



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.

ZNALECKÝ POSUDEK č. 103/2006

VE VĚCI URČENÍ CENY AKCIE PŘIMĚŘENÉ HODNOTĚ SPOLEČNOSTI LINEA NIVNICE, a. s.

Zadavatel posudku:	ARNA, a. s.
Sídlo:	Uherské Hradiště, Mařatice, Jižní 938
Identifikační číslo:	494 37 186
Oceňovaný majetek:	akcie společnosti LINEA NIVNICE, a. s.
Účel zpracování znaleckého posudku:	Určení ceny akcie přiměřené její tržní hodnotě u emitenta společnosti LINEA NIVNICE, a. s., jenž bude povinen poskytnout majoritní akcionář této společnosti ostatním akcionářům jako protiplnění v penězích v případě, že se rozhodne využít svého práva přechodu všech účastnických cenných papírů na majoritního akcionáře v souladu s § 183i a následujících Obchodního zákoníku.
Datum směrodatného ocenění:	30. 9. 2006
Datum vyhotovení:	22.11. 2006
Počet stran:	84
Počet příloh:	7
Počet výtisků:	3
Výtisk číslo:	4

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	13
3.1.	OBECNÉ OKOLÍ FIRMY	13
3.1.1.	Ekonomické faktory	13
3.1.2.	Potenciál relevantního trhu.....	18
3.1.3.	Ekologické a klimatické faktory.....	25
3.1.4.	Sociální faktory	25
3.1.5.	Zákazník	26
3.1.5.1.	Identifikace zákazníka	26
3.1.5.2.	Vyjednávací síla zákazníků	26
3.1.6.	Dodavatelé.....	26
3.1.6.1.	Identifikace dodavatelů	26
3.1.6.2.	Vyjednávací síla dodavatelů.....	27
3.1.7.	Konkurenti.....	27
3.1.7.1.	Identifikace konkurentů.....	27
3.1.7.2.	Hrozba vstupu nových konkurentů.....	29
3.1.7.3.	Identifikace a hrozba substitutu	29
3.1.8.	ZAHRANIČNÍ OKOLÍ FIRMY	30
3.1.9.	Dílčí závěry z analýzy vnějších faktorů Společnosti	30
3.2.	STRATEGICKÁ ANALÝZA VNITŘNÍHO PROSTŘEDÍ FIRMY	31
3.2.1.	Strategie podniku.....	31
3.2.2.	Faktory vědecko-technického rozvoje.....	31
3.2.3.	Technologický sektor a logistika.....	32
3.2.4.	Marketingové a distribuční faktory	32
3.2.5.	Lidské zdroje	32
3.2.6.	FINANČNÍ ANALÝZA.....	33
3.2.6.1.	Analýza základních účetních výkazů	33
3.2.6.2.	Poměrová analýza historických výsledků.....	42
3.2.7.	Analýza vývoje hrubé marže	49
3.2.8.	Analýza výsledků hospodaření přímé konkurence	50
3.2.9.	Dílčí závěry z analýzy vnitřních faktorů Společnosti	53
3.3.	VYHODNOCENÍ STRATEGICKÉ ANALÝZY PODNIKU.....	54
3.3.1.	SWOT analýza podniku	54
4.	METODOLOGIE OCENĚNÍ.....	56
4.1.	PŘEHLED METOD OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	56
4.1.1.	Metody založené na analýze výnosů (výnosové metody)	56
4.1.2.	Metody založené na analýze cen na trhu	57
4.1.3.	Metody analyzující náklady na pořízení majetku (majetkové ocenění)	57
4.2.	VOLBA METOD OCENĚNÍ.....	57
5.	OCENĚNÍ PODNIKU	59

5.1.	ODHAD HODNOTY PODNIKU METODA DCF ENTITY	59
5.1.1.	Finanční prognóza	61
5.1.1.1.	Předpoklady pro sestavení finanční prognózy	61
5.1.1.2.	Konstrukce hlavních položek výkonů, nákladů, aktiv a pasiv	62
	Do ocenění nebylo promítnuto zvýšení potřeby hotovosti, jelikož Společnost má dostatečnou kreditibilitu u financujících bank pro případné potřeby zajištění financování běžných provozních potřeb.	69
5.1.1.3.	ROZVAHA	69
5.1.1.4.	Výkaz zisků a ztrát	70
5.1.1.5.	Cash Flow	71
5.1.1.6.	Ukazatele	72
5.1.2.	Vlastní určení dílčích parametrů pro ocenění	72
5.1.2.1.	Určení váženého nákladu kapitálu WACC	72
5.1.2.2.	FCF a výpočet reziduální – pokračující hodnoty	74
5.1.3.	Neprovozní majetek	75
5.1.4.	Rekapitulace zjištěných výsledků modelem DCF	76
5.2.	MODEL EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY	76
5.2.1.	Vlastní propočet	77
5.2.1.1.	Propočet základních položek EVA	77
5.2.1.2.	Výpočet hodnoty MVA v letech	79
5.2.2.	Rekapitulace zjištěných výsledků modelem EVA	80
5.3.	REKAPITULACE A SJENOCENÍ ZJIŠTĚNÝCH VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ PODNIKU	80
5.4.	URČENÍ CENY AKCIE ODPOVÍDAJÍCÍ TRŽNÍ HODNOTĚ PODNIKU	81
6.	ZÁVĚREČNÉ STANOVISKO	82

1. ZÁKLADNÍ ÚDAJE A INFORMACE, POPIS VÝCHOZÍHO STAVU

1.1. ÚČEL ZPRACOVÁNÍ ZNALECKÉHO POSUDKU

Znalecký ústav Kvita, Pawlita & Partneri, s. r. o. byl požádán společností ARNA, a. s., identifikační číslo: 494 37 186, se sídlem Uherské Hradiště, Mařatice, Jižní 938, zapsanou v Obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Brně oddíl B, vložka 1104, o vypracování znaleckého posudku se zadáním:

Určit přiměřenou výši protiplnění za akcie emitované společností LINEA NIVNICE, a. s., se sídlem Nivnice, U Dvora 190, okres Uherské Hradiště, PSČ 687 51, IČ: 49 97 06 66, zapsanou v Obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 1243 (dále podnik nebo Společnost), v listinné podobě o jmenovité hodnotě 1 000,- Kč (slovy: jeden tisíc korun českých) každá pro účely realizace práva hlavního akcionáře na výkup účastnických cenných papírů dle ust. § 183i a násl. Obchodního zákoníku. Jedná se celkem o 4 776 ks akcií na majitele, které jsou ve vlastnictví minoritních akcionářů. Vypracovaný znalecký posudek má sloužit pro účely doložení přiměřenosti protiplnění za akcie společnosti LINEA NIVNICE, a. s. určené hlavním akcionářem v procesu uplatnění práva výkupu účastnických cenných papírů ze strany hlavního akcionáře podle ustanovení § 183i a násl. Obchodního zákoníku. Dle ust. § 183m odst. 1 Obchodního zákoníku je hlavní akcionář povinen doložit přiměřenost protiplnění, kterou hlavní akcionář sám určí a jehož výši přezkoumá ČNB, znaleckým posudkem, který ke dni doručení žádosti hlavního akcionáře o svolání valné hromady společnosti nesmí být starší 3 měsíců.

V rámci prováděných šetření v návaznosti na zadání bylo úkolem znalce podchytit a vyhodnotit hlavní faktory, které podstatným způsobem ovlivňují tržní hodnotu společnosti LINEA NIVNICE, a. s. (dále rovněž podnik, emitent nebo Společnost). Hlavní pozornost znalce byla soustředěna na dosavadní výsledky hospodaření Společnosti, její postavení na relevantním trhu ve stavu going concern, tj. stav, v jakém se ke směrodatnému datu ocenění nacházela, stav odvětví působení emitenta, situaci v ekonomice, strukturu aktiv a pasiv a případně na transakce s významným akciovým podílem na organizovaných trzích i mimo ně, pokud se uskutečnily.

Obecně platné postupy zjištění velikosti nabídkové ceny vycházejí z obvyklých standardů, podle kterých se oceňují akcie. Z hledaných možností určení přiměřené ceny, jejíž úroveň by měla odpovídat vnitřní hodnotě akcií, nejlépe vyhovuje tržní hodnota akcií ve stavu, v jakém se emitent a jeho akcie v době vzniku povinnosti akcionáře vyhlásit nabídku převzetí nacházely.

Podle obecné definice představuje pojem **hodnota** ekonomický prospěch, který lze od majetku očekávat na základě teoretického ocenění založeného na užitkovosti a klasifikaci, kterou 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) sjednané tržní ceně, měla by taková transakce proběhnout v souladu s definicí Evropské asociace pro oceňování TEGOVA.

Podle této definice je za **tržní hodnotu** považována částka, za kterou by byl v den ocenění majetek směněn mezi dobrovolně prodávající osobou a dobrovolně kupující osobou v rámci transakce samostatných a nezávislých partnerů po řádném marketingu, při kterém obě strany byly náležitě informovány a jednaly rozvážně a bez nátlaku.

Při hledání tržní hodnoty akcií bylo postupováno podle obvyklých standardů, tj. nejprve byla znalcem zjištěna tržní hodnota celého podniku, a na základě této zjištěné tržní hodnoty byla odvozena tržní hodnota akcií společnosti LINEA NIVNICE, a. s. a potažmo hledaná přiměřená cena. Při ocenění nebylo přihlíženo k zástavám, jelikož dle § 183i odst. 4 byly-li přešlé účastnické cenné papíry zástavou, zástavní právo okamžikem přechodu zaniká. Odvození ceny akcie přiměřené hodnotě podniku bylo znalcem provedeno s přihlédnutím k metodice ocenění ZNAL, kterou ČNB (Komise pro cenné papíry) doporučila znalcům používat při vypracování znaleckých posudků pro účely povinných nabídek převzetí.

1.2. POPIS PŘEDMĚTU OCENĚNÍ - ZÁKLADNÍ ÚDAJE O OCENĚVANÝCH 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:

30. 9. 2006.

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. 7. 2006,
- 6) ústní informace managementu Společnosti.
- 7) webové stránky: www.mfcr.cz, www.czso.cz.

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 90 % byla k 25. 8. 2006 společnost:

ARNA, a. s.	95,62 %.
-------------	----------

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 30. 9. 2006 vykazovala Společnost následující majetek a závazky. Hodnoty jsou uvedeny v tis. Kč:

MAJETEK

Tabulka č. 2 – Aktiva

AKTIVA b	řád c	Běžné účetní období		
		Brutto 1	Korekce 2	Netto 3
AKTIVA CELKEM (ř. 02 + 03 + 31 + 63)	001	691 216	-225 701	465 515
Dlouhodobý majetek (ř. 04 + 13 + 23)	003	359 201	-186 010	173 191
Dlouhodobý nehmotný majetek (ř.05 až 12)	004	8 277	-6 373	1 904
Software	007	7 883	-6 073	1 810
Ocenitelná práva	008	300	-300	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	011	94	0	94
Dlouhodobý hmotný majetek (ř.14 až 22)	013	348 584	-177 297	171 287
Pozemky	014	502	0	502
Stavby	015	147 692	-49 646	98 046
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	016	189 507	-126 045	63 462
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019	4 294	-1 606	2 688
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	020	6 120	0	6 120
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	021	469	0	469
Dlouhodobý finanční majetek (ř. 24 až 30)	023	2 340	-2 340	0
Podíly v ovládaných a řízených osobách	024	917	-917	0
Jiný dlouhodobý finanční majetek	028	1 423	-1 423	0
Oběžná aktiva (ř. 32 + 39 + 48 + 58)	031	326 481	-39 691	286 790
Zásoby (ř.33 až 38)	032	88 168	0	88 168
Materiál	033	48 639	0	48 639
Nedokončená výroba a polotovary	034	19 651	0	19 651
Výrobky	035	18 864	0	18 864
Poskytnuté zálohy na zásoby	038	1 014	0	1 014
Dlouhodobé pohledávky (ř. 40 až 47)	039	4 401	0	4 401
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044	4 401	0	4 401
Krátkodobé pohledávky (ř. 49 až 57)	048	229 228	-39 691	189 537
Pohledávky z obchodních vztahů	049	213 111	-39 691	173 420
Stát - daňové pohledávky	054	113	0	113
Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	9 488	0	9 488
Jiné pohledávky	057	6 516	0	6 516
Finanční majetek (ř. 59 až 62)	058	4 684	0	4 684
Peníze	059	961	0	961
Účty v bankách	060	3 723	0	3 723
Časové rozlišení (ř. 64 až 66)	063	5 534	0	5 534
Náklady příštích období	064	5 532	0	5 532
Příjmy příštích období	066	2	0	2

ZDROJE

Tabulka č. 3 – Pasiva

PASIVA	řád	Běžné úč. období
b	c	5
PASIVA CELKEM (ř. 68 + 85 + 118)	067	465 515
Vlastní kapitál (ř. 69 + 73 + 78 + 81 + 84)	068	192 854
Základní kapitál (ř. 70 až 72)	069	109 107
Základní kapitál	070	109 107
Kapitálové fondy (ř. 74 až 77)	073	251
Ostatní kapitálové fondy	075	267
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	076	-16
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku (ř. 79 + 80)	078	21 821
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	079	21 821
Výsledek hospodářství minulých let (ř. 82 + 83)	081	47 246
Nerozdělený zisk minulých let	082	47 246
Výsledek hospodářství běžného účetního období (+/-)	084	14 429
/ř.01 - (+ 69 + 73 + 78 + 81 + 85 + 118)/		
Cizí zdroje (ř. 86 + 91 + 102 + 114)	085	272 661
Dlouhodobé závazky (ř. 92 až 101)	091	4 567
Odložený daňový závazek	101	4 567
Krátkodobé závazky (ř. 103 až 113)	102	176 986
Závazky z obchodních vztahů	103	97 196
Závazky k zaměstnancům	107	42 987
Stát - daňové závazky a dotace	109	18 096
Dohadné účty pasivní	112	18 707
Bankovní úvěry a výpomoci (ř. 115 až 117)	114	91 108
Bankovní úvěry krátkodobé	116	91 108

Společnost k datu ocenění vykazovala vlastní kapitál ve výši 192 854 tis. Kč.

Úročené cizí zdroje:

Ke dni směrodatného ocenění vykazovala Společnost ve své účetní evidenci úročené cizí zdroje v celkovém objemu 93 675 tis. Kč. Přehled je uveden v následující tabulce v tis. Kč.

Tabulka č. 4a - Seznam úročených cizích zdrojů – bankovních úvěrů k datu ocenění v tis. Kč.

BANKA	ÚČEL	UZAVŘEN DNE	VE VÝŠI (tis. Kč)	STAV K 30.9.06	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	26 108	M	3M PRIBOR+1,45
Vnitropodniková spořitelna	Provozní financování		x	42 995	x	3,65%

3 měsíční PRIBOR k datu ocenění činil 2,63 %.

Tabulka č. 4b - Seznam úročených cizích zdrojů – kapitalizovaných leasingů datu ocenění v tis. Kč.

Č.ř.	Předmět leas.	Jistina	Poč.měs.	Impl.úrok
11	Škoda OCTAVIA 1,8 T	31 397	36	13,78%
12	Škoda OCTAVIA COMBI	121 963	36	17,49%
13	Škoda OCTAVIA COMBI	365 239	36	16,41%
14	TETRA PACK - TBA/8	1 370 611	13	10,46%
15	TETRA CAP APPLICATOR 47	1 746 447	17	5,37%
16	Plnicí stroj TT/3 + přísluř	8 226 491	16	12,46%
17	Vyfukovací stroj ADS G 64	852 210	48	7,46%
18	Atlas Copco, typ Crepelle	203 198	48	7,46%
19	Technologie na lisování ovoce	696 030	36	8,73%
20	Paletizační zařízení na TRAY	5 005 411	48	6,59%
21	Lis Bucher 5005i	2 470 348	36	9,01%
22	Celkem	21 089 344		

Úroková sazba k datu ocenění včetně kapitalizovaných úroků tedy činí 4,72 %.

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 samostatně jako neprovozní majetek společnosti - viz příloha č. 3 tohoto posudku.

Dividendy:

Společnost k datu ocenění v účetnictví neeviduje nevyplacené dividendy.

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 podniku.

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 avšak objemově podstatně menším rozsahu patří výroba lihovin, likérů 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 zejména 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 koncentráту. 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, nízkenergetické 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 spíše 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

Po relativně slabém výkonu ekonomiky v roce 2002 následovaly tři roky postupného zvyšování tempa přírůstku **hrubého domácího produktu**. Zvýšení HDP v roce 2005 bylo největší nejen v uplynulých letech jeho zrychlování, což představuje vrchol v růstové fázi české ekonomiky, ale i nejvyšší od vzniku samostatné České republiky. Řadí ji tím mezi státy EU-25 s nejrychleji rostoucí ekonomikou. Česká republika upevnila svou ekonomickou pozici v mezinárodním společenství a předběžné výsledky výpočtu HDP na jednoho obyvatele v paritě kupní síly ukazují posun na přednější místo v žebříčku států.

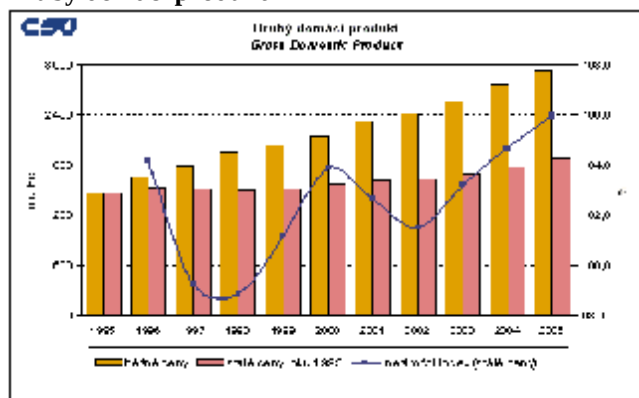
Vývoj ekonomiky v roce 2005 se vyznačoval vysokým tempem přírůstku HDP doprovázeným výraznou strukturální změnou v tvorbě zdrojů HDP i jejich užití. Změna dosavadních tendencí ve vztahu mezi spotřebou a akumulací vedla k větší vyváženosti základních proporcí. Podstatně více zpomalil růst výdajů na tvorbu hrubého kapitálu než spotřebitelských výdajů domácností. Došlo k převýšení vývozu nad dovozem zboží a značné meziroční změně čistého vývozu. V roce 2005 vzrostl HDP reálně **meziročně o 6,0 %**.

Rozklad meziročního přírůstku HDP za rok 2005 ukazuje, že na výdajové straně vysoce pozitivně působil zahraniční obchod se zbožím a službami, a to nejen svou expanzí, ale i v důsledku snížení tempa přírůstku dovozu. Podstatně méně intenzivní byl vliv výdajů domácností na konečnou spotřebu i výdajů na tvorbu hrubého fixního kapitálu při negativním vlivu tvorby zásob. Na zdrojové straně na vývoj hrubé přidané hodnoty měl zpracovatelský průmysl a obchod a opravy motorových vozidel vysoce pozitivní vliv. V dobrém ekonomickém výkonu všech základních odvětví mělo mimořádnou úlohu strojírenství nejen při vytváření potřebných vývozních zdrojů, ale i při uspokojování rostoucí poptávky domácností po předmětech dlouhodobé spotřeby a poptávky po výrobcích investiční povahy.

Negativním jevem bylo zhoršení reálných směnných relací, které vedlo ke značným obchodním ztrátám při zahraničně obchodní směně a v důsledku toho k podstatně nižšímu růstu hrubého národního produktu než HDP. Větší snížení cen vývozu než dovozu mělo za důsledek, že na hmotnou jednotku dovozu bylo nutno vyvézt více ve hmotě. Přesto kupní síla vývozu rostla rychleji než náročnost dovozu na zdroje vyprodukované vývozem. **V prvním čtvrtletí 2006 vzrostl hrubý domácí produkt o 7,4 %.**

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.

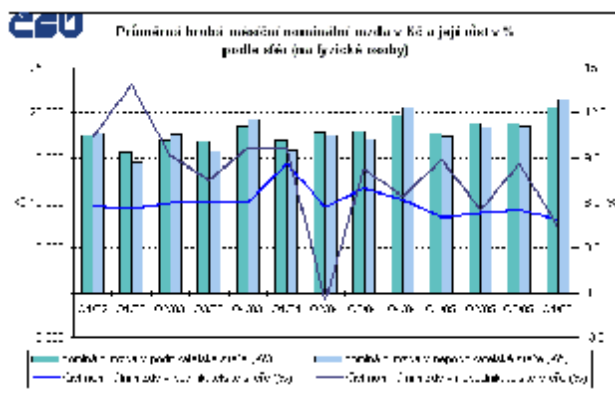
Hrubý domácí produkt



Zdroj: ČSÚ

V souladu se zvyšováním ekonomické výkonnosti základních odvětví pokračoval růst zaměstnanosti a pokles nezaměstnanosti, takže strukturální nesoulad mezi vyšší nabídkou a nižší poptávkou na trhu práce se mírně zmenšil. Zvyšování produkce nefinančních podniků pozitivně působilo i na změny v dlouhodobé nezaměstnanosti, která se absolutně nepatrně snížila, i když nadále zůstává značně vysoká. Průměrná měsíční mzda zaměstnanců se zvyšovala, přičemž její růst zpomalil a nevytvářel žádné nebezpečí ve vztahu k inflaci nebo k měnovému vývoji.

Hrubá měsíční průměrná nominální mzda 19 030 Kč (na fyzickou osobu) za rok 2005 byla meziročně vyšší o 5,5 %, její růst se zpomalil o 1,1 p. b. Průměrná mzda vzrostla více v nepodnikatelské (6,7 %) než v podnikatelské sféře (5,2 %), přičemž rozdíl v její absolutní úrovni se již značně snížil; byla vyšší pouze o 0,5 % v podnikatelské (19 053 Kč) než v nepodnikatelské sféře (18 954 Kč), přičemž převýšení se meziročně zmenšilo o 255 Kč. Reálně se průměrná měsíční mzda zvýšila o 3,5 %, tj. méně než před rokem o 0,2 p. b. (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 oslabila 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 22,348 CZK/USD a 28,530 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.

Česká měna byla v uplynulém roce historicky nejsilnější vůči oběma hlavním světovým měnám. Proti euru koruna posilovala po celý rok. Těsně před koncem roku 2005 dosáhla nejsilnějšího kurzu v historii 28,865 CZK/EUR. Pod hladinou 29 CZK/EUR se pohybovala téměř celý prosinec. Vůči dolaru dosáhla česká měna rekordu 21,968 CZK/USD již 11.3.2005 a od té doby ztrácela. Koncem roku byla koruna k dolaru o necelých 10 % slabší než o rok dříve. I přesto byl průměrný kurz koruny k dolaru v loňském roce nejnižší v historii České republiky.

Srpnové prudké posílení koruny, především vůči dolaru, bylo důsledkem lepších než očekávaných výsledků českého zahraničního obchodu a naopak nepříznivých makroekonomických dat z USA, která naopak očekávání nenaplnila. České podniky poprvé v historii České republiky vyvezly zboží ve vyšší hodnotě než dovezly. Saldo běžného účtu sice stále zůstává záporné, ale schodek dosahuje pouze 2,1 % HDP. Výsledky zahraničního obchodu a růst ekonomiky byly hlavními důvody celoročního posilování české měny vůči euru. Inflace a úrokové míry centrálních bank byly v České republice i eurozóně obdobné. Oslabení koruny proti americké měně bylo výsledkem oživení americké ekonomiky. Rychle rostoucí úrokové sazby FED, které se měnily téměř každý měsíc, byly strůjcem posilování dolaru vůči ostatním měnám. To se dotklo i české měny. Posilování koruny má vliv na nákup prvotních vstupů, což při posilování koruny má mírně pozitivní vliv. Kurs koruny vůči euru přitom bude ovlivňovat hospodaření českých exportérů nejméně do roku 2010. Odhadnutí dalšího vývoje kurzu Kč je velmi obtížné. Podle analytiků je aktuální kurz však fundamentálně nadhodnocený a očekávají jeho mírné oslabení. Podle jednoho z analytiků se z posledních událostí prokázalo, že koruna je vůči regionálním turbulencím imunní, a tak dříve předpokládané riziko oslabení koruny během 2Q/06 se tak redukuje, a to i přes červnové parlamentní volby. **Kurzové změny nepatří k rizikovým faktorům v tvorbě zisku a výkonnosti podniku**, jelikož koruna dlouhodobě posiluje a Společnost ve zvýšené míře nakupuje v zahraničí (koncentráty) a tržby realizuje na domácím trhu. (Zdroj ČNB)

Míra inflace

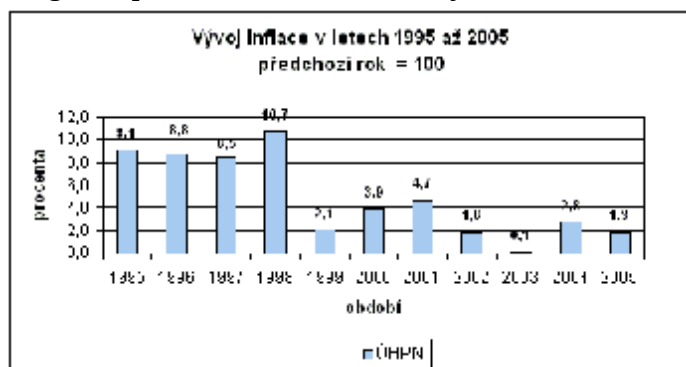
Vývoj míry inflace v průběhu roku 2005 byl nerovnoměrný a za celkovým meziročním zvýšením úhrnné hladiny spotřebitelských cen, jakož i celoročním zpomalením růstu, se skrývají v jednotlivých měsících menší i větší odchylky od průměru. Zvýšení hladiny spotřebitelských cen o 1,9 % za rok 2005 bylo ve srovnání s předchozím rokem nižší o 0,9 p. b. Stejně jako v roce 2004 rychleji rostly ceny tržních služeb než ceny zboží, i když tempo předstihu bylo nepatrně nižší. V průběhu roku 2005 se zvyšování celkové cenové hladiny zrychlovalo a ve 4. čtvrtletí již dosáhl růst 2,4 %, což však bylo méně než před rokem o 0,7 p. b. K největšímu zpomalení růstu došlo ve 3. čtvrtletí. Vývoj cen v hlavních skupeních i v jednotlivých oddílech byl značně odlišný, takže meziročně se ceny bez sezónního zboží zvýšily o 2,0 % a ceny sezónního zboží poklesly o 2,6 %. Celkový index bez zboží s administrativními cenami ukazuje na růst o 0,7 %, přičemž zboží s administrativními cenami

zdražilo o 5,8 %. Bez cen topných olejů, pohonných hmot a olejů, které vzrostly o 6,8 %, se celkově ceny zvýšily o 1,7 %.

Z jednotlivých oddílů největší změny nastaly v oddíle pošty a telekomunikace, kde ceny ve 4. čtvrtletí vzrostly o 14,1 %. Největší vliv na meziroční zvýšení spotřebitelských cen měly ceny bydlení, vody, energie a paliva, které vzrostly o 4,1 % a z nich výrazně zejména ceny zemního plynu (o 12,9 %). K dalším významným vlivům na růst celkové cenové hladiny patří již zmíněné zvýšení cen poštovních služeb a telekomunikací a cen dopravy zejména ve 4. čtvrtletí.

Ceny průmyslových výrobců byly za rok 2005 vyšší o 3,0 % a jejich meziroční růst se zpomalil o 2,7 p. b. Ceny nerostných surovin i elektřiny, plynu a vody značně rostly a byly meziročně vyšší o 13,4 %. Růst cen výrobků zpracovatelského průmyslu byl menší (2,0 % za rok) a postupně výrazně zpomaloval a ve 4. čtvrtletí již došlo k jejich poklesu o 1,3 %. V časovém horizontu byly cenové změny některých výrobků stabilní a nepatrné (např. stroje a zařízení), avšak u mnoha dalších výrobků docházelo k velkým výkyvům v jednotlivých čtvrtletích. Ve struktuře podle hlavních průmyslových skupin se nejvíce zvýšily ceny energie (o 10,5 %), takže úhrnná cenová hladina bez cen energie se zvýšila pouze o 1,2 %.

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 2,6 %**, což potvrzuje růst inflace v květnu 2006, kdy činila 2,4 %. Prognóza podnikatelského záměru je konstruována v neinflačním prostředí.



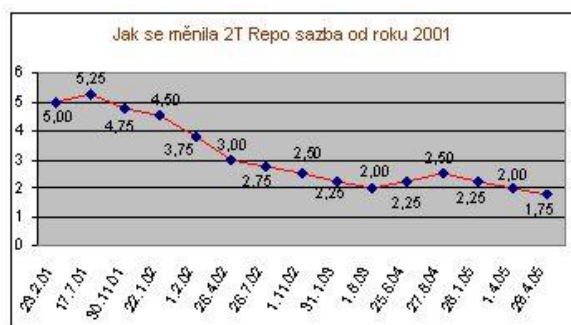
Zdroj: ČSÚ

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 2006 bude sazba daně z příjmů ve výši 24 %. V porovnání s ostatními státy vyšeგრádske skupiny je tato úroveň nedostatečná. Daňové zatížení korporací v úrovni 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. V následujícím období je očekáváno postupné uzavírání kladné produkční mezery dané mírným zpomalením růstu HDP doprovázeným další akcelerací růstu potenciálního produktu. Dynamiku HDP by měly zpomalovat i vysoké ceny ropy. V roce 2006 se očekává mírné zpomalení růstové dynamiky na úroveň 5,6 %. Pro rok 2007 je pak odhadován přírůstek HDP na 5,0 %.

Meziroční růst reálných **výdajů domácností na konečnou spotřebu** se ve 4. čtvrtletí 2005 zpomalil na 2,6 %. Za celý rok 2005 vzrostly výdaje domácností také o 2,6 %. Hlavní příčinou zpomalení spotřeby domácností je nízké tempo růstu reálného disponibilního důchodu. Navíc nízké úrokové sazby podporovaly tendence domácností investovat do nákupu vlastního bydlení, což jim odčerpávalo část disponibilních příjmů. Růst objemu hypotečních úvěrů zvyšuje dlouhodobě zátěž domácností a snižuje tempo výdajů na konečnou spotřebu. V roce 2006 by se spotřeba domácností měla zvýšit o 3,1 % s následnou akcelerací na 3,6 % v roce 2007.

V roce 2004 bylo po 5 letech poprvé dosaženo pozitivního příspěvku **zahraničního obchodu** k růstu HDP ve výši 1,4 p.b., v roce 2005 pak dosáhl rekordních 4,4 p.b. I v dalších letech se předpokládá udržení kladného příspěvku při zvyšování podílu obratu zahraničního obchodu na HDP. Pro rok 2006 je odhadován příspěvek salda zahraničního obchodu k růstu HDP 2,8 p.b., v roce 2007 pak 0,8 p.b.

V porovnání s rokem 2005 se do konce února 2006 podle očekávání zrychlil meziroční **růst hladiny spotřebitelských cen** na 2,8 % při příspěvku administrativních opatření ve výši 2,3 p.b., v květnu to pak bylo 2,4 %. Pro rok 2006 je předpokládána průměrná míra inflace ve výši 2,6 %. K jejímu nárůstu oproti roku 2005 přispěje hlavně zvýšení regulovaných cen energií a změny věcně usměrňovaných cen. V roce 2007 je pak očekávána průměrná míra inflace 2,7 %. Mělo by se zde projevit hlavně zvýšení regulovaných cen energií, další etapa harmonizace spotřebních daní u cigaret a změny věcně usměrňovaných cen. Současně bude zahájen proces postupného narovnávání cen dosud regulovaného nájemného bydlení.

Ekonomický růst **eurozóny** se z 2,1 % v roce 2004 zpomalil na 1,3 % v roce 2005. Přesto jsou očekávání poměrně optimistická – roste export, investice, indexy podnikatelské důvěry. Klíčová pro robustnější oživení stále zůstává spotřeba domácností, která dosud téměř

stagnovala, ovšem v prosinci a lednu začala mírně zrychlovat. Nejrychleji stále roste Čína, Indie a další asijské ekonomiky. Růst brzdily především vysoké ceny surovin, a to zejména ropy, které dosáhly rekordní úrovně. 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 udržením vysoké dolarové ceny ropy. (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.

Podle makroekonomické predikce MF ČR je předpokládán růst průměrné mzdy v roce 2006 o 5,9 % a v roce 2007 o 6,9 %. 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.

3.1.2. Potenciál relevantního trhu

Zdrojem dat pro zpracované analýzy trhu uvedené v této a následujících kapitolách posudku byly webové stránky státních institucí – Český statistický úřad, Ministerstvo průmyslu a obchodu a zejména podklady poskytnuté společností Linea Nivnice a získávaných od marketingových společností CANADIEN (Anglie) a ACN NIELSEN (USA). Zdrojová data od těchto společností tvoří přílohu č. 6 tohoto znaleckého posudku. Obě agentury jsou vedoucími v oboru poskytování tržních informací v relevantních komoditách a jejich údaje jsou využívány globálně.

Analýza odvětví

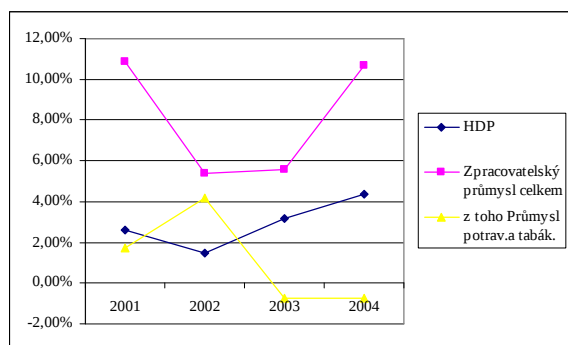
Stěžejní působnost Společnosti je soustředěna v odvětví zpracovatelského průmyslu a podle Odvětvové klasifikace ekonomických činností OKEČ je zařazena do oboru 1598, což je Výroba potravinářských výrobků a nápojů, tabákových výrobků – Výroba potravinářských výrobků a nápojů - Výroba nápojů – Stáčení 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 (cola, tonic, 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 „Koncepte 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)

Analýza relevantního trhu a odhad jeho velikosti

Společnost dodává své produkty jak na domácí trh, tak z části na zahraniční, převážně na Slovensko. V následující tabulce jsou uvedeny tržby realizované na domácím a zahraničním trhu v letech 2001 – 2005 a předpoklad v roce 2006.

Tabulka č. 6 – Rozdělení tržeb Společnosti na domácím a zahraničním trhu v letech 2001 – 2005 a předpoklad roku 2006

Rok	2001	2002	2003	2004	2005	Prognóza 2006
Celkové tržby (tis. Kč)	890 479	978 108	903 584	892 067	921 333	948 000
Tržby na domácím trhu (tis. Kč)	754 582	863 164	801 866	740 922	765 663	780 000
Podíl domácích tržeb na celk. (%)	84,7%	88,2%	88,7%	83,1%	83,1%	82,0%
Tržby na zahraničních trzích (tis. Kč)	135 897	114 944	101 718	151 145	155 670	168 000
Podíl tržeb dosažených v zahraničí na tržbách celkových (%)	15,3%	11,8%	11,3%	16,9%	16,9%	17,7%

Z tabulky je patrné, že tržby realizované na domácím trhu převažují nad zahraničním, přičemž tržby na zahraničním trhu mírně rostou.

V následující tabulce je uvedena produkce nealkoholických nápojů Společnosti v hmotných jednotkách v letech 2002 – 2005 a plánovaná produkce v roce 2006.

Tabulka č. 7 – Produkce nealkoholických nápojů Společnosti na domácím a zahraničním trhu v letech 2001 – 2005 a předpoklad roku 2006

Rok	2002	2003	2004	2005	Prognóza 2006
Celkový objem dodávek (t)	68 068	57 946	55 298	61 111	65 000
ČR	60 010	52 006	48 292	52 689	55 000
Celkový objem exportu včetně Slovenska (t)	8 058	5 940	7 006	8 422	10 000
Export na Slovensko (t)	7 546	5 496	6 349	7 278	8 000
Podíl dodávek v tunách (%) :					
ČR	88,20%	89,70%	87,30%	86,20%	85,00%
Export celkem (%)	11,80%	10,30%	12,70%	13,80%	15,00%
Z toho Slovensko	9,40%	9,50%	9,10%	8,60%	12,00%
ostatní export	2,40%	0,80%	3,60%	5,20%	3,00%

Celkový objem dodávek poklesl v letech 2003 a 2004. V roce 2005 vzrostl a v roce 2006 je plánovaný další mírný nárůst. Nejvýznamnějším vývozním teritoriím je Slovensko a v omezené míře Polsko. Pronikání na zahraniční trhy je u daných komodit možné pouze za předpokladu masivní marketingové podpory a tyto náklady tvoří zásadní překážku pro vstup společnosti na trhy západní Evropy a vzhledem ke zvolené strategii společnosti by to bylo za dané situace kontraproduktivní.

V následující tabulce je uvedena produkce alkoholických nápojů Společnosti v hmotných jednotkách v letech 2002 – 2005 a plánovaná produkce v roce 2006.

Tabulka č. 8 – Produkce alkoholických nápojů Společnosti na domácím a zahraničním trhu v letech 2001 – 2005 a předpoklad roku 2006

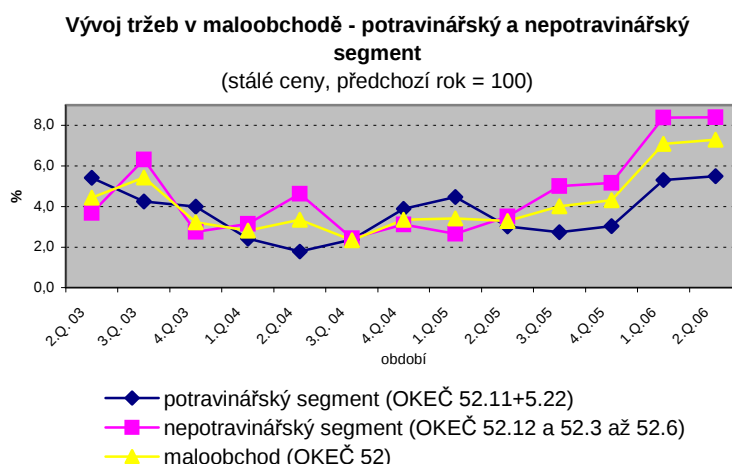
Rok	2002	2003	2004	2005	Prognóza 2006
Celkový objem dodávek (t)	9 537	10 625	12 862	12 377	12 800
ČR	6 894	7 179	6 254	5 657	6 100
Celkový objem exportu včetně Slovenska (t)	2 643	3 446	6 607	6 720	6 700
Export na Slovensko (t)	2 643	3 446	6 607	6 720	6 700
Podíl dodávek v tunách (%) :					
ČR	72,29%	67,57%	48,62%	45,71%	47,27%
Export celkem (%)	27,70%	32,40%	51,40%	54,30%	52%
Z toho Slovensko	27,70%	32,40%	51,40%	54,30%	52%
ostatní export					

Celkový objem dodávek rostl a postupně začal převažovat export na Slovensko.

Prognóza vývoje na relevantním trhu - ČR

Z předešlé analýzy vyplývá, že dominantním trhem Společnosti je trh tuzemský, na kterém je pravidelně umístěna produkce v rozsahu 80 až 90 %. Zbývající část představuje vývoz. Tento podíl vývozu by měl s vysokou pravděpodobností přetrvávat, jelikož Společnost není dostatečně kapitálově vybavená pro výraznou expanzi na zahraniční trhy. Zde je možno použít analogii s menšími tuzemskými pivovary, které se v současné době snaží získat tzv. národní značku „České pivo“. Tato značka by jim pak umožnila vstup na zahraniční trhy bez nutného vynaložení vysokých nákladů na propagaci a reklamu. Tento přístup však není pro oceňovanou Společnost možný vzhledem k charakteru nabízených produktů vyráběných zejména z tropického a subtropického ovoce.

Vývoj na domácím trhu zaznamenal nejvyšší růst tržeb za potraviny ve 2. čtvrtletí letošního roku za posledních 17 čtvrtletí a byl nastartován již v letošním 1. čtvrtletí, kdy byl jen o 0,2 procentního bodu nižší. Vývoj graficky znázorňuje následující graf:



(Zdroj: MPO)

Z výše uvedeného grafu vyplývá, že růst kupní síly obyvatelstva se odrazil ve výrazném růstu tržeb v maloobchodě, zejména pak v nepotravinářském segmentu. Tato skutečnost odpovídá současné životní úrovni v ČR a charakteru obecných potřeb, kdy jsou nejdříve uspokojovány základní potřeby, mezi které patří zejména potraviny, a následně pak potřeby ostatní. Lze konstatovat, že nabídka potravinářského zboží v oblasti potravin je ve značné míře srovnatelná se zeměmi EU. Základní rozdíly ve spotřebách určitých výrobků, např. džusů, vyplývají zejména ze stravovacích návyků obyvatelstva. Vzhledem k této skutečnosti je patrné, že vývoj spotřeby potravin bude mít nižší růst obrátu v maloobchodu než nepotravinářský segment a růst kupní síly nebude mít až takový význam. Zvyšování kupní síly se pak projevuje zejména v rozšíření spotřeby luxusnějších komodit a spotřebitelé budou klást větší důraz na spotřebu potravin, které méně zatěžují zdraví např. zelenina, balené minerální vody, leight nápojů, což se může postupně odrážet ve změnách stravovacích návyků. **Následující tabulka pak ukazuje vývoj spotřeby džusů v litrech na osobu v ČR a v zahraničí.**

Tabulka č. 9 - Porovnání spotřeby džusů na jednoho obyvatele v hmotných jednotkách (l/os)

Produkce	2002	2003	2004	2005
Vybrané okolní státy (SRN,Rak.,)	35	35	35	35
Průměr střední případně východní Evropy	15	15	15	15
Průměr Evropy	25	25	25	25
Česká republika	12	12	12	13

Zdroj: společnost NIELSEN

Z tabulky je zřejmé, že spotřeba džusů na jednoho obyvatele se v Evropě od roku 2002 nemění. V ČR je spotřeba o 2/3 nižší než je tomu v zemích západní Evropy. Z porovnání vývoje tržeb v oblasti potravinářských produktů a vývoje spotřeby na domácím trhu je jednoznačně patrné, že vývoj spotřeby u hlavní vyráběné komodity je odlišný od vývoje spotřeby potravinářských produktů a není tudíž možné na základě vývoje celého odvětví OKEČ 52 (podrobnější členění pro náš účel není publikováno) jako celku provést predikci růstu objemu tržeb Společnosti. Rovněž dle názoru znalce výše uvedená data prokazují nízkou korelaci mezi růstem kupní síly obyvatelstva a růstem poptávky po džusech. Dle těchto předpokladů pak růst poptávky na relevantním trhu je závislý na růstu populace a případně na změnách ve stravovacích návycích. Růst populace v ČR je uveden v příloze č. 4

tohoto posudku, kde z uvedeného grafu vyplývá, že v optimistické variantě, by měla vzrůst populace v ČR do roku 2010 zhruba o tři procenta. Z historického vývoje je patrné, že statistická spotřeba džusů na jednoho obyvatele v ČR se v oblasti spotřeby džusů v zásadě neměnila, a to zejména již zmíněných stravovacích návyků obyvatelstva. Za současné situace a obecných tendencí, jež směřují k vyšší spotřebě nízkokalorických nápojů a minerálních vod, není možné dovozovat, že by spotřeba džusů v ČR v budoucnu měla výrazně růst.

Na trhu tedy dochází zejména ke změnám ve struktuře spotřeby, vývoj jednotlivých komodit uvádí následující tabulka.

Tabulka č. 10 - Spotřeba jednotlivých komodit v ČR v tunách

Komodita	2002	2003	2004	2005	2006
pomerančový džus	4 714	4 770	10 798	4 453	7 640
jablečný džus	4 190	4 406	4 141	8 377	13 117
jiné ovocné džusy - nectary	12 527	13 288	12 042	8 017	10 290
Sirupy	15 114	11 617	8 254	7 162	10 752
Ovocná přesnídávka	271	524	539	628	957
Objem nealkoholických nápojů	36 816	34 605	35 774	28 637	42 756
Ovocná vína	4 606	4 782	4 889	4 045	2 924
lihoviny Linea	1 618	1 764	990	1 489	1 842

V roce 2005 významně vzrostla spotřeba jablečného džusu v ČR, což je způsobena zejména jeho příznivou cenou oproti cenám šťáv z citrusovým plodů. Začátek roku 2006 a marketingové výzkumy ukazují, že spotřeba jablečného džusu by měla opět vzrůst, naopak se očekává pokles ve spotřebě ovocného vína, kdy se spotřebitelé spíše začínají orientovat na kvalitnější hroznová vína. To by se mělo promítnout do struktury poptávky v této oblasti.

Trh v oblasti **výroby džusů** - klíčového segmentu trhu Společnosti - by v následujících letech měl vykazovat přiměřenou stabilitu. Z hlediska podílu na tomto trhu v ČR je leaderem Společnost a pak následují další společnosti jako jsou Pepsi Cola, Maspex, RAUCH, Coca Cola a Pfanerr. Udržování nízkých marží v této komoditě přetrvává v důsledku vysokého podílu výroby pod privátními značkami obchodních řetězců a vysoké intenzity konkurence. Při zachování stávajících stravovacích návyků obyvatel v ČR představuje hlavní růstový faktor zvyšování počtu obyvatel. Dle expertních odhadů zveřejněných Českým statistickým úřadem by v optimistické variantě mělo do roku 2010 dojít ke zvýšení populace v ČR mezi 3 až 4 %. Graf odhadu vývoje populace v ČR tvoří přílohu č. 4 tohoto posudku.

Trh v oblasti **výroby sirupů** má mít v následujících letech mírně klesající tendenci poptávky, jelikož marketingové průzkumy ukazují, že poptávka po tomto produktu pro běžnou spotřebu by se měla snižovat. Leadery na trhu v oblasti výroby sirupů je Společnost a dále firma Kofola Krnov. Obě Společnosti mají v podstatě shodný 25 % podíl na trhu. Pokles marže v této komoditě pokračuje v důsledku růstu podílu výroby pod privátními značkami obchodních řetězců. Z výše uvedeného je možné konstatovat, že tento segment trhu má klesající tendenci jak v oblasti poptávky v důsledku změn ve stravovacích návycích obyvatel, tak klesajících marží, a jeho růstový potenciál pro společnost je v zásadě zanedbatelný.

Na základě výše uvedeného je možné konstatovat, že s ohledem na současný stav odvětví a s přihlédnutím k přetrvávající stabilitě stravovacích návyků (spotřeba džusu na obyvatele) je růstový potenciál pro Společnost relevantních segmentů trhů (džusů a sirupů) malý a nepřesahuje 1 %.

Významný faktor, který výrazným způsobem ovlivňuje zisk Společnosti, je úroda citrusových plodů a v případě ČR zejména jablek. Se zvýšenou úrodou cena klesá a při snížení úrody cena roste. Turbulentnost vývoje cen pomerančové šťávy na globálních trzích je velmi vysoká.

V příloze č. 5 je uveden graficky vývoj cen zmraženého pomerančového koncentrátu na trzích. Rok 2004 byl charakterizován z hlediska zemědělství mimořádně příznivým počasím, které znamenalo rekordní sklizeň rostlinné produkce prakticky u všech významných plodin. Následující tabulka znázorňuje vývoj tržních cen nejvýznamnějších komodit potřebných pro výrobu ovocných šťáv Společnosti. Tyto ceny jsou jedním z klíčových faktorů, které ovlivňují výši nákladů Společnosti. Následující dvě tabulky ukazují vývoj cen hlavních nakupovaných komodit.

Tabulka č. 11 - Vývoj nákupních cen u nakupovaného ovoce na evropském trhu za roky 2002 - 2005 a očekávaný vývoj do konce roku 2006

Komodita	2002	2003	2004	2005	2006
pomerančová šťáva USD/t	1 200	1 200	800	850	1 850
jablečný koncentrát EUR/t	900	900	900	1 200	1 200

Z uvedené tabulky je patrný významný nárůst ceny pomerančové šťavy v roce 2006, což má významný dopad na výsledky hospodaření Společnosti, protože tento nárůst s ohledem na konkurenci na trhu a tlak obchodních řetězců se nedaří bezprostředně promítnout do prodejní ceny pomerančových šťáv.

Tabulka č. 12 - Vývoj nákupních cen u nakupovaného ovoce na tuzemském (relevantním) trhu za roky 2002 - 2005 a očekávaný vývoj do konce roku 2006 v Kč/kg

Komodita	2002	2003	2004	2005	2006
Jablka	2,20	2,20	2,20	3,20	2,80
Višně	5,50	5,50	6,00	x	8,50

Vývoj cen ovoce na tuzemském trhu je výrazně ovlivněn klimatickými vlivy. Při nadúrodě výkupní ceny mírně klesají.

Další významnou komoditou, která ovlivňuje výsledky hospodaření Společnosti, je cukr. V roce 2004 dosáhly ceny průmyslových výrobců cukru průměru 20,58 Kč/kg, což představuje významný meziroční nárůst o 4,04 Kč/kg. V dalším období roku 2004/2005 však nastal trend postupného poklesu cen cukru na tuzemském trhu. Ceny poklesly postupně až k nejnižší hodnotě 18,20 Kč/kg v červenci 2005. Hlavní příčinou je regulace a dotační politika EU u této komodity. V roce 2005 poklesl průměr cen do konce července na hodnotu 19,50 Kč/kg.

Tabulka č. 13 - Ceny průmyslových výrobců krystalového cukru (Kč/kg)*

Rok	Leden	únor	březen	duben	květen	Červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	Prům. cena
1997	13,13	12,88	12,08	11,5	11,08	10,97	10,82	11,08	11,77	12,53	12,66	12,74	11,94
1998	12,76	12,9	12,9	13	13,51	13,59	14,63	14,72	14,72	14,51	14,48	14,47	13,85
1999	14,48	14,48	14,45	14,45	14,5	14,5	15,07	15,14	15,43	15,48	15,96	16	15
2000	16,01	16,72	16,67	16,67	16,62	16,64	16,6	17,8	18,2	18,17	18,16	18,14	17,2
2001	18,15	18,18	18,17	18,16	18,16	18,12	18,14	18,16	18,16	18,17	18,03	18,04	18,14
2002	18,03	18,07	17,96	17,92	17,9	17,9	17,3	17,27	17,64	18,01	17,9	14,65	17,55
2003	13,8	17,16	17,32	17,22	17,2	17,86	17,94	17,93	17,97	18	18	17,99	16,54
2004	17,76	17,74	17,74	17,74	20,08	22,62	22,78	22,36	22,88	22,08	21,64	21,55	20,58
2005	20,42	20,11	20,26	19,78	19,03	18,71	18,2	x	x	x	x	X	19,5

Pramen: ČSÚ, * Od ledna 2005 udává ČSÚ měsíční ceny jako vážené průměry.

Z uvedené tabulky je patrné, že cena cukru byla nejvyšší v roce 2004. Za první pololetí roku 2005 průměrná cena mírně poklesla. Regulace výroby cukru v rámci EU se začíná nepříznivě projevovat na domácím trhu. Opatření na regulaci kapacit formou finanční kompenzace za uzavření provozů může v blízké budoucnosti vyvolat nedostatek cukru na domácím trhu

a vyvolat tlak na růst cen cukru a lihu. Zde je nutné zdůraznit skutečnost, že komodita – cukr - bude nakupována za světové ceny.

Prognóza vývoje na relevantním trhu – SR a ostatní země

Vzhledem k historickým vazbám na Slovensko jak z pohledu společnosti Linea tak existence společného státu je tento dnes zahraniční trh při splnění hygienických a veterinárních podmínek volně dostupný pro tuzemské výrobce a obchodníky s tímto sortimentem. Proto Slovenský trh má z hlediska objemu vývozu Společnosti dominantní pozici. Celkový vývoz Společnosti tvoří cca 15 % celkových tržeb a vývoz na Slovensko představuje cca 83 % podíl z celkového vývozu Společnosti. Vyvážena jsou zejména ovocná vína, produkce džusů pod privátními značkami a v menší míře prodej pod vlastní značkou HELLO.

Z porovnání velikosti českého a slovenského trhu v produkci džusů vyplývá, že slovenský trh je podstatně menší a tvoří cca třetinový objem oproti českému trhu. V předchozích pěti letech tento trh prošel významnými změnami, zejména produkce privátních značek distributorů zde výrazně posílil, a to z 13 % v roce 2001 až na cca 49 % v roce 2005. Tento fakt vypovídá o určité problematičnosti postavení Společnosti na Slovenském trhu. Na tomto trhu Společnost pocítuje značný vliv distributorů na tuto komoditu a jejich silnou vyjednávací pozici, která jim umožňuje zvyšovat tlak na snižování marží u výrobců. Růst produkce privátních značek rovněž ovlivnila pokles podílu hlavních konkurentů na trhu včetně Společnosti Linea snad mimo společnost MCCARTER, která si svůj dosavadní podíl na relevantním trhu udržela. Mezi hlavní konkurenty společnosti na tomto relevantním trhu mimo výše uvedenou společnost patří MASPEX, RAUCH, SOKPOL, SELIKO, PEPSIAMERICAS, COCA-COLA, PFANNER, FRUCONA KOŠICE, BALA. S těchto údajů je patrné, že Slovenský trh ve srovnání s trhem tuzemským vykazuje vyšší dominanci distributorů a zejména prodejů privátních značek. Za stávající strukturalizace tohoto trhu je možné očekávat pouze mírné korekce ve prospěch značkových produktů a to v souvislosti s růstem kupní síly obyvatel. Pro Společnost je tedy možné předpokládat mírný růst podílu na trhu až do úrovně původních cca 9 % podílů na trhu, další růst by byl možný pouze za výraznější podpory prodeje, vzhledem k nízké atraktivitě a růstovému potenciálu trhu znalec považuje za neefektivní vynaládání zvýšených nákladů na expanzi na tomto trhu. Společnost zaujímá cca šesti procentní podíl na trhu, avšak v oblasti značek (vl.zn. HELLO) tento podíl tvoří pouze tři procenta. Tabulkový přehled údajů o relevantním trhu v číselné i grafické podobě je uveden v příloze č. 6 tohoto znaleckého posudku.

Mezi ostatní teritoria vývozu patří Polsko, zde Společnost aktivně nepůsobí, avšak zúčastňuje se výběrových řízení na produkci pod privátními značkami např. pro AHOLD atd. Tento trh představuje pro Společnost pouze minimální část nepřesahující 4 % její produkce. Rovněž tento trh pro Společnost vykazuje nízkou rentabilitu, protože nejsou aktivně prezentovány výrobky pod značkou Linea. Polský trh je podstatně větší, avšak o to vykazuje vyšší intenzitu konkurence, jelikož výrobci jsou zde schopni aplikovat ve větší míře úspory z rozsahu. Proto přímý vstup na tento trh by pro Společnost znamenal nutnost vynaložení vysokých nákladů na propagaci, reklamu, podporu prodeje a distribuci. Expanzi na výše uvedený trh není možné do prognózy za současné situace zahrnout vzhledem k omezeným kapitálovým možnostem Společnosti.

Ostatní zahraniční trhy představují pro Společnost okrajovou záležitost a jedná se o individuální snahy menších zahraničních dovozců nakoupit v tuzemsku levnější potraviny s dobrou kvalitou a ty nabídnout svým zákazníkům. Tyto aktivity však dosahují nízké úspěšnosti vzhledem k nedůvěře spotřebitelů v jednotlivých zemích k neznámým a lokálním značkám.

Dílčí shrnutí

Z výše uvedených skutečností vyplývá, že nelze očekávat podstatné změny v oblasti růstu relevantního tržního segmentu. Poptávka na relevantních trzích vykazuje za současného stavu nízký potenciál růstu, což mohou ovlivnit zejména stravovací návyky obyvatel v ČR. Růstový potenciál domácího trhu za současného stavu dle názoru znalce nepřesahuje jedno procentní meziroční nárůst ve střednědobém časovém horizontu do roku 2010.

Klíčovým trhem Společnosti je zejména trh domácí, kde umísťuje cca 80-90 % produkce. Rozšíření relevantního trhu do zahraničí není možné z ohledem na tržní i kapitálové limity. Významnějšího růstu je možné dosáhnout zvyšováním podílu na trhu na úkor současné konkurence. Otázkou je, jak se v této situaci zachová relevantní konkurence jako jsou Pepsi Cola, Maspex, RAUCH, Coca Cola, Pfaner a další. O možném potenciálu růstu na úkor konkurence je psáno v další části posudku.

3.1.3. Ekologické a klimatické faktory

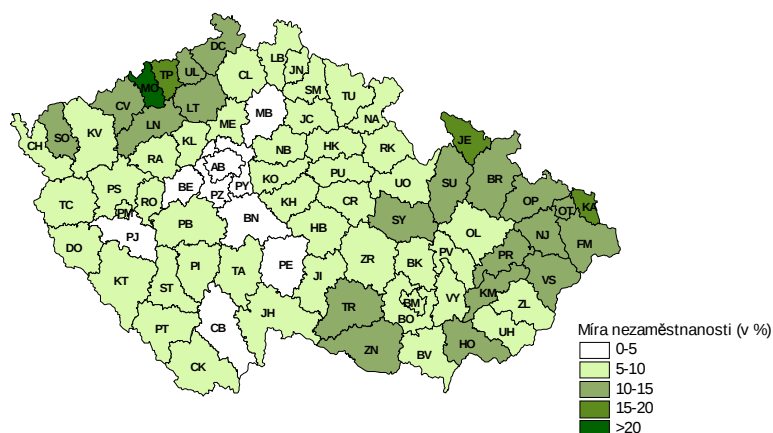
Obecně situaci podnikatelských subjektů mohou případně ovlivnit i ekologické a klimatické faktory. Klimatické vlivy výrazně ovlivňují nabídku i poptávku a jsou obecně významným rizikovým faktorem, protože výroba a zejména ekonomické výsledky Společnosti jsou výrazně závislé na úrodě ovoce, a to zejména 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.

3.1.4. 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. Teritoriální strukturu uvádí následující mapa:

Míra nezaměstnanosti v České republice
k 30. dubnu 2006



3.1.5. Zákazník

3.1.5.1. 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, KAUFAND, HRUŠKA, COOP CENTRUM, PLUS DISCOUNT, DELVITA, LIDL a další.

3.1.5.2. 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 pozici 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.

3.1.6. Dodavatelé

3.1.6.1. 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 líh.

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 trestí na sirupy a ovocné nápoje), Vetropack Moravia, a. s. (láhve), Cukrovar Vrbátky, a. s. (cukr).

3.1.6.2. 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. Ceny klíčových vstupů v oblasti citrusových plodů mají globální charakter a Společnost je v zásadě nemůže svým jednáním ovlivnit.

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.

3.1.7. Konkurenti

3.1.7.1. 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.

Nejvýznamnějším přímým konkurentem Společnosti je společnost **GENERAL BOTTLERS CR s. r. o.** Tato společnost je součástí nadnárodní společnosti PepsiAmericas a vyrábí a distribuuje nápoje mezinárodních značek – Pepsi, Mirinda, 7Up, Mountain Dew, Schweppes, Canada Dry, Dr Proper, Lipton Ice Tea, atd. Od roku 2000 vyrábí také ovocné šťávy a nápoje značky TOMA. Za rok 2004 dosáhla tato společnost tržeb ve výši 1 926 626 tis. Kč, což byl oproti roku 2003 pokles o cca 2 %, avšak provozní zisk této společnosti v roce 2004 vzrostl oproti roku 2003 z 19 847 tis. Kč na 90 028 tis. Kč, což bylo dáno jak růstem přidané hodnoty, tak výrazným poklesem mzdových nákladů.

Jedním z dalších významných konkurentů Společnosti je společnost **MASPEX-WALMARK s. r. o.**, která patří na českém trhu mezi leadry v prodeji nealkoholických nápojů, a to zejména ovocných nápojů, nektarů a 100 % džusů. Mezi hlavní značky patří Relax, Relax Fitness, pro děti pak Figo, Kubík, dále například Original River, Caprio, Carotella, Senza, Márka atd. Kromě klasických nápojů se zabývá také distribucí instantních produktů jako jsou cappuccina La Festa, káva 3v1, smetana do kávy Coffeeta a horké čokolády La Festa. Za rok 2004 dosáhla tato společnost tržeb ve výši 225 832 tis. Kč, což je oproti roku 2003 nárůst o cca 3,3 %. V roce 2004 došlo k výraznému růstu provozního HV z -52 474 tis. Kč na 12 356 tis. Kč.

Mezi významné nepřímé konkurenty lze zařadit společnost **Kofola a. s.**, která je jedním z nejvýznamnějších výrobců nealkoholických nápojů ve středoevropském regionu. Úspěch této společnosti stojí na silných značkách, inovacích, kvalitě a investicích do budoucnosti. Záměrem této společnosti je do roku 2010 v zemích Visegrádské čtyřky získat postavení jednoho ze tří největších hráčů na trhu. Produkty této společnosti jsou zejména nápoje značek KOFOLA, JUPÍ, JUPÍK, RC COLA, TOP TOPIC, CHITO a CAPRI SONNE.

Nepřímou konkurenci (substituci) představují také výrobci a distributoři minerálních vod. Jedním z nejvýznamnějších výrobců minerálních vod v České republice je společnost **Hanácká kyselka s. r. o.** Ke stáčení minerální vody využívá nejmodernější špičková technologie, které zaručují vysokou kvalitu produktů při maximální kontrole hygienické čistoty. Obchodní politika společnosti je orientována výhradně na spotřebitele, o čemž svědčí širě i hloubka sortimentu. Kvalitou a množstvím prodaných výrobků pokrývá významný podíl českého trhu minerálních vod. Společnost vyrábí přírodní a ochucené minerální vody Hanácká kyselka. Dceřiná společnost Hanácké závody, a. s. se zaměřuje zejména na produkci přírodních a ochucených minerálních vod privátních značek Vanessa, Clever, Mince, Odysea, Delvita, Hruška a přírodních a ochucených minerálních vod MOSTINI pro zahraniční trh. V současnosti společnost exportuje své výrobky na Slovensko, do Austrálie a USA. V roce 2004 dosáhla společnost tržeb ve výši 489 821 tis. Kč, které oproti roku 2003 poklesly o cca 105 000 tis. Kč. Provozní HV poklesl v roce 2004 oproti roku 2003 o 47 %, přičemž pokles přidané hodnoty činil 31 %.

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.

V oblasti výroby ovocného vína a lihovin má Společnost pouze regionální význam a produkce napomáhá k dosažení lepších výsledků hospodaření a lepšímu využití vstupů, což umožňuje snižovat relativní úroveň fixních a variabilních nákladů.

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. Tyto skutečnosti napomohly k tomu, že Společnost přežila tlak nadnárodních společností, viz např. prodej divize džusů společnosti Walmark, nadnárodní společnosti Maspex.

S ohledem na vysoký stupeň globalizace trhů u těchto komodit je nutné pohlížet na relevantní trh z pohledu globalizovaných evropských trhů. Z charakteru konkurujících subjektů je zřejmé, že leadery na tomto globálním trhu jsou nadnárodní společnosti, specialisté na džusy RAUCH, Pfaner a celosvětoví giganti v nealko nápojích Pepsi Cola a Coca Cola. Otázkou zůstává chování těchto leaderů ve vztahu k podílům k vývoji na českém trhu. Znalec dospěl k závěru, viz výsledky hospodaření hlavních konkurentů, že vyjmenovaní leadři, nemají s ohledem na velikost a nízký potenciál růstu českého trhu snahu tento stav v současné době výrazně měnit.

Dle podkladů předaných marketingovými pracovníky Společnosti (zdroj: Nielsen) se její podíl na domácím trhu v oblasti šťáv a nektarů zvedl za poslední tři roky z 25 % na 28 %. Naproti tomu hlavní konkurenti Pepsi Cola (pokles jejího podílu z 22 % na 17 %) a společnost Maspex zaznamenala pokles z 25 % na 20 %. Nadnárodní společnosti jako např. Rauch zaznamenaly mírný růst z 10 na 12 % a společnost PFANER si dlouhodobě zachovává svůj 6 % podíl na trhu.

Konkurence si je vědoma určité ztráty pozic, avšak s ohledem na nízkou výnosnost v těchto relevantních trzích a velmi nejistým předpokladům růstu spotřeby nemá zájem za současných

podmínek expandovat. V nedávném čase konkurence zahájila marketingové akce zahrnující propagaci nových produktů a změn v oblasti obalů, které mají prezentační charakter. Jedná se např. o reklamní kampaň na produkty pod značkou RELAX, RAUCH. Uvedená opatření konkurence slouží pouze ke změně nepříznivého trendu, nikoli k realizaci masivního ovládnutí trhu, jelikož vynaložené prostředky by nebyly adekvátní k nízkému potenciálu domácího trhu s ohledem na stravovací návyky. Z uvedeného stavu je však jednoznačně patrné, že další zvyšování podílu Společnosti na trhu by znamenalo vyvolání konfliktu s ostatními kapitálově silnými konkurenty, a proto znalec považuje 30 % podíl Společnosti na trhu za maximální možnou hranici pro udržení současné stability tržního prostředí. Při jeho překročení by pravděpodobně došlo k cenové válce, která by pro Společnost měla vážné následky, jelikož její kapitálová síla je ve srovnání s ostatními konkurenty malá.

Jak již bylo uvedeno, v oblasti sirupů společnost zaujímá 25 % podíl (zdroj Canadean) na trhu, který je srovnatelný s hlavním konkurentem - společností Kofola a. s. Zde znalce nepředpokládá zásadní změny v podílech na trhu, jelikož nízká atraktivita trhu nezaručuje adekvátní návratnost prostředků vložených do zvýšení podílu na trhu.

V oblasti ovocných vín Společnost v předchozích třech letech snížila svůj dominantní podíl z 93 % na 85 % na trhu v důsledku dovozu levných ovocných vín z Maďarska. Z hlediska konkurenční výhody představují přepravní náklady jedinou překážku navyšování podílu dovážených produktů ze zemí s lepšími klimatickými podmínkami, mezi něž Maďarsko patří.

Společnost má velmi omezené možnosti vést cenovou válku s nadnárodními společnostmi, pokud se rozhodnou expandovat na českém trhu. Proto expanze Společnosti na českém trhu na úkor těchto nadnárodních společností by mohla mít v případě otevřeného boje velmi nepříznivé důsledky, neboť kapitálové možnosti - viz struktura rozvahy Společnosti - jsou velmi omezené.

3.1.7.2. 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 výši provozního 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 vyšších dotací z fondů EU dochází k relativní vyšší 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 tak mají ztíženou pozici v cenové konkurenci.

3.1.7.3. 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.

3.1.8. ZAHRANIČNÍ OKOLÍ FIRMY

Zahraniční okolí je speciálním případem obecného a oborového okolí podniku. Zahrnuje 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. 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, vysokých nákladů na reklamu a rostoucích dopravních nákladů. V současné době se stále více na českém trhu prosazuje levnější konkurence z Polska.

3.1.9. Dílčí závěry z analýzy vnějších faktorů Společnosti

Z analýzy 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, substituci a konkurenci zejména zahraničních kapitálově silných subjektů,
- provedená strategická analýza ukazuje, že za současného stavu znalec neočekává zásadní změny na relevantních trzích ve změně intenzity konkurenčního prostředí Společnosti,
- ve vývoji odvětví management neočekává zásadní změny a považuje jej v současné době v zásadě za stabilizovaný vzhledem k dlouhodobě stabilní spotřebě na osobu na domácím trhu.
- vliv na hospodářské výsledky má zejména cena ovocných polotovarů, a to zejména jablek a pomerančů, cukru, ale také ceny obalů. 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,
- z vývoje tržeb je patrné, že další růst Společnosti je možné dosáhnout zejména v oblasti vývozu na Slovensko a růstu podílu na úkor konkurence na domácím trhu, což je však s ohledem na kapitálovou sílu konkurentů a zvolenou generační strategii společnosti rizikové.

Z analýzy vnějších faktorů vyplývá, že Společnost se pohybuje na trzích s intenzivní přímou i nepřímou konkurencí a stabilní poptávkou. Tyto skutečnosti pak zásadním způsobem ovlivňují nízký růst tržeb v rámci prognózy a jsou znalcem promítnuty do míry růstu g v rámci výpočtu trvalé hodnoty podniku.

3.2. STRATEGICKÁ ANALÝZA VNITŘNÍHO PROSTŘEDÍ FIRMY

3.2.1. 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, vyšší využití vstupů, 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 rozvoji Společnosti ve dvou směrech - výrobě privátních značek (výroba se realizuje pod cizí značkou – do jisté míry se jedná o obdobu práce ve mzdě) 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 postavení pozice na trhu vyplývající z fokusační strategie v oblasti nízkých nákladů).

3.2.2. 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. Inovace výrobků zpravidla vyžaduje vysoké investice, které jsou velmi drahé – viz nákup nových linek.

3.2.3. 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.

3.2.4. 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 v důsledku investic do strojního zařízení.

3.2.5. 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.

3.2.6. FINANČNÍ ANALÝZA

Následně provedená finanční analýza hodnotí základní rysy hospodaření Společnosti. Management Společnosti má k datu ocenění k dispozici operativní plán s předpoklady vývoje hospodaření do konce roku, předpokládá realizaci zisku.

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. Společnost v minulých letech fungovala standardně v oblasti vstupů a výstupů, což se odráželo v úrovni její výkonnosti. Mimořádné výkyvy se v hospodaření nevyskytovaly viz další analýza.
2. Společnost v současné době nevlastní významné konkurenční výhody, které by ji samostatně umožňovaly zvýšit svůj tržní podíl. Kladným faktorem je technické vybavení pořízené v předchozích letech.
3. V majetku podniku se nachází neprovozní majetek, který je vymezen v kapitole 2. tohoto posudku a dále popsán a oceněn v příloze č. 3.
4. V minulých letech nebyly realizovány výplaty dividend ani jiné rozdělení zisku.

3.2.6.1. Analýza základních účetních výkazů

3.2.6.1.1. Rozvaha

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 %.

Tabulka č. 14 - Vývoj hlavních položek rozvahy a jejich meziroční indexy:

TEXT	2001	2002	2003	2004	2005
AKTIVA CELKEM	439 622	428 930	485 638	478 219	491 318
Meziroční index		0,98	1,13	0,98	1,03
Stálá aktiva	150 098	167 079	183 298	176 927	172 632
Meziroční index		1,11	1,10	0,97	0,98
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 704	2 786	3 626	2 547	2 137
Meziroční index		1,03	1,30	0,70	0,84
Software	2 484	1 968	3 326	2 397	1 468
Meziroční index		0,79	1,69	0,72	0,61
Ocenitelná práva				150	
Meziroční index					0,00
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	220	818	300		669
Meziroční index		3,72	0,37	0,00	
Dlouhodobý hmotný majetek	145 458	163 486	179 672	174 380	170 495
Meziroční index		1,12	1,10	0,97	0,98
Pozemky	1 128	1 128	1 128	1 128	502
Meziroční index		1,00	1,00	1,00	0,45
Stavby	83 435	80 974	89 703	93 030	96 932
Meziroční index		0,97	1,11	1,04	1,04
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	54 695	63 171	69 806	67 594	66 192
Meziroční index		1,15	1,11	0,97	0,98
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	4 824	4 457	4 090	3 724	2 892
Meziroční index		0,92	0,92	0,91	0,78
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	240	12 049	9 473	8 164	2 818
Meziroční index		50,20	0,79	0,86	0,35
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	1 136	1 707	5 472	740	1 159
Meziroční index		1,50	3,21	0,14	1,57
Dlouhodobý finanční majetek	1 936	807			
Meziroční index		0,42	0,00		
Podílové cenné papíry a podíly v podnicích s rozhodujícím vlivem	69	69		68	
Meziroční index		1,00	0,00		0,00
Podílové cenné papíry a podíly v podnicích s podstatným vlivem	297				
Meziroční index		0,00			
Jiný finanční majetek	1 570	738		-68	
Meziroční index		0,47	0,00		0,00
Oběžná aktiva	286 419	255 151	294 422	293 637	312 410
Meziroční index		0,89	1,15	1,00	1,06
Zásoby	101 523	96 559	109 837	103 725	110 682
Meziroční index		0,95	1,14	0,94	1,07
Materiál	60 270	57 761	64 099	56 926	69 869
Meziroční index		0,96	1,11	0,89	1,23
Nedokončená výroba a polotovary	30 117	24 510	32 391	30 557	23 359
Meziroční index		0,81	1,32	0,94	0,76
Výrobky	10 590	14 202	13 347	15 703	15 888
Meziroční index		1,34	0,94	1,18	1,01
Zboží	1	86			
Meziroční index		86,00	0,00		
Poskytnuté zálohy na zásoby	545			539	1 566
Meziroční index		0,00			2,91
Dlouhodobé pohledávky	1 898	6 437	9 304	11 375	7 127

Meziroční index		3,39	1,45	1,22	0,63
Pohledávky z obchodního styku	1 398	2 557	8 804	11 075	7 067
Meziroční index		1,83	3,44	1,26	0,64
Pohledávky v podnicích s podstatným vlivem		3 380			
Meziroční index			0,00		
Jiné pohledávky	500	500	500	300	60
Meziroční index		1,00	1,00	0,60	0,20
Krátkodobé pohledávky	175 939	148 574	172 256	172 198	192 545
Meziroční index		0,84	1,16	1,00	1,12
Pohledávky z obchodního styku	173 197	147 546	164 547	164 513	189 803
Meziroční index		0,85	1,12	1,00	1,15
Stát - daňové pohledávky	2 635	621	7 644	7 433	
Meziroční index		0,24	12,31	0,97	0,00
Jiné pohledávky	107	407	65	252	2 742
Meziroční index		3,80	0,16	3,88	10,88
Finanční majetek	7 059	3 581	3 025	6 339	2 056
Meziroční index		0,51	0,84	2,10	0,32
Peníze	363	597	507	728	998
Meziroční index		1,64	0,85	1,44	1,37
Účty v bankách	6 696	2 984	2 518	5 611	1 058
Meziroční index		0,45	0,84	2,23	0,19
Časové rozlišení	3 105	6 700	7 906	7 655	6 276
Meziroční index		2,16	1,18	0,97	0,82
Náklady příštích období	460	6 303	7 443	7 655	6 270
Meziroční index		13,70	1,18	1,03	0,82
Příjmy příštích období	42	397	463		6
Meziroční index		9,45	1,17	0,00	
Kursově rozdíly aktivní	2 603				
Meziroční index		0,00			
Dohadné účty aktivní			12		
Meziroční index				0,00	
PASIVA CELKEM	439 622	428 930	485 638	478 219	491 318
Meziroční index		0,98	1,13	0,98	1,03
Vlastní kapitál	148 094	176 898	184 402	174 172	177 957
Meziroční index		1,19	1,04	0,94	1,02
Základní kapitál	109 085	109 085	109 085	109 085	109 107
Meziroční index		1,00	1,00	1,00	1,00
Základní kapitál	109 107	109 107	109 107	109 107	109 107
Meziroční index		1,00	1,00	1,00	1,00
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	-22	-22	-22	-22	
Meziroční index		1,00	1,00	1,00	0,00
Kapitálové fondy		267	267	267	251
Meziroční index			1,00	1,00	0,94
Ostatní kapitálové fondy		267	267	267	267
Meziroční index			1,00	1,00	1,00
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků					-16
Meziroční index					
Fondy ze zisku	21 843	21 843	21 843	21 843	21 821
Meziroční index		1,00	1,00	1,00	1,00
Zákonný rezervní fond	21 843	21 843	21 843	21 843	21 821
Meziroční index		1,00	1,00	1,00	1,00
Výsledek hospodaření minulých let	4 599	18 008	45 055	52 922	42 998

Meziroční index		3,92	2,50	1,17	0,81
Nerozdělený zisk minulých let	4 599	16 541	45 055	52 922	42 998
Meziroční index		3,60	2,72	1,17	0,81
Neuhrazená ztráta minulých let		1 467			
Meziroční index			0,00		
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	12 567	27 695	8 152	-9 945	3 780
Meziroční index		2,20	0,29	-1,22	-0,38
Cizí zdroje	261 023	233 574	290 143	296 511	306 689
Meziroční index		0,89	1,24	1,02	1,03
Rezervy	2 603			3 026	3 130
Meziroční index		0,00			1,03
Ostatní rezervy	2 603			3 026	3 130
Meziroční index		0,00			1,03
Dlouhodobé závazky		2 464	3 085	6 874	5 411
Meziroční index			1,25	2,23	0,79
Dlouhodobě přijaté zálohy			621	4 411	4 411
Meziroční index				7,10	1,00
Jiné dlouhodobé závazky		2 464	2 464	2 463	1 000
Meziroční index			1,00	1,00	0,41
Krátkodobé závazky	165 580	157 275	162 201	155 608	164 063
Meziroční index		0,95	1,03	0,96	1,05
Závazky z obchodního styku	132 794	116 197	110 505	126 081	123 051
Meziroční index		0,88	0,95	1,14	0,98
Závazky ke společníkům a sdružení	112				
Meziroční index		0,00			
Závazky k zaměstnancům	1 359	929	598	1 050	963
Meziroční index		0,68	0,64	1,76	0,92
Závazky ze sociálního zabezpečení	1 649	2 165	1 898	1 905	2 141
Meziroční index		1,31	0,88	1,00	1,12
Stát - daňové závazky a dotace	29 505	37 783	49 217	26 453	37 574
Meziroční index		1,28	1,30	0,54	1,42
Jiné závazky	161	201	-17	119	334
Meziroční index		1,25	-0,08	-7,00	2,81
Bankovní úvěry a výpomoci	62 840	41 835	88 857	91 003	94 085
Meziroční index		0,67	2,12	1,02	1,03
Bankovní úvěry dlouhodobé	13 000				
Meziroční index		0,00			
Běžné bankovní úvěry	41 254	41 835	88 857	91 003	94 085
Meziroční index		1,01	2,12	1,02	1,03
Krátkodobé finanční výpomoci	38 586	32 000	36 000	40 000	40 000
Meziroční index		0,83	1,13	1,11	1,00
Ostatní pasiva	30 505	18 458	11 093	7 536	6 672
Meziroční index		0,61	0,60	0,68	0,89
Časové rozlišení	27 219	7 194	3 896	7 154	1 387
Meziroční index		0,26	0,54	1,84	0,19
Výdaje příštích období	25 506	7 191	3 897	7 150	1 387
Meziroční index		0,28	0,54	1,83	0,19
Výnosy příštích období	175	3	-1	4	
Meziroční index		0,02	-0,33	-4,00	0,00
Kurzové rozdíly pasivní	1 538				
Meziroční index		0,00			
Dohadné účty pasivní	3 286	11 264	7 197	382	5 285

Meziroční index		3,43	0,64	0,05	13,84
-----------------	--	------	------	------	-------

Z vývoje jednotlivých položek aktiv a pasiv jak v rámci historického vývoje vyplývá, že v hospodaření Společnosti se nevyskytovaly výrazné externality. Stálá aktiva mírně klesala, což je ovlivněno zejména jejich odepisováním. Výrobní linky Společnost pořizuje formou leasingu. Výše oběžných aktiva i krátkodobých závazků byla v jednotlivých letech stabilní pouze s mírnými výkyvy.

Pro srovnatelnost údajů byly závazky z vnitropodnikové spořitelny zaokrouhlené na mil. Kč převedeny do položky ostatních finančních výpomocí. Z vývoje této položky je pak patrné, že vnitropodniková spořitelna do roku 2003 rostla a v posledních dvou letech vykazuje poměrně stabilní velikost.

Vlastní kapitál se pohybuje nad úrovní základního kapitálu v důsledku kumulovaných zisků minulých let. V roce 2004 vlastní kapitál mírně poklesl v důsledku ztráty, avšak v následujícím období došlo k opětovnému nárůstu.

3.2.6.1.2. Výkaz zisku a ztrát

Tabulka č. 15 - Vývoj hlavních položek VZZ a jejich meziroční indexy:

TEXT	2001	2002	2003	2004	2005
Tržby za prodej zboží	6 593	209	72		
Meziroční index		0,03	0,34	0,00	
Náklady vynaložené na prodané zboží	6 639	247	86		
Meziroční index		0,04	0,35	0,00	
Obchodní marže	-46	-38	-14		
Meziroční index		0,83	0,37	0,00	
Výkony	858 463	978 127	910 851	892 716	915 989
Meziroční index		1,14	0,93	0,98	1,03
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	890 479	979 108	903 584	892 067	922 994
Meziroční index		1,10	0,92	0,99	1,03
Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	-32 969	-981	7 251	649	-7 005
Meziroční index		0,03	-7,39	0,09	-10,79
Aktivace	953		16		
Meziroční index		0,00		0,00	
Výkonová spotřeba	755 601	838 992	820 697	804 286	800 904
Meziroční index		1,11	0,98	0,98	1,00
Spotřeba materiálu a energie	654 863	719 594	671 862	644 901	658 545
Meziroční index		1,10	0,93	0,96	1,02
Služby	100 738	119 398	148 835	159 385	142 359
Meziroční index		1,19	1,25	1,07	0,89
Přidaná hodnota	102 816	139 097	90 140	88 430	115 085
Meziroční index		1,35	0,65	0,98	1,30
Osobní náklady	55 857	68 969	67 145	68 867	76 705
Meziroční index		1,23	0,97	1,03	1,11
Mzdové náklady	41 117	50 752	49 367	50 472	56 135
Meziroční index		1,23	0,97	1,02	1,11
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	96	147	231	294	378
Meziroční index		1,53	1,57	1,27	1,29
Náklady na sociální zabezpečení	14 367	17 703	17 175	17 542	19 556
Meziroční index		1,23	0,97	1,02	1,11
Sociální náklady	277	367	372	559	636
Meziroční index		1,32	1,01	1,50	1,14
Daně a poplatky	1 580	1 036	1 057	1 123	1 243

Meziroční index		0,66	1,02	1,06	1,11
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	12 393	12 525	14 386	15 743	16 960
Meziroční index		1,01	1,15	1,09	1,08
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	3 569	3 893	51 789	33 147	5 134
Meziroční index		1,09	13,30	0,64	0,15
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	3 018	3 713	54 366	30 363	5 147
Meziroční index		1,23	14,64	0,56	0,17
Zúčtování opravných položek do provozních výnosů	10 887				
Meziroční index		0,00			
Zúčtování opravných položek do provozních nákladů	23 821	12 295	-49 450	-16 161	-10 622
Meziroční index		0,52	-4,02	0,33	0,66
Ostatní provozní výnosy	146 213	11 618	57 860	9 238	6 524
Meziroční index		0,08	4,98	0,16	0,71
Ostatní provozní náklady	135 954	6 401	87 225	23 356	15 426
Meziroční index		0,05	13,63	0,27	0,66
Provozní výsledek hospodaření	30 862	49 669	25 060	7 524	21 884
Meziroční index		1,61	0,50	0,30	2,91
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	218				
Meziroční index		0,00			
Prodané cenné papíry a podíly	218				
Meziroční index		0,00			
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	132				
Meziroční index		0,00			
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	132				
Meziroční index		0,00			
Zúčtování rezerv do finančních výnosů	863				
Meziroční index		0,00			
Tvorba rezerv na finanční náklady					104
Meziroční index					
Zúčtování opravných položek do finančních nákladů		-1 790	885	2 930	-88
Meziroční index			-0,49	3,31	-0,03
Výnosové úroky	433	174	143	128	121
Meziroční index		0,40	0,82	0,90	0,95
Nákladové úroky	12 618	8 520	7 543	7 402	6 733
Meziroční index		0,68	0,89	0,98	0,91
Ostatní finanční výnosy	2 626	8 980	6 042	6 362	3 580
Meziroční index		3,42	0,67	1,05	0,56
Ostatní finanční náklady	9 216	12 458	8 165	9 515	9 595
Meziroční index		1,35	0,66	1,17	1,01
Převod finančních výnosů					-22
Meziroční index					
Finanční výsledek hospodaření	-17 780	-10 034	-10 408	-13 357	-12 665
Meziroční index		0,56	1,04	1,28	0,95
Daň z příjmů za běžnou činnost	-24	11 914	3 747	3 790	5 429
Meziroční index		-496,42	0,31	1,01	1,43
Splatná	-24	13 827	-254		5 429
Meziroční index		-576,13	-0,02	0,00	
Odložená		-1 913	4 001	3 790	
Meziroční index			-2,09	0,95	0,00
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	13 106	27 721	10 905	-9 623	3 790
Meziroční index		2,12	0,39	-0,88	-0,39
Mimořádné výnosy	4 040	512	16		

Meziroční index		0,13	0,03	0,00	
Mimořádné náklady	3 402	538	2 769	322	10
Meziroční index		0,16	5,15	0,12	0,03
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	1 177				
Meziroční index		0,00			
Splatná	1 177				
Meziroční index		0,00			
Mimořádný výsledek hospodaření	-539	-26	-2 753	-322	-10
Meziroční index		0,05	105,88	0,12	0,03
Výsledek hospodaření za účetní období (+ / -)	12 567	27 695	8 152	-9 945	3 780
Meziroční index		2,20	0,29	-1,22	-0,38
Výsledek hospodaření před zdaněním (+ / -)	13 720	39 609	11 899	-6 155	9 209
Meziroční index		2,89	0,30	-0,52	-1,50

Společnost v celém sledovaném období od roku 2001 vykazovala zisk, pouze v roce 2004 zaznamenala propad hospodářského výsledku a dostala se do ztráty, která byla způsobena průhybem ve výkonech při stabilních fixních nákladech, zejména leasingových. Rok 2001 navázal na stabilizaci firmy v roce 2000. K dosaženým výsledkům hospodaření v posledních letech napomohly také rozsáhlé investice do výrobních technologií a realizace některých stavebních úprav v provozech. Investice byly zaměřeny na vyšší flexibilitu obalů - různorodost a kvalitu balení a dále na 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 dodávek produkce privátních značek pro obchodní řetězec Kaufland. Pokračující zvyšování podílu obchodních řetězců na tržbách Společnosti a jejich tlak na snižování cen se také negativně projevovalo 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 vstupu tvoří produkce ovocných polotovarů, zejména z citrusových plodů a jablek a dále důležitou položku vstupu představuje cukr. Významnou nákladovou položkou jsou také obaly. Změny cen v těchto položkách způsobují dramatické změny v tvorbě zisku Společnosti.

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. 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. Lze předpokládat mírný nárůst úrokových sazeb v souladu s tendencemi deklarovanými ČNB. Tyto sazby jsou dle našeho názoru v současné době 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.

3.2.6.1.3. Cash - flow

Vývoj hlavních položek rozvahy a jejich meziroční indexy ukazuje následující tabulka:

Tabulka č. 16 – Vývoj CF Společnosti

TEXT	2002	2003	2004	2005
Počáteční stav pen.prostředků	7 059	3 581	3 025	6 339
Meziroční index		0,51	0,84	2,10
HV z běžné činnosti před daní	39 635	14 652	-5 833	9 219
Meziroční index	3,03	0,37	-0,40	-1,58
Úpravy o nepeněžní operace	13 131	-35 362	9 518	13 481
Meziroční index	0,19	-2,69	-0,27	1,42
Odpisy st.aktiv, pohled. a umoř.opr.pol	12 525	14 386	15 743	16 960
Meziroční index	1,01	1,15	1,09	1,08
Změna stavu opr.položek, rezerv a přech.účtů	-7 740	-57 148	-13 499	-10 091
Meziroční index	-0,18	7,38	0,24	0,75
Výnosy z dividend				
Meziroční index	0,00			
Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	8 346	7 400	7 274	6 612
Meziroční index	0,68	0,89	0,98	0,91
Čistý pen.tok z prov.čin. před daní, změnou WC a mimoř.pol.	52 766	-20 710	3 685	22 700
Meziroční index	0,66	-0,39	-0,18	6,16
Změna potřeby pracovního kapitálu	-1 912	52 894	35 646	-19 363
Meziroční index	0,02	-27,66	0,67	-0,54
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti	29 741	-34 594	20 540	-29 224
Meziroční index	-0,15	-1,16	-0,59	-1,42
Změna stavu krátkodobých závazků z prov.činnosti	-14 198	55 948	-447	11 537
Meziroční index	-0,06	-3,94	-0,01	-25,81
Změna stavu zásob	4 964	-13 278	6 112	-6 957
Meziroční index	-0,05	-2,67	-0,46	-1,14
Čistý pentok z prov.činnosti před daní a mimoř.pol.	50 854	32 184	39 331	3 337
Meziroční index				
Výdaje z plateb úroků	-8 520	-7 543	-7 402	-6 733
Meziroční index	0,68	0,89	0,98	0,91
Přijaté úroky	174	143	128	121
Meziroční index	0,40	0,82	0,90	0,95
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-3 535	4 665	-22 553	13 125
Meziroční index	-0,13	-1,32	-4,83	-0,58
Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými případy	-26	-2 753	-322	-10
Meziroční index	0,05	105,88	0,12	0,03
Čistý pen.tok z provozní činnosti	38 947	26 696	9 182	9 840
Meziroční index	3,19	0,69	0,34	1,07
Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	-29 506	-30 605	-9 372	-12 665
Meziroční index	0,18	1,04	0,31	1,35
Půjčky a úvěry spřízněným osobám	-3 380	3 380		
Meziroční index		-1,00	0,00	
Čistý pentok vztahující se k dlouhodobé činnosti	-32 886	-27 225	-9 372	-12 665

Meziroční index	0,20	0,83	0,34	1,35
Změna stavu dlouhodobých, popř. krátkodobých závazků	-10 536	621	3 789	-1 463
Meziroční index	-0,81	-0,06	6,10	-0,39
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	997	-648	-285	5
Meziroční index	0,01	-0,65	0,44	-0,02
Zvýšení peněžních prostředků z titulu zvýšení zákl.kap., rez.fondu				
Meziroční index	0,00			
Vyplacení podílu na vlastním kapitálu společníkům	-112			
Meziroční index	-1,00	0,00		
Peněžní dary a dotace do vlastního kapitálu	267			-16
Meziroční index		0,00		
Úhrada ztráty společníky	-11 100	-29 162	-8 152	9 945
Meziroční index		2,63	0,28	-1,22
Přímé platby na vrub fondů				
Meziroční index				
Vyplacené dividendy	11 942	28 514	7 867	-9 924
Meziroční index	2,60	2,39	0,28	-1,26
Přijaté dividendy				
Meziroční index	0,00			
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-9 539	-27	3 504	-1 458
Meziroční index	-0,06	0,00	-129,78	-0,42
Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků	-3 478	-556	3 314	-4 283
Meziroční index	2,28	0,16	-5,96	-1,29
Stav peněžních prostředků na konci období	3 581	3 025	6 339	2 056
Meziroční index	-2,35	0,84	2,10	0,32

Čistý peněžní tok v rámci provozní činnosti byl v minulých letech kladný vzhledem k dosahovaným kladným hospodářským výsledkům a poměrně nízkému růstu provozního kapitálu, naproti tomu čistý peněžní tok z dlouhodobých aktivit je vzhledem k aktivní investiční politice záporný.

V následující tabulce jsou propočteny poměry jednotlivých nákladových položek k výkonům společnosti:

Tabulka č. 17

TEXT	2001	2002	2003	2004	2005
Výkony	858 463	978 127	910 851	892 716	915 989
Výkonová spotřeba	755 601	838 992	820 697	804 286	800 904
Podíl	88,02%	85,78%	90,10%	90,09%	87,44%
Spotřeba materiálu a energie	654 863	719 594	671 862	644 901	658 545
Podíl	76,28%	73,57%	73,76%	72,24%	71,89%
Služby	100 738	119 398	148 835	159 385	142 359
Podíl	11,73%	12,21%	16,34%	17,85%	15,54%
Osobní náklady	55 857	68 969	67 145	68 867	76 705
Podíl	6,51%	7,05%	7,37%	7,71%	8,37%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	12 393	12 525	14 386	15 743	16 960
Podíl	1,44%	1,28%	1,58%	1,76%	1,85%

Z uvedené tabulky je patrné, že hlavní podíl na výkonech Společnosti má výkonová spotřeba. Zásadní je podíl materiálu, z jehož vývoje je patrné, že **Společnost byla v minulých obdobích schopna promítnout růst cen vstupů do konečných cen**. Hlavním předpokladem pro další fungování Společnosti je udržení dosavadního trendu viz minulé výsledky hospodaření Společnosti, čehož může být dosaženo především zachováním strategie,

marketingem a investicemi. Tyto skutečnosti společně s nízkou bonitou pak zásadním způsobem ovlivňují riziko nejasného vývoje Společnosti do budoucna. Určité riziko představuje patrný růst osobních nákladů a odpisů při kolísání objemu výroby a výkonů.

K datu 30. 9. 2006 Společnost vykazovala zisk ve výši 14 429 tis. Kč při obratu 742 161 tis. Kč. Za stejné sledované období minulého roku byl obrat o čtyřicet devět milionů nižší, avšak zisk byl takřka dvojnásobný. Výsledek hospodaření se výrazně snižuje na konci roku, kdy se doúčtovávají náklady na množstevní skonta. Z údajů a z výsledků v předchozích letech je patrné, že ve Společnosti dochází k ekonomicky hmatatelným změnám – snižování marží a HV vlivem růstu cen, zejména pomerančového koncentráту, a tlakem obchodních řetězců na pokles prodejních cen džusů. V tomto směru nelze očekávat z dlouhodobého hlediska významnější změny. Lepší výsledky jsou podmíněny pokračováním inovací v produkci, což je ovlivněno investicemi. Společnost se snaží zvýšit podíl exportu na Slovensku, kde jsou marže vyšší. Na základě těchto skutečností považujeme hodnoty zjištěné k datu ocenění za aktuální.

3.2.6.2. Poměrová analýza historických výsledků

3.2.6.2.1. Struktura financování

Přehled ukazatelů struktury financování ukazuje následující tabulka.

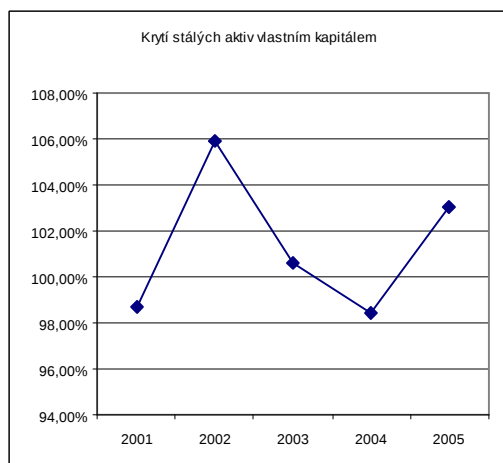
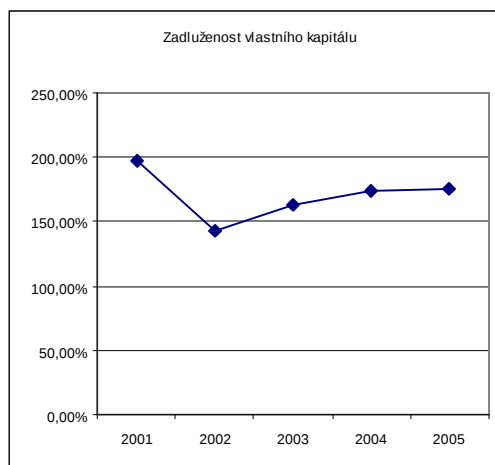
Tabulka č. 18 - Ukazatele struktury financování

Název	2001	2002	2003	2004	2005
Zadluženost vlastního kapitálu	196,85%	142,47%	163,36%	174,57%	176,09%
Krytí dl.aktiv vlastním kapitálem	98,66%	105,88%	100,60%	98,44%	103,08%
Krytí dl.aktiv dl. kapitálem	109,06%	107,35%	102,29%	104,04%	108,03%

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

Zadluženost vlastního kapitálu:

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu je dána poměrem cizího a vlastního kapitálu. V minulých letech zadluženost rostla v důsledku probíhajícího investičního procesu, v roce 2005 zadluženost mírně klesla v důsledku určité stabilizace chodu. Příčiny uvedeného vývoje jsou blíže komentovány v kapitole 3.2.6.1, kde je popsán historický vývoj hospodaření společnosti.



Krytí stálých aktiv vlastním kapitálem (překapitalizování):

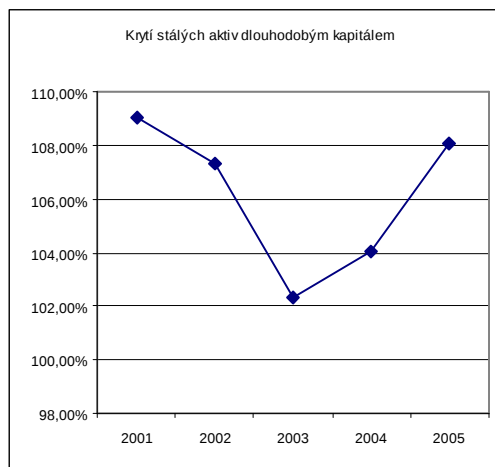
Pokud se hodnota ukazatele blíží nebo dokonce převyšuje 100 %, lze mluvit o překapitalizování, tzn., že vlastní a zpravidla dražší zdroje jsou použity na financování krátkodobých aktiv, což pro podnik představuje na jedné straně nízké riziko, ale na druhé straně je jistota vykoupena nižším růstem vnitřní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

Tento ukazatel je rovněž ovlivněn kapitálovou náročností výroby. Příčiny uvedeného vývoje jsou blíže komentovány v kapitole 3.2.6.1, kde je popsán historický vývoj hospodaření společnosti.

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 pro další období vyplácet dividendy, avšak s nízkým výplatním poměrem.

Příčiny uvedeného vývoje jsou blíže komentovány v kapitole 3.2.6.1, kde je popsán historický vývoj hospodaření společnosti.



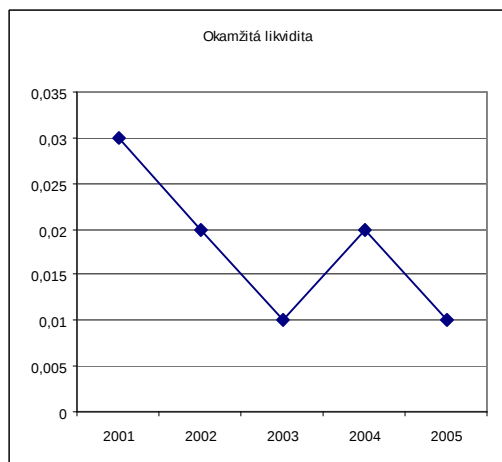
Z uvedených grafů je zřejmé, že zadluženost po výrazném nárůstu v letech 2003 a 2004 se snížila. V současné době klesá celková míra zadluženosti z 66 % v roce 2001 na 63 % v roce 2005. Přesto tento pozitivní trend v důsledku zlepšení HV je celková míra zadluženosti vyšší než hodnota mediánu tohoto ukazatele za celé odvětví výroby nápojů. Hodnota tohoto ukazatele za rok 2004 v dokumentu Výroba potravin a nápojů 2004 (zdroj Ministerstvo průmyslu a obchodu 2006) udává výši 48,5 %. Zadluženost Společnosti je vyšší, avšak rozdíl nepředstavuje zásadní nárůst rizika podnikání oproti tomuto standardu odvětví.

3.2.6.2.2. Likvidita

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

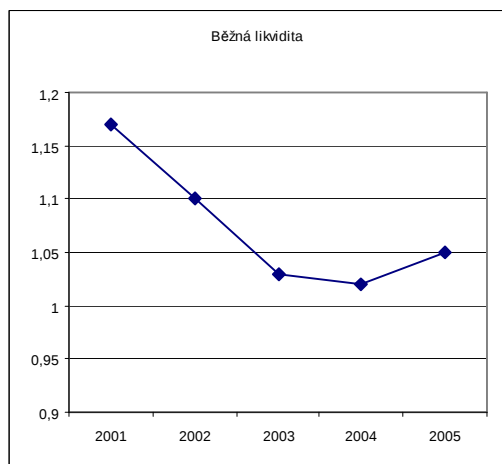
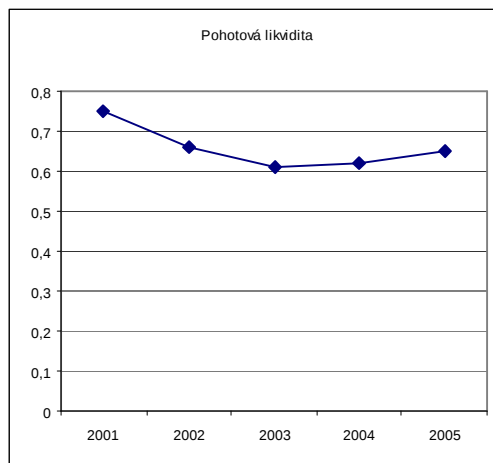
Tabulka č. 19 - Ukazatele likvidity

Název	2001	2002	2003	2004	2005
Okamžitá likvidita	0,03	0,02	0,01	0,02	0,01
Pohotovlá likvidita	0,75	0,66	0,61	0,62	0,65
Běžná likvidita	1,17	1,1	1,03	1,02	1,05



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. Příčiny uvedeného vývoje jsou blíže komentovány v kapitole 3.2.6.1, kde je popsán historický vývoj hospodaření společnosti.

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. Vývoj je opět pod kritériální hodnotou. Příčiny uvedeného vývoje jsou blíže komentovány v kapitole 3.2.6.1, kde je popsán historický vývoj hospodaření společnosti.



Běžná likvidita charakterizuje relativní podíl krátkodobých dluhů na financování oběžných aktiv. Doporučená hodnota se pohybuje v intervalu 1,5 – 2,5. Hodnoty se pohybují pod kritériální hodnotou. Příčiny uvedeného vývoje jsou blíže komentovány v kapitole 3.2.6.1, kde je popsán historický vývoj hospodaření společnosti.

Provedené propočty poměrových ukazatelů z oblasti likvidity ukazují, že podnik v těchto ukazatelích dosahuje poměrně nízkých hodnot. **Je to dáno zejména důsledkem poklesu marží, vysokou intenzitou konkurenčního prostředí, rozsáhlými investicemi do dlouhodobých aktiv v minulých letech a stabilně převyšující dobou obratu pohledávek nad dobou obratu závazků.** Po doplnění provozního kapitálu na hodnoty blízké se úrovni běžné likvidity 2 a prosté obnovy dlouhodobých aktiv bude možné přistoupit k pravidelnému vyplácení dividend. Běžná likvidita Společnosti vykazuje lepší úroveň hodnoty tohoto ukazatele než medián za celé odvětví výroby nápojů - zdroj Ministerstvo průmyslu a obchodu 2006. Hodnota mediánu tohoto ukazatele v tomto dokumentu za rok 2004 udává výši 0,869 %. Tyto nízké hodnoty poukazují na stále probíhající strukturální změny a problémy v tomto odvětví.

3.2.6.2.3. Ukazatelé aktivity

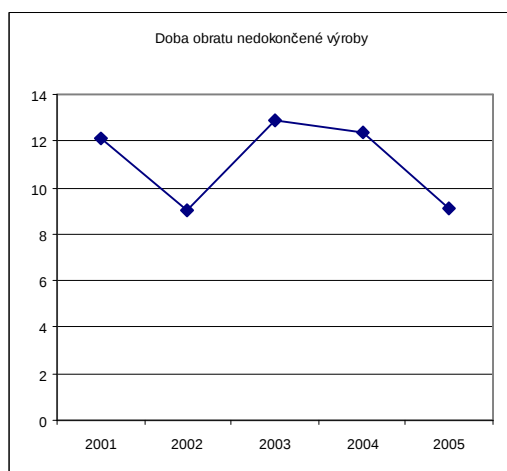
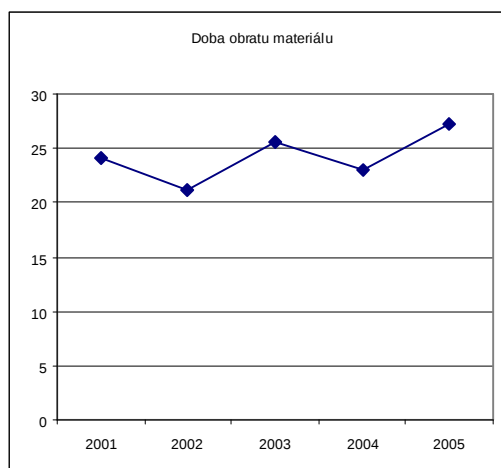
Ukazatele aktivity hodnotí schopnost firmy využívat vložených prostředků, tj. rychlost obratu jednotlivých složek majetku, resp. vázanost kapitálu v určitých formách aktiv. Vývoj ukazatelů aktivit je sestaven v následující tabulce. Kratší obrátka je pozitivní a trend prodlužování je vesměs negativní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

Tabulka č. 20 - Ukazatele aktivity

Název	2001	2002	2003	2004	2005
Doba obratu materiálu	24,19	21,23	25,54	22,97	27,25
Doba obratu nedokončené výroby	12,09	9,01	12,9	12,33	9,11
Doba obratu výrobků	4,25	5,22	5,32	6,34	6,2
Doba obratu dlouh. pohledávek	0,56	0,94	3,51	4,47	2,76
Doba obratu krátk. pohledávek	69,5	54,24	65,55	66,39	74,03

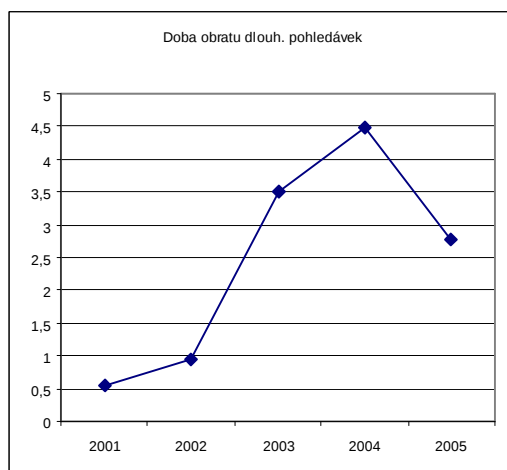
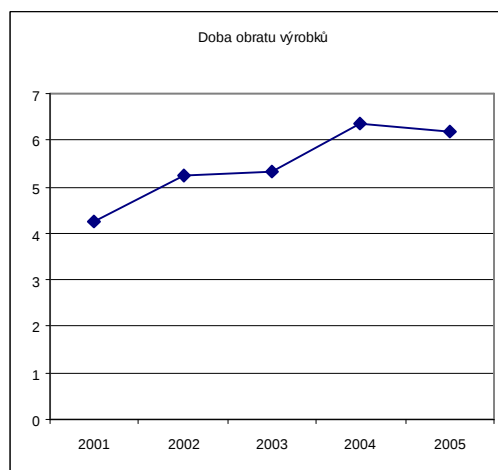
Doba obratu krátk. závazků	53,29	42,71	44,02	50,88	47,99
----------------------------	-------	-------	-------	-------	-------

Ukazatel doby obratu materiálu měří dobu ve dnech, po kterou je kapitál vázán v dané formě zásob. Mírně kolísavý trend obratu materiálu je dán kolísáním zásob i obratu. Příčiny uvedeného vývoje jsou blíže komentovány v kapitole 3.2.6.1, kde je popsán historický vývoj hospodaření společnosti.



Ukazatel doby obratu nedokončené výroby měří dobu ve dnech, po kterou je kapitál vázán v dané formě zásob. Trend je rozkolísaný, avšak pohybuje se v určitém koridoru, který je stabilní. Příčiny uvedeného vývoje jsou blíže komentovány v kapitole 3.2.6.1, kde je popsán historický vývoj hospodaření společnosti.

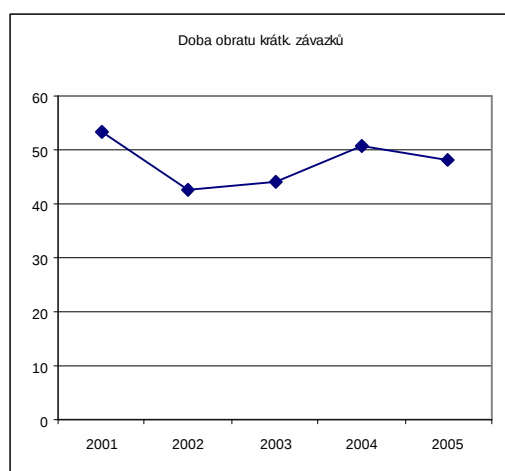
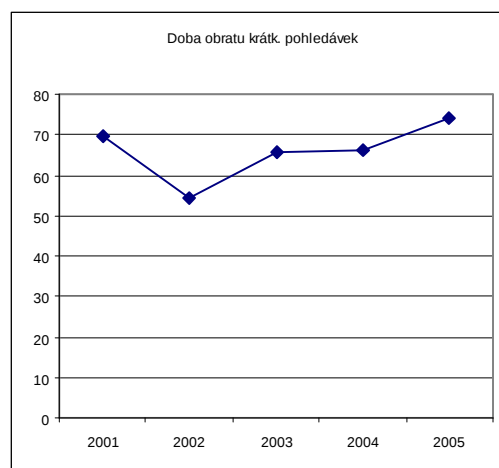
Ukazatel doby obratu výrobků měří dobu ve dnech, po kterou je kapitál vázán v dané formě zásob. Z minulého vývoje je patrný značně kolísající vývoj. Příčina je vysvětlena výše u doby obratu materiálu. Příčiny uvedeného vývoje jsou blíže komentovány v kapitole 3.2.6.1, kde je popsán historický vývoj hospodaření společnosti.



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. Příčiny uvedeného vývoje jsou blíže komentovány v kapitole

3.2.6.1, kde je popsán historický vývoj hospodaření společnosti.

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. Příčiny uvedeného vývoje jsou blíže komentovány v kapitole 3.2.6.1, kde je popsán historický vývoj hospodaření společnosti.



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. Příčiny uvedeného vývoje jsou blíže komentovány v kapitole 3.2.6.1, kde je popsán historický vývoj hospodaření společnosti.

Trend ukazatelů aktivity se v souhrnu v zásadě pohybuje v určitém koridoru, který poukazuje na skutečnost, že Společnost dosáhla určité stability chodu. Na druhé straně v **oblasti doby obratu zásob Společnost vykazuje lepší úroveň tohoto ukazatele než hodnota mediánu za celé odvětví výroby nápojů - zdroj Ministerstvo průmyslu a obchodu 2006. Hodnota tohoto ukazatele v tomto dokumentu za rok 2004 udává obrátku 47 dnů a v oblasti pohledávek je obrátka Společnosti mírně nad úrovní mediánu odvětví, která činí 58 dnů opět k roku 2004. Největší rozdíl je v oblasti závazků, jelikož medián odvětví za rok 2004 činí 90 dnů a Společnost se pohybuje v úrovni cca 50 dnů. Příčinu lze spatřovat v nízké vyjednávací pozici Společnosti vůči nadnárodním dodavatelům a dále u obchodních řetězcům – odběratelům.**

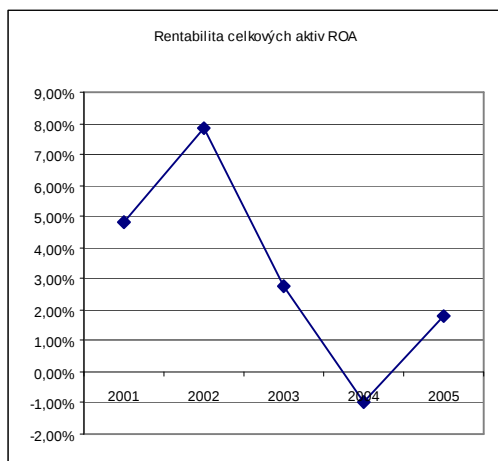
3.2.6.2.4. Ukazatelé výnosnosti (rentability) hospodaření

Vývoj ukazatelů výnosnosti – rentability aktiv, investovaného a vlastního kapitálu ukazuje následující tabulka.

Tabulka č. 21 - Ukazatelé výnosnosti

Název	2001	2002	2003	2004	2005
Rentabilita celkových aktiv ROA	4,84%	7,83%	2,75%	-0,97%	1,78%
Rentabilita vlastního kapitálu	8,49%	15,66%	4,42%	-5,71%	2,12%
Rentabilita vloženého kapitálu	13,00%	18,72%	7,12%	-2,51%	4,70%

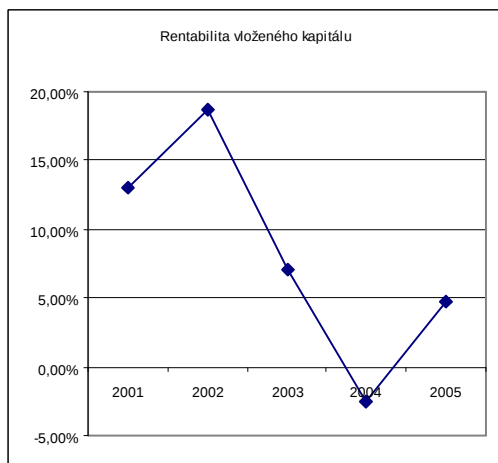
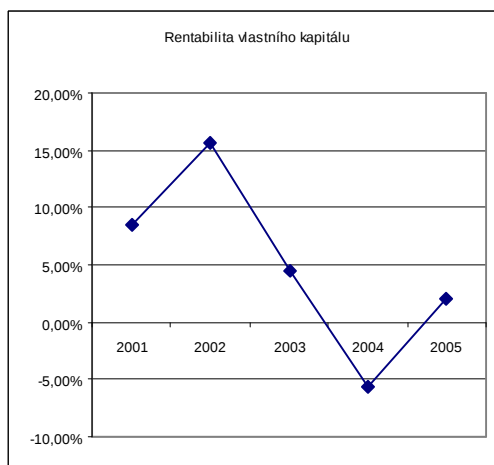
Pozn. Příslušný komentář k dílčímu vývoji těchto ukazatelů je popsán u jednotlivých grafů.



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, velikostí obrátu, kolísáním cen vstupů při omezené pružnosti cen na straně výstupů – viz řetězce, což vedlo k značnému kolísání hospodářského výsledku, vliv mají také realizované investice do výrobního zařízení, které jsou v důsledku časté inovace pořizovány zejména finančním pronájmem. Příčiny uvedeného vývoje

jsou blíže komentovány v kapitole 3.2.6.1, kde je popsán vývoj hospodaření společnosti.

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.



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

sledovaném období výnosnost značně kolísá, což je dáno turbulentností prostředí. Příčiny uvedeného vývoje jsou blíže komentovány v kapitole 3.2.6.1, kde je popsán vývoj hospodaření společnosti. V roce 2005 dosahuje hodnoty 4,70 %. Minimální výnosnost by se měla přibližovat úrovni cca 4,85 %, proto je dosahovaná výnosnost nízká.

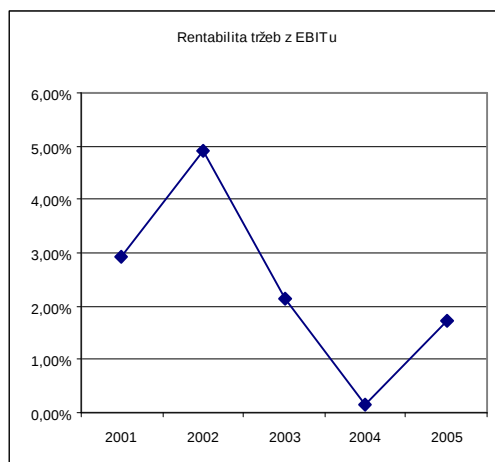
Dalším ukazatelem pro posouzení výkonnosti podniku jsou ukazatele míry zisku z tržeb. V následující tabulce č. 22 je uveden trend vývoje rentability tržeb ze zisku z EBITU.

Tabulka č. 22 - 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
Rentabilita tržeb z EBITu	2,94%	4,91%	2,15%	0,14%	1,73%

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.

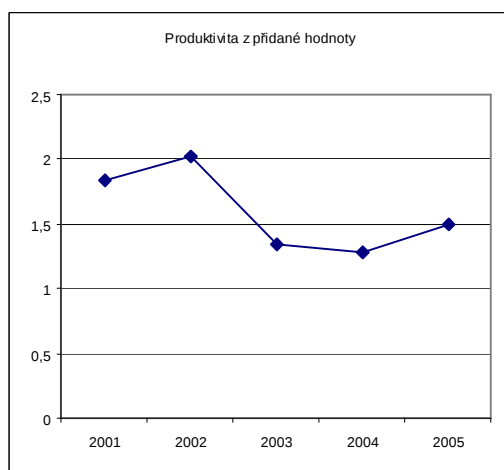


Z výše uvedených grafů vývoje rentability Společnosti je patrné, že tyto výkonnostní ukazatele mají klesající tendenci s výrazně nízkými hodnotami, jež se pohybují pod hranicí hodnoty mediánu pro odvětví OKEČ 15.9, která se v letech 2003 až 2004 pohybovala nad úrovní 10 %. Rentabilita tohoto odvětví OKEČ 15.9 je však značně ovlivněna ziskovými podoborými jako výroba limonád, minerálních vod, což výrazně snižuje vypovídací schopnost tohoto ukazatele ve vztahu ke Společnosti. Přehled ukazatelů rentability a výkonnosti je možné v omezené míře (viz shodné příčiny) porovnat s konkurencí viz kapitola 3.2.8.

3.2.6.2.5. Ukazatelé produktivity práce

Tabulka č. 23 - Ukazatel produktivity práce z přidané hodnoty na 1 Kč osobních nákladů

Název	2001	2002	2003	2004	2005
Produktivita z přidané hodnoty	1,84	2,02	1,34	1,28	1,5



Z grafu produktivity práce, který byl sestaven na základě dosažených výsledků vyplývá, že trend produktivity byl kolísavý s růstem v roce 2005. Pro rok 2005 byly publikovány na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu vedle jiných poměrových ukazatelů finanční analýzy i údaje z oblasti produktivity práce. Odvětví potravinářství jakožto celku vykazovalo vyšší hodnotu a sice 1,71, kdežto ve Společnosti došlo k poklesu na 1,5, z čehož je patrné, že produktivita práce Společnosti se pohybuje mírně pod hranicí výše uvedené kritériální hodnoty odvětví. Tato skutečnost bude vytvářet nepřímý tlak na růst mezd a mzdových nákladů ve

Společnosti.

3.2.7. Analýza vývoje hrubé marže

Společnost v rámci svého informačního systému eviduje hrubou marži, která je snížena pouze o přímé materiálové náklady. Ostatní náklady, jako energie, odpisy, mzdy a ostatní náklady jsou zahrnuty v režii. Vývoj marže za od roku 2002 až po první pololetí letošního roku udává následující tabulka:

Tabulka č. 24 – Velikost hrubé marže

Položky	2002		2003		2004		2005		1-6/2006	
	Marže	Marže / ks	Marže	Marže / ks	Marže	Marže / ks	Marže	Marže / ks	Marže	Marže / ks
Položky Celkem	327 686 533	4,22	327 295 461	4,77	332 189 152	4,87	344 012 870	4,68	190 422 102	4,63
Výrobky nealko	261 484 643	3,84	249 745 098	4,31	246 239 303	4,45	269 721 648	4,41	156 016 782	4,42
Hello 0,25l	23 639 865	3,54	20 410 700	4,39	20 805 210	3,90	24 370 851	4,10	18 326 091	4,11
Sirupy stuba	26 867 023	4,30	27 102 941	4,38	31 790 076	5,73	30 565 474	6,37	17 888 980	7,78
Džusy PET 1l	33 438 728	3,98	22 527 893	3,63	16 423 669	3,51	12 796 897	3,83	7 189 339	4,08
Hello 1,0l	99 787 537	3,67	36 733 934	3,58	44 631 159	3,42	72 696 053	3,03	39 323 181	2,78
Hello 1,5l	23 194 246	3,24	22 043 552	3,23	16 874 914	3,09	11 135 241	3,57	5 658 068	3,97
Sirupy volně	16 616 011	4,42	262 238	7,43	1 670 588	8,85	1 871 398	6,83	620 630	4,44
Sirupy PET	18 969 871	3,92	21 555 880	4,19	27 273 533	5,46	32 194 517	5,50	18 890 570	5,85
Sirup PET 2l	2 770 322	3,44	2 644 124	3,44	3 017 174	5,13	2 364 812	6,29	1 235 487	7,19
Nápojové koncentráty	81 722	7,55	0	0	0	0	0	0	0	0
Sirupy barel	89 288	3,80	79 901	3,61	39 517	1,90	50 735	2,49	369	3,69
Koncentrát	1 595 328	2,69	2 374 268	4,60	1 097 521	2,08	2 900 988	8,43	8 579	142,98
Sněhurka 330 ml	1 451 100	6,62	17 594	3,67	0	0	0	0	0	0
Kečup 300, 500 ml	2 874 192	6,96	2 814 634	6,08	2 486 079	5,20	1 073 257	5,30	437 795	5,16
Ov. přesnídávky 190g	2 746 721	10,04	5 834 557	10,30	6 378 900	8,80	8 372 570	8,19	6 850 355	8,78
ostatni nealko	-14 083	-64,60	0	0	0	0	0	0	0	0
Drene	71 513	6,50	0	0	1 593	7,41	21 281	14,36	0	0
Hello 1,0l square	7 305 258	5,11	65 132 949	5,33	59 882 530	5,78	56 468 409	6,50	32 309 334	6,17
Nápoj PET 0,33 l	0	0	5 011 532	7,35	3 314 625	4,69	3 237 364	3,66	2 551 436	4,06
TOP 250 ml	0	0	6 358 733	4,63	4 379 115	4,10	4 283 411	3,87	2 128 937	4,62
TOP 500 ml	0	0	8 839 670	4,33	6 173 100	3,88	3 667 332	3,94	1 582 792	4,63
TS 1l promo balení	0	0	0	0	0	0	1 199 302	6,80	0	0
Puls 250 ml	0	0	0	0	0	0	451 756	13,68	1 014 838	9,82
Výrobky alko	66 201 890	6,94	77 550 363	7,30	85 949 849	6,68	74 291 222	6,00	34 405 320	5,89
Ovocná vína	53 028 544	7,49	64 106 322	7,84	77 997 456	6,80	62 675 903	5,83	25 737 196	5,41
Lihoviny konzumní	7 562 372	5,05	9 565 913	5,78	5 530 242	6,14	10 191 134	7,15	8 045 885	7,72
Lihoviny značkové	1 607 250	14,37	1 320 932	12,16	1 018 050	11,31	854 339	12,91	610 568	16,23
Révová vína	3 410 237	6,17	2 360 290	4,28	1 340 026	3,76	569 846	4,15	11 671	3,51
Lihoviny krémové	163 995	16,84	0	0	0	0	0	0	0	0
Pronájem	429 493		196 906	1,53	30 862	1,52	0	0	0	0
ostatni alko	0	0	0	0	33 214	1,40	0	0	0	0

Z výše uvedené tabulky je patrný negativní trend ve snižování průměrných marží v nejvýznamnějších komoditách, což jsou džusy Hello v balení 1 litr a ovocná vína. Vývoj celkové marže v přepočtu na balení má kolísavý charakter bez výrazných růstových či klesajících tendencí. Vývoj v roce 2006 je ovlivněn dosud nezaúčtovanými skonty z obrátu. Prodej hypermarketů Carrefour obchodnímu řetězci Tesco je krokem k další koncentraci na straně odběratelů. Tato skutečnost má nepříznivý dopad na Společnost, což se již během roku 2006 projevilo v dalším zesílení tlaku na snižování marží a zvyšování počtu promočních akcí. Chování zahraničních obchodních řetězců je hrozbou pro všechny dodavatele potravin a nápojů v tuzemsku, které je však vyváženo určitou stabilitou a finanční kázní. Je prakticky

velmi obtížné průběžně reagovat na změny na straně vstupů (koncentráty, cukr, energie a pod). Existuje mnoho příkladů, kdy došlo k vyřazení zalistovaných produktů (Coca Cola, Danone, Kofola, rovněž LINEA NIVNICE) v důsledku cenové neshody. Tyto skutečnosti rovněž poukazují na nulový růstový trend růstu marží u hlavních komodit Společnosti. Z výše uvedených skutečností je patrné, že vývoj obrátu v projekci odpovídá pozici společnosti a stavu relevantního trhu.

3.2.8. Analýza výsledků hospodaření přímé konkurence

Společnost obdobného typu jako je LINEA NIVNICE se na trhu v ČR nevyskytuje. Proto pro porovnání znalec vybral společnosti zabývající se obdobným sortimentem výroby nealkoholických nápojů. Byly vybrány společnosti GENERAL BOTTLERS CR s. r. o., MASPEX-WALMARK s. r. o., Kofola a. s. a Hanácká kyselka s. r. o. Z veřejně dostupných zdrojů se znalci podařilo zajistit časově srovnatelně stejné údaje o hospodaření za období let 2002, 2003 a 2004. Kompletní výkazy jsou uvedeny v příloze č. 2 tohoto posudku. V následující tabulce jsou společnosti seřazeny podle velikosti bilanční sumy:

Tabulka č. 25 – Velikost bilanční sumy

Text	2002	2003	2004
GENERAL BOTTLERS CR s. r. o.	2 088 818	2 106 177	1 909 697
Kofola a. s.	766 373	990 845	1 249 098
LINEA NIVNICE a. s.	428 930	485 638	478 219
Hanácká kyselka s. r. o.	416 056	432 347	433 882
MASPEX-WALMARK s. r. o.	98 912	100 810	230 823

Z výše uvedené tabulky je patrné, že v porovnání s leaderem na trhu, kterým je společnost GENERAL BOTTLERS CR s. r. o., má oceňovaná společnost značně nižší bilanční sumu, takřka na úrovni 24 %. Příčiny jsou zejména ovlivněny sortimentem zaměřením a charakterem produkce. V následující tabulce jsou společnosti seřazeny podle velikosti výkonů:

Tabulka č. 26 – Velikost výkonů včetně tržeb za zboží

Text	2002	2003	2004
GENERAL BOTTLERS CR s. r. o.	2 503 100	2 154 038	1 946 624
Kofola a. s.	1 274 922	1 508 253	1 810 659
LINEA NIVNICE a. s.	978 336	910 923	892 716
Hanácká kyselka s. r. o.	661 072	594 819	489 821
MASPEX-WALMARK s. r. o.	197 806	218 713	225 832

V porovnání této a výše uvedené tabulky je patrné, že výkonnost je podstatně ovlivněna výší investovaného kapitálu, jelikož výkonnost je dána kapacitou výrobních zařízení. Leader na tuzemském trhu je společnost GENERAL BOTTLERS a Společnost tak zaujímá třetí místo a v porovnání s výkonností leadera kolísá její výkonnost na hranici cca 45 %.

V následující tabulce jsou společnosti seřazeny podle zadluženosti vlastního kapitálu:

Tabulka č. 27 – Míra zadluženosti vlastního kapitálu

Text	2002	2003	2004
GENERAL BOTTLERS CR s. r. o.	120,26 %	110,77 %	71,87 %
Hanácká kyselka s. r. o.	112,94 %	110,87 %	107,20 %
LINEA NIVNICE a. s.	142,47%	163,36%	174,57%
Kofola a. s.	410,66 %	230,92 %	235,78 %
MASPEX-WALMARK s. r. o.	8 933,06 %	-270,18 %	11 209,31 %

Z porovnání jmenovaných společností vyplývá, že společnost pracuje s vysokou mírou zadluženosti v důsledku investičního procesu a její finanční stabilita je z tohoto pohledu nižší. Společnost MASPEX-WALMARK dosahuje extrémní zadluženosti ve výši tisíců procent, jedná se tedy o nestandardní formu financování, kterou není možno převzít pro porovnání. Akvizice této společnosti pravděpodobně proběhla formou zadluženého nákupu.

V následující tabulce č. 26 jsou společnosti seřazeny podle běžné likvidity.

Tabulka č. 28 - Porovnání běžné likvidity

Text	2002	2003	2004
GENERAL BOTTLERS CR s. r. o.	0,44	0,95	1,38
LINEA NIVNICE a. s.	1,10	1,03	1,02
Kofola a. s.	1,04	1,05	1,01
Hanácká kyselka s. r. o.	0,98	0,95	0,97
MASPEX-WALMARK s. r. o.	0,93	0,59	0,66

Oceňovaná společnost dosahuje v rámci porovnání vyšších hodnot v letech 2002 a 2003 než leader na trhu, avšak v roce 2004 společnost GENERAL BOTTLERS běžnou likviditu zvýšila. Uvedené hodnoty všech porovnávaných společností jsou však pod hranicí doporučených hodnot (1,5 – 2,5), což prokazuje, že společnosti působící v tomto odvětví jsou vystaveny zvýšenému finančnímu riziku.

V následující tabulce jsou společnosti seřazeny podle velikosti podle produktivity práce z přidané hodnoty.

Tabulka č. 29 – Porovnání vývoje produktivity z přidané hodnoty

Text	2002	2003	2004
Kofola a. s.	2,28	3,26	2,77
GENERAL BOTTLERS CR s. r. o.	1,68	1,60	1,84
Hanácká kyselka s. r. o.	2,00	1,89	1,51
LINEA NIVNICE a. s.	2,02	1,34	1,28
MASPEX-WALMARK s. r. o.	0,41	0,97	0,29

Z porovnání daných společností vyplývá, že oceňovaná Společnost dosahuje ve srovnání s leaderem na trhu nižší produktivity práce, což je jednou z příčin nižší výkonnosti podniku a výsledku hospodaření.

V následující tabulce jsou společnosti seřazeny podle rentability vloženého kapitálu.

Tabulka č. 30 a - Porovnání vývoje výnosnosti investovaného kapitálu

Text	2002	2003	2004
Kofola a. s.	34,59%	40,60%	16,35%
GENERAL BOTTLERS CR s. r. o.	-3,12%	4,31%	8,17%
Hanácká kyselka s. r. o.	5,54%	7,06%	4,30%
LINEA NIVNICE a. s.	18,72%	7,12%	-2,51%
MASPEX-WALMARK s. r. o.	5,36%	100,23%	7,95%

Z porovnání ukazatelů rentability vyplývá, že u všech společností tento ukazatel kolísá a nejvyšších hodnot dosahuje stabilně Kofola. Vzhledem k tomu, že Společnost není součástí nadnárodního seskupení, bude více náchylná na globální změny a nemůže vystupovat jako přímý konkurent kapitálově silným subjektům.

Tabulka č. 30 b – Analýza vybraných ukazatelů

Kofola	2002	2003	2004
Doba obratu zásob	24,33	41,12	45,81
Doba obratu krd.pohledávek	84,39	97,35	116,76
Doba obratu závazků	66,23	84,19	103,09
Výnosnost na 1 Kč DHM	11,11	10,58	10,64
Hanácká kyselka	2002	2003	2004
Doba obratu zásob	83,05	89,98	99,17
Doba obratu krd.pohledávek	88,07	112,18	146,88
Doba obratu závazků	79,51	122,27	123,15
Výnosnost na 1 Kč DHM	2,65	2,32	2,06
Maspex -Walmart	2002	2003	2004
Doba obratu zásob	121,80	179,50	575,00
Doba obratu krd.pohledávek	208,65	462,62	581,80
Doba obratu závazků	538,57	1 108,28	429,41
Výnosnost na 1 Kč DHM	12,67	10,73	0,58
General Bottlers	2002	2003	2004
Doba obratu zásob	20,90	23,55	39,22
Doba obratu krd.pohledávek	44,84	71,86	59,71
Doba obratu závazků	78,12	55,62	59,42
Výnosnost na 1 Kč DHM	1,58	1,49	1,46

Z porovnání výše uvedených ukazatelů je patrné, že Společnost ve všech ukazatelích vykazuje v porovnání s konkurencí průměrných až podprůměrných výsledků, což naznačuje nebezpečí pro společnost v případě cenové války. Prosazování expanze by za těchto parametrů a kapitálových možností bylo pro Společnost velmi rizikové. Z porovnání a výsledků analýzy je zřejmé, že Společnost má problémy v dosahování potřebné kriteriální výkonnosti a stejně jako její konkurenti je silně závislá na cenách v odvětví zemědělství a producentů tropického ovoce. Z provedené analýzy vyplývá, že v dalších letech nelze očekávat výraznější změny jak v hospodaření Společnosti, tak v odvětví jako celku. Z uvedených dat dle názoru znalce vyplývá, že dosažení vyšší výkonnosti v odvětví je možné pouze za předpokladu širokého portfolia substitučních nápojů minerální vody/džusů a ostatních nealko nápojů, čímž je dosahováno vysokých úspor z rozsahu při strategii nízkých nákladů, rovněž zde hraje vysokou úlohu značka např. Pepsi, Coca-Cola i například domácí značka Kofola, která v nedávné době zaznamenala vysoký růst a její výkonnost přesahuje průměrné hodnoty odvětví zejména v ukazateli ROE, kde pro OKEČ 15.9 je udávána hodnota mediánu pro rok 2004 v úrovni cca 10 %. Přechod na tuto strategii by však znamenal přímý střet z nadnárodními společnostmi, což by při nedostatku hmatatelné konkurenční výhody znamenalo vysoké riziko. V zásadě lze očekávat chod Společnosti v úrovni a parametrech blížících se stavu going concern s mírným pozitivním růstem.

Pro OKEČ 15.9 je udáván medián ukazatele doby obratu zásob pro rok 2003 velikost 50 a pro rok 2004 pak velikost 47 - zdroj Ministerstvo průmyslu a obchodu 2006. Při porovnání ukazatele doby obratu zásob u výše uvedených společností se statisticky uvedenými hodnotami je zřejmé, že nižších hodnot dosahuje pouze společnost Kofola a General Bottlers, což jsou kapitálově silné společnosti s významným postavením na trhu. Další dvě analyzované společnosti mají dobu obratu zásob vyšší. Obdobná situace

je v případě doby obratu závazků, která je pro OKEČ 15.9 vykazovaná v roce 2003 v hodnotě 92 a v roce 2004 v hodnotě 107.

Medián ukazatele doby obratu krátkodobých pohledávek je pro OKEČ 15.9 udávaná v roce 2003 velikost ve výši 60 a v roce 2004 pak ve výši 58. Všechny výše uvedené společnosti dosahují vyšších hodnot, přičemž nejvýrazněji tento ukazatel přesahuje společnost Maspex –Walmart.

V případě výnosnosti na 1 Kč dlouhodobého majetku, která je v roce 2004 pro OKEČ 15.9 udávaná ve výši 2,0, je zřejmé, že nižší hodnoty vykazuje pouze společnost General Bottlers.

Z provedené analýzy vybraných ukazatelů ve srovnání se statistickými údaji za odvětví je zřejmé, že nejlepších hodnot dosahují společnosti Kofola a General Bottlers, což jsou silní hráči na trhu a představují pro Společnost významnou konkurenci.

3.2.9. Dílčí závěry z analýzy vnitřních faktorů Společnosti

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

- 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 inovačním cyklem odvětví management Společnosti investuje do nákupu nových linek, což je financováno formou leasingu, tyto investice mají ambivalentní charakter je v nich spojen prvek prosté obnovy a inovace zejména se týká obalů. Tyto investice představují nutnou podmínku pro udržení na trhu,
- 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,
- Zadluženost Společnosti je příznivá, jelikož významná část investic je pořizována formou leasingu. Tato skutečnost však je jednou z hlavních příčin nízké likvidity avšak je tato forma vyžadována zkrácením lhůty inovací výrobků v potravinářském průmyslu,
- Společnost dosahuje nízké výkonnosti při stagnující marži, která nedosahuje výsledků leaderů na trhu.

Z uvedených skutečností je patrné, že vnitřní potenciál Společnosti je omezený. Orientace na poměrně úzké segmenty trhu džusů a ovocných vín neumožňuje při stávající strategii nízkých nákladů dosáhnout kritériální výnosnosti. Rovněž potenciál značky Hello neumožňuje dosažení vyšší výjimečnosti a tedy změnu orientace Společnosti na oblast diferenciacce. Pro další růst výkonů by bylo nutné realizovat rozsáhlejší investice do výrobních hal, linek a zejména do skladovacích kapacit a logistiky. Při současné pozici Společnosti na trhu 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.

3.3. VYHODNOCENÍ STRATEGICKÉ ANALÝZY PODNIKU

3.3.1. 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:

- 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 minimálními růsty ve střednědobém časovém 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 eliminace úzkých míst 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. 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 prisuzován 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 emitenta, 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 emitenta.

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 snížená 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 objednáán za účelem určení ceny akcií přiměřené hodnotě Společnosti, tj. ceny, kterou nabídne hlavní akcionář Společnosti jako protiplnění ostatním akcionářům v případě, že se rozhodne využít svého práva přechodu všech účastnických cenných papírů na majoritního akcionáře v souladu s § 183i a následujících Obchodního zákoníku.

Obecně platné předpisy při stanovení výše vypořádání vyžadují, aby velikost byla přímo úměrná **tržní hodnotě akcií, přičemž pro minoritní akcionáře nejsou uplatňována žádná skonta s ohledem na velikost obchodního podílu, který reprezentují v porovnání s hlavním akcionářem ve Společnosti.**

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. 3. 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. Tyto rozhodující vstupy jsou následně definovány v příslušných kapitolách výnosového ocenění.

Postup výpočtu volného cash flow uvádí následující přehled:

- Tabulka č. 31 – 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.

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

Vážený náklad kapitálu WACC se vypočte po dosazení do rovnice:

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: $\mathbf{Beta_z}$ = Beta nezadlužená,
 $\mathbf{Beta_n}$ = 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: $\mathbf{RP_n}$ - riziková dílčí
 $\mathbf{n}$ - počet aktivních faktorů
 $\mathbf{r_f}$. minimální riziková přírážka
 $\mathbf{Z}$ - 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. Finanční prognóza

5.1.1.1. Předpoklady pro sestavení finanční prognózy

Na základě výsledků provedené strategické analýzy v kapitole 2 a 3 jsme sestavili finanční prognózu podnikatelského záměru, která představuje za dané situace nejpravděpodobnější variantu dalšího chodu Společnosti ve stavu going concern, přičemž byla sestavena při následujících předpokladech:

- Zjištěná všeobecná strategie dalšího chodu společnosti bude prosazovat pronikání na trhy strategií nízkých nákladů se soustředěním pozornosti na určité segmenty relevantního trhu.
- Znalec ve střednědobém časovém horizontu nepředpokládá významné změny ve struktuře produkce společnosti. Příčiny vyplývají ze situace na trhu (trh je ve značné míře rozdělen mezi hlavní účastníky a stabilizován, další skutečnosti globální

poptávky jsou ovlivněny stravovacími návyky občanů, tradicí spotřeby nealkoholických nápojů v ČR a předpokládaný trend vyšší spotřeby light nápojů a minerálních a stolních vod a dále v oblasti ovocných vín by rovněž nemělo docházet k výraznému růstu s ohledem na kvalitativní vlastnosti tohoto nápoje. Tyto skutečnosti vedly znalce k závěru, že nelze za dané situace předpokládat výrazný růst výkonů, výjimkou je růst objemu vývozu na Slovensko.

- V rámci prognózy znalec předpokládá zásadní změnu v orientaci na domácí trh. Vývoj hrubé marže bude s ohledem na intenzitu konkurenčního prostředí a zvolenou generační strategii kontinuální s historickým obdobím.
- Do prognózy jsou zahrnuty investice nad rámec prosté obnovy, a to zejména do rozšíření skladovacích prostor a obnovy stáčecích linek.
- Prognóza nepočítá se změnou struktury pracovníků, snížení růstu průměrných mezd v roce 2006 o 1,81 % je ovlivněno tím, že prognóza je sestavena v neinflačním prostředí a kolektivní smlouva zaručuje inflační růst mezd o 3 %.
- Značná část investic je pořizována formou leasingu, pro potřeby ocenění znalec provedl jejich kapitalizaci v tabulce, která tvoří přílohu č. 3 tohoto znaleckého posudku. Dobu odepisování zařízení znalec ponechal shodnou s trváním leasingu vzhledem k potřebě rychleji umořovat technologická zařízení v důsledku vysokého tempa výrobních inovací obalů, které je charakteristické zejména pro potravinářský průmysl.
- V prognóze se předpokládá zachování průběžné obnovy linek a mírný nárůst provozního kapitálu v dalším období.

5.1.1.2. Konstrukce hlavních položek výkonů, nákladů, aktiv a pasiv

V následující části je provedena analýza prognózovaných údajů z oblasti výkonů, výrobní spotřeby a provozního HV. Sestavenou finanční prognózu znalec prověřil za použití standardních postupů, tj. dosazením údajů z prognózy, rozvahy a výkazu zisku a ztrát do poměrových ukazatelů.

5.1.1.2.1. Přehled očekávaných výkonů Společnosti

Znalec při konstrukci projekce výkonů vycházel z výsledků strategické analýzy podniku a z hlediska průkaznosti a transparentnosti ocenění rozdělil produkci do tří základních skupin, a to džusy, sirupy a ostatní nealko produkty a poslední skupinu tvoří alkoholické nápoje. Výkony vychází ze stálých cen v úrovni roku 2005 a nebyly brány na zřetel změny v produktech jako např. pomeranč/jablko a objemová balení, jelikož tyto změny by neměli v zásadě ovlivnit dosahovanou průměrnou marži v uvedených komoditách. **Rovněž z výsledků strategické analýzy vyplývá, že míra růstu výkonů jednak růstem spotřeby obyvatelstva a růstem na úkor konkurence je a bude na českém a slovenském trhu srovnatelná. V zájmu dosažení určitého zjednodušení (cca 15 % podíl tržeb tvoří tržby ze zahraničí) znalec přejal předpoklad, že v daném regionu dojde ke stejnému vývoji změn (do jisté míry globální pohled) na vývoj na těchto trzích (stravovací návyky, tendence k přechodu na light nápoje). Proto je budoucí predikce obrátů a prodejů v oblasti tuzemského a zahraničního trhu provedená bez rozdílu na domácí a zahraniční trh.**

Džusy

Z výsledků strategické analýzy podniku, kterou znalec provedl vyplývá, že růstový potenciál relevantního trhu pro Společnost je poměrně malý – příčiny mimo jiné viz kapitola 3.1.7. Při zachování stravovacích návyků obyvatel představují růstový potenciál tři základní oblasti:

1. Růst počtu obyvatel, který dle expertních odhadů by měl do roku 2010 činit cca 3 až 4%. Při zachování současných stravovacích návyků, tak růstový potenciál trhu vykazuje v uvedeném období cca 1 %-tní meziroční růst.
2. Z výsledků provedené analýzy konkurence znalec dospěl k závěru, že z hlediska udržení rovnováhy na trhu je pro společnost reálné navýšení podílu na domácím trhu z 28 na 30 %. Toto dvou procentní navýšení pak reprezentuje cca 1 %-tní průměrný meziroční růst výkonů Společnosti ve stálých cenách.
3. Poslední možností expanze je vývoz na Slovensko. Vývoz na tento trh v minulosti kolísal, avšak s pohledu příbuznosti domácího a Slovenského trhu je možné reálně předpokládat cca 2 % -tní nárůst tržeb na tomto trhu. Toto dvou procentní navýšení pak reprezentuje cca 0,5 %-tní průměrný meziroční růst výkonů Společnosti ve stálých cenách.

Z uvedených parametru znalec odvodil průměrný meziroční růst výkonů Společnosti ve výši 2,5 % u komodity džusů.

Sirupy a ostatní nealko nápoje

Z výsledků strategické analýzy relevantního trhu opírající se o marketingové průzkumy a údaje získané od marketingového oddělení Společnosti znalec dospěl k závěru, že tento trh za současných podmínek a poptávky v zásadě není růstový. Společnost je však jedním ze dvou leaderů na tomto trhu a tak je možné předpokládat její dlouhodobé setrvání na tomto trhu. Vzhledem k tomu, že lze očekávat opuštění relevantního trhu některými výrobci z příčin poklesu poptávky a realizovaných marží (změny stravovacích návyků), znalec s ohledem na významné postavení Společnosti na tomto trhu do ocenění promítnul 0,5 procentní meziroční růst. Tento minimální růst odpovídá stagnujícím podmínkám na trhu.

Alkoholické nápoje

V oblasti alkoholických nápojů mají pro Společnost dominantní postavení ovocná vína. Na tomto trhu, zde se rovněž odvoláváme na výsledky analýz popsanych v předešlých kapitolách, nelze očekávat růst. Dlouhodobě zde dochází k poklesu poptávky v důsledku změn v chování spotřebitelů, kteří se odklánějí od těchto levných produktů a to i v souvislosti s růstem kupní síly. Rovněž zde dochází k růstu konkurence v důsledku dovozu z Maďarska. Proto udržení stávající produkce ovocných vín bude v zásadě optimistickou variantou budoucího vývoje. Další oblast pak představují ostatní alkoholické nápoje, u nichž management předpokládá mírný růst. Znalec se proto rozhodl pro stanovení výše meziročního růstu výkonů dané skupiny výrobního portfolia ve výši 1 %. Tento odhad představuje optimistickou variantu vývoje a představuje určitý subjektivní odhad znalce, jelikož nebylo možné tento trend blíže kvantifikovat například v závislosti na vývoji odvětví a spotřeby ovocného vína.

Tabulka č. 32 – Výkony

Tržby	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Džusy	527 650	543 639	557 230	571 161	585 440	600 076
Sirupy a ostatní nealko výrobky	221 552	228 266	229 408	230 555	231 707	232 866
Výrobky alko	166 787	168 164	170 687	173 246	175 845	178 483
Celkem	915 989	940 069	957 325	974 962	992 992	1 011 425

5.1.1.2.2. Přehled očekávaných nákladů Společnosti

Znalec předpokládá zachování hrubých marží u jednotlivých skupin produktů, což je v souladu s pokračujícím trendem zvyšování objemu prodeje přes obchodní řetězce. Na hospodaření 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 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.). Vzhledem k tomu jsou zachovány poměry nákladových položek k výkonům v rozsahu roku 2005. Na trhu je zjevná vysoká turbulentnost cen citrusových koncentrátů. Bližší podrobnosti o vývoji hrubých marží v minulých letech jsou uvedeny v kapitole 3. 2. 8 tohoto posudku a vývoj v prognóze je uveden v příloze č. 3 tohoto posudku.

Tabulka č. 33 – Materiálové náklady

TEXT	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Přímé materiálové náklady -Džusy	356 268	367 064	376 241	385 647	395 288	405 170
Přímé materiálové náklady - Sirupy	154 624	159 310	160 107	160 908	161 712	162 520
Přímé materiálové náklady -Alko	98 730	99 545	101 038	102 553	104 092	105 653
Poměr materiálových nákladů k tržbám - Džusy	67,52%	67,52%	67,52%	67,52%	67,52%	67,52%
Poměr materiálových nákladů k tržbám - sirupy	69,79%	69,79%	69,79%	69,79%	69,79%	69,79%
Poměr materiálových nákladů k tržbám - výrobky alko	59,20%	59,20%	59,20%	59,20%	59,20%	59,20%
Energie	9 231	10 372	11 098	11 431	11 774	12 127
Meziroční růst			1,07	1,03	1,03	1,03
Ostatní režijní náklady	47 265	48 475	49 365	50 274	51 204	52 154
Poměr ORN k tržbám	5,16%	5,16%	5,16%	5,16%	5,16%	5,16%
Materiálové náklady celkem	666 118	684 766	697 849	710 813	724 069	737 625
Meziroční index			1,0191	1,0186	1,0186	1,0187

Jako základna pro stanovení poměrů materiálových nákladů byl brán v úvahu rok 2005, jelikož toto období nejvíce podchycuje předpoklady pro další vývoj z pohledu dosahovaných marží. Vzhledem k vyšší koncentraci hlavních odběratelů na straně výstupu (obchodní řetězce) nelze předpokládat jejich růst, zejména v oblasti produkce privátních značek (řetězců) jsou marže stlačeny na minimum a podíl poptávaných výrobků pod privátními značkami nebude klesat, což souvisí se záměry vyššího prosazování značek obchodních řetězců na trhu. Položka režijních materiálových nákladů představuje nákupy PHM, materiálu pro údržbu a zejména materiálové náklady na polotovary TETRA PAK pro výrobu obalů.

Z vývoje indexu materiálových nákladů je patrné, že jejich růst je podproporcionální vzhledem k výkonům, a tudíž dochází ke zvyšování výkonnosti podniku.

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. 34a – Náklady na služby

TEXT	2006	2007	2008	2009	2010
Výkony	940 039	958 836	975 703	993 740	1 012 184
Opravy a udržování	6 661	6 794	6 914	7 042	7 172
Podíl na výkonech	0,71%	0,71%	0,71%	0,71%	0,71%
Cestovné	1 370	1 398	1 422	1 449	1 476
Podíl na výkonech	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%
Reprezentace	307	313	319	325	331
Podíl na výkonech	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
Ostatní služby bez leas.spl.	111 959	114 197	116 206	118 354	120 551

Podíl na výkonech	11,91%	11,91%	11,91%	11,91%	11,91%
Celkem	*120 297	122 703	124 861	127 169	129 530

*Náklady v roce 2006 znalec odvodil z očekávané skutečnosti.

Při konstrukci nákladů na služby znalec vycházel z průměrných podílů na výkonech dosažených v minulém období od r. 2001. V oblasti ostatních služeb jsou poměry počítány pouze za období od roku 2003, jelikož znalec neměl k dispozici srovnatelná data bez leasingu za předchozí období. Výpočet uvádí následující tabulka:

Tabulka č. 34b – Náklady na služby

TEXT	2001	2002	2003	2004	2005	Průměr
Výkony	858 463	978 127	910 851	892 716	915 989	x
Opravy a udržování	4 231	8 149	5 897	6 632	7 573	x
Podíl na výkonech	0,49%	0,83%	0,65%	0,74%	0,83%	0,71%
Cestovné	1 363	1 837	1 012	1 307	1 143	x
Podíl na výkonech	0,16%	0,19%	0,11%	0,15%	0,12%	0,15%
Reprezentace	169	368	420	321	219	x
Podíl na výkonech	0,02%	0,04%	0,05%	0,04%	0,02%	0,03%
Ostatní služby bez leas.spl.	X	x	108 072	104 947	110 834	x
Podíl na výkonech			11,86%	11,76%	12,10%	11,91%

Náklady na leasing byly nahrazeny odpisy a úroky v souladu s metodikou účtování IFRS, kdy dochází ke kapitalizaci finančních pronájmů. Podrobná struktura výše úroků, odpisů, majetku a úvěru v jednotlivých letech dle metodiky IFRS je uvedena v příloze č. 3.

Tabulka č. 35 – Ostatní provozní výnosy a náklady

Text	2006	2007	2008	2009	2010
Ostatní provozní výnosy	5 000	5 700	5 900	6 300	6 500
Ostatní provozní náklady	8 800	8 976	9 156	9 339	9 525

Ostatní provozní náklady tvoří zejména pojištění, v menší míře pak odpisy pohledávek a ostatní provozní náklady. Vývoj ostatních provozních nákladů bez vlivu mimořádného odpisu pohledávek udává následující tabulka:

Tabulka č. 36 – Ostatní provozní náklady bez mimořádných odpisů pohledávek

Text	2001	2002	2003	2004	2005	Průměr
Ostatní provozní náklady	9 067	6 190	10 363	10 691	7 631	8 788

Znalec nastavil vývoj ostatních provozních nákladů v průměru minulých let, který navýšil meziročně o 2 % shodně s průměrným růstem výkonů.

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. Meziročně tyto výnosy znalec zvýšil o 2 % v poměru k růstu tržeb.

Ostatní finanční náklady tvoří zejména bankovní poplatky a ostatní finanční náklady spojené s inkasem pohledávek. Při konstrukci těchto nákladů znalec vycházel z úrovně těchto nákladů za r 2005 očištěných o mimořádné operace a meziročně navýšených o 2 % v poměru k růstu výkonů.

Tabulka č. 37 – Ostatní finanční náklady

Text	2006	2007	2008	2009	2010
Ostatní finanční náklady	1 150	1 150	1 150	1 150	1 390

5.1.1.2.3. Oblast investic

Následující tabulka uvádí přehled investic do budov a staveb a v předchozích pěti letech:

Tabulka č. 38a – Investice – rozdělení

Období	Investice v tis. Kč.	
	Movité věci a soubory	Nemovitosti
2001	26 989	12 585
2002	27 188	4 972
2003	38 044	8 407
2004	33 974	10 216
2005	11 747	2 993
Celkem	137 942	39 173

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že Společnost investovala v předchozích pěti letech částku v objemu 177 115 tis. Kč., a to jak přímým nákupem, tak prostřednictvím leasingu. Hodnota účetních odpisů činila cca 72 000 tis. Kč. Podstatná část investic však byla pořízena formou leasingu, hodnota těchto přepočtených odpisů není k dispozici, avšak je patrné, že Společnost v daném období investovala **nad rámec prosté obnovy**. Hlavní investice směřovaly do stáčecích linek Tetra Pak. Jmenovitý seznam investic je uveden v příloze č. 7 tohoto znaleckého posudku. Následující tabulka uvádí vývoj vytížení kapacit od roku 2001:

Tabulka č. 38b – Výkony v naturálních jednotkách

Rok	2002	2003	2004	2005
Celkový objem dodávek (t) nealko. nápoje	68 068	57 946	55 298	61 111
Celkový objem dodávek (t) alko nápoje	9 537	10 625	12 862	12 377

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že ve sledovaném období přes rozsáhlý investiční proces nedošlo k navýšení produkce a tedy ke zlepšení intenzifikačních faktorů podniku. Z ukazatele produktivity práce z přidané hodnoty viz. kap. 3.2.6.2.5. vyplývá, že investice nezabránily poklesu produktivity práce. Hlavní úsporu tedy představuje vyšší výtěžnost při zpracování ovoce o 2,1 % (uvedeno v kap. 3.2.3). V cenách roku 2006 tato úspora proti předchozímu stavu představuje 56 Kč/t zpracovaných jablek, což při zpracování cca 13 tis. tun jablek ročně představuje úsporu cca 728 tis. Kč/rok. Investice byly vyvolány zejména tlakem konkurence a nutnou inovací výrobků a dále rostoucími nároky hygienických předpisů.

Tabulka č. 38c - Následující tabulka udává vývoj podílu výkonů a DHM (mimo majetek pořízený leasingem):

TEXT	2001	2002	2003	2004	2005
Dlouhodobý hmotný majetek	145 458	163 486	179 672	174 380	170 495
Výkony	858 463	978 127	910 851	892 716	915 989
Podíl výkonů na 1Kč DHM	5,90	5,98	5,07	5,12	5,37

Z výše uvedené tabulky je patrný pokles tohoto ukazatele ve sledovaném období, avšak v porovnání s hodnotou tohoto ukazatele za rok 2004 ve výši 2 v dokumentu Výroba potravin a nápojů 2004 (zdroj Ministerstvo průmyslu a obchodu 2006) se Společnost stále pohybuje vysoko nad průměrnou hodnotou odvětví.

V tomto období došlo k výrazné modernizaci provozů Společnosti, a tedy dle názoru znalce by se investice v následujících letech měly soustředit na prostou obnovu zařízení v návaznosti na poměrně stále rychlejší inovační cyklus v odvětví.

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. Investice financované leasingem jsou popsány v předchozí kapitole. Znalec po konzultaci s managementem předpokládal následující vývoj investic a odpisů, který je uveden v následující tabulce:

Tabulka č. 38d – Investice a odpisy

Text	2006	2007	2008	2009	2010	Celkem
Odpisy	46 709	39 293	30 733	33 619	33 750	184 104
Investiční výdaje	15 522	53 335	45 700	14 150	17 350	146 057

Z výše uvedené tabulky je patrné, že v explicitním období naplánované investice nedosahují celkového objemu odpisů. Investice by měly být zaměřeny do následujících oblastí:

Tabulka č. 38e

Investice 2006	Odpisová skup.	Částka
Budovy	1	
Stavby	2	3 500 000
Energetické stroje a zařízení	3	1 500 000
Pracovní stroje	4	7 000 000
Přístroje	5	
Dopravní prostředky	6	2 000 000
Inventář	7	1 000 000
Celkem		15 000 000

Tabulka č. 39

Investice 2007	Odpisová skup.	Částka
Budovy	1	
Stavby	2	2 740 000
Energetické stroje a zařízení	3	500 000
Pracovní stroje	4	10 000 000
Přístroje	5	500 000
Dopravní prostředky	6	2 000 000
Inventář	7	0
Prostá obnova		0
Celkem		15 740 000

Tabulka č. 40

Investice 2008	Odpisová skup.	Částka
Budovy	1	
Stavby	2	2 000 000
Energetické stroje a zařízení	3	300 000
Pracovní stroje	4	10 000 000
Přístroje	5	800 000
Dopravní prostředky	6	2 000 000
Inventář	7	800 000
Prostá obnova		1 000 000
Celkem		16 900 000

Tabulka č. 41

Investice 2009	Odpisová skup.	Částka
Budovy	1	2 500 000
Stavby	2	2 000 000
Energetické stroje a zařízení	3	0
Pracovní stroje	4	5 000 000
Přístroje	5	500 000
Dopravní prostředky	6	2 000 000
Inventář	7	150 000
Prostá obnova		2 000 000
Celkem		14 150 000

Tabulka č. 42a

Investice 2010	Odpisová skup.	Částka
Budovy	1	
Stavby	2	1 000 000
Energetické stroje a zařízení	3	1 500 000
Pracovní stroje	4	9 000 000
Přístroje	5	1 000 000
Dopravní prostředky	6	3 000 000
Inventář	7	350 000
Prostá obnova		1 500 000
Celkem		17 350 000

Mimo investice pořízené přímým nákupem je předpokládán leasing spojen s pořízením nových linek, aby byla zachována konkurenceschopnost firmy jak v kvalitě produkce, tak ve vzhledu obalů výrobků. V roce 2007 se předpokládá nákup čtyř osobních automobilů a linek v pořizovací ceně 36 000 tis. Kč a v roce 2008 v pořizovací ceně 28 000 tis. Kč. Doba splácení leasingů je plánována na čtyři roky.

Výše popsané investice nemají v zásadě intenzifikační charakter. Nedochází zde k úsporám nákladů, jelikož se jedná o obnovovaná zařízení zejména u stáčecích linek. Jejich nákup nebude mít za následek snížení počtu zaměstnanců a nebude docházet k úsporám mzdových nákladů a materiálových nákladů, což je promítnuto do finanční projekce. Vzhledem k situaci na trhu si tyto investice nekladou za cíl skokové zvýšení produkčních kapacit, a proto výkonové parametry nebudou výrazně odlišné a nebude docházet ani k ostatním úsporám v nákladech na spotřebu materiálu a energie. Společnost nepředpokládá expanzi, viz výstupy ze strategie. Obnova je vyvolána tržním prostředím a vysokými nároky na tempo inovačních cyklů v oblasti obalové techniky u potravin. Pro setrvání Společnosti na relevantních trzích je realizace investic nezbytným předpokladem. V rámci odvození FCF pro trvalou hodnotu je nastaven předpoklad, že přírůstek investic by měl vykazovat vyšší rentabilitu než je kritériální úroveň nákladu kapitálu Společnosti. Nedochází tedy ke ztrátě na vnitřní hodnotě podniku, viz kapitola 5. 2. tohoto posudku.

Tabulka č. 42b - Následující tabulka udává vývoj podílu výkonů a DHM v prognóze (pro srovnání rovněž mimo majetek pořízený leasingem):

TEXT	2006	2007	2008	2009	2010
Dlouhodobý hmotný majetek	182 545	196 367	212 134	192 815	176 715
DHM bez leasingu	167 495	166 015	166 515	164 015	164 115
Výkony	947 200	960 500	977 700	998 070	1 008 097
Podíl výkonů na 1Kč DHM b.l.	5,66	5,79	5,87	6,09	6,14
Podíl výkonů na 1Kč DHM .	5,19	4,89	4,61	5,18	5,70

Z výše uvedeného ukazatele je patrné, že přes počáteční pokles dochází postupně ke zlepšení tohoto ukazatele blížící se r. 2001 a současně se tento ukazatel pohybuje vysoce nad úrovní oboru OKEČ 15.9, a to nad úrovní celého odvětví výroby potravin a nápojů OKEČ 15, jehož hodnota pro rok 2004 činila 3,1. Vzhledem k těmto skutečnostem považuje znalec výše uvedené investice za dostatečné jak pro udržení výkonnosti tak vlastní tržní pozice Společnosti.

5.1.1.2.4. Oblast provozního kapitálu

Ze strategické analýzy vyplývá, že v oblasti zásob se společnost pohybuje pod hranicí kritériálních hodnot odvětví, což je pozitivní a tento trend znalec v rámci konstrukce prognózy zachoval.

Vývoj materiálových zásob je závislý zejména na úrovni sklizně v jednotlivých letech, kdy zejména u domácích plodů se Společnost snaží o výkup maximálního množství tak, aby byla dokupována co nejmenší část zdrojů ze zahraničí. Proto znalec při konstrukci materiálových zásob vycházel fixně z průměru let 2001 až 2005 a doba obratu při růstu produkce mírně klesá.

V oblasti zásob vlastní výroby znalec postupoval tak, že vycházel z průměrné doby obratu jednotlivých druhů zásob za období let 2001 až 2005, které činí u nedokončené výroby 11 dnů a u hotových výrobků 5,5 dnů.

Ve srovnání doby obratu pohledávek se společnost pohybuje nad hranicí kritériální hodnoty odvětví a doba obratu v posledních třech letech dále rostla. Tato skutečnost vyplývá ze silné pozice odběratelů (obchodních řetězců) vzhledem ke společnosti (viz. analýza podniku), proto znalec nepředpokládá výraznější posun vzhledem k dosahovaným kritériím odvětví a do provozního kapitálu znalec konstruoval pohledávky v úrovni průměrné doby obratu pohledávek za období let 2001 až 2005, které činí u 66 dnů.

Ve srovnání doby obratu pohledávek se společnost pohybuje pod hranicí kritériální hodnoty odvětví. Tato skutečnost vyplývá z velkého podílu dodávek ze zahraničí a silné pozice zahraničních dodavatelů vzhledem ke společnosti (viz. analýza podniku), proto znalec nepředpokládá výraznější posun vzhledem k dosahovaným kritériím odvětví a do provozního kapitálu znalec konstruoval závazky v úrovni průměrné doby obratu závazků za období let 2001 až 2005, které činí u 48 dnů.

Jelikož se společnost pohybuje nad hranicí kritériální úrovně odvětví v oblasti běžné likvidity, znalec do prognózy nezahrnul potřebu růstu provozní hotovosti.

Vývoj provozního kapitálu je uveden v následující tabulce:

Změnu v růstu provozního kapitálu ukazuje následující tabulka:

Tabulka č. 43:

Text	2006	2007	2008	2009	2010
Změna pracovního kapitálu	-6 620	2 719	-864	2 888	-6

Provozní kapitál je uveden v následující tabulce:

Tabulka č. 44:

TEXT	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zásoby	110 682	105 369	106 308	107 118	107 946	108 793
Krátkodobé pohledávky	192 545	172 827	178 854	182 082	185 379	188 752
Ostatní aktiva	2 519	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Provozní kapitál brutto	305 746	280 196	287 162	291 200	295 325	299 545
Krátkodobé závazky	164 063	151 470	155 717	160 619	161 857	166 082
Ostatní pasiva	6 672					
Provozní kapitál netto	135 011	128 726	131 445	130 581	133 468	133 463

Do ocenění nebylo promítnuto zvýšení potřeby hotovosti, jelikož Společnost má dostatečnou kreditibilitu u financujících bank pro případné potřeby zajištění financování běžných provozních potřeb.

5.1.1.3. ROZVAHA

Tabulka č. 45:

TEXT	2006	2007	2008	2009	2010
AKTIVA CELKEM	480 846	499 675	526 813	519 112	514 561
Stálá aktiva	185 782	199 824	214 791	195 322	178 922

Dlouhodobý nehmotný majetek	3 237	3 457	2 657	2 507	2 207
Software	3 237	3 457	2 657	2 507	2 207
Dlouhodobý hmotný majetek	182 545	196 367	212 134	192 815	176 715
Pozemky	502	502	502	502	700
Stavby	94 500	93 800	93 450	91 500	91 600
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	67 093	66 413	66 923	67 013	67 075
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	3 400	2 900	2 500	2 000	2 800
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 500	2 000	2 400	2 500	1 200
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	500	400	740	500	740
Leasingové předměty	15 050	30 352	45 619	28 800	12 600
Oběžná aktiva	293 064	297 851	310 022	321 790	333 639
Zásoby	105 369	106 308	107 118	107 946	108 793
Materiál	61 800	61 800	61 800	61 800	61 800
Nedokončená výroba a polotovary	28 713	29 312	29 853	30 405	30 969
Výrobky	14 356	14 656	14 926	15 202	15 485
Poskytnuté zálohy na zásoby	500	539	539	539	539
Dlouhodobé pohledávky	4 050	11 376	11 376	11 376	11 376
Pohledávky z obchodního styku	4 000	11 076	11 076	11 076	11 076
Jiné pohledávky	50	300	300	300	300
Krátkodobé pohledávky	172 827	178 854	182 082	185 379	188 752
Pohledávky z obchodního styku	172 277	175 096	178 324	181 621	184 994
Stát - daňové pohledávky	400	3 506	3 506	3 506	3 506
Jiné pohledávky	150	252	252	252	252
Finanční majetek	10 818	1 313	9 447	17 088	24 718
Ostatní aktiva	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
PASIVA CELKEM	480 846	501 331	529 764	516 376	510 137
Vlastní kapitál	180 159	183 332	193 243	192 355	196 869
Základní kapitál	109 107	109 107	109 107	109 107	109 107
Kapitálové fondy	267	267	267	267	267
Fondy ze zisku	21 843	21 843	21 843	21 843	21 843
Výsledek hospodaření minulých let	46 778	50 598	53 412	56 339	59 450
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	2 164	1 517	8 614	4 799	6 202
Cizí zdroje	300 687	317 998	336 522	324 022	313 269
Krátkodobé závazky	151 470	155 717	160 619	161 857	166 082
Závazky z obchodního styku	125 292	128 404	130 771	133 189	135 662
Závazky k zaměstnancům	1 500	2 500	2 800	3 000	4 000
Závazky ze sociálního zabezpečení	2 200	2 270	2 300	2 350	2 500
Stát - daňové závazky a dotace	22 477	22 543	24 748	23 317	23 919
Bankovní úvěry a výpomoci	149 217	162 281	175 903	162 165	147 187
Bankovní úvěry dlouhodobé	14 217	27 281	40 903	27 165	12 187
Běžné bankovní úvěry	95 000	95 000	95 000	95 000	95 000
Krátkodobé finanční výpomoci	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000

Vývoj jednotlivých položek aktiv a pasiv odpovídá vývoji obratu Společnosti.

5.1.1.4. Výkaz zisků a ztrát

Tabulka č. 46:

TEXT	2006	2007	2008	2009	2010
Výkony	940 039	958 836	975 703	993 740	1 012 184
Výkonová spotřeba	796 063	820 552	835 674	851 238	867 143
Spotřeba materiálu a energie	684 766	697 849	710 813	724 069	737 609
Služby	111 297	122 703	124 861	127 169	129 534

Přidaná hodnota	143 976	138 284	140 029	142 502	145 041
Osobní náklady	78 264	79 458	80 967	82 028	83 000
Mzdové náklady	57 257	58 142	59 225	60 012	60 602
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	450	450	500	500	500
Náklady na sociální zabezpečení	19 947	20 255	20 632	20 907	21 289
Sociální náklady	610	610	610	610	610
Daně a poplatky	1 200	1 250	1 250	1 300	1 184
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	46 709	39 293	30 733	33 619	33 750
Ostatní provozní výnosy	5 000	5 100	5 202	5 306	5 412
Ostatní provozní náklady	8 800	8 976	9 156	9 339	9 525
Provozní výsledek hospodaření	14 003	14 408	23 125	21 522	22 993
Výnosové úroky	5	5	5	5	5
Nákladové úroky	10 011	11 245	10 603	13 994	13 595
Ostatní finanční výnosy	2	2	2	2	2
Ostatní finanční náklady	1 150	1 173	1 196	1 220	1 245
Finanční výsledek hospodaření	-11 154	-12 411	-11 792	-15 207	-14 833
Daň z příjmů za běžnou činnost	684	479	2 719	1 515	1 958
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	2 164	1 517	8 614	4 799	6 202
Výsledek hospodaření za účetní období (+ / -)	2 164	1 517	8 614	4 799	6 202
Výsledek hospodaření před zdaněním (+ / -)	2 849	1 997	11 333	6 314	8 160

Sestavená finanční prognóza předpokládá mírný růst výkonů a růst zejména nákladů na energie. V posledních obdobích hodnocení pak dochází k růstu výkonnosti podniku.

5.1.1.5. Cash Flow

Tabulka č. 47:

TEXT	2006	2007	2008	2009	2010
Počáteční stav pen.prostředků	2 056	10 818	1 313	9 447	17 088
HV z běžné činnosti před daní	2 849	1 997	11 333	6 314	8 160
Úpravy o nepeněžní operace	47 432	50 533	41 331	47 608	47 340
Odpisy st.aktiv, pohled. a umoř.opr.pol	46 709	39 293	30 733	33 619	33 750
Změna stavu opr.položek, rezerv a přech.účtů	-9 283				
Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	10 006	11 240	10 598	13 989	13 590
Čistý pentok z prov.čin. před daní, změnou WC a mimoř.pol.	50 281	52 530	52 664	53 922	55 500
Změna potřeby pracovního kapitálu	31 346	-7 004	-1 341	-1 458	-596
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti	23 195	-10 248	-3 227	-3 298	-3 372
Změna stavu krátkodobých závazků z prov.činnosti	2 838	4 182	2 697	2 668	3 623
Změna stavu zásob	5 313	-938	-810	-828	-847
Čistý pentok z prov.činnosti před daní a mimoř.pol.	81 627	45 525	51 323	52 465	54 904
Výdaje z plateb úroků	-10 011	-11 245	-10 603	-13 994	-13 595
Přijaté úroky	5	5	5	5	5
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-16 181	-3 519	-514	-2 946	-1 356
Čistý pentok z provozní činnosti	55 440	30 766	40 211	35 530	39 958
Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	-15 522	-53 335	-45 700	-14 150	-17 350
Čistý pentok vztahující se k dlouhodobé činnosti	-15 522	-53 335	-45 700	-14 150	-17 350
Změna stavu dlouhodobých, popř. krátkodobých závazků	-31 194	13 064	13 622	-13 738	-14 978
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	38		1		
Peněžní dary a dotace do vlastního kapitálu	16				
Přímé platby na vrub fondů	22				
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-31 156	13 064	13 623	-13 738	-14 978
Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků	8 762	-9 505	8 134	7 642	7 630
Stav peněžních prostředků na konci období	10 818	1 313	9 447	17 088	24 718

Vývoj jednotlivých položek cash flow je standardní, z provozní činnosti je generováno kladné cash-flow, které je použito částečně k financování dlouhodobých aktiv.

5.1.1.6. Ukazatele

Tabulka č. 48:

Název	2006	2007	2008	2009	2010
Ukazatelé ziskovosti					
Rentabilita celkových aktiv ROA	2,03%	2,01%	3,16%	2,97%	3,21%
Rentabilita vlastního kapitálu	1,20%	0,83%	4,46%	2,49%	3,15%
Rentabilita vloženého kapitálu	5,03%	4,78%	7,12%	7,03%	7,91%
Rentabilita tržeb z EBITu	1,37%	1,38%	2,25%	2,05%	2,15%
Ukazatele likvidity					
Okamžitá likvidita	0,04	0	0,03	0,06	0,08
Pohotová likvidita	0,64	0,62	0,65	0,68	0,71
Běžná likvidita	1,02	1,02	1,05	1,08	1,11
Ukazatele aktivity II					
Doba obratu materiálu	23,67	23,24	22,82	22,4	22
Doba obratu nedokončené výroby	11	11,02	11,02	11,02	11,02
Doba obratu výrobků	5,5	5,51	5,51	5,51	5,51
Doba obratu dlouh. pohledávek	1,53	4,17	4,09	4,02	3,94
Doba obratu krátk. pohledávek	65,97	65,84	65,85	65,85	65,85
Doba obratu krátk. závazků	47,98	48,29	48,29	48,29	48,29
Ukazatele produktivity					
Produktivita z přidané hodnoty	1,84	1,74	1,73	1,74	1,75

Z uvedených ukazatelů je patrné, že v rámci prognózy dochází ke zlepšení jak ukazatelů finanční stability, tak výkonnosti podniku.

5.1.2. Vlastní určení dílčích parametrů pro ocenění

5.1.2.1. 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. 49 - 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 středně velké firmy.

Proto znalec stanovil rizikovou přírážku pro střední firmy ve výši **1,5 %**. **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, kde se pohybují dceřinné společnosti velkých nadnárodních koncernů z USA jako PEPSI COLA, COCA COLA nebo velké evropské společnosti např. RAUCH, PFANNER a neustále dochází ke koncentraci výrobních kapacit v Evropě do koncernových celků příkladem může být odprodej výroby džusů spol. Walmart polskému koncernu MASPEX, znalec stanovil rizikovou přírážku pro danou společnost ve středu uvedeného intervalu. Při odvození této přírážky znalec vzal na zřetel globální tržní kapitalizaci výše uvedených nadnárodních společností.

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

Tato riziková přírážka je obvykle aplikována v případě veřejně neobchodovaných cenných papírů. Jelikož se jedná o specializovanou společnost pohybující se na úzkém tržním segmentu a potenciální poptávku tvoří zasvěcení investoři, nebyla tato přírážka znalcem aplikována.

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 3,99 % a po snížení o inflaci ve výši 2 % činil 1,66 %. 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 1,5 %. 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 **7,49 až 7,71 %**.

E) Určení nákladu cizího kapitálu

Společnost k datu ocenění využívá cizí úročený kapitál ve výši 155 193 tis. Kč, seznam viz kapitola 2. Průměrný náklad cizího kapitálu činí **4,72 %**.

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 = 5,58 až 5,60 %**. V celém výpočtu je promítnut fakt, že se jedná o hodnocení společnosti v inflačním prostředí. WACC je propočten iteračním postupem pro každý rok.

5.1.2.2. FCF a výpočet reziduální – pokračující hodnoty

Ocenění bylo provedeno dle finančního plánu sestaveného znalcem. Vlastní propočet hodnoty podniku je proveden za využití firemního software za předpokladů uvedených v kapitole 5.1.1. 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. Změna strategie (expanze) by znamenala částečnou ztrátu této konkurenční výhody a silných stránek. Společnost by se tak dostala do přímých střetů z konkurencí nadnárodních společností. Znalec je přesvědčen, že managementem zvolená generační strategie se soustředěním pozornosti na určité segmenty trhu umožňuje setrvávat na trhu, avšak s omezeným růstem na úkor jiných konkurentů, což je pro tuto strategii charakteristické.
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 snižování cen ze strany obchodních řetězců na jedné straně zlepšuje rytmičnost výroby, což je na druhé straně obětováno nízkou marží, přičemž tato marže je rovněž ovlivněna úrovní vstupů z 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 popsanych 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 vnitřní hodnoty Společnosti, znalec provedl propočet rentability čistých investic do

dlouhodobého majetku a provozních aktiv. Rentabilita čistých investic pro trvalou hodnotu činí 6,17 % a blíží se WACC, který činí 5,60 %. 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. 50 :

Tabulka č. 50 – výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity iteračním modelem:

(v tis. Kč)	2006	2007	2008	2009	2010	PH
EBIT*(1-tax)	9 773	10 064	16 671	15 434	16 534	16 699
Odpisy	46 709	39 293	30 733	33 619	33 750	33 750
Investiční výdaje	-15 522	-53 335	-45 700	-14 150	-17 350	
Změna pracovního kapitálu	-6 620	2 719	-864	2 888	-6	36 458
Volný peněžní tok (FCF)	11 895	-6 697	2 568	32 015	32 940	13 992
(1-t)	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
Bezriziková sazba po korekci	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%
Tržní riziková přírůžka	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%
Specifické riziko podniku	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
beta (n)	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41
beta (z)	0,74	0,73	0,74	0,76	0,73	0,70
Náklad vlastního kapitálu	7,71%	7,65%	7,69%	7,82%	7,66%	7,49%
Náklad cizího kapitálu	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%
Náklad cizího kapitálu po zdanění	3,59%	3,59%	3,59%	3,59%	3,59%	3,59%
CK	155 193	149 217	162 281	175 903	162 165	147 187
K	301 909	294 232	317 382	332 555	319 103	304 005
CK/K	51,40%	50,71%	51,13%	52,89%	50,82%	48,42%
VK/K	48,60%	49,29%	48,87%	47,11%	49,18%	51,58%
CK/VK	105,78%	102,90%	104,63%	112,29%	103,33%	93,86%
WACC	5,59%	5,59%	5,59%	5,58%	5,59%	5,60%
Diskontní faktor	0,9862	0,9470	0,9471	0,9471	0,9470	21,7273
Hodnota brutto	301 909	294 232	317 382	332 555	319 103	304 005

5.1.3. Neprovozní majetek

Jedná se o majetek, který podnikatelský subjekt zpravidla 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 vlastní ocenění tohoto majetku je provedeno v příloze č. 1 tohoto posudku. Zjištěné hodnoty pro ocenění uvedeny v následujícím přehledu:

Název aktiva	Obchodní podíl	Účetní hodnota	Tržní hodnota
LINEA SLOVENSKO s. r. o.	100 %	0 Kč	25 537 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	25 537 tis. Kč

Hledaná tržní hodnota neprovozních aktiv podniku tak činí **25 537 tis. Kč**.

5.1.4. 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.

Tabulka č. 51 – Rekapitulace zjištěných hodnot:

Text	Hodnota v tis. Kč
Brutto hodnota	301 909
Neprovozní aktiva	25 537
Brutto hodnota včetně neprovozního majetku	327 446
úročené cizí zdroje	155 193
Výnosová hodnota podniku	172 253

Hodnota podniku LINEA NIVNICE a. s. k datu ocenění 30. 9. 2006 odvozená oceňovacím modelem DCF entity činí:

172 253 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

- Vyloučení neoperativních aktiv, především finančních investic a finančního majetku, ale i jiných aktiv, které nemají vazbu na hlavní činnost podniku.
- 1) 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.
- 2) 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. 52.

Tabulka č. 52 – Výpočet čistých operativních aktiv

Pol.	Parametr	Hodnota v tis. Kč.					
		2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	Aktiva celkem	531 898	480 846	499 675	526 813	519 112	514 561
2	Leasingové předměty						
3	Vyloučení neoperativ.akt.	0					
4	Přip.aktiv neu.v účet.	0	0	0	0	0	0
5	Neúročený cizí kapitál	164 063	151 470	155 717	160 619	161 857	166 082
6	NOA	367 835	329 376	343 958	366 194	357 255	348 479

- Komentář k tabulce č. 51:
- Položka č. 1.
- Aktiva byla převzata z korigované finanční prognózy viz. viz. kapitola 5. 1.
- Položka č. 2

- Management Společnosti investuje do obnovy linek formou leasingu viz závěry finanční analýzy. Rozložení finančních pronájmů pro prognózu je provedeno dle metodika IFRS viz příloha č. 3.
- Položka č. 3.
- Položka č. 6.
- Propočet dle algoritmu:
- Pol. č. 6 = Pol. č. 1 + Pol. č. 2 - Pol. č. 3 - Pol. č. 4 - 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. 53.

Tabulka č. 53 – Výpočet NOPAT

Pol.	Parametr	Hodnota v tis. Kč.					
		2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	VH z běžné činnosti		2 164	1 517	8 614	4 799	6 202
2	Úpravy VH						
3	Vyloučení placených úr.		10011	11245	10603	13994	13595
4	Vyloučení mim.nák a výn.						
5	Vliv změn vlastního kapitálu						
6	Úprava fin.nák.a výn.						
7	Úprava daně		-2402,64	-2698,8	-2544,72	-3358,56	-3262,8
8	NOPAT		9 772	10 063	16 672	15 434	16 534

- Komentář k tabulce č. 53:
- Položka č. 1.
- VH z běžné činnosti byl převzat z upravené finanční prognózy viz. viz. kapitola 5. 1. 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 finanční prognózy viz. kapitola 5. 1.
- Položka č. 7.
- Daňový základ byl zvýšen o nákladové úroky a následně znalec propočtl zvýšení daně.
- Položka č. 8.
- Propočet dle algoritmu:
- Pol. č. 8 = Pol. č. 1 + Pol. č. 2 + Pol. č. 3 + Pol. č. 4 + Pol. č. 5 + Pol. č. 6 + 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:

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

Je-li vypočteno MVA, pak je možné ocenit podnik s pomocí této metody.

Základní vzorec pro oceňování metodou EVA zní:

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

$$V = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}}{(1+WACC)^t} + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC * NOA_T}{WACC * (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (11)$$

$$MVA_t = \frac{NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}}{(1+WACC)^t}, \quad (12)$$

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,
VA_t	=	tržní přidaná hodnota v roce t explicitního období (market value added).

Rekapitulace ocenění je uvedena v následující tabulce č. 54.

Tabulka č. 54 – Rekapitulace zjištěných hodnot

Pol.	Parametr	Hodnota v tis. Kč.				
		2006	2007	2008	2009	2010
1	WACC	5,59%	5,59%	5,59%	5,59%	5,59%
2	NOPAT-WAC X NOA	-8 640	-9 164	-3 798	-4 536	-2 946
3	Diskontní faktor	105,59%	111,49%	117,72%	124,31%	131,25%
4	MVA	-8 182	-8 219	-3 226	-3 649	-2 244

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.

Tabulka č. 55 – Rekapitulace zjištěných hodnot:

Text	Hodnota v tis. Kč
Současná hodnota MVA	-25 521
Trvalá hodnota	-44 534
NOA	367 835
Cizí zdroje	155 193
Neprovozní majetek	25 537
Hodnota firmy netto	168 124

Hodnota podniku LINEA NIVNICE a. s. k datu ocenění 30. 9. 2006 odvozená oceňovacím modelem EVA činí:

168 124 tis. Kč.

5.3. REKAPITULACE A SJENOCENÍ ZJIŠTĚNÝCH VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ PODNIKU

Znalec při ocenění provozní části podniku aplikoval model ocenění výnosový DCF a jako druhý model ocenění aplikoval model EVA. K oběma dílčím hodnotám znalec přičetl hodnotu neprovozního majetku.

Zjištěné výsledky ocenění podniku podle zvolených modelů ocenění jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka č. 56 – Přehled výsledků ocenění

Text	Zjištěná hodnota
Zjištěná hodnota podniku pro model DCF včetně hodnoty neprovozního majetku	172 253 tis. Kč

Zjištěná hodnota podniku pro model EVA včetně hodnoty neprovozního majetku	168 124 tis. Kč
--	-----------------

Model ocenění 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 podle zvolených modelů jsou svými hodnotami blízké. Vzhledem k tomu se znalec rozhodl pro stanovení výsledné hodnoty podniku ve stavu chodu na základě nosného modelu ocenění DCF. Výsledná hodnota podniku v chodu včetně neprovozního majetku činí k datu ocenění:

172 253 tis. Kč.

5.4. URČENÍ CENY AKCIE ODPOVÍDAJÍCÍ TRŽNÍ HODNOTĚ PODNIKU

Přiměřenou výši protiplnění za akcie při realizaci práva hlavního akcionáře na výkup účastnických cenných papírů společnosti LINEA NIVNICE, a. s. podle ust. § 183i a násl. Obchodního zákoníku znalec určil na principu ekvivalence ze zjištěné tržní hodnoty podniku, kterou znalec odvodil v předchozí kapitole 5.3.

Tabulka č. 57 – Přehled výsledků ocenění

Text	Zjištěná hodnota
Zjištěná tržní hodnota podniku	172 253 tis. Kč
Počet emitovaných akcií obou emisí	109 107 ks o jmenovité hodnotě 1 000,- Kč každá
Cena akci, jenž je přiměřená hodnotě účastnických cenných papírů emitenta pro obě emise v Kč	1 578,75 Kč

Zjišťovaná velikost hodnoty protiplnění připadající na jednu emitovanou akcii Společnosti o jmenovité hodnotě 1 000,- Kč činí k datu směrodatného ocenění:

1 579,- Kč.

Tato zjištěná finanční částka je cenou, která je přiměřená tržní hodnotě podniku emitenta společnosti LINEA NIVNICE, a. s. k určenému datu ocenění. Tato zjištěná částka bude sloužit majoritnímu akcionáři jako jeden z podkladů pro jeho rozhodování o stanovení výše protiplnění v penězích, jež nabídne ostatním akcionářům Společnosti v případě, že využije svého práva přechodu všech účastnických cenných papírů na majoritního akcionáře v souladu s § 183i a následujících Obchodního zákoníku.

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.

Popis oceňovaného podniku emitenta a analýza jeho podnikání jsou uvedeny v kapitole 1 až 3 tohoto posudku a **způsoby a postupy ocenění** jsou popsány v kapitole 4 a 5.

Za účelem určení výše hodnoty protiplnění při realizaci práva hlavního akcionáře na výkup účastnických cenných papírů znalec nejprve zjistil tržní hodnotu podniku. Při ocenění provozního majetku podniku znalec aplikoval dva modely ocenění - model diskontovaného cash flow entity a model ekonomické přidané hodnoty EVA. 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. Přehled zjištěných výsledků podle vybraných metod ocenění je uveden v kapitole 5.3. tohoto posudku. V konečném důsledku se znalec přiklonil k modelu DCF. Znalcem zjištěná tržní hodnota podniku LINEA NIVNICE, a. s. k směrodatnému datu ocenění činila:

172 253 tis. Kč

Slovy: Stosedmdesátdvamiliónůdvěstěpadesáttřítisícikorunčeských.

Zjištěná hodnota akcie pro účel posouzení výše protiplnění byla určena na principu ekvivalence ze zjištěné tržní hodnoty podniku. Hledaná hodnota akcie emitenta LINEA NIVNICE, a. s. k směrodatnému datu ocenění, tj. k **30. 9. 2006 tak činí:**

1 579 Kč

Slovy: Jedentisícpětsedmdesátdevětkorunčeských.

Hlavní akcionář Společnosti firma ARNA, a. s. oznámila dopisem ze dne 22.11.2006, že pro zamýšlenou realizaci práva na výkup účastnických cenných papírů společnosti LINEA NIVNICE, a. s. určil hodnotu protiplnění za akcie obou emisí společnosti LINEA NIVNICE, a. s. ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč, každá ve výši 1 579,- Kč za jednu akcii.

Na základě posouzení výše uvedených skutečností znalec dospěl k názoru, že hodnota protiplnění určená hlavním akcionářem v rámci využití práva výkupu účastnických cenných papírů ve výši 1 579,- Kč za jednu akcii Společnosti je přiměřená ve smyslu ustanovení § 183i a násl. Obchodního zákoníku.

V Ostravě dne 22. 11. 2006

Zpracovatelé:

Ing. Josef Pawlita

Ing. Kamila Holubová

Ing. Jiří Smetana

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. 103/2006 znaleckého deníku znaleckého ústavu Kvita, Pawlita & Partneři, s. r. o.

V Ostravě dne 22. 11. 2006

Statutární zástupce znaleckého ústavu
Ing. Josef Pawlita

Přílohy

Nedílnou součástí tohoto posudku jsou následující přílohy:

- 1) Ocenění neprovozního majetku
- 2) Výkazy konkurenčních podniků
- 3) Přehled kapitalizovaných leasingů
- 4) Vývoj populace v ČR do roku 2050
- 5) Vývoj světových cen zmraženého pomerančového koncentrátu
- 6) Vývoj trhu v ČR a na Slovensku – tabulkový přehled
- 7) Přehled investic 2001 až 2005