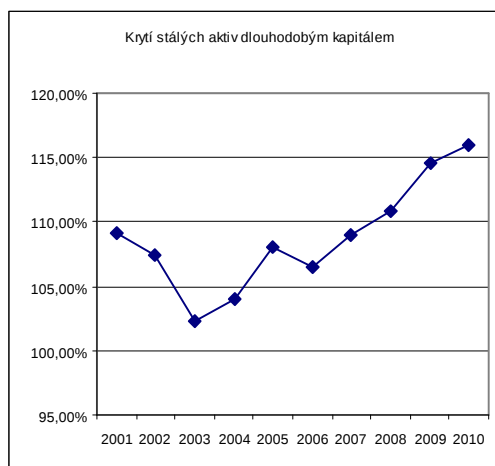


Krytí stálých aktiv vlastním kapitálem (překapitalizování):

Pokud se hodnota ukazatele blíží nebo dokonce převyšuje 100 %, lze mluvit o překapitalizování, tzn., že vlastní a zpravidla dražší zdroje jsou použity na financování krátkodobých aktiv, což pro podnik představuje na jedné straně nízké riziko, ale na druhé straně je jistota vykoupena nižším růstem vnitřní hodnoty. Trend tohoto ukazatele je rostoucí, což ukazuje na zlepšení ekonomické stability firmy. Tento ukazatel je rovněž ovlivněn kapitálovou náročností výroby.

Krytí stálých aktiv dlouhodobým kapitálem (podkapitalizování):

Hodnota tohoto ukazatele má obdobný trend jako ukazatel předchozí. Porovnává kompletní dlouhodobé zdroje (vlastní kapitál a dlouhodobé cizí zdroje) s dlouhodobými aktivy podniku. Pokud je hodnota nižší než 100 %, znamená to, že stálá aktiva jsou financována i z krátkodobých zdrojů a podnik je podkapitalizován. Z uvedeného grafu vyplývá, že finanční stabilita firmy je dostatečná a dosažené HV při zachování obnovy ve výši odpisů ve stavu chodu umožňují Společnosti ke konci období pravidelně vyplácet dividendy.

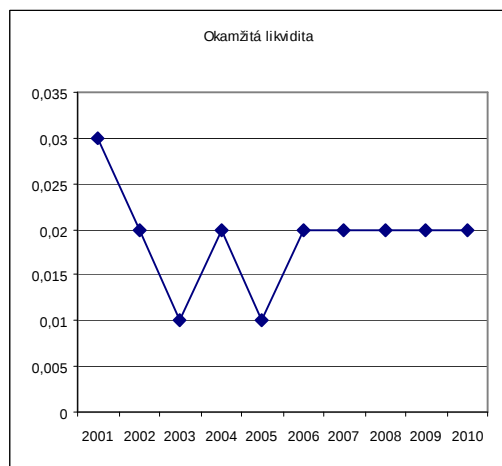


3.5.2.1. Likvidita

Likvidita je schopnost subjektu dostat svým závazkům. Ukazatele likvidity se používají k porovnání zdrojů, které jsou k dispozici, se závazky, které má společnost v určité době zaplatit. **Ukazatele likvidity** včetně trendu ve finanční prognóze ukazuje následující tabulka.

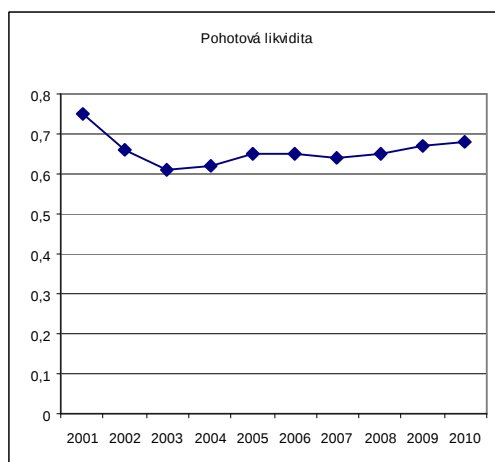
Tabulka č. 8 - Ukazatelé likvidity

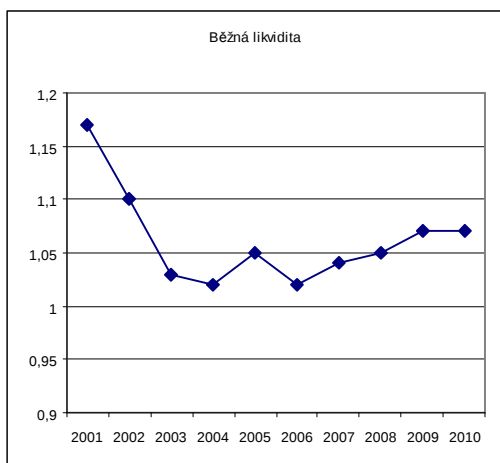
Název	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Okamžitá likvidita	0,03	0,02	0,01	0,02	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Pohotová likvidita	0,75	0,66	0,61	0,62	0,65	0,65	0,64	0,65	0,67	0,68
Běžná likvidita	1,17	1,1	1,03	1,02	1,05	1,02	1,04	1,05	1,07	1,07



Ukazatel **okamžité likvidity** vypovídá o solventnosti firmy, tj. schopnosti okamžitě splatit své krátkodobé závazky. Doporučované hodnoty pro tento ukazatel se pohybují v rozmezí 0,1 – 0,2. Vykazované hodnoty jsou v celém sledovaném období pod hranicí kritériálních hodnot. Trend v minulých letech byl kolísavý v důsledku turbulentního tržního prostředí na relevantním segmentu trhu a také rozsáhlého investičního procesu. Po roce 2005 se očekává stabilizace tohoto ukazatele.

Ukazatel **pohotové likvidity** poměřuje to, co by Společnost měla v daném okamžiku nejpozději do jednoho roku získat, s tím, co bude během jednoho roku potřebovat. Doporučená hodnota by tedy měla být mírně vyšší než 1. Očekávaný vývoj je opět pod kritériální hodnotou.





Běžná likvidita charakterizuje relativní podíl krátkodobých dluhů na financování oběžných aktiv. Doporučovaná hodnota se pohybuje v intervalu 1,5 – 2,5. Hodnoty se pohybují pod kritériální hodnotou.

Provedené propočty poměrových ukazatelů z oblasti likvidity ukazují, že podnik v těchto ukazatelích dosahuje nízkých hodnot. Je to dáno zejména dosahováním nízkých marží, rozsáhlými investicemi v minulých letech a stabilně převyšující dobou obratu pohledávek nad dobou obratu závazků. S ohledem na výsledky hospodaření a vývoj zadluženosti, je Společnost schopna pravidelně vyplácet dividendy, i když management v prognóze výplatu dividend nepředpokládá.

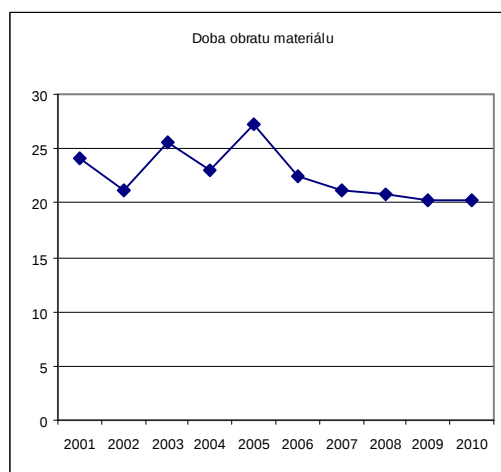
3.5.2.2. Ukazatelé aktivity

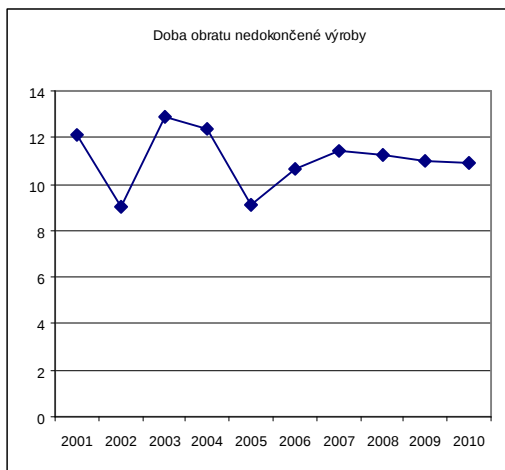
Ukazatele aktivity hodnotí schopnost firmy využívat vložených prostředků, tj. rychlost obratu jednotlivých složek majetku, resp. vázanost kapitálu v určitých formách aktiv. Vývoj ukazatelů aktivit včetně očekávaných trendů ve finanční prognóze je sestaven v následující tabulce. Kratší obrátka je pozitivní a trend prodlužování je vesměs negativní vyjma obratu závazků, pokud je rostoucí trend založen na konkurenční výhodě.

Tabulka č.9 - Ukazatele aktivity

Název	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Doba obratu materiálu	24,19	21,23	25,54	22,97	27,25	22,43	21,14	20,75	20,32	20,19
Doba obratu nedokončené výroby	12,09	9,01	12,9	12,33	9,11	10,64	11,46	11,25	11,01	10,94
Doba obratu výrobků	4,25	5,22	5,32	6,34	6,2	6,08	5,89	5,78	5,66	5,62
Doba obratu dlouh. pohledávek	0,56	0,94	3,51	4,47	2,76	1,52	4,15	4,08	3,99	3,97
Doba obratu krátk. pohledávek	69,5	54,24	65,55	66,39	74,03	69,05	66,01	66,14	66,91	67,76
Doba obratu krátk. závazků	53,29	42,71	44,02	50,88	47,99	48,28	47,63	46,75	45,77	45,47

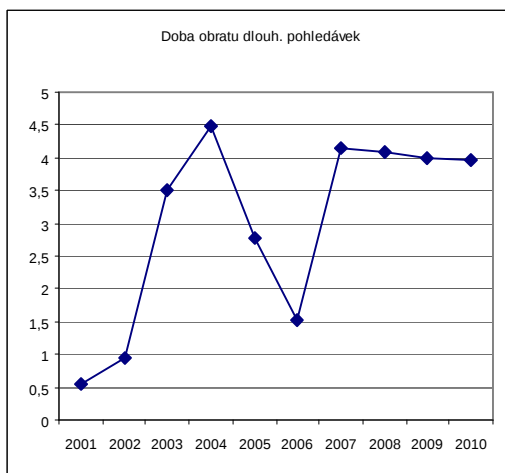
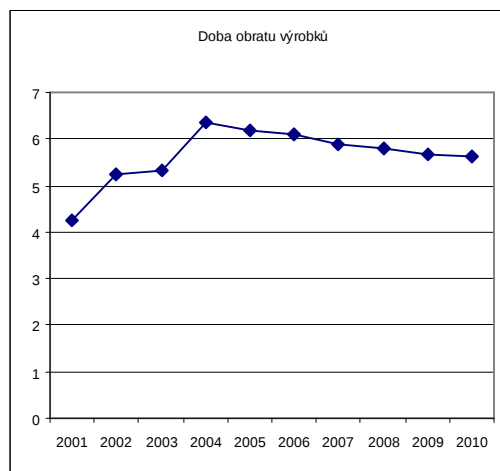
Ukazatel doby obratu materiálu měří dobu ve dnech, po kterou je kapitál vázán v dané formě zásob. Mírně klesající trend obratu materiálu je dán konstantními zásobami při rostoucím obratu.





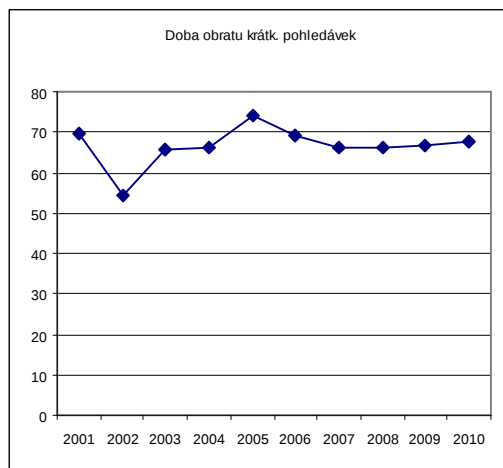
Ukazatel doby obratu nedokončené výroby měří dobu ve dnech, po kterou je kapitál vázán v dané formě zásob. V období prognózy je rostoucí trend v roce 2006 a mírně klesající vývoj v následujících letech.

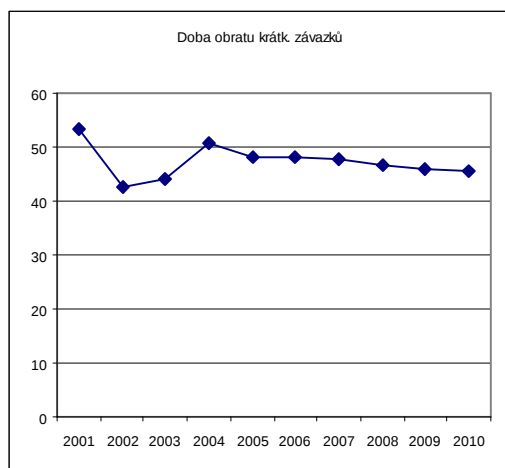
Ukazatel doby obratu výrobků měří dobu ve dnech, po kterou je kapitál vázán v dané formě zásob. Z minulého vývoje je patrný značně kolísavý vývoj a v období prognózy trend mírně klesající. Příčina je vysvětlena výše u doby obratu materiálu.



Ukazatel doby obratu dlouhodobých pohledávek měří dobu ve dnech, po kterou je kapitál vázán ve formě dlouhodobých pohledávek. Dlouhodobé pohledávky zahrnují z větší části dlouhodobé zálohy na leasingové splátky výrobního zařízení a garanci Celnímu úřadu na spotřební daň. Z minulého vývoje je patrný značně rozkolísaný vývoj a v období prognózy dochází ke stabilizaci. Růst je dán zvýšením spotřební daně na lihoviny.

Ukazatel doby obratu krátkodobých pohledávek měří dobu ve dnech, po kterou je kapitál vázán ve formě pohledávek. Obecně je snahou maximalizace doby obratu závazků (splatnosti u dodavatelů) a minimalizace doby obratu pohledávek (dosahovat co nejnižší splatnosti u odběratelů). V souladu s obecnými trendy často dochází u stálých zákazníků k postupnému prodlužování splatnosti pohledávek. Z uvedeného grafu je patrná snaha o stabilizaci doby obratu.





Ukazatel doby obratu krátkodobých závazků měří dobu, po kterou může podnik využívat krátkodobých neúročených cizích zdrojů. Stabilizace doby obratu závazků souvisí se schopností podniku generovat dostatečné množství zdrojů na jejich úhradu.

3.5.2.3. Ukazatelé výnosnosti (rentability) hospodaření

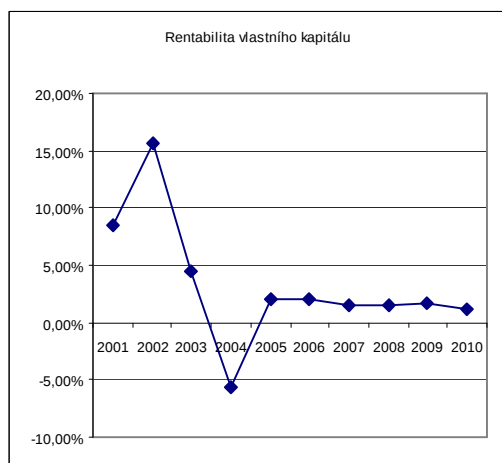
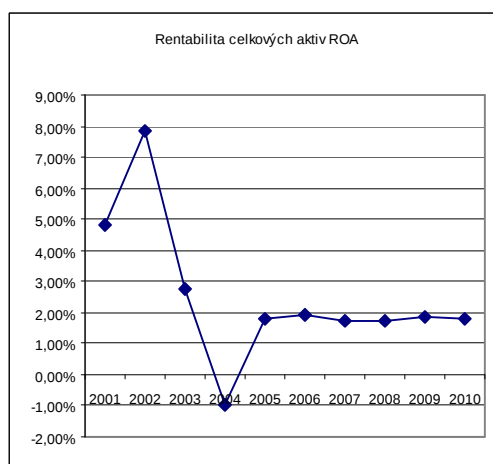
Vývoj ukazatelů výnosnosti včetně trendů z prognózy – rentability aktiv, investovaného a vlastního kapitálu ukazuje následující tabulka.

Tabulka č. 10 - Ukazatelé výnosnosti

Název	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Rentabilita celkových aktiv ROA	4,84%	7,83%	2,75%	-0,97%	1,78%	1,94%	1,75%	1,76%	1,89%	1,78%
Rentabilita vlastního kapitálu	8,49%	15,66%	4,42%	-5,71%	2,12%	2,10%	1,52%	1,56%	1,63%	1,15%
Rentabilita vloženého kapitálu	13,00%	18,72%	7,12%	-2,51%	4,70%	5,03%	4,49%	4,48%	4,78%	4,46%

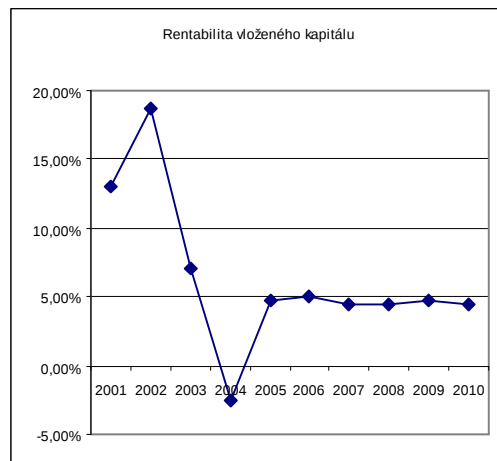
Pozn. Příslušný komentář k dílčímu vývoji těchto ukazatelů je popsán u jednotlivých grafů.

Ukazatelé rentability kapitálu se odvozují jako podíl zisku a kapitálu. Celkovou efektivnost podniku vyjadřuje ukazatel **Rentabilita aktiv** (Return on assets – ROA), který udává, kolik je podnik schopen vytvořit zisku se všemi svými prostředky. Složení aktiv podniku zde není bráno na zřetel. Rozkolísaný vývoj v minulých letech je způsoben turbulentností tržního prostředí a tím i značného kolísání hospodářského výsledku, vliv mají také realizované investice do výrobního zařízení. V období prognózy je počítáno se stabilizací zisku a s prostou obnovou výrobního zařízení v úrovni odpisů.



Rentabilita vlastního kapitálu (Return on equity – ROE) vyjadřuje výnosnost vložených prostředků akcionáři. Obecně by měla být vyšší než výnosnost jiných investorských příležitostí, které mají nižší nebo shodné riziko. Prognóza předpokládá stabilizaci vývojového trendu, což je ovlivněno shodně jako v předchozím případě.

Informaci o výnosnosti investovaného – dlouhodobého kapitálu vloženého do podniku pak poskytuje **Rentabilita investovaného (dlouhodobého) kapitálu** (Return on investment - ROI). Vývoj tohoto ukazatele je rovněž ovlivněn výše uvedenými příčinami. Tento ukazatel patří mezi klíčové ukazatele tvorby hodnoty pro akcionáře a tím i ocenění podniku. Pokud je výnosnost vyšší než vyplývá ze struktury aktiv a pasiv (případně kolik stanoví akcionáři), pak podnik tvoří hodnotu pro akcionáře, a pokud je nižší, pak dochází k úbytku – ztrátám na vnitřní hodnotě podniku a potažmo na tržní hodnotě akcií. V celém prognózovaném období se výnosnost pohybuje kolem kritériální hodnoty. Tato minimální výnosnost by se měla přibližovat úrovni cca 4,85 %. Tato výnosnost je nízká a její zvýšení je možné zásadní změnou ve výrobním programu novými činnostmi případně zásadní inovací výrobků. Ke dni zpracování ZP nebyly takovéto programy změn schváleny a rovněž připravovány.



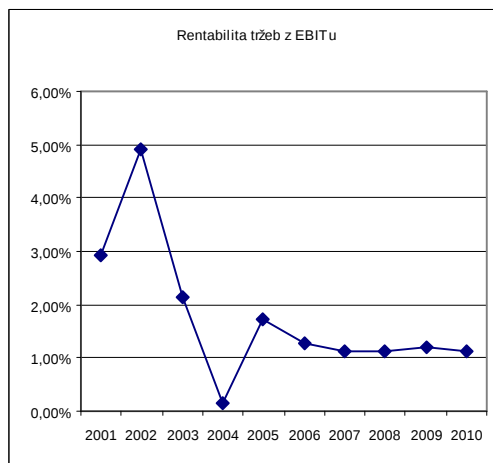
Dalším ukazatelem pro posouzení výkonnosti podniku jsou ukazatele míry zisku z očekávaných tržeb. V následující tabulce č. 11 je uveden trend vývoje rentability tržeb ze zisku z EBITU.

Tabulka č. 11 - Vývojový trend míry zisku z tržeb a z EBITU. Vývoj a příčiny tohoto stavu jsou totožné jako u rentability vlastního kapitálu.

Název	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Rentabilita tržeb z EBITu	2,94%	4,91%	2,15%	0,14%	1,73%	1,27%	1,14%	1,13%	1,20%	1,13%

Ukazatel rentability tržeb udává poměr míry zisku k očekávaným tržbám podniku. Jeho hodnota je ovlivněna úrovní konkurenční výhody a pozicí podniku na trhu a úrovní intenzity konkurenčního prostředí.

Hospodaření Společnosti je silně závislé na zemědělství (úrodě ovoce), vývoji konkurenčního prostředí, kupní síle obyvatelstva a stravovacími návyky. Z uvedeného ukazatele vyplývá, že vývoj v minulosti byl silně závislý na výrazných změnách tržního prostředí a cenách zemědělských komodit. V dalších letech je ukazatel ovlivněn klesajícími stabilizujícími se hospodářskými výsledky, jak již bylo uvedeno výše.



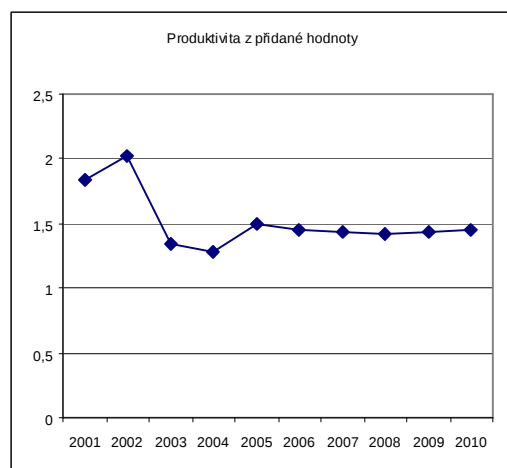
3.5.2.4. Ukazatelé produktivity práce

V rámci prognózy management předpokládá růst reálných mzdových nákladů cca o 1,5 %, což je v souladu s kolektivní smlouvou, avšak tento růst je nižší než predikce vývoje reálné průměrné mzdy v následujících letech dle MF ČR ve výši 3-4 %. Je to dáno kromě charakteru provozu také průměrnou mzdou v podniku vyšší než je celorepublikový průměr.

Tabulka č. 12 - Ukazatel produktivity práce z přidané hodnoty na 1 Kč osobních nákladů

Název	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
-------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Produktivita z přidané hodnoty	1,84	2,02	1,34	1,28	1,5	1,45	1,43	1,42	1,43	1,45
--------------------------------	------	------	------	------	-----	------	------	------	------	------



Z grafu produktivity práce, který byl sestaven na základě finanční prognózy podnikatelského záměru a tabulky č. 12 vyplývá, že je předpokládán stabilní trend produktivity práce, což je pro podnik příznivé. Růst mezd je plánován v souladu s kolektivní smlouvou. Průměrná mzda v podniku při charakteru provozu je oproti průměru v ČR vysoká

Tabulka č. 13 - Meziroční růstové trendy vybraných ukazatelů v %

TEXT	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Meziroční růst výkonů v %	13,10%	-6,89%	-2,00%	2,61%	3,41%	1,40%	1,79%	2,26%	0,67%
Meziroční růst příd.hodnoty v %	35,29%	-35,20%	-1,90%	30,14%	0,10%	0,05%	1,79%	1,83%	2,44%
Meziroční růst os.nákladů v %	23,47%	-2,64%	2,56%	11,38%	3,81%	1,53%	1,90%	1,31%	1,19%

Z výše uvedené tabulky a grafu je jednoznačně patrné, že v prognóze jsou předpokládány pouze malé rozdíly mezi růsty osobních nákladů v porovnání s mírou růstu výkonů a přidané hodnoty, což umožňuje podniku udržet produktivitu práce na stabilní úrovni.

3.6. VYHODNOCENÍ STRATEGICKÉ ANALÝZY PODNIKU

3.6.1. Dílčí závěry z analýzy vnějších a vnitřních faktorů Společnosti

Z analýzy vnitřních a vnějších faktorů, které ovlivňují dosavadní a očekávané výsledky hospodaření, stabilitu a riziko podnikání Společnosti, byly znalcem zjištěny následující skutečnosti:

- v zásadě lze konstatovat, že současná a za stávajícího stavu očekávaná situace v oblasti makroekonomiky nezmění postavení podniku na trhu. Hlavní rizika ve střednědobém horizontu lze očekávat zejména v růstu mezd a ve zvyšující se konkurenci,
- poptávka po produkci Společnosti je závislá na vývoji konkurence na relevantním trhu, koupěschopnosti obyvatel a stravovacích návyků. V prognóze je plánovaný pouze mírný růst tržeb, což souvisí s marketingovým výzkumem v oblasti spotřeby džusů v tuzemsku, která se dlouhodobě udržuje na stabilní úrovni a neroste. Tento růst tržeb je však dostatečný v souvislosti s udržením stabilního hospodářského výsledku při současném růstu mezd v plánované výši,
- provedená strategická analýza ukazuje, že za současného stavu znalec neočekává zásadní změny na relevantních trzích a ve změně intenzity konkurenčního prostředí Společnosti,
- ve vývoji odvětví management neočekává zásadní změny a považuje jej v současné době v zásadě za stabilizovaný,

- Společnost uplatňuje všeobecnou strategii zaměřenou na nízké náklady se soustředěním pozornosti na úzké segmenty trhu jednookruhových nápojů. Uplatňování této strategie při výrazné závislosti na zemědělství může přinášet výrazná úskalí v chodu společnosti. Vliv na hospodářské výsledky má zejména cena ovocných polotovarů, a to zejména jablek a pomerančů, cukru, ale také ceny obalů. Strategie je zaměřena na rozvoj Společnosti ve dvou směrech - výrobu privátních značek a posilování značky HELLO, avšak při současném uplatnění špičkové kvality za příznivou cenu. Současně na hospodaření Společnosti má výrazný vliv postavení obchodních řetězců na trhu, které tlačí ceny produkce dolů. Proto i výrazný růst nákladů se nedaří plně promítnout do cen produkce Společnosti,
- pro udržení konkurenceschopnosti související s inovacemi management Společnosti investuje do nákupu nových linek, což je financováno formou leasingu,
- z vývoje tržeb a s ohledem na úzké místo v oblasti skladovacích kapacit je patrné, že růst společnosti je možné v zásadě dosáhnout vnitřními opatřeními, flexibilitou, logistikou a rytmičností produkce. Tato skutečnost je promítnuta do míry růstu g.

Výše uvedené skutečnosti vyznívají z hlediska dalšího chodu neutrálně s mírným optimismem do budoucna. Management neočekává zásadnější změny ve své pozici na trhu, které by mohly mít za následek výraznější poklesy prodejů. Pokud by mělo dojít v budoucnu k výraznějšímu nárůstu výkonů, bude nutné realizovat rozsáhlejší investice do výrobních hal, linek a zejména do skladovacích kapacit a logistiky. Při současné zvolené strategii Společnosti to není v jejím prioritním zájmu vyjma investic do skladovacích kapacit a logistiky. Na tyto projekty nebylo dosud managementem přijato žádné investiční ani finanční rozhodnutí. Znalec managementem vypracovanou finanční prognózu podrobil analýze a v kontextu výše uvedených zjištění, skutečností a trendů na trhu provedl korekci této prognózy. Závěry z této analýzy a korekce prognózy jsou provedeny v následující kapitole.

3.6.2. Dílčí závěry z finanční analýzy a provedené korekce prognózy podniku provedené znalcem

V následující části je provedena analýza historických i prognózovaných údajů z oblasti výkonů, výrobní spotřeby a provozního HV. V této kapitole jsou shrnuty závěry ze strategické analýzy a dále jsou uvedeny klíčové skutečnosti, jež se týkají názoru znalce ve věci reálnosti předložené finanční prognózy zpracované managementem. Finanční prognózu znalec posoudil za použití standardních postupů, tj. dosazením údajů z prognózy, rozvahy a výkazu zisku a ztrát do poměrových ukazatelů – viz dílčí závěry z poměrové analýzy. Kromě dílčích komentářů v příslušných částech minulé kapitoly znalec provedl korekce v některých oblastech prognózy a dospěl k dále popsaným dílčím zjištěním, která jsou pro rozhodnutí přijetí finanční prognózy a výsledků ocenění významná.

3.6.2.1. Přehled očekávaných výkonů a výkonové spotřeby Společnosti

Tabulka č. 14 – Výkony, výkonová spotřeba a provozní HV

TEXT	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Výkony	978 127	910 851	892 716	915 989	947 200	960 500	977 700	999 800	1 006 457
Meziroční index v %	13,10%	-6,89%	-2,00%	2,61%	3,41%	1,40%	1,79%	2,26%	0,67%
Výkonová spotřeba	838 992	820 697	804 286	800 904	832 000	845 240	860 376	880 324	884 060
Meziroční index v %	11,04%	-2,18%	-2,00%	-0,42%	3,88%	1,59%	1,79%	2,32%	0,42%
Provozní výsledek hospodaření	49 669	25 060	7 524	21 884	13 170	12 045	12 194	13 136	12 713
Meziroční index v %	60,94%	-49,55%	-69,98%	190,86%	-39,82%	-8,54%	1,24%	7,73%	-3,22%

Výkony vycházejí ze závěrů analýzy trhu, kdy je předpokládán mírný růst výkonů výrazně ovlivněný omezenými skladovacími kapacitami. Management Společnosti předpokládá mírný pokles hrubých marží u jednotlivých skupin produktů, což je v souladu s pokračujícím trendem zvyšování objemu prodeje obchodním řetězcům. Na výši marže v letech 2006 a 2007 bude mít negativní vliv růst výkonové spotřeby, a to s ohledem na předpokládaný růst cen energií. Dále se předpokládá udržení zvýšených cen v těchto letech u pomerančového a grapefruitového koncentrátu a dopravy, a to vlivem udržení vysokých cen ropy a nutné obnovy plantáží v důsledku nepříznivého počasí v minulých letech (sucho, hurikány apod.). Na trhu je zjevná vysoká turbulentnost cen citrusových koncentrátů. Bližší podrobnosti a strategii hrubých marží podle produktů nelze uveřejnit, jelikož se jedná o obchodně citlivé informace, které je nutné chránit jako obchodní tajemství. Součástí výkonové spotřeby jsou kromě materiálových nákladů a nákladů na energie také náklady na služby. V následující tabulce je uvedeno členění jednotlivých složek nákladů na služby.

Tabulka č. 15 – Náklady na služby

TEXT	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Reklama	3 078	13 200	20 000	20 000	20 000	20 000
Podpora prodeje	32 675	29 000	35 000	35 000	35 000	35 000
Leasing	33 251	29 700	15 000	20 000	20 000	20 000
Doprava	34 365	30 319	34 000	36 000	38 000	39 000
Ostatní	38 990	41 781	38 700	34 000	35 500	35 800
Celkem	142 359	144 000	142 700	145 000	148 500	149 800

Náklady na leasing jsou spojeny s pořízením nových linek, aby byla zachována konkurenceschopnost firmy jak v kvalitě produkce, tak ve vzhledu obalů výrobků. V roce 2007 se předpokládá nákup dvou linek v pořizovací ceně 30 000 tis. Kč za každou linku a v roce 2008 v pořizovací ceně 20 000 tis. Kč. Doba splácení leasingů je plánována na čtyři roky.

3.6.2.2. Oblast investic

Plán investic předpokládá alokaci zejména do zvýšení standardu technického vybavení pro zvýšení kvality výrobků a snížení nákladovosti. V prognóze nejsou zahrnuty investice, jež by měly za cíl zvýšení kapacit, a tedy i extenzivních výkonových parametrů podniku. Ve Společnosti nebylo dosud přijato žádné finanční a investiční rozhodnutí v tomto směru, které by souviselo se zásadním rozšířením výrobních kapacit. Management předpokládal následující vývoj investic a odpisů, který je uveden v následující tabulce:

Tabulka č. 16 – Investice a odpisy

Text	2006	2007	2008	2009	2010
Odpisy	16 900	17 000	17 200	17 380	17 550
Investiční výdaje	15 000	15 740	16 900	14 730	17 350

Managementem sestavená prognóza v explicitním období předpokládá v oblasti investic jejich výši mírně pod úroveň odpisů, v posledním roce pak v úrovni odpisů, což také předpokládá v implicitním období.

3.6.2.3. Osobní náklady

S ohledem na vysokou průměrnou mzdu management Společnosti předpokládá následující růst osobních nákladů, který zaručuje kolektivní smlouva:

Tabulka č. 17 – Osobní náklady

Text	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Osobní náklady	68 969	67 145	68 867	76 705	79 630	80 845	82 380	83 460	84 450
Meziroční index v %	23,47%	-2,64%	2,56%	11,38%	3,81%	1,53%	1,90%	1,31%	1,19%

3.6.2.4. Ostatní provozní náklady a výnosy

Tabulka č. 18 – Ostatní provozní náklady

Text	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ostatní provozní výnosy	11 618	57 860	9 238	6 524	0	0	0	0	0
Meziroční index v %	-92,05%	398,02%	-84,03%	-29,38%	-100,00%				
Ostatní provozní náklady	6 401	87 225	23 356	15 426	3 800	3 820	3 900	4 300	4 500
Meziroční index v %	-95,29%	1262,68%	-73,22%	-33,95%	-75,37%	0,53%	2,09%	10,26%	4,65%

V roce 2005 je v ostatních provozních nákladech kromě pojištění zúčtován odpis pohledávek za společnostmi Blanco Vlašim a Expres Monitory v celkové výši 10 093 tis. Kč, a to na základě vydaných rozvrhových usnesení konkurzních správců. Ostatní provozní výnosy představují výnosy z prezentace loga firmy Tetra Pak na obalech ovocných šťáv Společnosti. V roce 2005 tyto výnosy činily 4 800 tis. Kč. Smlouva na tyto úhrady je uzavírána vždy na jeden rok a v současné době prozatím k dohodě nedošlo, proto management tyto výnosy do prognózy nezahrnul. Výše těchto výnosů vždy závisí na objemu prodané produkce.

3.6.2.5. Oblast provozního kapitálu

Oblast provozního kapitálu má v prognóze sestavené managementem kolísající charakter, jelikož doba obratu zásob mírně klesá, doba obratu pohledávek nejprve poklesne a pak mírně roste a doba obratu závazků z obchodního styku mírně klesá. Managementem sestavená prognóza předpokládá přechodný pokles provozního kapitálu v prvních dvou letech. To platí při zachování úrovně investiční výstavby. Vývoj provozního kapitálu je uveden v následující tabulce:

Tabulka č. 19 – Provozní kapitál

Text	2006	2007	2008	2009	2010
Změna pracovního kapitálu	-2 700	-3 802	3 327	5 761	2 427

Poznámka:

Růst (změna) pracovního kapitálu v roce t = [Zásoby(t) + krátkodobé pohledávky(t) + ostatní aktiva(t) – (zásoby($t-1$) + krátkodobé pohledávky ($t-1$) + ostatní aktiva($t-1$))] – [krátkodobé závazky(t) + běžné bankovní úvěry(t) + krátkodobé finanční výpomoci(t) + ostatní pasiva(t) – (krátkodobé závazky($t-1$) + běžné bankovní úvěry($t-1$) + krátkodobé finanční výpomoci($t-1$) + ostatní pasiva($t-1$))].

3.6.2.6. Znalcem provedená korekce managementem zpracované prognózy

Na základě výše uvedených zjištění znalec provedl následující korekci:

- korekce ve výkonech Společnosti se zachováním předpokládané hrubé marže, a to v roce 2009, kdy byl plánovaný růst zmírněn a 2010 byl růst oproti roku 2009 korigován na 1 %, což by mělo pokračovat i v implicitním období, měřítkem bylo udržení růstového trendu rentability tržeb,
- zvýšení ostatních provozních výnosů s ohledem na pravidelné výnosy z reklamy loga firmy Tetra Pak na obalech výrobků Společnosti u ovocných

šťáv. Tyto výnosy jsou závislé na výkonech a v minulém roce činily 4 800 tis. Kč. Management tyto výnosy do prognózy nezahrnul, protože dosud není s firmou Tetra Pak uzavřena smlouva, která je vždy s platností na jeden rok. Dle informací managementu a podle dosavadních výsledků, by tyto výnosy mohly v roce 2006 činit 5 000 tis. Kč. V dalších letech proto znalec do výnosů promítl příjmy z prezentace tohoto loga. Vzhledem k plánovanému mírnému růstu výkonů podniku jsou tyto výnosy rovněž mírně rostoucí viz tabulka dále.

- snížení růstu průměrných mezd v roce 2006 o 1,81 % z toho důvodu, že prognóza je sestavena v neinflačním prostředí a kolektivní smlouva zaručuje inflační růst mezd o 3 %,
- bylo provedeno snížení odpisů v roce 2009 na 16 800 tis. Kč s ohledem na pokles investic v minulých letech. V následujícím roce opět investice i odpisy rostou a v implicitním období se předpokládají investice mírně nad výši odpisů,
- snížení nákladů na pojištění v letech 2009 o 320 tis. Kč a 2010 o 440 tis. Kč, protože nárůst v těchto letech je neúměrně vyšší oproti vývoji v minulých letech,
- zahrnutí nákladů na reklamu na Slovensku do ostatních provozních nákladů mateřské společnosti, protože dceřiná společnost nemá na reklamu zdroje, a to ve výši 5 000 tis. Kč v roce 2006 s růstem každoročně o 200 tis. Kč, protože se předpokládá zvýšení nákladů na propagaci i v rámci Společnosti viz tabulka ostatních provozních nákladů. Záměrem managementu je také řízení této společnosti ze strany mateřské společnosti,
- korekce v oblasti nákladových úroků na úroveň roku 2006, protože znalec se neztotožňuje s předpokladem růstu úrokových sazeb úvěrů,
- korekce změny v provozním kapitálu v oblasti pohledávek v důsledku korekce výkonů a stabilizace doby obratu pohledávek.

Korekci v oblasti výkonů, výkonové spotřeby a tím i provozního HV uvádí následující tabulka:

Tabulka č. 20 – Korekce v oblasti výkonů a výkonové spotřeby

TEXT	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Výkony	978 127	910 851	892 716	915 989	947 200	960 500	977 700	999 800	1 006 457
Meziroční index v %	13,10%	-6,89%	-2,00%	2,61%	3,41%	1,40%	1,79%	2,26%	0,67%
Výkony korigované	978 127	910 851	892 716	915 989	947 200	960 500	977 700	998 070	1 008 097
Meziroční index v %	13,10%	-6,89%	-2,00%	2,61%	3,41%	1,40%	1,79%	2,08%	1,00%
Výkonová spotřeba	838 992	820 697	804 286	800 904	832 000	845 240	860 376	880 324	884 060
Meziroční index v %	11,04%	-2,18%	-2,00%	-0,42%	3,88%	1,59%	1,79%	2,32%	0,42%
Výkonová spotřeba korigovaná	838 992	820 697	804 286	800 904	832 000	845 240	860 376	879 174	885 110
Meziroční index v %	11,04%	-2,18%	-2,00%	-0,42%	3,88%	1,59%	1,79%	2,18%	0,68%
Provozní výsledek hospodaření	49 669	25 060	7 524	21 884	13 170	12 045	12 194	13 136	12 713
Meziroční index v %	60,94%	-49,55%	-69,98%	190,86%	-39,82%	-8,54%	1,24%	7,73%	-3,22%
Provozní výsledek hospodaření korigovaný	49 669	25 060	7 524	21 884	14 536	13 932	14 107	15 388	15 692
Meziroční index v %	60,94%	-49,55%	-69,98%	190,86%	-33,58%	-4,16%	1,26%	9,08%	1,98%

Korekci v oblasti osobních nákladů ukazuje následující tabulka:

Tabulka č. 21:

TEXT	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Osobní náklady	68 969	67 145	68 867	76 705	79 630	80 845	82 380	83 460	84 450
Meziroční index v %	23,47%	-2,64%	2,56%	11,38%	3,81%	1,53%	1,90%	1,31%	1,19%
Osobní náklady po kor.	55 857	68 969	67 145	68 867	76 705	78 264	79 458	80 967	82 028
Meziroční index v %	23,47%	-2,64%	2,56%	11,38%	2,03%	1,53%	1,90%	1,31%	1,18%

Korekce v oblasti ostatních provozních nákladů a výnosů ukazuje následující tabulka:

Tabulka č. 22:

TEXT	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ostatní provozní výnosy	11 618	57 860	9 238	6 524	0	0	0	0	0
Meziroční index v %	-92,05%	398,02%	-84,03%	-29,38%	-100,00%				
Ostatní provozní výnosy po kor.	11 618	57 860	9 238	6 524	5 000	5 700	5 900	6 300	6 500
Meziroční index v %	-92,05%	398,02%	-84,03%	-29,38%	-23,36%	14,00%	3,51%	6,78%	3,17%
Ostatní provozní náklady	6 401	87 225	23 356	15 426	3 800	3 820	3 900	3 980	4 060
Meziroční index v %	-95,29%	1262,68%	-73,22%	-33,95%	-75,37%	0,53%	2,09%	10,26%	4,65%
Ostatní provozní náklady po kor.	6 401	87 225	23 356	15 426	8 800	9 020	9 300	9 780	10 060
Meziroční index v %	-95,29%	1262,68%	-73,22%	-33,95%	-42,95%	2,50%	3,10%	5,16%	2,86%

Změnu odpisů ukazuje následující tabulka:

Tabulka č. 23:

Text	2006	2007	2008	2009	2010
Odpisy	16 900	17 000	17 200	17 380	17 550
Investiční výdaje	15 000	15 740	16 900	14 730	17 350
Odpisy po korekci	16 900	17 000	17 200	16 800	17 550
Investiční výdaje po kor.	15 000	15 740	16 900	14 730	17 350

Změnu v růstu provozního kapitálu ukazuje následující tabulka:

Tabulka č. 24:

Text	2006	2007	2008	2009	2010
Změna pracovního kapitálu	-3 028	73	3 321	3 529	603

3.6.2.7. Dílčí shrnutí

Ve finanční prognóze sestavené managementem je dle názoru znalce vývoj investic dostačující co do objemu i struktury. Situace na trhu a omezené skladovací kapacity neumožňují expanzi ve stavu chodu bez realizace investic do výrobních a skladovacích kapacit viz strategické závěry v kapitole 3.6.1. Korigovaná prognóza podporuje růst marže a HV Společnosti tak, jak to umožňují dosavadní kapacity a situace na trhu. Rovněž růst mezd v reálné výši cca 1,5 % je za dané situace podniku akceptovatelný. Z hlediska ostatních parametrů korigovaná prognóza v zásadě předpokládá reálné možnosti a odpovídá situaci podniku, v jaké se nachází (stav going concern) tj., že investiční proces odpovídá současným možnostem - struktuře aktiv a podnikání.

3.6.3. SWOT analýza podniku

Shrnutí všech nejvýznamnějších skutečností majících vliv na ocenění ze strategické analýzy je uvedeno v této SWOT analýze.

Silné stránky:

- moderní technologie,
- možnost vlastního zpracování ovoce na koncentrát a ovocná vína,
- široký sortiment obalů u džusů a jednodruhových nápojů,

- stálí odběratelé - stabilita v souvislosti s dodávkami pro obchodní řetězce,
- tradice,
- flexibilita,
- pozitivní vnímání značky HELLO spotřebiteli jako kvalitní produkt za dobrou cenu.

Slabé stránky:

- omezené možnosti zvýšení výrobní kapacity,
- široký sortiment produkce s ohledem na udržení nízké nákladovosti,
- úzká místa ve skladovacích kapacitách a logistice,
- nízké marže tlačeny obchodními řetězci dolů,
- nedostatek vlastních zdrojů na možnou expanzi,
- stagnující spotřeba ovocných šťáv tuzemskými spotřebiteli,
- teritoriální omezenost na tuzemský a slovenský trh u produktů vyráběných s ovoce s ohledem na dopravní náklady,
- krátká životnost produkce, nutné investice do inovací zejména v oblasti obalů,
- absence distribuce do některých oblastí např. gastronomie, institucionální provozovny.

Příležitosti:

- změna stravovacích návyků spotřebitelů ve směru k vyšší spotřebě ovocných šťáv jako v zahraničí,
- růst životní úrovně tuzemských spotřebitelů a s tím rostoucí kupní síla.

Hrozby:

- intenzivní konkurence,
- rostoucí tlak levnější konkurence z Polska,
- vyjednávací pozice řetězců, které nebudou dovolovat růst cen vstupů do cen výstupů,
- rostoucí podíl privátních značek na celkové produkci Společnosti,
- substituce v oblasti jiných nápojů, zejména slazených minerálních a stolních vod.

Závěr:

Z výše uvedených šetření a analýz vyplývá, že za současného stavu je možné Společnost považovat za podnik s mírným růstem ve střednědobém horizontu. Jedním z významných předpokladů nutných pro zachování stávající pozice na trhu a udržení stávající konkurenční výhody je snižování fixních nákladů, realizace investic do technologií zaměřených na inovace produkce a na eliminaci úzkých a dále na posilování výrobních řad s vyšší přidanou hodnotou a hledání nových možností uplatnění na trhu v místech, kde bude společnost schopna uplatnit svou konkurenční výhodu.

Společnost Linea Nivnice a. s. v současné době a ve střednědobém časovém horizontu nepředpokládá změnu všeobecné strategie. Managementem sestavená finanční prognóza kritériální ukazatele nenaplnuje, proto znalec provedl ve vybraných oblastech prognózy korekce. Z hlediska zvyšování vnitřní hodnoty společnosti je nutné přijmout některá opatření ve Společnosti, a to v takovém rozsahu, aby byla výše popsaná kritéria naplněna, zejména v oblasti úspor nákladů a v diferenciaci produkce na úzké segmenty trhů jednoduchových nápojů.

Za současného stavu a realizace obnovy majetkové podstaty by měl podnik vytvářet zdroje v rozsahu, který umožní realizaci investic na úrovni mírně rozšířené obnovy podstaty.

4. METODOLOGIE OCENĚNÍ

4.1. PŘEHLED METOD OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Hledaná tržní hodnota oceňovaného majetku je obvykle určována strukturou a kvalitou přínosů z daného majetku (aktiva) nebo z hodnoty majetkové podstaty. V návaznosti na to existují v zásadě dva přístupy, které se při oceňování využívají. První přístup je založen na vyhodnocování přínosů z oceňovaného subjektu pomocí **tzv. výnosových metod** ocenění. Druhý způsob je založen na způsobech, které vyhodnocují hodnotu jmění oceňovaného subjektu (metody na bázi nákladů nebo taky substance podniku).

Současná teorie a praxe využívá pro **finanční ocenění podniku** následující metody :

- metody založené na analýze výnosů,
- metody založené na analýze srovnatelných cen na trhu,
- metody analyzující náklady na pořízení majetku.

4.1.1. Metody založené na analýze výnosů (výnosové metody)

Jedná se o soubor metod založených na úvaze, že hodnota statku je dána výnosem plynoucím z jeho vlastnictví. Tyto metody vycházejí ze základní úvahy investora, že kapitál bude investován způsobem, který přináší v budoucnu výnos na požadované úrovni při akceptovatelném riziku. Výnos z investovaného kapitálu je zde považován za hlavní kritérium a důvod, proč je kapitál investován. Výnosové metody abstrahují od hmotné substance podniku. Tato substance vstupuje do vlastního ocenění zprostředkovaně např. zahrnutím odpisů majetku, výdajů na investice apod. do finančního plánu chodu podniku, o který se analýza výnosů opírá. K nejčastějším používaným metodám patří zejména metoda diskontovaných peněžních toků, metoda kapitalizovaných čistých výnosů a kombinované metody.

Metoda diskontovaných peněžních toků – představuje základní metodu výnosového ocenění a opírá se o stanovení předpokládaných peněžních toků **v budoucnu** na základě reálně sestaveného finančního plánu hospodaření. Plánovacím horizontem bývá obvykle 5-leté období (první fáze), a dále je uvažováno s druhou fází, tj. od konce první fáze do nekonečna. Vypočtené peněžní toky jsou na závěr diskontovány (odúročeny) na jejich současnou hodnotu k datu ocenění.

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů – oproti předchozí metodě se více **opírá o minulé výsledky hospodaření**, kdy východiskem jsou výkazy zisků a ztrát za posledních 3 - 5 let. Vykázané hospodářské výsledky se pro účely ocenění dále upravují a přepočítávají na srovnatelné ceny k datu ocenění. Dále je vypočten tzv. odnímatelný čistý výnos, tj. výnos určený k rozdělení vlastníkov, aniž by byla dotčena podstata podniku. Tyto čisté výnosy jsou dále základem pro odhad odnímatelného čistého výnosu pro budoucí období.

Kombinované výnosové metody – kombinují ocenění majetkové a výnosové s cílem nalézt „správnou“ hodnotu podniku. Výsledná hodnota bývá buďto aritmetickým průměrem obou zjištěných hodnot (metoda střední hodnoty) nebo jejich váženým průměrem podle významu, který je v daném případě přisuzován substanci podniku a jeho výnosové hodnotě.

4.1.2. Metody založené na analýze cen na trhu

Tato skupina metod je založena na porovnávání aktuálních cen srovnatelných podniků nebo transakcí na trhu a předpokládá tedy dostatečné množství obdobných operací prováděných různými subjekty v aktuálním čase. Vzhledem k tomu, že podnik představuje ojedinělé majetkové aktivum a trh s podniky není v České republice dostatečně rozvinut, je využití této metody podle názoru znalců omezené.

Do této metody ocenění lze zahrnout informace o cenách podílů z uskutečněných transakcí s akciemi emiteta, a to za předpokladu, že parametry transakce, zejména co do počtu cenných papírů, a dále chování a jednání kupujících a prodávajících vykazují znaky řádného tržního chování podle definice tržní hodnoty v kapitole 1. V takovýchto případech lze parametry takovýchto transakcí použít jako významný cenotvorný faktor při ocenění celého podniku emiteta.

4.1.3. Metody analyzující náklady na pořízení majetku (majetkové ocenění)

Tato skupina metod stanovuje hodnotu podniku na základě součtu ocenění jednotlivých majetkových složek podniku. Podle účelu ocenění je často zjišťována **likvidační hodnota** v případě, že podnik již nebude provozován (zjištění množství peněz, které můžeme získat prodejem jednotlivých majetků podniku) nebo tzv. **substanční hodnota** v případě podniku v chodu. U substanční metody, která je považována za základní přístup k majetkovému ocenění, jsou zjišťovány náklady na znovu pořízení majetku k datu ocenění (reprodukční hodnota snižená o hodnotu opotřebení). Reprodukční hodnota jednotlivého majetku je zjišťována různými způsoby, např. indexovou metodou, přímým zjišťováním cen, apod. Majetkové metody zjišťují hodnotu podniku **v zásadě nákladovým způsobem** bez vazby na ekonomickou výnosnost takto pořizovaných aktiv.

4.2. VOLBA METOD OCENĚNÍ

Volba prioritní metody postupu zjišťování hledané tržní hodnoty podniku vychází z účelu, pro který se ocenění provádí. V daném případě byl posudek objednán za účelem určit cenu akcií pro účel dražby.

Obecně platí, že tržní hodnota podniku Společnosti (100 %-ního obchodního podílu) je závislá zejména na:

- výnosnosti kapitálu a tvorbě hotovosti vyplývající z prováděné podnikatelské činnosti společnosti,
- schopnostech dlouhodobě vytvářet dividendy,
- růstu obrátu a výdělečné schopnosti,
- stabilitě a míře předpověditelnosti kvalitativních a kvantitativních odhadů,
- vlastnostech podniku, stabilitě podnikání a jiných investičních příležitostech nabízených okolním prostředím,
- na struktuře aktiv a pasiv,
- na kvalitě právního rámce podnikatelského prostředí, jako je např. právní postavení věřitele apod.

V návaznosti na obecné zásady oceňování by měla být hledaná tržní hodnota majetku vyčíslena na bázi investičního principu, kdy libovolný investor investuje svůj kapitál pouze v takové výši, která je ekonomicky opodstatněná a zaručuje návratnost investovaných finančních prostředků s požadovanou mírou výnosnosti. Proto se znalec rozhodl majetek ocenit s pomocí výnosových metod. Při ocenění byly aplikovány dvě metody - metoda diskontovaného cash-flow entity a jako doplňková metoda pro ověření zjištěných výsledků podle DCF metoda EVA.

Tyto metody ocenění se opírají o stanovení předpokládaných peněžních toků **v budoucnu** na základě sestaveného finančního plánu hospodaření Společnosti. Za plánovací horizont bylo zvoleno 5-leté období (první fáze), a dále je uvažováno s druhou fází, tj. od konce první fáze do nekonečna. Vypočtené peněžní toky jsou na závěr diskontovány (odúročeny) na jejich současnou hodnotu k datu ocenění.

Podrobná metodika postupu ocenění je uvedena v kapitole ocenění.

Aplikaci majetkových metod znalec považuje v dané situaci a účelu ocenění za neadekvátní, jelikož podnik se nachází v chodu, vykazuje kladné výsledky hospodaření a k datu ocenění neexistuje předpoklad likvidace podniku, na základě kterého by mohly být aplikovány majetkové metody ocenění podílu na bázi likvidačního zůstatku.

5. OCENĚNÍ PODNIKU

Znalec aplikoval dva výnosové modely ocenění - model DCF a model EVA. Následně byla přičtena hodnota neprovozního majetku podniku. Rekapitulace ocenění je uvedena v kapitole 5. 6. tohoto posudku.

5.1. ODHAD HODNOTY PODNIKU METODA DCF ENTITY

Pro ocenění provozního majetku podniku (v této kapitole dále jen podnik) je podle této metody rozhodující, jakých zisků v budoucnu bude podnik dosahovat a jaké budou v této souvislosti nutné investice. Výpočet je proveden pro stav chodu podniku dle finanční prognózy sestavené dle vnitropodnikových pravidel a parametrů, přičemž finanční prognóza byla sestavena dle reálných výsledků hospodaření minulých let a očekávaného vývoje do budoucna v této oblasti. Tato metoda ocenění je založena na hodnocení tvorby volné hotovosti oceňovaným podnikem za zvolené období a zahrnuje tři klíčové oblasti, které budou řešeny:

- definování tzv. **operativního cash flow (peněžního toku)**, které je v zásadě tvořeno součtem zisku po zdanění, tj. zisku bez mimořádného HV a odpisů a rovněž v sobě zahrnuje riziko podnikání spojené s daným oborem a odvětvím. Vychází z finanční prognózy očekávaného vývoje příjmů části podniku s promítnutím perspektivy vývoje. Na druhé straně jsou ve výdajích promítnuty požadavky na hmotný a nehmotný investiční majetek a provozní kapitál,
- stanovení odpovídající **diskontní sazby** neboli požadované míry návratnosti kapitálu, jehož velikost a struktura odráží riziko podnikání spjaté s daným oceňovaným objektem, výnosnost daného odvětví podnikání, alternativní investiční příležitosti a rovněž bere na zřetel strukturu pasiv oceňované části podniku,
- do ocenění touto metodou nejsou promítnuta **neprovozní aktiva**, která jsou oceněna samostatně.

Volný peněžní tok FCF_x bude odvozen z finanční prognózy, kterou sestavil management. Tyto rozhodující vstupy jsou následně definovány v příslušných kapitolách výnosového ocenění.

Postup výpočtu volného cash flow uvádí následující přehled:

Tabulka č. 25 – Postup výpočtu volného cash flow

1.	+ Zisk z provozní činnosti před daněmi
2.	- Upravená daň z příjmů
3.	= Zisk z provozu po daních
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozní zisku, které nejsou výdaji
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do provozního kapitálu
8.	- Investice do HIM
9.	= Volný peněžní tok

Hodnota I. fáze, tzv. **explicitního období**, se zjišťuje z peněžního toku na základě sestavené finanční prognózy součtem dílčích peněžních toků diskontovaných v čase. Hodnota II. fáze,

implicitního období, vychází z peněžního toku, který bude možné trvale každoročně odnímat (období od konce I. fáze do nekonečna).

Základní vzorec:

$$PV = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{TH}{(1+r)^T} \quad (1)$$

kde: FCF_t = volný peněžní tok v čase,
 r = WACC úroková sazba nákladu kapitálu,
 t až T = časový úsek explicitního období.

Do zisku z provozní činnosti nejsou zahrnuty výnosy z neprovozních aktiv, respektive výnosy z majetku, jenž nesouvisí s hlavním předmětem podnikání společnosti. Jedná se o výnosy z finančních investic nepotřebného majetku apod.

Pokračující trvalá hodnota v čase T – hodnota implicitního období se vypočte dle následujícího vzorce:

$$TH = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g} \quad (2)$$

kde: TH = trvalá hodnota,
 FCF = volný peněžní tok v čase,
 $WACC$ = vážený náklad kapitálu,
 g = míra růstu.

Velikost úrokové sazby pro diskontování peněžního toku bude zjištěna z velikosti nákladů na použité kapitálové zdroje. Výše sazby byla vypočtena pomocí váženého aritmetického průměru nákladů kapitálu společnosti – WACC, tj. nákladů příležitosti vlastního jmění a vynaložení nutných nákladů ve formě placených úroků věřitelům společnosti za vypůjčení cizího kapitálu.

Vážený náklad kapitálu WACC se vypočte po dosazení do rovnice:

$$WACC = N_{CK} \times (1-d) \times \frac{CK}{K} + N_{VK(Z)} \times \frac{VK}{K} \quad (3)$$

kde: N_{CK} = vážený průměr náklad cizího kapitálu dle struktury úročených dluhů,
 d = daňová sazba,
 CK = tržní hodnota cizího kapitálu,
 VK = tržní hodnota vlastního kapitálu,
 K = tržní hodnota celého investovaného kapitálu.

Náklady vlastního kapitálu při využití cizích zdrojů financování podniku se vypočtou dle vztahu:

$$N_{VK(Z)} = r_f + \text{Beta}_z \times RP + R_1 + R_2 + R_3 + SR \quad (4)$$

kde: $N_{VK(Z)}$ = náklady vlastního kapitálu,
 r_f = výnos státních dluhopisů,
 RP = riziková premie,
 R_1 = přírážka pro malé společnosti (do 1,5 %),
 R_2 = přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností, které se vyznačují vysokým podílem tržní a účetní hodnoty vlastního kapitálu (do 3 %),
 R_3 = přírážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů,

SR = specifické riziko podniku.

Vzhledem k nízké efektivitě a transparentnosti fungování českého kapitálového trhu je v praxi do značné míry omezená použitelnost modelu CAMP pro odvození nákladu vlastního kapitálu s pomocí beta koeficientů. S přihlédnutím k výše uvedenému znalec použil pro odvození beta koeficientů metodu analogie trhů na vyspělých kapitálových trzích. Postup odvození je převzat z publikace knihy Metody oceňování podniku od autora Miloše Maříka a kolektiv.

Metoda analogie je založena na použití beta podobných podniků, které jsou obchodovány a jejichž činnost není diverzifikovaná. V anglosaské literatuře se hovoří o „pure-play-technique“.

Při hledání srovnatelných společností je třeba se vypořádat s vlivem:

- odlišností v obchodním riziku (rozdílnosti znalec zohlednil v rámci výpočtu nákladu vlastního kapitálu ve specifickém riziku viz vzorec č. 4)
- odlišností ve finančním riziku, které závisí na kapitálové struktuře. Vliv kapitálové struktury, tj. vliv výše zadlužení na Beta podniku můžeme vyjádřit tímto vztahem:

$$\mathbf{Beta_z = Beta_n (1 + (1-d)*CK/VK)} \quad (5)$$

kde: **Beta_z** = Beta ne zadlužená,
Beta_n = Beta zadlužená

Podíl vlastního a cizího kapitálu by měl být vyjádřen v tržních hodnotách.

Při určení **specifického rizika** podniku znalec postupoval dle metodiky uvedené v publikaci knihy Metody oceňování podniku od autora Miloše Maříka a kolektiv, kapitola 4., kde riziková přírážka pro každý faktor je odvozována následujícím vztahem:

$$\mathbf{RP_n = Z * (r_f / n)} \quad (6)$$

kde: **RP_n** - riziková dílčí
n - počet aktivních faktorů
r_f . minimální riziková přírážka
Z - koeficient rizikové přírážky

Celkové specifické riziko je pak dáno součtem jednotlivých rizikových přírážek dle vzorce:

$$\mathbf{SR = \sum_{n=1}^n RP_n} \quad (7)$$

5.1.1. Vlastní určení dílčích parametrů pro ocenění

5.1.1.1. Určení váženého nákladu kapitálu WACC

A) Určení beta koeficientu

S přihlédnutím ke specifické situaci společnosti na trhu, viz závěry ze strategické analýzy podniku (provozní části podniku), byl beta koeficient odvozen metodou analogie.

Beta – nezadlužená

Koeficient beta byl stanoven ve výši **0,41**. V tomto případě se jedná o nezadluženou betu. Při stanovování koeficientu jsme vycházeli z dostupných údajů o trhu na webových stránkách damodaran.com o koeficientech beta jednotlivých odvětví pro Evropu. Protože se činnost Společnosti orientuje převážně na výrobu nealkoholických nápojů a koeficient beta pro výrobu alkoholických nápojů a vína je 0,42, což je velice blízké koeficientu beta pro výrobu nealkoholických nápojů, byl koeficient beta stanoven ve výši jako pro výrobu nealkoholických nápojů.

Beta - zadlužená

Koeficient je propočten iteračním postupem pro každý rok dosazením příslušných parametrů do rovnice (5).

B) Určení rizikových přírážek

1. Riziková přírážka pro malé a střední společnosti

Pro zařazení společnosti znalec využil kategorií rozdělení firem dle EU viz následující tabulka:

Tabulka č. 26 - Kritéria pro malé a střední firmy

Kategorie podniku	Počet zaměstnanců	Obrat v mil. EUR	Celková aktiva v mil. EUR
Střední podnik	do 250	50	43
Malý podnik	do 50	10	10
Mikrofirma	do 10	2	2

Dle počtu zaměstnanců Společnost patří mezi střední firmu, stejně tak z hlediska velikosti obratu, který se v celém minulém období i v období prognózy pohybuje do 30 mil. EUR a celková aktiva rovněž patří do kritérií, které řadí Společnost mezi střední firmy.

Proto znalec stanovil rizikovou přírážku pro střední firmy ve výši **1 %**. **Obecně je v literatuře doporučována přírážka do 3 % (např. Metody oceňování podniku od autora Miloše Maříka a kolektiv).** Vzhledem k tomu, že beta koeficienty dle odvětví (zdroj damodaran.com) vycházejí z evropských velkých a středních firem, znalec snížil tuto přírážku na 1/3 doporučené maximální hodnoty tak, aby bylo eliminováno riziko duplicity v konstrukci nákladu kapitálu Společnosti.

2. Riziková přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností

Tuto rizikovou přírážku s ohledem na stabilizaci podniku znalec neaplikoval.

3. Riziková přírážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů

Pro odhad velikosti diskontu za omezenou obchodovatelnost bylo provedeno mnoho studií, jak uvádí Ing. Barbora Jetmarová v příspěvku „Analýza empirických studií k diskontu za omezenou obchodovatelnost“ ve Sborníku Mezinárodní konference „Standardy pro oceňování podniku“ vydaného nakladatelstvím Oeconomica v roce 2005. Při odhadu diskontu je možné aplikovat jeden z teoretických modelů, které se pokouší diskonty za omezenou obchodovatelnost kvantifikovat pomocí teorií některých vytipovaných faktorů. Druhý způsob využívá porovnání s diskonty, kterých bylo dosaženo při srovnatelných transakcích. V USA jsou uplatňovány oba přístupy, příp. jejich kombinace, v ČR je v praxi zpravidla využíván druhý způsob. Empirické studie diskontu za obchodovatelnost porovnávají realizovanou cenu akcií bez omezení obchodovatelnosti s cenou jinak stejných akcií, které mají obchodovatelnost omezenou. Existuje několik způsobů porovnání – akcie podniku, které jsou předmětem restrikce (skonta), s akciemi stejného podniku, které jsou volně obchodovatelné na

sekundárním trhu, nebo porovnání akcie v čase, tj. cenu neobchodovatelné akcie realizovanou při obchodě mimo sekundární trh s cenou, za jakou byla uskutečněna primární veřejná nabídka akcií. Dále lze porovnávat ceny akcií porovnatelných podniků realizované ve stejném čase a stejné lokalitě. Podle tohoto principu jsou rozlišeny tyto typy studií:

- restricted stocks,
- pre-IPO,
- akvizičních cen.

Všechny tyto studie vychází z dat trhů USA, které jsou nejvyspělejšími trhy na světě.

Všechny empirické studie vykazují porovnatelné výsledky výše diskontu. Na základě výše uvedených analýz a popisu metod zjišťování diskontu se doporučuje práce s diskontem za omezenou obchodovatelnost:

Diskont za omezenou obchodovatelnost ovlivňuje likvidita trhu, na kterém se akcie obchoduje. V ČR jsou trhy méně likvidní než v USA, proto diskont uplatňovaný v ČR by měl být nižší oproti USA.

Diskont za omezenou obchodovatelnost ovlivňuje likvidita trhu, na kterém se akcie obchoduje. V ČR jsou trhy méně likvidní než v USA, proto diskont uplatňovaný v ČR by měl být oproti USA nižší. Obecně přijímané nižší ohodnocení cenných papírů u nás je ovlivněno přírážkou rizika země. V případě stanovení vyššího diskontu za likviditu u srovnatelných společností ve srovnání s referenčními vzorky v USA (při daném modelu odvození diskontní sazby) by tak docházelo ke zdvojení tohoto vlivu.

Celkový diskont není způsoben pouze omezenou obchodovatelností, ale i dalšími vlivy, jako jsou zvýšené transakční náklady kupujících při koupi akcií s omezenou obchodovatelností, dodatečné služby privátních investorů, náklady na snížení rizika a ovlivnění vývoje podniku.

Znalec rizikovou přírážku za likviditu neaplikoval při ocenění celého podniku, ale tento faktor je promítnut do ocenění při vlastním ocenění akciového podílu s přihlédnutím k velikosti oceňovaného podílu a současné akcionářské struktuře.

C) Určení specifického rizika

Dle obecného předpokladu by průměrný investor měl být schopen v rámci správy portfolia cenných papírů specifické riziko do značné míry eliminovat i u akcií, které nejsou veřejně obchodovány. Proto specifické riziko činí **0 %**.

D) Určení nákladu vlastního kapitálu

Pro výpočet hodnoty nákladu vlastního kapitálu byl použit koeficient beta vypočtený dle rovnice (5), dále jako bezriziková sazba byl použit výnos do doby splatnosti 12-letých státních dluhopisů, který k datu ocenění činil 3,74 % a po snížení o inflaci ve výši 2 % činil 1,74 %. Jako poslední parametr bylo odvozeno rizikové rozpětí, které činí 5,70 %. Toto rozpětí vychází z rizika akciových trhů. Při odvození znalec vycházel z informací o rizikovém rozpětí národního trhu dle zdroje damodaran.com, kde jako základ je brána riziková přírážka akciového trhu v USA. Riziková přírážka pro střední společnosti byla stanovena ve výši 1 %. Toto rizikové navýšení znalec považuje za přiměřené. Po dosazení do rovnice (4) činí hodnota nákladu vlastního kapitálu v neinflačním prostředí odvozená iteračním modelem v jednotlivých letech prognózy **6,33 až 6,40 %**.

E) Určení nákladu cizího kapitálu

Společnost k datu ocenění využívá cizí úročený kapitál ve výši 94 085 tis. Kč, seznam viz kapitola 2. Úrok je u obou úvěrů shodný ve výši 3,62 % p. a. Náklad cizího kapitálu tedy činí **3,62 %**.

F) Stanovení vah

Stanovení vah vlastního a cizího kapitálu bylo provedeno iteračním modelem pro každý rok prognózy.

G) Propočet WACC

Po doplnění do rovnice pro výpočet kalkulované úrokové míry činí vážený náklad kapitálu **WACC = 4,84 až 4,85 %**. V celém výpočtu je promítnut fakt, že se jedná o hodnocení společnosti v inflačním prostředí. WACC je propočten iteračním postupem pro každý rok.

5.1.1.2. FCF a výpočet reziduální – pokračující hodnoty

Ocenění bylo provedeno dle finančního plánu sestaveného managementem viz kap. 3 tohoto posudku. Vlastní propočet hodnoty podniku je proveden za využití firemního software za předpokladů uvedených v kapitole 3.6. tohoto posudku.

Pro zjištění růstového potenciálu podniku znalec provedl analýzu těchto tří klíčových faktorů:

1. **Velikost podniku** – využití výrobních kapacit se díky úzkým místům v oblasti skladovacích kapacit v prognóze blíží maximálnímu využití provozní kapacity a další růst by byl vázán na rozsáhlé investiční projekty. Expanze podniku má kromě toho také omezené možnosti rozvoje v důsledku dlouhodobě stabilní spotřeby ovocných šťáv tuzemskými spotřebiteli a může být realizována zejména na úkor konkurence - viz strategická analýza.
2. **Významnost a udržitelnost konkurenčních výhod** – hlavní konkurenční výhodou na relevantním trhu podniku je zejména stabilita jakosti produkce za příznivou cenu, široký sortiment produkce v jedné řadě a to, že část vstupů pochází od tuzemských pěstitelů ovoce. Stávající situace na trhu však neumožňuje větší uplatnění těchto konkurenčních výhod. Bez investic do marketingu včetně potřebných technologií by to mohlo pro společnost znamenat postupnou ztrátu výše popsaných konkurenčních výhod a silných stránek.
3. **Dosahovaný minulý a současný růst a zisková marže** – z analýzy trhu vyplývá, že v minulých letech tržby kolísaly, avšak po stabilizaci na relevantním segmentu trhu, kdy menší producenti přestali vyrábět, se situace stabilizovala. V prognóze management předpokládá mírný růst tržeb. Tlak na pokles cen umožňuje podniku dosahovat pouze nízkých marží, které jsou velmi citlivé na odvětví zemědělství.

Na základě analýzy těchto skutečností znalec očekává trvalý růst podniku v implicitním období ve stavu, v jakém se podnik v současné době nachází, v úrovni 1 %. Odůvodnění tohoto odhadnutého růstu je uvedeno ve výše popsaných bodech. Znalec tedy při konstrukci růstu g přiřadil nejvyšší význam bodu č. 1 a 2.

Pro ověření, zda v rámci konstrukce trvalé hodnoty pro druhou fázi nedochází ke ztrátě na hodnotě Společnosti, provedl znalec propočet rentability čistých investic do dlouhodobého majetku a provozních aktiv. Rentabilita čistých investic pro trvalou hodnotu činí 5,00 % a blíží se WACC, který činí 4,85 %. Z výše uvedeného vyplývá, že přírůstek investic má pozitivní vliv na růst hodnoty podniku.

Výpočet volného cash flow dle znalcem korigované finanční prognózy a reziduální hodnoty (dle postupu uvedeného v předchozí kapitole) uvádí následující tabulka č. 27 :

Tabulka č. 27 – výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity iteračním modelem:

(v tis. Kč)	2006	2007	2008	2009	2010	PH
EBIT*(1-tax)	10 179	9 720	9 852	10 826	10 875	10 984
Odpisy	16 900	17 000	17 200	16 800	17 550	17 550
Investiční výdaje	-15 000	-15 740	-16 900	-14 150	-17 350	
Změna pracovního kapitálu	-3 028	73	3 321	3 390	742	15 353
Volný peněžní tok (FCF)	15 107	10 907	6 832	10 086	10 333	8 787
(1-t)	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
Bezriziková sazba po korekci	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%
Tržní riziková přírážka	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%
Specifické riziko podniku	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
beta (n)	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41
beta (z)	0,63	0,64	0,64	0,63	0,63	0,63
Náklad vlastního kapitálu	6,33%	6,40%	6,40%	6,36%	6,35%	6,34%
Náklad cizího kapitálu	3,62%	3,62%	3,62%	3,62%	3,62%	3,62%
Náklad cizího kapitálu po zdanění	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%
CK	94 085	95 000	95 000	95 000	95 000	95 000
K	226 978	222 878	222 764	226 720	227 622	228 323
CK/K	41,45%	42,62%	42,65%	41,90%	41,74%	41,61%
VK/K	58,55%	57,38%	57,35%	58,10%	58,26%	58,39%
CK/VK	70,80%	74,29%	74,36%	72,12%	71,63%	71,26%
WACC	4,85%	4,84%	4,84%	4,85%	4,85%	4,85%
Diskontní faktor	0,9538	0,9538	0,9538	0,9538	0,9538	25,9856
Hodnota brutto	226 978	222 878	222 764	226 720	227 622	228 323

5.1.2. Neprovozní majetek

Podnikatelský subjekt jej nepotřebuje ke své hlavní podnikatelské činnosti. Jedná se např. o rekreační střediska, zastavené provozy, trvale podnikatelsky nevyužívaný majetek jako jsou nepotřebné zásoby, a dále bývá do této skupiny rovněž zahrnut dlouhodobý finanční majetek, který není přímo výkonnostně provázán s hlavní podnikatelskou činností Společnosti.

Vymezení neprovozního majetku je uvedeno v kapitole 2. Popis a jeho vlastní ocenění je provedeno v příloze č. 3. Zjištěné hodnoty pro ocenění uvedeny v následujícím přehledu:

Název aktiva	Obchodní podíl	Účetní hodnota	Tržní hodnota
LINEA SLOVENSKO s. r. o.	100 %	0 Kč	766 tis. Kč
LIMO s. r. o. v likvidaci	100 %	0 Kč	0 tis. Kč
H.E.L.L.O. d. o. o. v konkurzu	80 %	0 Kč	0 tis. Kč
Celkem neprovozní aktiva		0 Kč	766 tis. Kč

Hledaná tržní hodnota neprovozních aktiv podniku tak činí **766 tis. Kč**.

5.1.3. Rekapitulace zjištěných výsledků modelem DCF

Aplikací oceňovacích metod DCF byly zjištěny následně specifikované dílčí hodnoty, které slouží pro další postup znalce pro zjišťování tržní hodnoty podniku. Rekapitulace zjištěných výsledků je uvedena v následující tabulce č. 28.

Tabulka č. 28 – Rekapitulace zjištěných hodnot:

Text	Hodnota v tis. Kč
Brutto hodnota	226 978
Neprovozní aktiva	766
Brutto hodnota včetně neprovozního majetku	227 744
úročené cizí zdroje	94 085
Výnosová hodnota podniku	133 659

Hodnota podniku LINEA NIVNICE a. s. k datu ocenění 31. 12. 2005 odvozená oceňovacím modelem DCF entity činí:

133 659 tis. Kč.

5.2. MODEL EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY

Za účelem ověření výsledků ocenění zjištěných s pomocí klíčové metody ocenění DCF znalec jako doplňkovou metodu ocenění aplikoval metodu EVA. Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní, tedy hlavní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu, který je dosažen v běžném roce (Provozní ekonomický zisk = provozní zisk – celkový náklad kapitálu). Náklady vlastního kapitálu jsou chápány jako náklady příležitostí nikoli jako skutečné finanční náklady, jako např. dividendy nebo podíly na zisku. Základní podoba vzorce pro výpočet EVA je následující:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Capital} \times \text{WACC}, \quad (8)$$

kde: **NOPAT** = zisk z operativní činnosti podniku po dani (net operating profit after taxes). Nerovná se provoznímu hospodářskému výsledku vymezenému českými účetními předpisy,

Capital = kapitál vázaný v aktivech, který slouží operativní činnosti podniku,

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu (weighted average cost of capital).

Model ocenění EVA spočívá na tzv. **ekonomickém modelu** sledování hospodaření podniku. Vychází z účetního modelu (tj. zobrazení hospodářské situace v účetnictví), který je upraven tak, aby lépe zobrazoval ekonomickou realitu. Konverze účetních dat probíhá ve čtyřech krocích:

1) Konverze na operativní aktiva

Jedná se o určení těch aktiv, která jsou využita podnikem pro jeho operativní činnost.

2) Konverze finančních zdrojů

Smyslem je doplnit účelně vykazované zdroje financování tak, aby poskytovaly reálný obraz financování podniku.

3) Konverze daňová

Splatná daň se pro daný rok upraví o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se NOPAT liší oproti hospodářskému výsledku za účetní období.

4) Konverze akcionářská

Při stanovení operativních aktiv se započítává řada položek, které v účetnictví nejsou běžně vykazovány, upravují se rovněž pasiva. Zvýšení vlastního kapitálu je pak v upravené rozvaze vykazováno jako tzv. **ekvivalenty vlastního kapitálu**.

5.2.1. Vlastní propočet

5.2.1.1. Propočet základních položek EVA

Propočet operativních aktiv

- 1) Vyloučení neoperativních aktiv, především finančních investic a finančního majetku, ale i jiných aktiv, které nemají vazbu na hlavní činnost podniku.
- 2) Zahrnutí aktiv, která se v účetnictví v jejich tržní hodnotě nevykazují:
 - předměty finančního leasingu,
 - operativní leasing a dlouhodobý pronájem oceněný na bázi současných hodnot nájemného,
 - oceňovací rozdíly v investičním majetku, tzn. přecenění investičního majetku na bázi tržních hodnot nebo upravení dle příslušných indexů růstu cen,
 - oceňovací rozdíly u oběžných aktiv, pohledávek a zásob,
 - aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky. Jedná se o kumulované náklady spojené především se vstupem na nové trhy, marketingové náklady jako reklama na vytváření nových odbytových cest, náklady na školení pracovníků a náklady spojené s restrukturalizací podniku,
 - goodwill – představuje v případě koupě podniku rozdíl mezi kupní cenou a reálnou hodnotou aktiv sníženou o závazky. Odpovídá mu v účetnictví opravná položka k nabytému majetku, tuto opravnou položku je nutno přecenit nebo odstranit,
 - tiché rezervy – jsou ekvivalentem vlastního jmění v případě neadekvátního snížení hodnoty aktiv vytváření nadbytečných rezerv.
- 3) Snížení aktiv o neúročený cizí kapitál - krátkodobé neúročené závazky:
 - závazky z obchodního styku, ke společníkům a sdružení, k zaměstnancům,
 - závazky ze sociálního zabezpečení, stát - daňové závazky a dotace,
 - odložený daňový závazek, závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem,
 - závazky k podnikům s podstatným vlivem,
 - jiné závazky.

Výpočet čistých operativních aktiv (**NOA**) v jednotlivých letech je uveden v následující tabulce č. 29.

Tabulka č. 29 – Výpočet čistých operativních aktiv

Pol.	Parametr	Hodnota v tis. Kč.					
		2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	Aktiva celkem	491 318	471 881	477 476	482 346	488 183	495 063
2	Leasingové předměty	30 000	10 000	60 000	60 000	40 000	20 000
3	Vyloučení neoperativní aktiva.	0	4 000	2 000	3 000	8 500	12 000
4	Připočtená aktiv neuváděné v účet.	0	0	0	0	0	0

5	Neúročený cizí kapitál	219 276	194 028	195 223	195 560	195 571	197 215
6	NOA	302 042	283 853	340 253	343 786	324 112	305 848

Komentář k tabulce č. 28:

Položka č. 1.

Aktiva byla převzata z korigované finanční prognózy viz. příloha č. 2.

Položka č. 2

Management Společnosti investuje do obnovy linek formou leasingu viz závěry finanční analýzy.

Položka č. 3.

V jednotlivých letech prognózy jsou vytvářena finanční aktiva (hotovost), jež nejsou reinvestována a nepřinášejí tedy výnos v požadované kritériální úrovni. Vzhledem k tomu byly tyto nadlimitní hodnoty z operativních aktiv pro ocenění vyloučeny – v opačném případě by to mělo za následek snížení výnosové hodnoty podniku.

Položka č. 6.

Propočet dle algoritmu:

$$\text{Pol. č. 6} = \text{Pol. č. 1} + \text{Pol. č. 2} - \text{Pol. č. 3} - \text{Pol. č. 4} - \text{Pol. č. 5}$$

Pravděpodobný rozdíl mezi účetním a věcným (tržním) stavem operačního majetku podniku je možné při aplikaci modelu EVA zanedbat vzhledem k jeho charakteru a způsobům jeho pořízení.

Stanovení operativního hospodářského výsledku

Hospodářský výsledek z běžné činnosti je nutno upravit následujícím způsobem:

- 1) Vyloučení placených úroků z finančních nákladů, a to včetně implicitních úroků z pronájmu.
- 2) Vyloučení mimořádné položky (mimo mimořádných nákladů a výnosů, jež nejsou ve zvolené úrovni hospodářského výsledku zahrnuty):
 - změny ve způsobu ocenění majetku,
 - manka a škody a nároky na jejich náhradu,
 - tvorba a zúčtování rezerv na náklady charakteru mimořádných nákladů,
 - ostatní mimořádné náklady, např. náklady plynoucí z postoupení, popř. ukončení hospodářské činnosti,
 - mimořádné položky v nákladech a výnosech, které se svou výší nebudou opakovat:
 - a) náklady na restrukturalizaci,
 - b) prodeje investičního majetku,
 - c) rozpuštění nevyužitých rezerv,
 - d) mimořádné odpisy majetku.
- 3) Započtení vlivu změn vlastního kapitálu.
- 4) Úprava finančních nákladů a výnosů ve vazbě na operativní finanční majetek a finanční investice.
- 5) Úprava daně.

Výpočet NOPAT v jednotlivých letech je uveden v následující tabulce č. 30.

Tabulka č. 30 – Výpočet NOPAT

Pol.	Parametr	Hodnota v tis. Kč.				
		2006	2007	2008	2009	2010
1	VH z běžné činnosti	4 858	4 400	4 533	5 506	5 555
2	Úpravy VH					

3	Vyloučení placených úroků.	8086	7362	9172	9172	8448
4	Vyloučení mim.nákladů a výnosů.					
5	Vliv změn vlastního kapitálu					
6	Úprava finančních nákladů a výnosů					
7	Úprava daně	-1940,64	-1766,88	-2201,28	-2201,28	-2027,52
8	NOPAT	11 003	9 995	11 504	12 477	11 975

Komentář k tabulce č. 28:

Položka č. 1.

VH z běžné činnosti byl převzat z upravené finanční prognózy viz. příloha č. 2. Úpravy finanční prognózy jsou komentovány v kapitole 3.6.2.6. a 5.1. při ocenění metodou DCF.

Položka č. 2., 4., 5. a 6

Z tabulky je zřejmé, že znalec nenalezl operace, které by bylo nutné korigovat dle metodiky viz text před tabulkou. Hlavní příčinou je skutečnost, že v rámci prognózy podnikatelského záměru nedochází ke změnám v neprovozním majetku, jež by měly vliv na HV podniku.

Položka č. 3.

Tato položka je tvořena nákladovými úroky, které byly převzaty z upravené finanční prognózy viz. příloha č. 2.

Položka č. 7.

Daňový základ byl zvýšen o nákladové úroky a následně znalec propočítal zvýšení daně.

Položka č. 8.

Propočet dle algoritmu:

$$\text{Pol. č. 8} = \text{Pol. č. 1} + \text{Pol. č. 2} + \text{Pol. č. 3} + \text{Pol. č. 4} + \text{Pol. č. 5} + \text{Pol. č. 6} + \text{Pol. č. 7}$$

Určení výše nákladu kapitálu

Vážený náklad kapitálu WACC již byl odvozen v kapitole 5.1.2.1. posudku.

5.2.1.2. Výpočet hodnoty MVA v letech

Tržní přidaná hodnota je provozem vytvářený goodwill Společnosti. Abychom určili MVA, potřebujeme:

- zvolit délku horizontu, kdy bude EVA explicitně plánovaná, a ta je v daném případě shodná s obdobím předložené finanční prognózy,
- zpracovat prognózu EVA pro explicitní období,
- odvodit diskontované budoucí MVA.

Vlastní propočet:

Dosazením do vzorce pro výpočet hodnoty podniku byla zjištěna jeho hodnota takto:

$$MVA_t = \frac{NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1}}{(1+WACC)^t} \quad (9)$$

Je-li vypočteno MVA, pak je možné ocenit podnik s pomocí této metody. **Základní vzorec pro oceňování metodou EVA zní:**

$$V = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (10)$$

$$V = \text{NOA}_0 + \sum_{t=1}^T \frac{\text{NOPAT}_t - \text{WACC} \cdot \text{NOA}_{t-1}}{(1+\text{WACC})^t} + \frac{\text{NOPAT}_{T+1} - \text{WACC} \cdot \text{NOA}_T}{\text{WACC} \cdot (1+\text{WACC})^T} - D_0 + A_0 \quad (11)$$

$$\text{MVA}_t = \frac{\text{NOPAT}_t - \text{WACC} \cdot \text{NOA}_{t-1}}{(1+\text{WACC})^t}, \quad (12)$$

kde: V = hodnota vlastního kapitálu podniku,
 EVA_t = EVA v roce t,
 NOA_0 = čistá operativní aktiva k datu ocenění,
 NOA_{t-1} = čistá operativní aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t,
 NOPAT_t = operativní hospodářský výsledek po dani v roce t,
T = počet let explicitně plánovaných EVA,
 D_0 = hodnota úročených dluhů k datu ocenění,
 A_0 = ostatní, tj. neoperativní aktiva k datu ocenění,
 MVA_t = tržní přidaná hodnota v roce t explicitního období (market value added).

Rekapitulace ocenění je uvedena v následující tabulce č. 31.

Tabulka č. 31 – Rekapitulace zjištěných hodnot

(v tis. Kč)	2006	2007	2008	2009	2010	PH
NOPAT-WAC X NOA	-2 697	-6 601	-5 281	-3 302	-2 863	-2 891
(1-t)	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
Bezriziková sazba po korekci	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%
Tržní riziková přírážka	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%
Specifické riziko podniku	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
beta (n)	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41
beta (z)	0,67	0,59	0,58	0,60	0,63	0,62
Náklad vlastního kapitálu	6,56%	6,09%	6,05%	6,16%	6,31%	6,29%
Náklad cizího kapitálu	3,62%	3,62%	3,62%	3,62%	3,62%	3,62%
Náklad cizího kapitálu po zdanění	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%
CK	94 085	95 000	95 000	95 000	95 000	95 000
K	206 532	261 897	268 209	250 126	231 562	233 880
CK/K	45,55%	36,27%	35,42%	37,98%	41,03%	40,62%
VK/K	54,45%	63,73%	64,58%	62,02%	58,97%	59,38%
CK/VK	83,67%	56,92%	54,85%	61,24%	69,57%	68,40%
WACC	4,83%	4,88%	4,88%	4,87%	4,85%	4,85%
Diskontní faktor	0,9540	0,9535	0,9534	0,9536	0,9537	25,9489
Hodnota brutto	-77 321	-78 356	-75 577	-73 986	-74 286	-75 027

Hodnoty MVA jsou záporné, což znamená, že Společnost v rámci prognózy nedosahuje v letech 2005 až 2007 požadované kritériální hodnoty výnosnosti investovaného kapitálu - netvoří hodnotu pro akcionáře.

5.2.2. Rekapitulace zjištěných výsledků modelem EVA

Aplikací oceňovací metody EVA byly zjištěny následně specifikované dílčí hodnoty, které slouží pro další postup znalce pro zjišťování tržní hodnoty podniku. Rekapitulace zjištěných výsledků je uvedena v následující tabulce č. 32.

Tabulka č. 32 – Rekapitulace zjištěných hodnot:

Text	Hodnota v tis. Kč
Brutto hodnota	-77 321
Brutto hodnota včetně neprovozního majetku	-76 555
NOA	302 042
úročené cizí zdroje	94 085
Výnosová hodnota podniku	131 402

Hodnota podniku LINEA NIVNICE a. s. k datu ocenění 31. 12. 2005 odvozená oceňovacím modelem EVA činí:

131 402 tis. Kč.

5.3. REKAPITULACE A SJENOCENÍ ZJIŠTĚNÝCH VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ PODNIKU

Znalec při ocenění provozní části podniku aplikoval metodu výnosovou DCF a jako druhou metodu ocenění aplikoval metodu EVA. K oběma dílčím hodnotám znalec přičetl hodnotu neprovozního majetku

Zjištěné výsledky ocenění akcií podle zvolených metod jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka č. 33 – Přehled výsledků ocenění

Text	Zjištěná hodnota
Zjištěná hodnota podniku pro metodu DCF včetně hodnoty neprovozního majetku	133 659 tis. Kč
Zjištěná hodnota podniku pro metodu EVA včetně hodnoty neprovozního majetku	131 402 tis. Kč

Metoda DCF klade hlavní důraz na tvorbu odnímatelné hotovosti, na druhou stranu metoda EVA porovnává investovaný kapitál s předpokládaným sledováním výnosností podnikání v jednotlivých letech. Z výše uvedené tabulky je zřejmé, že zjištěné výsledky ocenění obou zvolených metod ocenění jsou svými hodnotami blízké. Vzhledem k tomu se znalec rozhodl pro stanovení výsledné hodnoty podniku ve stavu chodu na základě aritmetického průměru uvedených hodnot. Výsledná hodnota podniku v chodu včetně neprovozního majetku bez započtení expanze činí k datu ocenění:

132 530 tis. Kč.

5.4. OCENĚNÍ AKCIOVÉHO PODÍLU

Předmětem ocenění je podíl na hlasovacích právech Společnosti, který je tvořen 6 547 ks akcií, tj. 6,00 % podílem na jejím základním kapitálu. Při zjišťování tržní hodnoty obchodního podílu je postupováno ve dvou krocích:

1. Nejprve je znalcem odvozena dílčí hodnota akciového podílu na principu ekvivalence, kdy tato hledaná dílčí hodnota je přímo úměrná tržní hodnotě podniku Společnosti, která se v daném případě (oceňované akcie Společnosti mají stejný nominál) podělí počtem všech emitovaných akcií:

Tabulka č. 34 – Přehled výsledků ocenění

Text	Zjištěná hodnota
Zjištěná tržní hodnota podniku tis. Kč.	132 530 tis. Kč
Počet emitovaných akcií ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč	109 107 ks
Cena akcie stanovená na základě ekvivalence z tržní hodnoty podniku Společnosti v Kč	1 215 Kč
Hodnota obchodního podílu určená na bázi ekvivalence	7 954 tis. Kč.

2. Jelikož se jedná o ocenění pro dražbu, kde je nutné zohlednit pozici akcionáře a jeho postavení ve společnosti ve vztahu k ostatním akcionářům a zejména majoritnímu akcionáři, znalec při ocenění podílu aplikoval postupy, které jsou uplatňovány při výpočtu skont za nelikvidnost při oceňování minoritních majetkových účastí. Faktory, které zvyšují či snižují skonto, jsou uvedeny dále v tabulce. Nejvýznamnějším faktorem, který ovlivňuje skonto, je velikost oceňovaného obchodního podílu, struktura a likvidita aktiv a dále pozice, jakou zastává akcionář podle platných stanov Společnosti ve vztahu k ostatním akcionářům a v neposlední řadě velikost společnosti.

Současně platný legislativní rámec dovoluje akcionářům, kteří vlastní určitý podíl na hlasovacích právech následující možnosti:

- **Podíl vyšší než 90 %** - zakládá majoritnímu akcionáři právo provést převod jmění akciové společnosti na vlastní osobu a případně využít práva odkupu akcií od minoritních akcionářů.
- **Podíl vyšší než 75 %** - zakládá akcionáři právo rozhodovat v plném rozsahu o činnosti společnosti včetně rozhodnutí o sloučení nebo rozdělení akciové společnosti.
- **Podíl vyšší než 66,67 %** - zakládá akcionáři právo rozhodovat o změně stanov, zvýšení či snížení základního kapitálu, vydání dluhopisů a zrušení společnosti s likvidací a návrhu rozdělení likvidačního zůstatku.
- **Podíl vyšší než 50 %** - zakládá akcionáři právo rozhodovat o činnosti společnosti mimo zásadních rozhodnutí jako např. rozhodnutí o změně stanov, navyšování základního kapitálu nebo vstupu do likvidace.
- **Podíl vyšší než 34 %** - zakládá akcionáři právo blokovat zásadní rozhodnutí jako např. rozhodnutí o změně stanov, navyšování základního kapitálu nebo vstupu do likvidace.
- **Podíl vyšší než 25 %** - zakládá akcionáři právo blokovat rozhodnutí o sloučení nebo rozdělení akciové společnosti.
- **Podíl vyšší než 5 resp. 3 %** (závisí od velikosti základního kapitálu tj. s objemem do 100 mil. Kč resp. objemem vyšším než 100 mil. Kč) – výše tohoto podílu umožňuje

akcionáři požádat představenstvo o svolání mimořádné valné hromady s požadavkem projednání jím určené záležitosti, dále může sám požádat o přezkoumání vzájemných vztahů mezi ovládanou a ovládající osobou znalcem.

Jelikož předmětem ocenění je 6,00 %-ní akciový podíl, který dle legislativního rámce spadá do nejnižší významové skupiny, potenciální investor bude mít omezené možnosti participovat na investiční hodnotě podniku (pokud nebude jednat ve shodě s ostatními akcionáři) a jeho výnos bude založen především na spekulaci o předpokládaném budoucím vyplácení dividend či prodeji tohoto podílu za vyšší cenu než byla jeho cena pořízení.

Majoritní vlastník může samostatně rozhodnout o jakékoliv změně stanov Společnosti se všemi z toho vyplývajícími důsledky pro minoritní akcionáře např. s dopady na stabilitu likvidity akcií a schopnosti efektivně ovlivňovat další chod Společnosti.

Vlastní míru skonta z hodnoty, která by odpovídala ekvivalentu tržní hodnoty podniku, znalec provedl posouzením klíčových skutečností, které ovlivňují dále specifikované faktory, které jsou uvedeny v tabulce č.35.

Tabulka č. 35 - Přehled faktorů ovlivňující výši skonta za minoritu

Faktor	Popis	Vliv na míru skonta z TH
Velikost oceňovaného obchodního podílu	6,00 %, jedná se o menšinový podíl, jenž podle stanov a legislativního rámce spadá do nejnižší významové skupiny. Potenciální investor bude mít omezené možnosti participovat na investiční hodnotě podniku. Výše tohoto podílu umožňuje akcionáři požádat představenstvo o svolání mimořádné valné hromady s požadavkem projednání jím určené záležitosti, dále může sám požádat o přezkoumání vzájemných vztahů mezi ovládanou a ovládající osobou znalcem. Podíl je však malý a hlavní akcionář ovládá klasifikovanou majoritu	Zvyšuje
Likvidnost aktiv vlastněných společností	Převážnou část aktiv Společnosti tvoří oběžný majetek z něhož významnou část tvoří pohledávky a zásoby.	Mírně zvyšuje
Finanční zdraví a CF	V celém období prognózy je FCF kladné, management při jejím řízení upřednostňuje kroky směřující ke stabilitě chodu.	Bez podstatného vlivu
Pravděpodobnost, že se akcie společnosti stanou registrovanými	Vzhledem k současnému stavu a charakteru společnosti nelze očekávat, že by mohlo dojít ke změně emise akcií zpětně na akcie registrované.	Zvyšuje
Velikost společnosti	Společnost je možné s ohledem na relevantní trh považovat za větší, avšak její charakter nepřispívá k možnosti držení akcií velkým počtem akcionářů.	Zvyšuje

Znalec při určení skonta vycházel z následující rovnice, kde jednotlivým faktorům přiřadil váhu dle jejich významnosti na výši skonta:

$$\text{Skonto} = V1*OP + V2*L + V3*F + V4*R + V5*VS \quad (13)$$

kde:

V1-V5	=	váhy,
OP	=	velikost obchodního podílu,
L	=	likvidnost aktiv,
F	=	finanční zdraví,
R	=	registrace akcií,
VS	=	velikost společnosti.

Každý faktor zvyšuje nebo snižuje výši skonta o 10 %. Váhy jednotlivých faktorů znalec určil od 0 pro faktory bez vlivu do 2 pro faktory s velice významným vlivem. Nejvýznamnějšími faktory, které ovlivňují skonto, jsou velikost oceňovaného obchodního podílu, pravděpodobnost změny na akcie registrované a velikost Společnosti, proto těmto faktorům znalec přiřadil váhu 1,5. Likvidnost aktiv má v porovnání s výše uvedenými faktory nižší význam, proto tomuto faktoru znalec přiřadil váhu 0,5. Pozitivním faktorem je finanční zdraví, protože Společnost působila v turbulentním tržním prostředí a v současné době se managementu společnosti podařilo ji stabilizovat. Znalec finančnímu zdraví přiřadil váhu 1. Dosazením do rovnice (10) je výpočet výše skonta následující:

$$\text{Skonto} = 1,5 \cdot 10 \% + 0,5 \cdot 10 \% + 1 \cdot (-10 \%) + 1,5 \cdot 10 \% + 1,5 \cdot 10 \%$$

Výše skonta tedy činí 40 %.

Zjištěná tržní hodnota akciového podílu na principu ekvivalence činí 4 772 tis. Kč a po uplatnění 40 % skonta z ekvivalentní hodnoty v souladu s výše uvedeným postupem pak tržní hodnota akciového podílu v počtu odpovídajícímu 6 547 ks akcií, tj. 6,01 % podílu na hlasovacích právech na společnosti LINEA NIVNICE a. s. k směrodatnému datu ocenění, k **31. 12. 2005**, činila po zaokrouhlení na celé Kč:

729 Kč.

Tato zjištěná tržní hodnota obchodního podílu platí za předpokladů uvedených v posudku a souvisí se zadáním znaleckého úkonu. Pokud dojde ke změnám předpokladů ocenění, je nutné provést přepočet na nově vzniklé skutečnosti. Jakékoliv jiné použití posudku je možné aplikovat pouze se souhlasem znalce.

6. ZÁVĚREČNÉ STANOVISKO

Popisy předmětu ocenění a jeho analýza je uvedena v kapitole 1 až 3 tohoto posudku. Způsoby a postupy ocenění podniku a potažmo oceňovaného akciového podílu jsou uvedeny v kapitole 4 a 5 tohoto posudku.

Ocenění akcií bylo provedeno přes ocenění podniku emitenta. Pro ocenění provozního majetku znalec zvolil model diskontovaného cash flow entity DCF a model ekonomické přidané hodnoty EVA. K těmto dílčím hodnotám provozní části podniku pak byla přičtena tržní hodnota neprovozního majetku. Pro ocenění neprovozního majetku podniku byly aplikovány dva modely ocenění - model výnosový metodou kapitalizovaných čistých výnosů a model majetkový na bázi upravené účetní hodnoty, případně byla uplatněna jejich vzájemná kombinace v závislosti od charakteru oceňovaného neprovozního majetku.

Sjednocení dílčích výsledků ocenění podle jednotlivých metod bylo provedeno odbornou rozvahou a znalec se při určení tržní hodnoty podniku přiklonil k metodě, která lépe podchycovala stav podnikání emitenta, jeho postavení na trhu a charakter a dále stav majetku a závazků. Hledaná tržní hodnota akciového podílu byla určena ve dvou krocích, nejprve byla odvozena ekvivalentní hodnota z tržní hodnoty podniku, která pak byla s přihlédnutím k charakteru Společnosti, pozici minoritního akcionáře vůči ostatním akcionářům a obtížné likvidnosti akciového podílu snížena. Přehled výsledků ocenění je uveden v kapitole 5.3. tohoto posudku.

Tržní hodnota (cena obvyklá) 6 547 ks akcií, tj. 6,00 % podílu na hlasovacích právech na společnosti LINEA NIVNICE a. s., která byla znalcem zjištěna v souladu s § 13 zákona č. 26/2000 Sb., podle jejího stavu k 31. 12. 2005 pak po zaokrouhlení na tis. Kč činí:

4 772 tis. Kč

Slovy: Čtyřimiliónysedmsetsedmdesátdvatisíckorunčeských.

Pozn. Pokud dojde v mezidobí ke snížení počtu dražených akcií a počet akcií nepoklesne pod 3 % podíl na hlasovacích právech emitenta, lze zjištěnou tržní hodnotu akciového podílu snížit úměrně počtu akcií, tj. **729 Kč** na akcii. Dojde-li však ke snížení počtu dražených akcií pod úroveň, která bude nižší než 3 % podíl na hlasovacích právech, doporučujeme provést nový propočet tržní hodnoty podílu s přihlédnutím ke kapitole 5.4. - legislativní rámec.

V Ostravě dne 4. 5. 2006

Zpracovatelé:

Ing. Josef Pawlita

Ing. Kamila Holubová

Znalecká doložka:

Znalecký posudek podala společnost Kvita, Pawlita & Partneři, s. r. o. se sídlem Olbrachtova 27, 710 00 Ostrava jako znalecký ústav jmenovaný rozhodnutím Ministerstva spravedlnosti ČR z 17. 12. 1999, č.j. 200/99-ODD pro tento rozsah činnosti v oboru ekonomika:

- oceňování movitého a nemovitého majetku, strojů, zařízení technologických celků, zásob,
- oceňování nehmotných aktiv know how, obchodních známek, goodwillu podniku, průmyslových práv,
- oceňování pohledávek,
- oceňování cenných papírů, derivátů, majetkových účastí,
- oceňování podniku,
- posuzování podnikatelských záměrů, investic, výkonnosti podniků,
- posuzování transformačních projektů v návaznosti na § 69a Obchodního zákoníku,
- znalecká činnost v oboru účetnictví.

Znalecký úkon byl zapsán pod pořadovým č. 31/2006 znaleckého deníku znaleckého ústavu Kvita, Pawlita & Partneři, s. r. o.

V Ostravě dne 4. 5. 2006

Statutární zástupce znaleckého ústavu
Ing. Josef Pawlita

Přílohy

Nedílnou součástí tohoto posudku jsou následující přílohy:

- 1) Prognóza Společnosti
- 2) Korigovaná prognóza pro účely ocenění
- 3) Ocenění neprovozního majetku