

Ing. Petr Šmíd
Semická 3291/8
143 00 Praha 4
Tel: 731 182 297
email: psmid2001@volny.cz

ZNALECKÝ POSUDEK **č. 088-07/2011**

Stanovení výchozí ceny akcie společnosti Drůbežářský závod Klatovy a.s. při veřejné dražbě obchodníkem cennými papíry

Zadavatel : CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s., se sídlem
Veveří 111, 616 00 Brno, IČ 277 58 419

Zhotovitel: Ing. Petr Šmíd, Semická 3291/8, Praha 4

Účel ocenění: Stanovení tržní hodnoty předmětu nedobrovolné veřejné
dražby – souboru akcií

Vypracoval: Ing. Petr Šmíd

Posouzení bylo provedeno ke dni: 31. 10. 2011

Místní šetření bylo prováděno: 11 - 12/2011

Datum vypracování znaleckého posudku: 31. 12. 2011

Počet stran posudku: 62
Počet příloh: 5
Počet předaných vyhotovení: 3

Souhrnná zpráva k ocenění akcií společnosti Drůbežářský závod Klatovy a.s.

Předmět a účel ocenění

Stanovení tržní hodnoty předmětu nedobrovolné veřejné dražby – souboru akcií společnosti Drůbežářský závod Klatovy a.s., se sídlem 5. května 112, Klatovy, IČ: 453 59 989 (dále jen „Společnost“).

Tento znalecký posudek (dále jen „Posudek“) je použitelný pouze pro účely, které jsou vymezeny v dalším textu, a závěry v něm uvedené nelze zobecňovat k jakýmkoli jiným případům.

Zhotovitel

Posudek zpracoval: Ing. Petr Šmíd, Semická 3291/8, Praha 4

V dalším textu bude z důvodu zjednodušení znalec nazýván pouze jako „Zhotovitel“.

Zadavatel

Zadavatelem je právní zástupce společnosti CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s., se sídlem Veveří 111, 616 00 Brno, IČ 277 58 419.

Dále bude pro účely tohoto posudku tato společnost nazývána jako „Zadavatel“.

Rozhodné datum ocenění

Za rozhodné datum ocenění Společnosti bylo Zadavatelem tohoto znaleckého posudku stanoveno datum **31. říjen 2011**.

Rekapitulace

Hodnotu společnosti Drůbežářský závod Klatovy a.s., se sídlem 5. května 112, Klatovy, IČ: 453 59 989 jsem stanovil k datu ocenění 31. října 2011 na základě použitých dvou metod ocenění následovně:

- / metodou DCF entity na: 417 815 tis. Kč
- / neúplnou substanční metodou na: 400 445 tis. Kč

Závěr

Na základě použitých podkladů a předpokladů uvedených v tomto Posudku jsem dospěl k závěru, že hodnota Společnosti Drůbežářský závod Klatovy a.s., se sídlem 5. května 112, Klatovy, IČ: 453 59 989, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Plzni, oddíl B, vložka 235, stanovená na základě výnosové metody k datu ocenění 31. října 2011 pro účely dražby, činí:

417 815 000 Kč

(slovy: čtyři sta sedmnáct miliónů osm set patnáct tisíc korun českých),

což znamená, že hodnota jedné akcie byla po zaokrouhlení stanovena na částku:

4 541,- Kč

(slovy: čtyři tisíce pět set čtyřicet jedna koruna česká)

.....
Ing. Petr Šmíd

OBSAH	
Souhrnná zpráva	2
I. ÚVOD	6
1.1 Účel ocenění	6
1.2 Předmět ocenění	6
1.3 Kritéria ocenění	6
1.4 Zdroje informací a použité informace	7
1.5 Předpoklady a omezující podmínky	8
1.6 Specifikace pojmu hodnoty, pro účely tohoto posudku	8
II. POPIS SPOLEČNOSTI	10
2.1 Identifikace Společnosti k datu ocenění	10
2.2 Základní údaje o cenném papíru	10
2.3 Základní kapitál a vlastnická struktura	10
2.3 Statutární orgán k datu ocenění	11
2.4 Historie společnosti	11
2.5 Duševní vlastnictví	12
2.6 Účetnictví společnosti	14
III. STRATEGICKÁ ANALÝZA	15
3.1 Analýza vnějšího potenciálu	15
3.2 Predikce vývoje trhu	19
3.3 Analýza konkurenční síly a predikce postavení na trhu	19
3.4 Shrnutí strategické analýzy	20
IV. FINANČNÍ ANALÝZA	21
4.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy	21
4.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	22
4.3 Poměrové ukazatele	24
4.4 Shrnutí	25
V. ROZDĚLENÍ MAJETKU NA PROVOZNĚ NUTNÝ A NEPROVOZNÍ	26
5.1 Finanční investice – kapitálový trh	26
5.2 Finanční investice – dceřiná společnost	26
5.3 Půjčka ovládané osobě	26
5.4 Dlouhodobá pohledávka	26
VI. FINANČNÍ PLÁN	28
6.1 Tržby	28
6.2 Provozní zisková marže	29
6.3 Investice do dlouhodobého majetku a odpisy	31
6.4 Pracovní kapitál	32
6.5 Další položky finančního plánu	33
VII. METODY OCENĚNÍ	35
7.1 Metody majetkové	35
7.2 Metody výnosové	41
7.3 Metody založené na analýze trhu	43
VIII. Stanovení hodnoty	44
8.1 Volba metody	44
8.2 Stanovení hodnoty metodou DCF entity	45
8.3 Ocenění metodou substanční hodnoty	53
IX. REKAPITULACE	59
X. ZÁVĚREČNÝ VÝROK ZPRACOVATELE	60
10.1 Prohlášení zpracovatele	60
10.2 Závěrečný výrok	60
ZNALECKÁ DOLOŽKA	61
PŘÍLOHY	62

Tabulky:

Tabulka č. 1: Ochranné známky Společnosti	12
Tabulka č. 2: Činnosti Společnosti dle klasifikace ekon. činností (CZ-NACE)	18
Tabulka č. 3: Zkrácená rozvaha (v tis. Kč)	21
Tabulka č. 4: Vertikální analýza rozvahy	22
Tabulka č. 5: Zkrácený výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)	22
Tabulka č. 6: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty	23
Tabulka č. 7: Ukazatele rentability (v %)	24
Tabulka č. 8: Ukazatele obratu (ve dnech)	24
Tabulka č. 9: Ukazatele likvidity	24
Tabulka č. 10: Ukazatele zadluženosti	25
Tabulka č. 11: Neprovozní majetek – poskytnuté půjčky (v Kč)	27
Tabulka č. 12: Predikce tržeb	28
Tabulka č. 13: Predikce tržeb	29
Tabulka č. 14: Provozní zisková marže v letech 2006 – 2011 (v %)	29
Tabulka č. 15: Vývoj nákladů na prod. zboží a výk. spotřeby v letech 2006-2011 (v tis. Kč)	30
Tabulka č. 16: Vývoj plánované výk. spotřeby a nákladů na prodané zboží (v tis. Kč)	30
Tabulka č. 17: Vývoj osobních nákladů v letech 2006 - 2011 (v tis. Kč)	31
Tabulka č. 18: Vývoj plánovaných os. nákladů v letech 2011 – 2016 (v tis. Kč)	31
Tabulka č. 19: Provozní zisková marže (v %)	31
Tabulka č. 20: Odpisy a investice do dlouhod. majetku v letech 2006 - 2011 (v tis. Kč)	31
Tabulka č. 21: Plán odpisů a investic do dlouhod. majetku v letech 2011 - 2016 (v tis. Kč)	32
Tabulka č. 22: Historické doby obratu jednotl. složek pracovního kapitálu (ve dnech)	32
Tabulka č. 23: Plánované doby obratu jednotl. složek pracovního kapitálu (ve dnech)	32
Tabulka č. 24: Historické hodnoty jednotl. složek pracovního kapitálu (v tis. Kč)	33
Tabulka č. 25: Plánované hodnoty jednotl. složek pracovního kapitálu (v tis. Kč)	33
Tabulka č. 26: Doporučené náklady vlastního kapitálu (v %)	39
Tabulka č. 27: Faktory pro vyhodnocení koeficientu P (metodika J. Šantrůčka)	40
Tabulka č. 28: Výpočet diskontní sazby (WACC) pro jednotlivé roky	47
Tabulka č. 29: Volné peněžní toky projekce včetně výpočtu hodn. první fáze (v tis. Kč)	48
Tabulka č. 30: Výpočet současné hodnoty druhé fáze (v tis. Kč)	49
Tabulka č. 31: Oficiální kurzovní lístek BCPP	50
Tabulka č. 32: RM-SYSTÉM»Kurzy on-line»Akcie»ČEZ	50
Tabulka č. 33: Stanovení kurzu akcie – vážený průměr	51
Tabulka č. 34: Vyhodnocení jednotlivých faktorů ovlivňujících právní stav	51
Tabulka č. 35: Výpočet současné hodnoty pohledávky č. 1	52
Tabulka č. 36: Výpočet současné hodnoty pohledávky č. 2	52
Tabulka č. 37: Celková hodnota vlastního kapitálu (v tis. Kč)	53
Tabulka č. 38: Indexy cen průmyslových výrobců dle klasifikace CZ-CPA	54
Tabulka č. 39: Členění a ocenění kr. pohledávek z obch. styku (v tis. Kč)	56
Tabulka č. 40: Tabulkový přehled ocenění položek aktiv rozvahy (v tis. Kč)	57
Tabulka č. 41: Rekapitulace dosažených hodnot (v tis. Kč)	58

Grafy:

Graf č. 1: Vývoj HDP	16
-----------------------------------	----

I. ÚVOD

1.1 Účel ocenění

Stanovení tržní hodnoty předmětu nedobrovolné veřejné dražby - souboru akcií společnosti Drůbežářský závod Klatovy a.s., se sídlem 5. května 112, Klatovy, IČ: 453 59 989 (dále jen „Společnost“), a to pro účely veřejné dražby akcií Společnosti obchodníkem cennými papíry.

Znaleckým úkolem je podchycení a vyhodnocení hlavních faktorů, které podstatným způsobem ovlivňují, či by mohly ovlivnit, tržní hodnotu jedné kmenové akcie Společnosti o nominální hodnotě 1.000,- Kč, a to k rozhodnému datu 31. říjnu 2011.

Vymezení předmětu ocenění je provedeno v *kapitole č. 2 Popis společnosti*.

1.2 Předmět ocenění

Kmenová akcie společnosti Drůbežářský závod Klatovy a.s. o nominální hodnotě 1.000,- Kč.

1.3 Kritéria ocenění

1.3.1 Rozbor účelu ocenění vzhledem volbě metodiky ocenění

V rámci zadání zpracování tohoto Posudku prohlásil zadavatel, že Posudek výslovně neslouží pro právní úkony, pro které je nutné jmenování znalce soudem (například vklad do základního kapitálu jiné právnické osoby, převody majetku mezi spřízněnými osobami), a ani není zpracován pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů, ani pro posouzení přiměřeného vyrovnání v rámci práva odkupu účastnických cenných papírů z důvodu tzv. „squeeze outu“ ani neslouží pro jiné obdobné účely.

Jedná se tedy o podpurný materiál při stanovení ceny akcie pro dražbu nevyzvednutých akcií.

Podle již ustálené české oceňovací praxe má znalec zvolit takovou metodiku ocenění, aby co nejvíce respektovala účel ocenění.

Z výše uvedené citace vyplývá, že stěžejní bude nalezení takové hodnoty, která by zohledňovala užitek pro akcionáře. Podle názoru Zhotovitele je tomuto pojmu nejbližší pojem tržní hodnoty, tedy hodnoty, za kterou by mohl akcionář společnosti realizovat prodej akcie na reálném trhu. Pojem tržní hodnoty je definován podle oceňovacích standardů v dalším textu tohoto Posudku. Protože nebudou prodejem odebírána žádná akcionářská práva, nebude cílem nalezení jiná hladina hodnoty, jako například fair value. V ocenění tedy bude možné použít v případě ocenění minoritního balíku akcií například srážku za minoritu.

Ocenění tedy bude stanoveno na tržní hodnotu dle ustálené oceňovací praxe a v souladu s mezinárodními oceňovacími standardy.

1.3.2 Datum ocenění – rozhodný den

Dle vyjádření Zadavatele je rozhodným dnem, tedy dnem, ke kterému je ocenění prováděno 31.10.2011. Pro volbu ocenění není relevantní, zda od rozhodného dne do data vypracování Posudku došlo k významným změnám, či skutečností.

1.4 Zdroje informací a použité informace

Tento dokument je zpracován na základě údajů poskytnutých Společností v rámci zadání. Zástupci Společnosti poskytli při zpracování dokumentu Zhotoviteli potřebné informace a součinnost, zejména v rámci vysvětlení (například ke struktuře a obsahu majetku a závazků). Dále je tento Posudek zpracován na základě informací dostupných z veřejných informačních zdrojů (převážně internet).

1.4.1 Předané podklady zadavatelem

- Výkazy zpracované pro měsíční účetní závěrku Společnosti k rozhodnému dni
- Soupisy movitého majetku evidovaného v rozvaze a operativní evidenci Společnosti
- Saldo pohledávek v „bankovním“ členění do a po splatnosti
- Saldo závazků v „bankovním“ členění do a po splatnosti
- Výkazy zpracované pro měsíční účetní závěrku dceřiné společnosti Ekoagrofarmy Konstantinovy Lázně s.r.o. k rozhodnému dni
- Výhled plánu hospodaření Společnosti
- Výhled plánu hospodaření společnosti Ekoagrofarmy Konstantinovy Lázně s.r.o.
- Rozbor nedokončených investic Společnosti
- Stav půjček poskytnutých Společností

1.4.2 Použitá literatura

- Miloš Mařík a kolektiv: Metody oceňování podniku, Vyd. II., Ekopress, Praha 2007
- Eva Kislingerová: Oceňování podniku, Vyd. II., C.H.Beck, Praha 2001
- R.A.Brealey, S.C.Myers: Teorie a praxe firemních financí, Victoria Publishing, Praha 1992

1.4.3 Obchodní rejstřík

- Úplný výpis z obchodního rejstříku Společnosti
- Aktuální výpis z obchodního rejstříku Společnosti
- Aktuální výpis z obchodního rejstříku společnosti Ekoagrofarmy Konstantinovy Lázně, s.r.o.
- Výroční zprávy Společnosti
- Výkazy společnosti Ekoagrofarmy Konstantinovy Lázně, s.r.o.

1.4.4 Internetové zdroje

- Použité Internetové stránky: www.cnb.cz; www.mfcr.cz; www.czso.cz; www.justice.cz; www.mze.cz; www.dzklatovy.cz

1.4.5 Další informace

- Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
- Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů
- Vyhláška č. 37/1967 Sb., o provedení zákona o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů

1.5 Předpoklady a omezující podmínky ocenění

Toto ocenění je zpracováno v souladu s následujícími obecnými a omezujícími podmínkami:

1. Nebylo provedeno žádné šetření pravosti a správnosti podkladů předaných objednatelem. Údaje o skutečnostech obsažených v Posudku se považují za pravdivé a správné.
2. Dále se předpokládá, že vlastnictví je pravé a čisté od všech zadržovacích práv, služebností nebo břemen zadlužení kromě těch, jež jsou vyznačeny v listinách osvědčujících vlastnictví a které bylo eventuálně sděleno zpracovateli.
3. Informace z jiných zdrojů, na nichž je založeno celé nebo část ocenění jsou věrohodné, ale nebyly ve všech případech ověřovány.
4. Tento Posudek může být použit výhradně k účelu, pro který byl zpracován.
5. Zhotovitel nepřebírá odpovědnost za změny v tržních podmínkách. Nepředpokládá, že by důvodem k přezkoumání tohoto Posudku mělo být zohlednění událostí nebo podmínek, které by se vyskytly následovně po datu zpracování.
6. Předpokládá se odpovědné vlastnictví a správa vlastnických práv.
7. Pokud se nezjistí něco jiného, předpokládá se u podnikání oceňované společnosti plný soulad se všemi aplikovanými zákony a předpisy v ČR.
8. Ocenění zohledňuje všechny skutečnosti známé zhotoviteli, které by mohly ovlivnit dosažené závěry nebo odhadnuté hodnoty.
9. Zhotovitel prohlašuje, že nemá žádné současné ani budoucí zájmy na vlastnictví cílové společnosti, která je předmětem Posudku, a že neexistuje osobní zájem nebo zaujatost vzhledem k zahrnutým částem.
10. Analýzy, názory a závěry uvedené v Posudku jsou platné jen za omezených podmínek a předpokladů, které jsou v Posudku uvedeny a jsou nezaujatými profesionálními analýzami, názory a závěry Zhotovitele Posudku.
11. Údaje o skutečnostech obsažených v Posudku jsou pravdivé a správné.

1.6 Specifikace pojmu hodnoty, pro účely tohoto Posudku

Pojmem hodnota Společnosti se v rámci tohoto Posudku rozumí tržní hodnota dle Standardu 1 IVS 2005¹, kde:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi

¹ International Valuation Standards 2005, str. 82-83.

samostatnými a nezávislymi partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

Pojmy definice tržní hodnoty dle IVS²

- / „...odhadnutá částka...“ - odpovídá ceně vyjádřené v penězích, která by byla zaplacená za aktivum v transakci mezi samostatnými a nezávislymi partnery,
- / „...by měl být majetek směněn...“ - odráží skutečnost, že hodnota majetku je odhadnutá částka, nikoli předem určená částka nebo skutečná prodejní cena,
- / „...k datu ocenění...“ - požaduje, aby stanovená tržní hodnota byla časově omezena,
- / „...mezi ochotným kupujícím...“ - kupující není příliš dychtivý ani nucený kupovat za každou cenu,
- / „...ochotným prodávajícím...“ - prodávající není příliš dychtivý ani nucený prodávat za každou cenu,
- / „...při transakci samostatných a nezávislých partnerů...“ - určuje transakci mezi osobami, které nemají mezi sebou blízké či zvláštní vztahy (např. dceřiná společnost, vlastník-nájemce),
- / „...po náležitém marketingu...“ - majetek by měl být na trhu vystaven nejvhodnějším způsobem, aby za něj byla získána nejlepší cena přicházející v úvahu,
- / „...ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně...“ - kupující i prodávající byly k datu ocenění dostatečně informovány o podstatě a vlastnostech majetku, jeho využití a stavu trhu k datu ocenění,
- / „...a bez nátlaku...“ - žádná ze stran nebyla nucena ani tlačena do realizace.

² MAŘÍK, Miloš, et al. Metody oceňování podniku : Proces ocenění, základní metody a postupy. 2. upr. a rozš. vyd. Praha : Ekopress, s.r.o., 2007. ISBN 978-80-86929-32-3. Tržní hodnota, s. 22-24.

II. POPIS SPOLEČNOSTI

2.1 Identifikace Společnosti k datu ocenění

Obchodní firma:	Drůbežářský závod Klatovy a.s.
Identifikační číslo:	453 59 989
Sídlo:	5. května 112, Klatovy
Právní forma:	Akciová společnost
Základní kapitál:	92 005 000,- Kč
Den zápisu do obchodního rejstříku:	1. května 1992
Zápis v obchodním rejstříku:	vedený Krajským soudem v Plzni, oddíl B, vložka 235

Předmět podnikání k datu ocenění

- řeznictví a uzenářství
- silniční motorová doprava - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny
- hostinská činnost
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

2.2 Základní údaje o cenném papíru (dále jen „CP“)

Společnost emitovala tyto kmenové akcie:

Druh CP	:	akcie
Forma CP	:	na majitele
Právo na dividendu	:	dle obecně platných norem a stanov společnosti
Kótace CP	:	není kótován
Převoditelnost CP	:	bez omezení
Nominální hodnota	:	1.000,- Kč
Počet emitovaných akcií	:	92 005 ks

2.3 Základní kapitál a vlastnická struktura společnosti

Základní kapitál je splacen v celém rozsahu.

Podíly jednotlivých akcionářů nebyly pro účely zpracování tohoto Posudku Zhotoviteli sděleny. A nejsou z hlediska účelu ocenění podstatné.

2.4 Statutární orgán k datu ocenění

předseda představenstva:	Čestmír Velíšek, r.č. 550122/2034 Losiná 45, PSČ 332 04 den vzniku členství v představenstvu: 1.září 2010
místopředseda představenstva:	Ing. David Bednář, r.č. 760821/5395 Prostějov, Stanislava Manharda 1327/1, PSČ 796 01 den vzniku funkce: 26.května 2010 den vzniku členství v představenstvu: 1.ledna 2010
člen představenstva:	Ing. Josef Kroupa, r.č. 570614/0088 Předslav 75, PSČ 339 01 den vzniku funkce: 26.května 2010 den vzniku členství v představenstvu: 16.ledna 2009

Způsob jednání:

a) zastupování - společnost zastupuje představenstvo, a to buď společně všichni členové představenstva, anebo samostatně jeden člen představenstva, který k tomu byl představenstvem písemně pověřen,

b) podepisování - podepisování se provádí tak, že k napsanému nebo vytištěnému názvu společnosti připojí svůj podpis společně všichni členové představenstva, nebo společně předseda nebo místopředseda a jeden člen představenstva, anebo samostatně jeden člen představenstva, který k tomu byl představenstvem písemně pověřen.

2.4 Historie Společnosti

Drůbežářský závod Klatovy a.s. patří do sektoru potravinářství, a to zpracovatelského průmyslu. Základním předmětem podnikání je výroba a zpracování drůbežího masa, v poslední době zejména kuřecího.

Předmětem podnikání zapsaným v obchodním rejstříku jsou vyjma hlavního předmětu podnikání i další související činnosti. Opis výpisu z obchodního rejstříku je předmětem přílohy tohoto posudku.

„V roce 1966 byla v Klatovech dokončena výstavba nového drůbežářského závodu vybaveného technologií opracování kuřat v závěsu a strojového škrubání. V průběhu sedmdesátých let došlo k dostavbě závodu. Po dostavbě a rekonstrukci mohl závod zpracovat 20 000 tun drůbeže za rok. Společnost tedy působí na trhu s více než čtyřicetiletou tradicí v oboru zpracování jatečné drůbeže.

1.5.1992 byly Drůbežářské závody Klatovy s.p. transformovány Fondem národního majetku na Drůbežářský závod Klatovy a.s. s hodnotou základního kapitálu 92 005 000 Kč.

V roce 1997 byla zahájena výroba kuřecích uzenin a masných polotovarů v nově vybudovaném objektu provozu masné výroby. V roce 2009 byl tento provoz rozšířen výstavbou o nové prostory, čímž plně vyhovuje veterinárním a hygienickým předpisům EU.

V letech 2001 - 2006 proběhla rozsáhlá modernizace výrobních provozů podniku a

v současné době patří k nejmodernějším potravinářským provozům v ČR i v Evropě. Společnost i v následujících letech ve výrobních prostorách prováděla modernizace a rekonstrukce. Celková kapacita výrobní linky dosahuje cca 29 000 tun za rok. Společnost v prodloužené směně zpracuje za rok cca 37 000 tun jatečných kuřat.

V současnosti Společnost vyrábí chlazené nebo zmrazené kuřecí výrobky, kuřecí uzeniny a masné polotovary z kuřecího masa nejvyšší kvality. Jakost výrobků Drůbežářského závodu Klatovy a.s. dokládají jednak certifikáty kvality HACCP, BRC, IFC, ISO 9001:2000, jednak získaná ocenění výrobků na mezinárodních výstavách a veletrzích. Například na mezinárodním potravinářském veletrhu v Brně získala ocenění ZLATÁ SALIMA 2006 kuřecí pánev Hubertus. Několika výrobkům Drůbežářského závodu Klatovy a.s. byla udělena značka kvality KLASA.

Společnost obchoduje s více než 3000 odběrateli z tuzemska i zahraničí zejména s výrobky z kuřecího masa vlastní produkce. Nabízený sortiment je však obohacen také přikoupeným zbožím (krutí maso, kachny, husy, aj.).“³

2.5 Duševní vlastnictví

Z databáze Úřadu průmyslového vlastnictví vyplývá, že Společnost je vlastníkem následujících ochranných známek.

Tabulka č. 1: Ochranné známky Společnosti

Zdroj	Číslo spisu/zápisu	Reprodukce/Znění OZ	Druh	Stav
ÚPV-ČR	122970 / 210681	DZ KLATOVY	Kombinovaná	Platný dokument
ÚPV-ČR	168258 / 245638	KLATOVSKÉ KURECI SPECIALITY KURECI SUNKOVA SLANINA DZ KLATOVY	Kombinovaná	Platný dokument
ÚPV-ČR	169497	KURECI SUNKOVA SLANINA	Slovní	Negativně ukončená po zveřejnění
ÚPV-ČR	185046 / 261794	DZ KLATOVY CHAMPION	Kombinovaná	Platný dokument
ÚPV-ČR	185047 / 261795	CHAMPION	Kombinovaná	Platný dokument
ÚPV-ČR	191748 / 260611	TRADICNI KVALITA ZE SUMAVY	Kombinovaná	Platný dokument

Zdroj: Úřad průmyslového vlastnictví

Podle vyjádření zástupců Společnosti jsou tyto ochranné známky využívány pro označení vlastních výrobků. Grafické znázornění výše uvedených ochranných známek je následující:

³ Informace převzaty ze stránek Společnosti: ww.dzklatovy.cz



2.6 Účetnictví Společnosti

Účetní období Společnosti je totožné s kalendářním rokem. Účetnictví Společnosti je vedeno v souladu s českými účetními standardy pro podnikatele.

III. STRATEGICKÁ ANALÝZA

3.1 Analýza vnějšího potenciálu

3.1.1 Makroekonomická analýza⁴

Hospodářský růst

Světová ekonomika se nadále zotavuje z kontrakce, k níž došlo v důsledku krize na finančních trzích. V současné době se však objevují obavy z druhého kola recese. Zvýšila se nejistota, hlavně kvůli obavám o udržitelnost veřejných financí některých zemí eurozóny. Prohlubování a rozšiřování dluhové krize na další státy eurozóny a neschopnost politiků tento stav efektivně řešit vedou k nárůstu nedůvěry ve schopnost vlád problémových zemí problémových zemí splácet dluhy a k nervozitě na finančních trzích. Nákaza se postupně rozšiřuje i na bankovní sektor v eurozóně – snižuje se aktivita na mezibankovních trzích a řadě bank byl v důsledku jejich expozice vůči státním dluhopisům problémových států snížen rating.

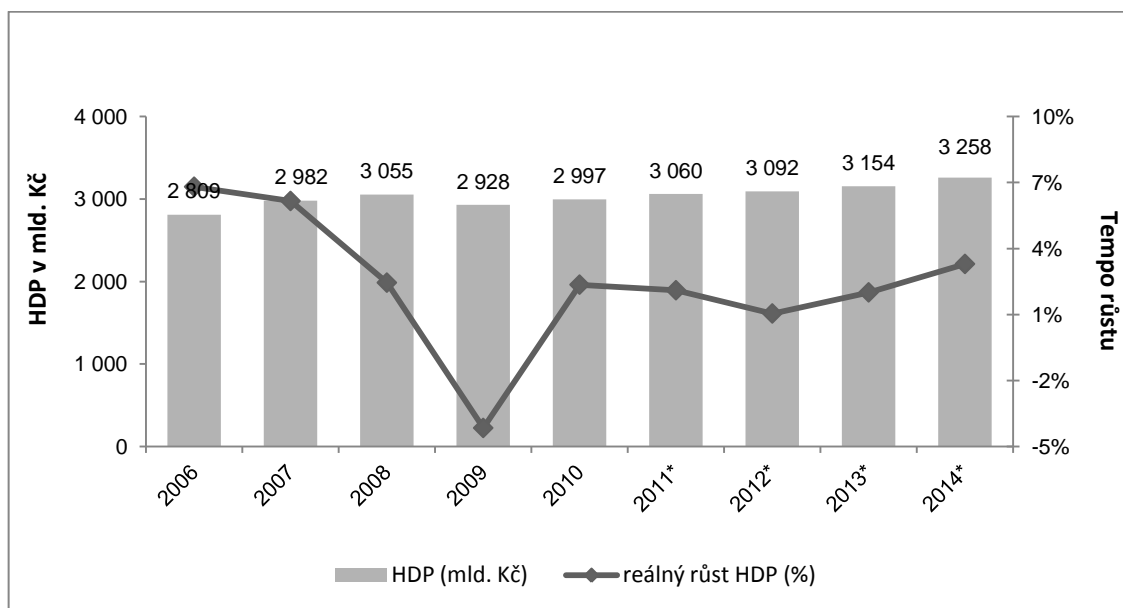
Růst ve vyspělých ekonomikách USA a EU zpomalil, pokles v Japonsku trvá už tři čtvrtletí. Ani velké rozvíjející se ekonomiky již neposkytují jednoznačný obraz. I když je jejich růst nadále vysoký, objevují se příznaky zpomalování.

Konkrétní dopady tohoto nepříznivého vývoje na českou ekonomiku se budou odvíjet především od toho, zda se podaří zabránit rozšíření dluhové nákazy do velkých zemí eurozóny, zda nedojde v některých evropských státech k bankovní krizi a s jakými náklady a důsledky se podaří krizovou situaci vyřešit. Česká ekonomika není zatížena makroekonomickými nerovnováhami. Finanční sektor je stabilní, likvidní a dobře kapitalizovaný. Vzhledem k velké otevřenosti je však velmi pravděpodobný zásadní dopad negativních externích šoků.

Po mezičtvrtletním růstu o 0,9 % v 1. čtvrtletí 2011 se ve 2. čtvrtletí 2011 sezónně očištěný reálný HDP zvýšil pouze nepatrně o 0,1 %. To znamená meziroční růst o 2,2 %.

⁴ Zdroj: *Makroekonomická predikce České republiky: červenec 2010* [online]. Dostupný z [www: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/MakroPre_2010Q3_komplet_pdf.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/MakroPre_2010Q3_komplet_pdf.pdf)

Graf č. 1: Vývoj HDP



Zdroj: Makroekonomická predikce České republiky: říjen 2011 [online]. Dostupný z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2011-Q4.pdf

Výhled

Další vývoj ekonomického výkonu je velmi nejistý. Ekonomický růst bude zřejmě dusit pesimismus a obavy z dopadů dluhové krize eurozóny, stejně jako z možných problémů bankovního systému, a z jejich přelévání do reálné ekonomiky. Na přelomu let 2011 a 2012 by se tak česká ekonomika mohla pohybovat na hraně recese. Pro rok 2011 očekáváme zpomalení růstu na 2,1 %, pro rok 2012 předpokládáme další zpomalení růstové dynamiky na 1,0 %.

Inflace

Meziroční růst spotřebitelských cen dosáhl v září 1,8 % při příspěvku administrativních opatření 0,8 p.b. Na tomto vývoji se podílely hlavně ceny v oddílu potraviny a nealkoholické nápoje, vývoj v tomto oddíle je ovlivněn vývojem cen domácích zemědělských výrobců a potravinářských komodit na světových trzích.

Ceny pohonných hmot se udržují blízko historických maxim, avšak předpoklady o vývoji dolarových cen ropy a kurzu CZK vůči USD nevedou k dalšímu tlaku na jejich růst.

I ve zbývajícím části roku 2011 budou na růst spotřebitelských cen podstatně působit ceny, které jsou alespoň z části regulované.

Výhled

Meziroční inflace by se měla do konce roku zrychlovat a v prosinci dosáhnout 2,6 %. Část inflačního impulsu daného zvýšením snížené sazby DPH od ledna 2012 se nejspíš projeví již v posledních dvou měsících letošního roku. Průměrnou míru inflace v roce 2011 odhadují odborníci z Ministerstva financí České republiky na 1,9 %. V roce 2012 bude inflace výrazně ovlivněna administrativními opatřeními, která budou

tvořit zhruba tři čtvrtiny růstu spotřebitelských cen. Vzhledem k očekávanému zpomalení ekonomického růstu došlo ke snížení odhadu průměrné míry inflace v roce 2012 na 3,2 %.

Trh práce

Ekonomická recese měla tvrdý dopad na trh práce. Růst nezaměstnanosti na začátku roku 2009 výrazně zrychlil, avšak v květnu trh zaznamenal první pozitivní signály ve formě zmírnění poklesu nezaměstnanosti dané spíše sezónním vlivem než opětovným nastartováním ekonomiky. Registrovaná nezaměstnanost dosáhla svého vrcholu v únoru 2010 a následující tři měsíce počet nezaměstnaných viditelně poklesl. Na konci roku 2010 došlo k prudkému nárůstu nezaměstnanosti především v důsledku propouštění ve vládním sektoru. Pozitivní vývoj byl zaznamenán v dubnu a květnu, kdy ve všech krajích docházelo ke snižování počtu uchazečů o pracovní pozice.

Registrovaná nezaměstnanost ve 2. i 3. čtvrtletí 2011 viditelně klesala, v meziročním srovnání o cca 0,5 p. b., tempo měsíčního poklesu počtu uchazečů o zaměstnání bylo výraznější ve 2. čtvrtletí. Ve mzdovém vývoji se nadále projevoval zpomalující dopad administrativních rozhodnutí dalším poklesem průměrné nominální mzdy ve státem spravované sféře.

Průměrná míra nezaměstnanosti dle VŠPS dosáhla v roce 2010 7,3 %, ve druhém čtvrtletí roku 2011 dosáhla 6,7 %.

Výhled

Pro roky 2011 a 2012 očekáváme v kontextu s dosavadním a očekávaným vývojem zaměstnanosti i ekonomické situace stagnaci míry nezaměstnanosti VŠPS na 6,9 %. Pro rok 2012 předpokládáme, kvůli zpomalení růstu HDP a částečně i avizovanému dalšímu snižování počtu zaměstnanců ve státní správě meziroční pokles zaměstnanosti o 0,2 %. Současně očekáváme postupný pokles odpracovaných hodin na pracovníka vzhledem k předpokládané snaze firem udržet si kvalifikované zaměstnance.

Měnový kurz

Radikální zvrat ve vývoji ekonomiky na konci roku 2008 se projevil i na kurzu CZK, kdy česká koruna vyskočila nad 26,5 CZK/EUR (oproti v létě dosaženému kurzu 22,86 CZK/EUR). Negativní trend dále pokračoval a koruna se v souvislosti s nedůvěrou investorů k regionu střední Evropy vyhoupla v únoru 2009 až na dvouleté minimum ve výši 28,46 CZK/EUR. Časté změny ve vnímání rizika a celková nejistota investorů zapříčiňuje vysokou volatilitu kurzu nejen české koruny.

Průměrný směnný kurz dosáhl ve 3. čtvrtletí 2011 úrovně 24,39 CZK/EUR. Zhoršující se finanční situace na finančních trzích a narůstající averze k riziku v průběhu září 2011 vedly k postupnému oslabení k hodnotě 24,90 CZK/EUR. Toto oslabení volně plovoucího kurzu vnímají pozitivně zejména společnosti zabývající se exportem, protože jim může pomoci se lépe vyrovnat s očekávaným zpomalením zahraniční poptávky.

Výhled

Nominální i reálný směnný kurz by se po celý horizont predikce měl pohybovat pod úrovní dlouhodobého trendu. V případě zdramatizování situace problémových zemí eurozóny je pravděpodobné zvýšení volatility a nelze vyloučit výrazné pohyby směnného kurzu oběma směry.

3.1.2 Identifikace odvětví

Podle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) spadají činnosti Společnosti do více CZ-NACE, nicméně za hlavní činnost Společnosti považují činnost 101200 - Zpracování a konzervování drůbežího masa a dále pak ještě činnost 101300 - Výroba masných výrobků a výrobků z drůbežího masa

Pro úplnost je dále uveden opis činností dle registru ekonomických subjektů.

Tabulka č. 2: Činnosti Společnosti dle klasifikace ekon. činností (CZ-NACE)

101200:	Zpracování a konzervování drůbežího masa
000000:	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
014700:	Chov drůbeže
016000:	Podpůrné činnosti pro zemědělství a posklizňové činnosti
100000:	Výroba potravinářských výrobků
452000:	Opravy a údržba motorových vozidel, kromě motocyklů
494100:	Silniční nákladní doprava
520000:	Skladování a vedlejší činnosti v dopravě
550000:	Ubytování
561000:	Stravování v restauracích, u stánků a v mobilních zařízeních
680000:	Činnosti v oblasti nemovitostí

Zdroj: Český statistický úřad – Registr ekonomických subjektů

3.1.3 Vymezení relevantního trhu

Trh lze vymezit z produktového hlediska na porážku jateční drůbeže a její následné zpracování na masné drůbeží výrobky. Geografické vymezení relevantního trhu je velmi komplikované, protože za relevantní trh lze považovat jednak Českou republiku, ale také celou Evropskou unii. Nicméně, vzhledem k hlavním odběratelům, za relevantní trh považují Českou republiku. Nenašel jsem žádnou oficiální zprávu (zpracovanou například ministerstvem zemědělství nebo jinou odbornou a institucí, či společností), která by popisovala tento konkrétní trh z hlediska jeho objemu nebo dokonce sekcí podle masných (drůbežích) výrobků. Ministerstvo zemědělství zveřejňuje pouze objem celkový nákup drůbeže. Dále je uváděno, že „...přesné údaje o nákupu krůt, kachen a ostatní drůbeže nelze zveřejnit z důvodu ochrany důvěrnosti údajů...“ (Komentář MZe, Odbor 13210, Oddělení státní statistické služby). Stejně tak například ministerstvo průmyslu a obchodu zveřejňuje odvětvové finanční analýzy, takže je možné zjistit i postavení konkrétního subjektu na skutečně vymezeném a popsaném relevantním trhu, a to i z hlediska základních ekonomických ukazatelů. Nic podobného v daném sektoru jsem bohužel nenašel.

Mezi nejvýznamnější konkurenty Společnost považuje společnost Agrofert, která

ovládá podle dostupných informací Společnosti cca 65% trhu. Dalšími konkurenty jsou Rabbit Trhový Štěpánov a další tři menší společnosti s porážkou drůbežního masa na Moravě. Ty však vzhledem k objemům dosahovaným Společností nejsou reálnou konkurencí.

Podle vlastních zjištění Společnost zaujímá tržní podíl, který je stabilní a osciluje zhruba kolem 15%.

3.2 Predikce vývoje trhu

Trh s drůbežím masem lze prohlásit jako relativně stabilní. Výkyvy jsou způsobeny více méně pouze panikou na trhu, kterou způsobila naposledy informace o ptačí chřipce. Globální hospodářská krize kupodivu na Společnost z hlediska dosahované produkce nedolehla, lze dokonce prohlásit, že v době krize Společnost dosáhla vyšších ekonomických výsledků.

Rozhodující pro další vývoj trhu bude pravděpodobně rok 2013, kdy dojde ke změně v dotacích poskytovaných do zemědělství „nových členských států“ Evropské unie. Je možné, že bude (i vlivem globální hospodářské krize) částečně změna dotační politika. Podle dosavadních předpokladů, by mohlo dojít vyrovnáním výše poskytovaných dotačních titulů k nárůstu výroby a prodeje hovězího a vepřového masa. To by mohlo negativně působit na trh s masem drůbežím. Na druhou stranu, by tato situace mohla snížit dovozy dotovaných produktů do ČR. Ale jedná se pouze o hypotézu Zhotovitele tohoto Posudku, nikoli o závěry studie odborné veřejnosti.

Pro zpracování tohoto Posudku tedy na základě vlastních zjištění a informací poskytnutých zástupci Společnosti, předpokládám stabilní mírně přírůstkový vývoj trhu, bez zásadních výkyvů.

3.3. Analýza konkurenční síly Společnosti a predikce postavení společnosti na trhu

Společnost sama sebe popisuje na základě popisu silných a slabých stránek takto:

Slabé stránky

Omezená kapacita suroviny jatečných kuřat v ČR
Neočekávané vnější vlivy – ptačí chřipka
Dominance nadnárodních řetězců
Dotované dovozy z EU

Silné stránky

Dlouholetá tradice společnosti
Finanční stabilita
Nízká zadluženost (výhoda z hlediska konkurenční síly, nevýhoda z hlediska zhodnocení vlastních zdrojů)
Poměrně stabilní personál s vysokou znalostí a odborností trhu
Kvalita výroby

Tento popis podle zjištění Zhotovitele odpovídá skutečnosti a detekuje tak možná ohrožení a příležitosti na trhu. Pokud tedy nebude trh postižen neočekávanými a neočekávatelnými vlivy, jako jsou katastrofy, nákazy nebo různé politické vlivy, může Společnost nadále na trhu zaujímat jedno z nejvýznamnějších postavení na relevantním

trhu v ČR a podílet se na případném dalším růstu. Podrobnější popis výše uvedených informací (například finanční stabilita, zadluženost, omezenost kapacit jatečných kuřat a jejich dopad do predikce tržeb Společnosti) je předmětem dalšího textu.

3.4. Shrnutí strategické analýzy

V rámci strategické analýzy jsem neshledal žádné zásadní překážky pro další existenci Společnosti a její případný další rozvoj v reálném tržním prostředí. Všechny výše uvedené informace dávají Společnosti velkou šanci pokračovat ve svých aktivitách v budoucnu a tím naplnit princip „going concern“.

IV. FINANČNÍ ANALÝZA

Finanční analýza představuje ohodnocení finančního zdraví oceňované společnosti v minulosti a současnosti. Jedním z jejích základních metodických nástrojů jsou tzv. poměrové ukazatele.

Za finančně zdravý subjekt je možné považovat takový, který je v danou chvíli i perspektivně schopen naplňovat smysl své existence. V podmínkách tržní ekonomiky to znamená, že je schopen dosahovat trvale takové míry zhodnocení vloženého kapitálu (míry zisku), která je požadována investory (akcionáři) vzhledem k výši rizika, s jakým je příslušný druh podnikání spojen. Čím větší je výnosnost neboli rentabilita vloženého kapitálu, tím lépe pro podnik a jeho investory. Zároveň s rentabilitou je nutnou podmínkou finančního zdraví i likvidita, tedy schopnost včas uhrazovat splatné závazky.

4.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy

Tabulka č. 3: Zkrácená rozvaha (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	10/2011
AKTIVA CELKEM	457 769	541 845	577 716	619 811	708 175	969 538
Dlouhodobý majetek	246 964	274 354	328 028	352 734	336 776	368 539
<i>% Aktiv celkem</i>	<i>53,9%</i>	<i>50,6%</i>	<i>56,8%</i>	<i>56,9%</i>	<i>47,6%</i>	<i>38,0%</i>
Oběžná aktiva	208 843	265 700	248 536	265 744	370 166	600 039
<i>% Aktiv celkem</i>	<i>45,6%</i>	<i>49,0%</i>	<i>43,0%</i>	<i>42,9%</i>	<i>52,3%</i>	<i>61,9%</i>
Zásoby	41 593	36 678	59 599	55 921	41 373	54 428
Dlouhodobé pohledávky	4 272	3 672	6 093	17 570	106 872	106 736
Krátkodobé pohledávky	131 882	169 537	167 987	158 935	167 686	391 420
Krátkodobý finanční majetek	31 096	55 813	14 857	33 318	54 235	47 455
Časové rozlišení	1 962	1 791	1 152	1 333	1 233	960
<i>% Aktiv celkem</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,1%</i>
Vlastní kapitál	297 405	317 689	330 304	368 218	418 057	476 518
<i>% Pasiv celkem</i>	<i>65,0%</i>	<i>58,6%</i>	<i>57,2%</i>	<i>59,4%</i>	<i>59,0%</i>	<i>49,1%</i>
Cizí zdroje	160 243	224 156	247 412	251 593	290 118	493 020
<i>% Pasiv celkem</i>	<i>35,0%</i>	<i>41,4%</i>	<i>42,8%</i>	<i>40,6%</i>	<i>41,0%</i>	<i>50,9%</i>
Dlouhodobé závazky	6 340	5 882	6 524	8 208	11 388	11 387
Krátkodobé závazky	129 063	184 459	171 007	183 386	217 182	420 085
Bankovní úvěry	15 110	10 430	36 041	0	0	0
Časové rozlišení	121	0	0	0	0	0

Bilanční suma Společnosti meziročně vzrůstala. Během sledovaného období se zvýšila ze 457 769 tis. Kč v roce 2006 na 969 538 tis. Kč k rozhodnému dni, což představuje téměř dvojnásobný nárůst. Ve sledovaném období se zvyšovaly zejména dlouhodobé pohledávky, což souvisí s poskytnutou půjčkou. S inkasem krátkodobých pohledávek Společnost nemá výrazné problémy.

Průběžně Společnosti rostou stálá aktiva. Vzhledem k průběžně realizovaným investicím a hlavně k významným investicím v nedávné minulosti, nebude Společnost v nejbližší době nucena k náročným investičním akcím. Do budoucna Společnost počítá s přiměřenou mírou investic nad výši současných odpisů.

Tabulka č. 4: Vertikální analýza rozvahy

	2006	2007	2008	2009	2010	10/2011
AKTIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Dlouhodobý majetek	53,9%	50,6%	56,8%	56,9%	47,6%	38,0%
Oběžná aktiva	45,6%	49,0%	43,0%	42,9%	52,3%	61,9%
Zásoby	9,1%	6,8%	10,3%	9,0%	5,8%	5,6%
Dlouhodobé pohledávky	0,9%	0,7%	1,1%	2,8%	15,1%	11,0%
Krátkodobé pohledávky	28,8%	31,3%	29,1%	25,6%	23,7%	40,4%
Krátkodobý finanční majetek	6,8%	10,3%	2,6%	5,4%	7,7%	4,9%
Vlastní kapitál	65,0%	58,6%	57,2%	59,4%	59,0%	49,1%
Cizí zdroje	35,0%	41,4%	42,8%	40,6%	41,0%	50,9%
Dlouhodobé závazky	1,4%	1,1%	1,1%	1,3%	1,6%	1,2%
Krátkodobé závazky	28,2%	34,0%	29,6%	29,6%	30,7%	43,3%
Bankovní úvěry	3,3%	1,9%	6,2%	0,0%	0,0%	0,0%

Společnost po celé sledované vykazovala kladné hospodaření, přičemž zisk kumulovala na účtu Statutární a ostatní fondy. Tím postupně rostl vlastní kapitál. V roce 2007 měla Společnost vlastní kapitál ve výši 317 689 tis. Kč, zatímco k rozhodnému dni dosáhl vlastní kapitál již hodnoty 476 518 tis. Kč. Podíl vlastního kapitálu se na financování aktiv v průběhu sledovaného období podílel zhruba 50 % s jeho mírným poklesem v posledním roce sledovaného období, kde došlo k navýšení krátkodobých závazků.

4.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Celkové tržby Společnosti mezi roky 2007 až 2010, meziročně narůstaly z 969 mil. Kč v roce 2006 na 1 505 mil. Kč v roce 2010. Nejvýznamnější nárůst (+ 22,8 %) byl v roce 2008. Přestože v roce 2009 byl celý svět ovlivněn dopadem hospodářské krize, na tržbách Společnosti se toto výrazně neprojevilo. Snad jen zpomalením růstu tržeb. Stále však tržby Společnosti rostly.

Tabulka č. 5: Zkrácený výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	10/2011
Celkové tržby	969 226	1 129 011	1 386 688	1 444 136	1 505 401	1 470 169
Spotřeba materiálu a energie	722 748	802 515	1 077 543	1 057 143	1 087 725	1 117 657
Služby	102 764	111 892	149 906	164 316	174 401	187 737
Přidaná hodnota	163 010	234 632	230 949	311 514	288 004	245 643
<i>% celkových tržeb</i>	<i>16,8%</i>	<i>20,8%</i>	<i>16,7%</i>	<i>21,6%</i>	<i>19,1%</i>	<i>16,7%</i>
Osobní náklady	124 465	144 245	153 239	176 301	182 425	147 522
Odpisy	39 618	41 383	42 866	41 280	45 796	38 268
Provozní VH	10 883	34 029	24 848	60 441	63 676	57 228
<i>% celkových tržeb</i>	<i>1,1%</i>	<i>3,0%</i>	<i>1,8%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,2%</i>	<i>3,9%</i>
Nákladové úroky	735	552	1 116	198	0	0
Finanční VH	-2 801	-3 822	-1 258	-487	1 667	1 863
VH před zdaněním	8 082	30 207	23 590	59 954	65 343	59 091
VH za účetní období	7 212	19 335	17 457	38 836	46 752	59 091
<i>% celkových tržeb</i>	<i>0,7%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,3%</i>	<i>2,7%</i>	<i>3,1%</i>	<i>4,0%</i>

Přidaná hodnota se vyvíjela i přes rovnoměrný růst tržeb kolísavě a její podíl na tržbách se pohyboval v rozmezí 16,7 – 21,6 %.

Provozní výsledek hospodaření byl po sledované období kladný. K nejvýznamnějšímu nárůstu (jak procentuálně, tak i v Kč) došlo v roce 2009, kdy se provozní výsledek hospodaření zvýšil na 60 mil. Kč, zatímco v předchozím roce byl cca 25 mil. Kč. Tento nárůst byl dán zejména nárůstem celkových tržeb.

Tabulka č. 6: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

	Relativní změna (v %)			
	2007/2006	2008/2007	2009/2008	2010/2009
Celkové tržby	16,5%	22,8%	4,1%	4,2%
Spotřeba materiálu a energie	11,0%	34,3%	-1,9%	2,9%
Služby	8,9%	34,0%	9,6%	6,1%
Přidaná hodnota	43,9%	-1,6%	34,9%	-7,5%
Osobní náklady	15,9%	6,2%	15,0%	3,5%
Odpisy	4,5%	3,6%	-3,7%	10,9%
Provozní VH	212,7%	-27,0%	143,2%	5,4%
Nákladové úroky	-24,9%	102,2%	-82,3%	-100,0%
Finanční VH	36,5%	-67,1%	-61,3%	-442,3%
VH před zdaněním	273,8%	-21,9%	154,2%	9,0%
VH za účetní období	168,1%	-9,7%	122,5%	20,4%
	Absolutní změna (v tis. Kč)			
	2007 - 2006	2008 - 2007	2009 - 2008	2010 - 2009
Celkové tržby	159 785	257 677	57 448	61 265
Spotřeba materiálu a energie	79 767	275 028	-20 400	30 582
Služby	9 128	38 014	14 410	10 085
Přidaná hodnota	71 622	-3 683	80 565	-23 510
Osobní náklady	19 780	8 994	23 062	6 124
Odpisy	1 765	1 483	-1 586	4 516
Provozní VH	23 146	-9 181	35 593	3 235
Nákladové úroky	-183	564	-918	-198
Finanční VH	-1 021	2 564	771	2 154
VH před zdaněním	22 125	-6 617	36 364	5 389
VH za účetní období	12 123	-1 878	21 379	7 916

4.3 Poměrové ukazatele

4.3.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability se používají pro hodnocení a komplexní posouzení celkové efektivnosti podniku, tedy schopnosti podniku generovat zisk. Pomocí testovaných ukazatelů se vyjadřuje intenzita využívání, reprodukce a zhodnocení kapitálu vloženého do podniku. Pro hodnocení ukazatelů je nutné mít na zřeteli, že poslední období končí rozhodným dnem, tedy necelým ukončeným hospodářským rokem.

Tabulka č. 7: Ukazatele rentability (v %)

	2006	2007	2008	2009	2010	10/2011
Rentabilita celkového kapitálu	1,9%	5,7%	4,3%	9,7%	9,2%	6,1%
Rentabilita vlastního kapitálu	2,4%	6,1%	5,3%	10,5%	11,2%	12,4%
Rentabilita tržeb	0,7%	1,7%	1,3%	2,7%	3,1%	4,0%

Všechny prezentované ukazatele rentability dosahovaly ve zvoleném období uspokojivých hodnot, přičemž lze vysledovat rostoucí trendy o rentability vlastního kapitálu a rentability tržeb.

4.3.2 Ukazatele obratu

Ukazatele obratu měří úroveň hospodaření a využívání jednotlivých složek majetku. Pro větší vypovídací schopnost jsem zvolil variantu doby obratu.

Tabulka č. 8: Ukazatele obratu (ve dnech)

	2006	2007	2008	2009	2010	10/2011
Doba obratu celkových aktiv	172	175	152	157	172	201
Doba obratu zásob	20	16	20	19	14	14
Prům. doba splatnosti kr. pohledávek	50	55	44	40	41	81
Prům. doba splatnosti kr. závazků	48	62	44	47	54	85

Průměrná doba splatnosti krátkodobých pohledávek byla téměř po celé sledované období nižší než průměrná doba splatnosti krátkodobých závazků a inkaso pohledávek tak probíhalo průměrně o 10 dní dříve, než úhrada závazků, což dopadá pozitivně do cash flow Společnosti.

4.3.3 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity měří schopnost podniku promptně uhrazovat své splatné závazky. Pro hodnocení této schopnosti je důležitý rozbor vzájemných vztahů mezi položkami aktiv a pasiv, konkrétně mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky.

Tabulka č. 9: Ukazatele likvidity

	2006	2007	2008	2009	2010	10/2011
Běžná likvidita	1,59	1,42	1,20	1,35	1,21	1,17
Rychlá likvidita	1,26	1,22	0,91	1,05	1,02	1,04
Peněžní likvidita	0,24	0,30	0,07	0,18	0,25	0,11

Zjištěné hodnoty ukazatelů likvidity splňují obecně doporučené hodnoty likvidity.

4.3.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadlužení měří úroveň dlouhodobé finanční stability podniku. Pojem zadluženost vyjadřuje skutečnost, že podnik používá k financování svých aktiv a činností cizí zdroje (dluh). Používání cizích zdrojů ovlivňuje na jedné straně výnosnost vlastního kapitálu, na straně druhé riziko a zadluženost.

Tabulka č. 10: Ukazatele zadluženosti

	2006	2007	2008	2009	2010	10/2011
Zadluženost celková	0,35	0,41	0,43	0,41	0,41	0,51
Zadluženost vlastního kapitálu	0,54	0,71	0,75	0,68	0,69	1,03
Úrokové krytí	12,00	55,72	22,14	303,80	n.a.	n.a.
Krytí dl. majetku celkovým dl. kapitálem	1,29	1,22	1,04	1,07	1,28	1,32
Krytí dl. majetku vlastním kapitálem	1,20	1,16	1,01	1,04	1,24	1,29

Z ukazatele celkové zadluženosti v roce 2007 je patrné, že cizí zdroje převyšovaly vlastní kapitál. S kumulací nerozděleného zisku docházelo v dalších letech k nárůstu financování vlastním kapitálem a tím pádem ke snižování celkové zadluženosti.

4.4 Shrnutí

Bilanční suma i tržby Společnosti po sledované období rostly. Ve sledovaném období dosahovala Společnost i přes globální světovou hospodářskou krizi kladných hospodářských výsledků, dokonce v roce 2009 došlo k výraznému nárůstu zisku.

Společnost pro financování využívala ve značné míře vlastní kapitál. Likvidita Společnosti je na velmi dobré úrovni, taktéž ukazatele rentability.

Na základě provedené analýzy můžeme konstatovat, že z hlediska hospodaření je Společnost v posledních letech stabilní a nehrozí jí žádná významná rizika, která by ohrožovala její dlouhodobou existenci, čímž je podle mého názoru naplněn princip going-concern.

V. ROZDĚLENÍ MAJETKU NA PROVOZNĚ NUTNÝ A NEPROVOZNÍ

Na základě analýzy jednotlivých složek aktiv Společnosti jsem identifikoval část majetku jako provozně nenutnou. Jedná se o finanční investici do akcií společnosti ČEZ, půjčku ovládané osobě a dlouhodobou pohledávku (půjčky jiným právním subjektům).

Tento vyčleněný neprovozní majetek bude oceněn zvlášť a jeho hodnota bude přičtena k tržní hodnotě provozní části Společnosti.

5.1 Finanční investice – kapitálový trh

Společnost investovala svoje přechodně volné disponibilní zdroje prostřednictvím obchodovatelných titulů kapitálového trhu. Na pražské burze byly podle vyjádření zástupců společnosti nakoupeny akcie společnosti ČEZ.

5.2 Finanční investice – dceřiná společnost

Dalším provozně nepotřebným majetkem je vlastnictví společnosti Ekoagrofarmy Konstantinovy Lázně, s.r.o. Tato společnost začala v nedávné době sama, byť s podporou Společnosti, podnikat v oblasti zemědělské prvovýroby. Původní záměry (potřeba obilovin pro vlastní produkci jatečných kuřat) nebyla naplněna. Společnost proto připravuje výše zmíněné kroky pro restrukturalizaci tohoto stavu.

5.3 Půjčka ovládané osobě

S výše uvedenou finanční investicí souvisí i další provozně nepotřebné aktivum, kterým je půjčka této společnosti. Vzhledem k finanční situaci společnosti Ekoagrofarmy Konstantinovy Lázně s.r.o. není důvod pro obavu z nezaplacení této půjčky (důvodem je i 100% vlastnictví Společnosti), byť tato společnost podniká na základě dotačních titulů do zemědělství a bez nich by dosahovala ztrátu.

5.4 Dlouhodobá pohledávka

Společnost k rozhodnému dni eviduje ve svém účetnictví řadu dlouhodobých pohledávek, mezi které patří provozně potřebné pohledávky poskytnuté subjektům, se kterými Společnost obchoduje v rámci svých běžných odběratelsko-dodavatelských vztahů. Nicméně, mezi těmito půjčkami se vyskytují i půjčky, které jsem po diskuzi se zástupci Společnosti vyhodnotil jako provozně nepotřebný majetek. Jedná se o půjčky, které společnost poskytla jiným podnikatelským subjektům za běžných podmínek za účelem podnikání těchto subjektů, které žádným způsobem nesouvisí s podnikatelskou činností Společnosti. Jejich přehled včetně data uzavření a zůstatku půjčky k datu ocenění je uveden v následující tabulce:

Tabulka č. 11: Neprovozní majetek – poskytnuté půjčky (v Kč)
Stav poskytnutých půjček k 31.10.2011

Název dlužníka	Datum uzavření půjčky	Zůstatek půjčky
OK Solar s.r.o.	24.8.2009	12 500 000
OK Solar-H s.r.o.	3.5.2010	30 000 000
	15.3.2010	9 550 000
Osona Solar s.r.o.	13.9.2010	28 000 000
	6.9.2010	12 840 000
Léčebné lázně Konstantinovy Lázně a.s.	7.2.2011	5 000 000
ELRO s.r.o.	6.12.2010	2 900 000
Tinnos	14.2.2011	2 950 736
Mgr. Václava Hruška	6.1.2006	1 414 800
Jiří Šonka	9.1.2008	1 580 000
Celkem		97 890 000

Celková hodnota půjček, které jsem zařadil mezi neprovozní majetek, byla k datu ocenění ve výši 97 890 tis. Kč. Ostatní půjčky byly poskytnuty subjektům, se kterými Společnost obchoduje vzhledem ke svému předmětu podnikání a jedná se tedy o provozní majetek.

VI. FINANČNÍ PLÁN

Finanční plán Společnosti byl Zhotovitelem znaleckého posudku sestaven do konce účetního období 2016 a slouží jako východisko pro ocenění výnosovou metodou. Při tvorbě plánu v běžných cenách jsem vyšel z jednotlivých generátorů hodnoty.

Při sestavení plánu jsem se snažil zachovat kontinuitu klíčových ukazatelů s vazbou na minulé výsledky hospodaření a vyváženost celého plánu. V případě dlouhodobých a krátkodobých pohledávek jsem provedl očištění o pohledávky, které považuji za neprovozní majetek.

Finální hodnoty tržeb a nákladů, které jsou uvedeny ve finančním plánu, odpovídají názoru Zhotovitele.

V dalším textu budou popsány nejvýznamnější položky tohoto plánu, resp. generátory hodnoty.

6.1 Tržby

Hlavním zdrojem tržeb Společnosti jsou výnosy z prodeje vlastních výrobků a služeb, tedy zpracované drůbeže a drůbežích výrobků pro následný prodej finálním spotřebitelům.

Bohužel, minulý vývoj tržeb Společnosti nekoreloval s žádnou veličinou, která je běžně predikována renomovanými subjekty nebo autoritami (MFČR, ČNB, ČSÚ). MZE také nepredikuje žádné veličiny, které by bylo možné pro odhad budoucího vývoje tržeb použít. Při plánování tržeb jsem vycházel jednak z předpokladů, které jsem obdržel od zástupců Společnosti a jednak ze situace relevantního trhu.

Celková predikce tržeb je uvedena viz *Tabulka č. 12: Predikce tržeb*.

Tabulka č. 12: Predikce tržeb

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby	1 764 508	1 732 300	1 754 249	1 777 184	1 800 956	1 824 369
Tempo růstu	17,2%	-1,8%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%

Uvedený předpoklad vývoje tržeb je postaven na předpokladu pokračování pozvolného růstu trhu. Problémem trhu s drůbežím masem není kupodivu na straně odbytu, ale na straně nákupu, neboť v posledních letech zpracovatelé museli dokupovat jatečná kuřata i mimo ČR Společnost se proto rozhodla podle vyjádření svých zástupců ke změně přístupu v této oblasti a výrazně změnila přístup, když zafinancovala výrobu jatečních kuřat, což se projevilo navýšením aktivace ve finančním plánu. V reálném vývoji Společnosti může být zlomovým bodem rok 2013. V tomto roce má dojít k vyrovnání výše poskytovaných dotací pro nové členské státy EU. Podle některých předpokladů může dojít po tomto datu k obnovení růstu spotřeby červeného masa, a to zejména díky vyrovnání dotací. Tato skutečnost by mohla mít negativní dopad na trh s drůbežím masem, který je pro trh červeného masa alternativou. V současné době není možné i vzhledem k aktuálním problémům eurozóny odhadnout budoucí vývoj. Z toho důvodu jsem pro období po roce 2013 neplánoval ani procentuální nárůst tržeb, ale ani jejich pokles. Předpokládám tedy po tomto roce již vyrovnaný růst do konce plánovaného období.

Tento předpoklad růstu je z hlediska kapacit Společnosti realizovatelný. Cílem Společnosti je porážet ve dvou směnách, na což musí být zajištěna surovina v ročním objemu 53 000 t. Předpoklad tempa růstu se tedy jeví jako reálný.

Tabulka č. 13: Predikce tržeb

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby	1 764 508	1 732 300	1 754 249	1 777 184	1 800 956	1 824 369
<i>Tempo růstu</i>	17,2%	-1,8%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Tržby za prodej zboží	58 640	58 153	59 653	61 652	63 156	63 977
Výkony	1 860 828	1 870 458	1 880 734	1 888 104	1 891 302	1 896 581
<i>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb</i>	<i>1 705 868</i>	<i>1 674 147</i>	<i>1 694 596</i>	<i>1 715 532</i>	<i>1 737 800</i>	<i>1 760 391</i>
<i>Změna stavu zásob vlastní činnosti</i>	<i>17 329</i>	<i>5 758</i>	<i>-6 830</i>	<i>-5 147</i>	<i>421</i>	<i>0</i>
<i>Aktivace</i>	<i>137 632</i>	<i>190 553</i>	<i>192 967</i>	<i>177 718</i>	<i>153 081</i>	<i>136 189</i>

Další položky, které byly v rámci tržeb predikovány, jsou pro přehlednost uvedeny v tabulce výše. Vzhledem k celkovým tržbám se nejedná o významné položky, které souvisejí s provozní činností Společnosti. Predikce těchto tržeb byla proto připravena ve spolupráci se zástupci Zadavatele a byly dodrženy historické vazby těchto veličin. Výjimku tvoří aktivace, která souvisí s rozšířením kapacity jatečních kuřat ve vlastní produkci, což bylo popsáno již výše.

6.2 Provozní zisková marže

Provozní ziskovou marží pro účely sestavení finančního plánu rozumíme poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy k tržbám.

Pro sestavení provozní ziskové marže je důležité sestavit analýzu provozní ziskové marže zdola (dle nákladových položek) a dále shora (dle historického a budoucího vývoje marže). Poté je nezbytné tyto dvě analýzy vzájemně porovnat a sladit tak, aby obě prognózy byly shodné.

6.2.1 Prognóza provozní ziskové marže shora

Tato prognóza vychází z vývoje provozní ziskové marže za minulost a z očekávaného vývoje v budoucnosti odvozeného z analýzy faktorů, které tuto marži ovlivňují (zejména intenzita konkurence).

Tabulka č. 14: Provozní zisková marže v letech 2006 – 2011 (v %)

	2006	2007	2008	2009	2010	10/2011
Provozní zisková marže	4,8%	6,3%	4,7%	6,9%	7,2%	6,38%

Provozní zisková marže Společnosti v průběhu sledovaného období vzrostla ze 4,8 % v roce 2006 na 6,3 % v roce 2007. Rok 2008 znamenal pokles na 4,7 %, ale v dalším období je již patrný růst až na hodnotu 7,2 % ke konci roku 2010. Ke dni ocenění mírně provozní zisková marže poklesla. Důvodem je jednak nedokončený rok, ale zejména vliv předpokládaného zvýšení DPH, které řetězce v rámci svých obchodních a marketingových kroků využili pro předčasné zvýšení cen, což se odrazilo na prodejích konce období.

6.2.2 Prognóza provozní ziskové marže zdola

Prognóza provozní ziskové marže zdola vychází z prognózy hlavních nákladových položek.

6.2.2.1 Výkonová spotřeba a náklady vynaložené na prodané zboží

Výkonová spotřeba

Po sledované historické období převyšuje spotřeba materiálu a energie spotřebu nákladů

za služby, což je odpovídající pro Společnosti, které se zabývají výrobou.

Podíl výkonové spotřeby na tržbách se ve sledovaném období se pohyboval mezi 80 a 90 %. Obdobný průběh měl podíl na tržbách za prodej zboží.

Tabulka č. 15: Vývoj nákladů na prod. zboží a výk. spotřeby v letech 2006-2011 (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	31.10.2011
Náklady vynaložené na prodané zboží	29 796	31 929	26 834	24 687	28 653	47 904
<i>Podíl na tržbách za prodej zboží</i>	88,1%	85,1%	84,5%	83,5%	86,4%	97,6%
Výkonová spotřeba	825 512	914 407	1 227 449	1 221 459	1 262 126	1 305 394
<i>Podíl na tržbách</i>	85,2%	81,0%	88,5%	84,6%	83,8%	88,8%
Spotřeba materiálu a energie	722 748	802 515	1 077 543	1 057 143	1 087 725	1 117 657
<i>Podíl na tržbách</i>	74,6%	71,1%	77,7%	73,2%	72,3%	76,0%
Služby	102 764	111 892	149 906	164 316	174 401	187 737
<i>Podíl na tržbách</i>	10,6%	9,9%	10,8%	11,4%	11,6%	12,8%

Při plánování těchto složek v nadcházejících letech jsem vycházel z odhadů Společnosti, které jsem podrobil důkladné analýze a upravil tak, aby odpovídal historické spotřebě vzhledem k výnosům.

Tabulka č. 16: Vývoj plánované výk. spotřeby a nákladů na prodané zboží (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Náklady vynaložené na prodané zboží	50 665	48 180	49 154	50 598	52 158	52 836
<i>Podíl na tržbách za prodej zboží</i>	86,4%	82,9%	82,4%	82,1%	82,6%	82,6%
Výkonová spotřeba	1 565 118	1 562 535	1 582 333	1 601 243	1 622 662	1 625 969
<i>Podíl na tržbách</i>	88,7%	90,2%	90,2%	90,1%	90,1%	89,1%
Spotřeba materiálu a energie	1 339 261	1 316 548	1 333 230	1 350 660	1 368 727	1 368 733
<i>Podíl na tržbách</i>	75,9%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	75,0%
Služby	225 857	245 987	249 103	250 583	253 935	257 236
<i>Podíl na tržbách</i>	12,8%	14,2%	14,2%	14,1%	14,1%	14,1%

6.2.2.2 Osobní náklady

Další velmi významnou nákladovou položkou Společnosti jsou osobní náklady. Tato položka byla ve Společnosti velmi stabilizovaná vzhledem k tržbám. V minulosti Společnost dokázala i v době expanze tržeb udržet růst mezd na procentuálně stejné úrovni.

Vzhledem k celkové mzdové náročnosti v minulosti jsem plánoval i budoucí vývoj, avšak se zohledněním výrazného nárůstu zaměstnanců na konci roku 2011 a počátkem roku 2012, kdy Společnost spustí výrobu jatečních kuřat ve vlastní režii. Tyto náklady korespondují s celkovým plánem Společnosti, kdy je realizována dostavba velkovýkrmny, zároveň je plánován nárůst aktivace a s tím souvisí i nárůst mzdových nákladů.

V následujících tabulkách je uveden historický vývoj osobních nákladů a projekce budoucího vývoje.

Tabulka č. 17: Vývoj osobních nákladů v letech 2006 - 2011 (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	10/2011
Osobní náklady	124 465	144 245	153 239	176 301	182 425	147 522
Mzdové náklady	88 914	102 442	109 072	118 658	114 491	101 801
Náklady na soc. zab. a zdrav. pojištění + soc. nákl.	32 919	37 619	39 662	41 567	43 432	34 496
Počet zaměstnanců	443	424	429	429	429	449
Podíl osobních nákladů na tržbách	12,8%	12,8%	11,1%	12,2%	12,1%	10,0%

Tabulka č. 18: Vývoj plánovaných os. nákladů v letech 2011 – 2016 (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Osobní náklady	176 956	204 563	205 955	206 419	207 431	208 460
Mzdové náklady	122 105	139 150	140 541	140 808	141 400	141 994
Náklady na soc. zab. a zdrav. pojištění + soc. nákl.	41 378	49 996	50 503	50 683	50 921	51 160
Počet zaměstnanců	449	485	485	485	485	485
Podíl osobních nákladů na tržbách	10,0%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,4%

6.2.2.3 Rekapitulace provozní ziskové marže odvozené zdola

Provozní zisková marže odvozená zdola je tvořena stěžejními nákladovými položkami vymezenými výše a také ostatními provozními a finančními náklady a výnosy.

Tabulka č. 19: Provozní zisková marže (v %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Provozní zisková marže	6,9%	6,5%	5,8%	5,3%	4,2%	4,2%

Provozní zisková marže odvozená zdola se pohybuje v intervalu vymezeném na základě analýzy ziskové marže shora.

6.3 Investice do dlouhodobého majetku a odpisy

Společnost v minulosti výrazně investovala do dlouhodobého majetku, např. výstavba nové masné výroby, modernizace výrobních linek, nákup nových strojů – baliček, atp. Díky této skutečnosti v současnosti Společnost dosahuje vysoké kvality svých výrobků. Tento trend se bude podle vyjádření zástupců Společnosti snažit udržet i v budoucnu, přičemž v současnosti je dokončována významná realizace nedokončené investice v podobě nové velkovýkrmny.

Tabulka č. 20: Odpisy a investice do dlouhod. majetku v letech 2006 - 2011 (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	31.10.2011
Dlouhodobý majetek (provozně nutný)	246 257	274 354	328 028	347 914	318 146	330 415
Doba obratu dl. majetku (dny)	93	89	86	88	77	82
Odpisy dlouhodobého majetku	39 618	41 383	42 866	41 280	45 796	38 268
Investice brutto	286 047	69 689	96 840	61 224	16 557	50 537
Investice brutto / Odpisy	722%	168%	226%	148%	36%	132%

Pro stanovení výše odpisů stávajícího majetku v letech 2011 až 2016 jsem využil vývoj poměru odpisů k dlouhodobému majetku. V roce 2009 dosáhla doba obratu dlouhodobého majetku 88 dní. Na základě předpokladu vývoje této doby obratu jsem naplánoval její snížení a následné ustálení na hranici 77 dnů. Důvodem je skutečnost, že doba obratu pohybující se kolem hodnoty 90 dní odpovídala vyšším investicím

z minulosti.

Tabulka č. 21: Plán odpisů a investic do dlouhod. majetku v letech 2011 - 2016 (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dlouhodobý majetek (provozně nutný)	337 389	355 952	370 075	374 913	379 928	384 867
Doba obratu dl. majetku (dny)	70	75	77	77	77	77
Odpisy dlouhodobého majetku	43 427	40 959	46 381	45 963	46 583	47 206
Investice brutto	62 670	59 522	60 503	50 801	51 598	52 145
Investice brutto / Odpisy	144%	145%	130%	111%	111%	110%

6.4 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál je stanoven následovně:

Pracovní kapitál =	Krátkodobý finanční majetek
	+ Zásoby
	+ Pohledávky
	+ Časové rozlišení aktivní
	- Neúročené závazky
	- Časové rozlišení pasivní

Projekce pracovního kapitálu se v případě krátkodobého finančního majetku odvíjí od stanovené provozně nutné likvidity 1. stupně (peněžní likvidita), v případě zásob, pohledávek a neúročených závazků z odhadnutých budoucích dob obratu. Časové rozlišení aktivní i pasivní je obvykle plánováno jako % z tržeb.

Tabulka č. 22: Historické doby obratu jednotlivých složek pracovního kapitálu (ve dnech)

	2006	2007	2008	2009	2010	10/2011
Zásoby	20	16	20	19	14	14
Pohledávky	50	55	44	40	41	81
Krátkodobé závazky	48	62	44	47	54	85
Provozně nutná likvidita	0,20	20%	9%	18%	20%	11%

Průměrná splatnost krátkodobých pohledávek po sledované období oscilovala mezi 40 až 55 dny. Naproti tomu doby obratu krátkodobých závazků se vesměs pohybovaly většinou nad splatností pohledávek. Znamená to, že Společnost inkasuje krátkodobé pohledávky rychleji, než je nucena hradit svoje krátkodobé závazky. Nicméně, ve sledovaném období zejména doba obratu závazků osciluje ve výraznějším rozpětí, než pohledávky. K rozhodnému dni došlo k výraznému nárůstu doby obratu pohledávek a závazků. Důvodem je výrazná pohledávka a zároveň závazek vůči státu z titulu daní. Společnost tuto pozici vyrovnala zápočtem a obě hodnoty dob obratu opětovně výrazně poklesly. Odhaduji, že v následujících letech se bude Společnost snažit ještě snížit dobu splatnosti krátkodobých pohledávek. Obdobný trend si Společnost zachová i v případě krátkodobých závazků, přičemž splatnost závazků bude mírně delší, než splatnost pohledávek.

Tabulka č. 23: Plánované doby obratu jednotlivých složek pracovního kapitálu (ve dnech)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Zásoby	18	18	17	16	16	15
Pohledávky	38	39	39	40	40	40
Krátkodobé závazky	55	54	54	54	54	54
Provozně nutná likvidita	20%	20%	20%	20%	20%	20%

Společnost ve sledovaném historickém období kromě roku 2009 splňovala doporučenou hladinu peněžní likvidity. Pro stanovení pracovního kapitálu jsem krátkodobý finanční majetek nutný k provozu stanovil pomocí peněžní likvidity na úrovni 20 % krátkodobých závazků.

Časové rozlišení aktivní tvořilo v porovnání s ostatními položkami nepatrnou část pracovního kapitálu a jeho objem za sledované období kolísal. Pro plánované období předpokládám zachování podílu časového rozlišení aktivního na tržbách.

Na základě těchto předpokladů jsem vypočetl jednotlivé složky pracovního kapitálu a stanovil jejich plán pro plánované období 2011 až 2016:

Tabulka č. 24: Historické hodnoty jednotl. složek pracovního kapitálu (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	10/2011
Oběžný majetek	201 274	244 898	243 595	249 507	253 728	494 263
Zásoby	41 593	36 678	59 599	55 921	41 373	54 428
Pohledávky	131 882	169 537	167 987	158 935	167 686	391 420
Krátkodobý finanční majetek	25 837	36 892	14 857	33 318	43 436	47 455
Časové rozlišení aktivní	1 962	1 791	1 152	1 333	1 233	960
Krátkodobé závazky	129 063	184 459	171 007	183 386	217 182	420 085
Časové rozlišení pasivní	121	0	0	0	0	0
Pracovní kapitál – provozně nutný	72 090	60 439	72 588	66 121	36 546	74 178
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	n.a.	-11 651	12 149	-6 467	-29 575	37 632
Pracovní kapitál / Tržby	7,4%	5,4%	5,2%	4,6%	2,4%	5,0%

Tabulka č. 25: Plánované hodnoty jednotl. složek pracovního kapitálu (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Oběžný majetek	308 754	309 605	305 926	310 973	314 905	316 197
Zásoby	68 130	67 518	63 137	59 727	60 765	59 329
Pohledávky	185 636	186 756	187 440	194 760	197 365	199 931
Krátkodobý finanční majetek	54 028	54 205	54 368	54 984	55 694	55 842
Časové rozlišení aktivní	960	1 126	981	1 502	1 081	1 095
Krátkodobé závazky	267 683	268 562	271 841	274 921	278 470	279 212
Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0	0	0
Pracovní kapitál – provozně nutný	41 071	41 044	34 085	36 052	36 435	36 985
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	4 524	-27	-6 959	1 967	383	550
Pracovní kapitál / Tržby	2,3%	2,4%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%

6.5 Další položky finančního plánu

6.5.1 Ostatní provozní výnosy

Položka ostatní provozní výnosy představovala v minulosti část výnosů Společnosti v objemu 3 až 8 % vzhledem k celkovým tržbám. Nicméně, podle vyjádření zástupců Společnosti v budoucnu tento vývoj nelze očekávat. Pro plánované období jsem naplánoval v souladu s očekáváním Společnosti tuto složku výnosů v úrovni kolem 3 % celkových tržeb.

6.5.2 Ostatní provozní náklady

Ostatní provozní náklady tvořily v historickém období průměrně stejné procento tržeb, jako ostatní provozní výnosy. V budoucnu očekávám tedy obdobný

vývoj.

6.5.3 Ostatní finanční výnosy a náklady

Ostatní finanční výnosy a náklady nepředstavovaly historicky pro Společnost žádnou významnou položku. Proto tyto obě složky pro plánované období odvozují v závislosti na tržbách obdobným procentem, jako v minulosti. Tento vývoj koresponduje s finančním plánem zpracovaným Společností.

VII. METODY OCENĚNÍ

V teorii i praxi oceňování podniků se využívá velké množství metod pro stanovení hodnoty společnosti, které lze sdružit do tří základních skupin: metody majetkové, metody výnosové a metody založené na tržním porovnání. V následujícím textu se budeme stručně zabývat popisem základních charakteristik jednotlivých metod.

Hodnotu podniku lze stanovit na základě několika obecně používaných metod. Volba metody je závislá na jedné straně účelu ocenění (k jakému účelu je hodnota zjišťována) a na straně druhé je také nezbytné přihlédnout k charakteristikám oceňované Společnosti (např. v jaké fázi rozvoje se firma nachází, jaké je její postavení na trhu a jaké jsou výhledy na budoucí prosperitu).

7.1 Metody majetkové

Při tomto přístupu k oceňování podniku je určitým způsobem oceněna každá majetková složka. Součtem těchto cen pak získáme souhrnné ocenění aktiv podniku. Odpočteme-li všechny dluhy a závazky, dostaneme hodnotu vlastního kapitálu. Rozlišujeme tyto majetkové metody:

- / metoda účetní hodnoty
- / metoda substanční hodnoty (věcná hodnota)
- / metoda likvidační hodnoty

7.1.1 *Metoda účetní hodnoty*

Účetní hodnota podniku vyplývá z účetní evidence, která minimálně obsahuje následující informace:

- / hodnotu podniku celkem = aktiva (pasiva)
- / hodnotu základního kapitálu = počet akcií x nominální hodnota akcie
- / hodnotu vlastního kapitálu = aktiva (pasiva) - cizí zdroje

Existuje celá řada výhrad proti použití této metody. Tyto se odvíjejí především od rozdílných účetních technik. Účetní hodnota je však hodnocením podniku, které je třeba vzít v úvahu.

7.1.2 *Metoda substanční hodnoty*

Substanční hodnota podniku je základním oceněním založeným na analýze jednotlivých složek majetku a rozumíme jí souhrn relativně samostatných ocenění jednotlivých majetkových složek podniku. Tyto složky přitom oceňujeme k datu ocenění a za předpokladu, že podnik bude pokračovat ve své činnosti (tzn. při splnění principu going concern). Ve většině případů se tedy snažíme zjistit reprodukční hodnoty jednotlivých aktiv snížené o patřičné opotřebení. Pokud oceňujeme pouze aktiva, používáme označení brutto substanční hodnota. Odpočteme-li od hrubé substanční hodnoty reálné ocenění všech závazků, získáme substanční hodnotu netto. Při ocenění podniku neúplnou substanční metodou jsou movité věci oceněny následovně:

Metodologie ocenění hmotného a nehmotného majetku⁵

Ocenění hmotného majetku probíhá zpravidla v několika po sobě jdoucích krocích:

Výchozí cena

Nejdříve je nezbytné zjistit aktuální výchozí cenu stejného nebo obdobného majetku k datu ocenění. Lze vycházet z cen jednotlivých položek majetku, za které je majetek obchodován, případně lze využít přepočtení historické pořizovací ceny pomocí indexů cen výrobců nebo spotřebitelských cen zveřejňovaných Českým statistickým úřadem.

Technická hodnota

Výchozí cenu je nutno upravit na bázi technické hodnoty, která vyjadřuje stav daného předmětu ocenění. Technická hodnota se spočte na základě vztahu:

$$VTH = \frac{VTH_0}{(1 + ZA)^n + PS}, \text{ kde}$$

VTH = výchozí technická hodnota,
 ZA = základní amortizace,
 PS = přírůžky a srážky.

Výchozí technická hodnota představuje souhrnné ocenění technických a výkonových parametrů předmětu ocenění ve vztahu k technickým parametrům, k „hodnotě“ nového předmětu „továrně“ vyrobeného ke dni ocenění. Výchozí technická hodnota nového předmětu je 100 %, po celkové opravě 50 % - 80 %, po generální opravě až 90 %.

Základní amortizace vyjadřuje opotřebení předmětu ocenění a pro její stanovení existuje v odborné literatuře řada metod.⁶ K volbě metody je vždy nutno přistupovat individuálně v závislosti na daném předmětu ocenění a jeho charakteristikách.

Mezi hojně v praxi využívané metody patří:

1. Metoda lineární

Předpokládá růst opotřebení přímo úměrně s časem, opotřebení se pohybuje v rozmezí od 0 do 1, na jehož konci je majetek již dále nepoužitelný.

2. Metoda lineární se zbytkem

Předpokládá, že majetek má i po dožití stále určitou hodnotu.

$$VTH = VTH_0 \cdot (1 - c)^n + Z, \text{ kde } c = \text{stupeň opotřebení, např. do } 0,9.$$

3. Metoda kvadratická

Předpokládá nízké opotřebení v počáteční fázi využívání, v konečné fázi opotřebení prudceji narůstá.

⁵ MAŘÍK, Miloš, et al. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

⁶ MAKOVEC, Jaromír. *Oceňování strojů a výrobních zařízení*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2006. 92 s. ISBN 80-245-1103-7.

4. Metoda semikvadratická

Předpokládá vývoj opotřebení jako průměr mezi lineární a kvadratickou metodou.

5. Metoda logaritmická

Vychází z pravidel složeného úrokování.

6. Metoda Vogelsova

Jedná se o formu progresivního opotřebovávání se zbytkovou hodnotou opotřebení.

7. Analytické metody

Celkové opotřebení daného majetku vyjadřuje opotřebení všech dílčích částí.

Přirážky a srážky upravují základní amortizaci. Přirážka vyjadřuje vyšší hodnotu předmětu ocenění, než by odpovídalo obvyklé hodnotě zjištěné podle amortizační stupnice. Srážka pak analogicky hodnotu nižší.

Cena časová

Cena časová se určí vynásobením výchozí ceny předmětu ocenění a jeho technické hodnoty. Cena časová vyjadřuje hodnotu, za kterou by se dal předmět ocenění se shodným opotřebením znovu pořídit k datu ocenění.

Koeficient prodejnosti

Koeficient prodejnosti vychází z aktuální situace trhu s oceňovaným předmětem.

Ocenění nehmotného majetku

Součástí oceňovaného majetku Společnosti je také software k ovládání speciálních zařízení (váhy, čtečky, tiskárny apod.). Pro ocenění nehmotného majetku existuje řada speciálních metod. Protože je však oceňovaný software nedílnou součástí zařízení, byla pro ocenění použita metodika popsaná v předchozí kapitole, za použití stejných parametrů (stejně indexy cen průmyslových výrobců, stejná předpokládaná životnost apod.), jako při samotném ocenění příslušných zařízení.

Substanční metoda nechává stranou ocenění nekvantifikovatelných nehmotných složek – goodwill, pracovní síla, organizační struktura, vybudovaná síť odběratelů a dodavatelů. To je slabý bod substanční metody.

Metodologie ocenění pohledávek⁷

Ocenění pohledávek znamená stanovení ceny, jakou by za danou pohledávku byl ochoten zaplatit kupec pohybující se na trhu pohledávek, tj. zkušený investor. Modeluje se při tom aktuální tržní stav do reálné hodnoty za cesi pohledávky a to na základě informací, které by tomuto investorovi mohly být dostupné a podle kterých si může utvořit obraz o riziku této investice, čili o hodnotě dané pohledávky.

Tržní oceňování pohledávek slouží k několika zásadním účelům:

- / ke stanovení cenové báze k jednání mezi kupujícím a prodávajícím pohledávky,
- / ke stanovení hodnoty pohledávek, které jsou v sestavě majetku tvořících konkurzní podstatu podniků v úpadku,
- / k vyjádření reálné hodnoty pohledávek jako nepeněžitého vkladu do obchodní společnosti,
- / k vyjádření reálné hodnoty pohledávek v účetní evidenci jako součásti majetku fúzujících podniků.

Základní přístupy k oceňování pohledávek

Z hlediska praktického postupu můžeme rozlišit následující okruhy případů:

1. Oceňování pohledávek souvisejících s provozem podniku, a to v rámci ocenění pokračujícího podniku jako celku.
2. Všechny ostatní případy, tj. především:
 - / oceňování pohledávek nesouvisejících s hlavním provozem v rámci oceňování podniku jako celku (např. půjčky poskytnuté jiným podnikům nebo osobám),
 - / samostatné oceňování jednotlivých pohledávek nebo souborů pohledávek např. pro účely jejich postoupení, vkladu do jiného podniku apod.

Vlastní postup při oceňování

Postup můžeme rozčlenit do následujících kroků:

/ Vymezení předmětu ocenění

Je třeba určit dosud nesplacenou jmenovitou hodnotu vlastní pohledávky, úroků, úroků z prodlení, případně dalšího příslušenství.

/ Analýza právních dokumentů

Tato analýza musí předcházet ekonomickému posouzení pohledávky. Pokud dokumenty nezajišťují ani základní podmínku, aby pohledávka mohla být postižena výkonem rozhodnutí, bude hodnota pohledávky nulová. Dalším výstupem této analýzy jsou podklady pro stanovení peněžních toků a určení diskontní míry.

/ Rozčlenění pohledávky do kategorií podle předpokládaného způsobu úhrady

V zásadě přicházejí v úvahu tyto kategorie, ke kterým je třeba přistupovat v dalších krocích odlišně:

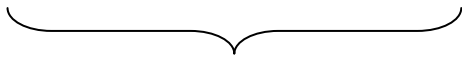
⁷ MAŘÍK, Miloš, et al. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopres, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

- / Splátkový kalendář – pohledávky nebo jejich části, u nichž se předpokládají platby dlužníka podle dohodnutého splátkového kalendáře. Sem budou spadat pohledávky před uplynutím doby splatnosti za bonitními dlužníky, kteří splácejí podle původně dohodnuté smlouvy.
 - / Zástava – Pohledávky nebo jejich části, u kterých již není naděje na další splátky od dlužníka, ale existuje zástava, zajišťovací převod práva, případně původní předmět plnění, tedy určitý předmět, který lze odprodat.
 - / Ostatní – do této kategorie spadnou pohledávky, kde není naděje na splátky od dlužníka a pohledávka není zajištěna zástavou nebo obdobným předmětem, který by bylo možno zpeněžit.
- / **Stanovení peněžních toků z pohledávky a jejich časového rozložení**
- a) Splátkový kalendář – do plánu příjmů převezmeme platby podle dohodnutého splátkového kalendáře.
 - b) Zástava – očekávaným peněžním tokem bude ocenění zástavy nebo jiného předmětu, z jehož prodeje lze pohledávku hradit, a to na úrovni likvidační hodnoty, tedy odhadu ceny při promptním prodeji.
 - c) Ostatní – do této nejproblémovější kategorie spadají pohledávky nebo jejich části, k jejichž plnění bude nutné soudní rozhodnutí nebo prohlášení konkurzu na majetek dlužníka.

/ **Určení diskontní míry**

Máme-li odhadnuty peněžní příjmy z pohledávky a časově určeny, kdy lze tyto příjmy očekávat, můžeme určit diskontní míru, která se stanovuje jako součet bezrizikové výnosnosti a rizikové přírážky.

Diskontní míra = Bezriziková výnosnost + riziko odvětví + riziko pohledávky


 Náklady vlastního kapitálu při
 běžné investici v daném odvětví

Pro určení rizikové přírážky odvětví a potažmo obvyklých nákladů na vlastní kapitál lze použít některý z následujících postupů:

- / stanovení diskontní sazby metodikou pro výnosové oceňování podniků,
- / průměrné náklady vlastního kapitálu v daném odvětví, pokud jsou dostupné,
- / orientační doporučení pro náklady vlastního kapitálu zmíněné v publikaci J. Šantrůčka:⁸

Tabulka č. 26: Doporučené náklady vlastního kapitálu (v %)

stabilní, bonitní, velké společnosti s 300 a více zaměstnanci	9 - 12 %
ostatní podniky včetně samostatných podnikatelů	15 - 20 %

Při určování prémie za riziko spojené s oceňovanou pohledávkou bude záviset na

⁸ ŠANTRŮČEK, Jaroslav. *Pohledávky, jejich cese a hodnota*. 2. aktualiz. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická - Institut oceňování majetku, 2005.

kvalitě právních dokumentů, zajištění pohledávky a bonitě dlužníka. Odhad je možno udělat například pomocí metodiky J. Šantrůčka⁹:

Riziková prémie pohledávky se splátkovým kalendářem a pohledávky s předpokladem prodeje zástavy je složena ze dvou faktorů: P – právní kvalita dokumentů, V – volatilita bonity dlužníka.

Prémie specifická pro danou pohledávku nebo její část se pak vypočítá:

$$\text{prémie} = P \times V$$

Tabulka č. 27: Faktory pro vyhodnocení koeficientu P (metodika J. Šantrůčka)

Kritérium		Doporučené rozdělení pro kategorie pohledávek	
		Splátkový kalendář	Zástava
P1	Právní stav a věrohodnost subjektu dlužníka (existující právnická či žijící fyzická osoba, podnikající či v likvidaci nebo konkurzu, pověst - dobré či špatné jméno dlužníka).	0 až 2,0	0 až 1,0
P2	Účetní evidence cedenta (jmenovitá hodnota a příslušenství) k pohledávce či soupis a salda, jde-li o více pohledávek, jde-li o pohledávky ve splatnosti či po splatnosti.	0 až 1,0	0 až 0,5
P3	Záruční či zajišťovací instrumenty k pohledávkám (bankovní garance, zástavní smlouvy na majetek, směnky, ručení třetí osobou, ...).	0 až 2,0	0 až 1,0
P4	Možnost komunikace se statutárním orgánem či zodpovědnou osobou dlužníka.	0 až 1,0	0 až 0,5
P5	Prokázání existence alespoň zčásti likvidního předmětu plnění, na základě něhož pohledávka vznikla a který je možné převzít pro cesionáře, možnost prohlídky nebo alespoň zprostředkované informace o stavu předmětu plnění.	0 až 1,0	0 až 1,0
P6	Existence jiných subjektů oprávněných k nakládání s předmětem plnění či k realizaci zástav (zapsání na listu vlastnictví k nemovitosti jako zástavci v pořadí před osobou cedenta) a záručních instrumentů k pohledávce.	0 až 3,0	0 až 3,0
P7	Dostupnost poslední účetní závěrky k datu ocenění (jsou-li k dispozici: rozvaha, výsledovka + komentář ve smyslu přílohy závěrky).	0 až 1,0	0 až 0,5
P8	Je-li k dispozici seznam závazků dlužníka vůči dalším věřitelům a jejich jména.	0 až 1,0	0 až 0,5
Minimální hodnota P		6	10

Faktor P se bude pohybovat u pohledávek se splátkovým kalendářem obvykle v rozmezí cca 6 až 10 procentních bodů a v rozmezí 10 až 15 procentních bodů pro kategorii pohledávek, kde se předpokládá prodej zástavy. Výchozí hodnota P je 15 procentních bodů a tato hodnota se snižuje, jsou-li dílčí faktory vyhodnoceny kladně (s výjimkou P6, který koeficient P může naopak zvýšit).

Faktor V vyjadřuje proměnlivost bonity dlužníka a nabývá hodnot:

- **0,5** – stabilní bonita, žádné velké výkyvy, plán peněžních toků sestavený v předchozích krocích bude pravděpodobně dodržen,
- **1,0** – průměrně kolísavé výsledky dlužníka,
- **1,5** – velmi kolísavá bonita dlužníka.

Pro pohledávky se splátkovým kalendářem se uplatní hodnota 0,5 až 1,0, pro

⁹ ŠANTRŮČEK, Jaroslav. *Pohledávky, jejich cese a hodnota*. 2. aktualiz. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická - Institut oceňování majetku, 2005.

pohledávky, kde zbývá jen prodej zástavy, hodnota 1,0 až 1,5.

/ **Ocenění (výpočet současné hodnoty peněžních toků).**

Poslední fází je výpočet současné hodnoty očekávaných peněžních toků z jednotlivých kategorií a jejich součet:

$$SH = \sum_{j=1}^n \frac{\text{Splátka}_j}{(1+i_1)^{tj}} + \frac{\text{Příjem z prodeje zástavy}}{(1+i_2)^{T2}} + \frac{\text{Příjem z konkurzu nebo soudního řízení}}{(1+i_3)^{T3}}, \text{ kde:}$$

SH = současná hodnota pohledávky

j = pořadí splátky podle kalendáře pro část pohledávky spadající do první kategorie

n = celkový počet splátek podle kalendáře

tj = doba do inkasa j -té splátky v letech (= počet měsíců od data ocenění do data inkasa splátky/12)

$T2, T3$ = doba od data ocenění do inkasa z prodeje zástavy, resp. data inkasa z konkurzu nebo soudního řízení

i_1, i_2, i_3 = diskontní míra pro jednotlivé kategorie

7.1.3 Metoda likvidační hodnoty

Podstata metody likvidační hodnoty spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, kdy se předpokládá, že podnik ukončí svoji činnost a jednotlivá aktiva budou rozprodána a splaceny veškeré závazky podniku včetně odměny likvidátora.

Konečný nárok vlastníků v případě likvidace podniku = hodnota podniku – hodnota závazků

Na rozdíl od metody substanční hodnoty klíčovou roli hraje faktor času, likvidátor musí v určitém čase rozprodát jednotlivé majetkové části. Protože se předpokládá prodej po částech, mohou některé specializované součásti ztratit na své hodnotě a jen obtížně se bude hledat kupec.

7.2 Metody výnosové

Metody výnosové představují skupinu metod, kde základem pro stanovení tržní hodnoty podniku je stanovení reálného výnosu pro vlastníka. Ocenění zahrnuje stanovení výše tohoto reálného výnosu, zohlednění faktorů ovlivňujících předpokládaný vývoj v budoucnosti a stanovení současné hodnoty těchto výnosů za předpokladu nepřetržité ekonomické existence podniku (tj. při splnění principu going-concern). Mezi výnosové metody patří tyto metody:

- / metody diskontovaných peněžních toků (discounted cash flow – DCF)
- / metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- / metoda ekonomické přidané hodnoty (economic value added - EVA)

Při hledání tržní hodnoty si musíme klást otázku, jaké výnosy u oceňovaného podniku očekává příslušný trh. Při subjektivním oceňování zjišťujeme, jaké výnosy očekává konkrétní subjekt.

7.2.1 Metody diskontovaných peněžních toků (DCF – Discounted Cash Flow)

Metoda je alespoň z pohledu teorie považována za základní metodu oceňování. Lze dokonce vyslovit názor, že většina ostatních výnosových oceňovacích metod jsou především deriváty metody DCF. V praxi se nejčastěji uplatňují dvě varianty výpočtu peněžních toků:

- / metoda „entity“ (entity = jednotka, zde označuje podnik jako celek)
- / metoda „equity“ (equity = vlastní kapitál)

Při použití metody DCF entity probíhá výpočet ve dvou krocích. Nejprve vyjdeme z peněžních toků, které byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele, a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku. Od ní pak v druhém kroku odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění, a získáme tak hodnotu vlastního kapitálu.

S použitím metody DCF equity vyjdeme z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. Jejich diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu.

7.2.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů představuje nejjednodušší výnosovou metodu založenou na výkonnosti podniku, tj. na historické úrovni zisku. Základní myšlenkou je, že hodnotu podniku lze odvodit právě od hodnoty tzv. trvale udržitelné úrovně zisku podniku.

Časová řada minulých hospodářských výsledků se upravuje na srovnatelnou reálnou úroveň a je základem pro výpočet tzv. odnímatelného čistého výnosu. Odnímatelný čistý výnos je třeba chápat jako velikost prostředků, které je možno rozdělit vlastníkům. Tyto prostředky mohou být rozděleny, aniž by byla dotčena podstata podniku.

7.3.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty (Economic Value Added - EVA)

Metoda EVA na rozdíl od modelů DCF nepracuje s cash flow, nýbrž s ukazatelem ekonomické přidané hodnoty (tzv. „EVA“). Myšlenkový základ metody EVA staví na očekávaném výnosu, který musí pokrýt nejen náklady na cizí kapitál ale i náklady na kapitál vlastní a proto zahrnuje tzv. oportunitní náklady (tj. náklady ušlé příležitosti), které odečítá od operačního výsledku hospodaření.

Za jistých okolností má metoda EVA schopnost vyjadřovat stejné výsledky jako metoda DCF. Metoda DCF však musí splnit tyto podmínky:

- / použit v metodě stejné průměrné vážené náklady kapitálu,
- / výpočet volných peněžních toků musí vycházet z čistého provozního zisku po zdanění (NOPAT),
- / investovaný provozně nutný kapitál musí být stejný jako u metody EVA.

V podmínkách České republiky začíná být metoda EVA vysoce perspektivní, a to v důsledku její ilustrace hlavních faktorů tvorby hodnoty.

7.3 Metody založené na analýze trhu

Metody ocenění podniku založené na analýze trhu vycházejí z informací o konkrétních cenách či tržních hodnotách obdobných podniků. Pro správné stanovení je nezbytné, aby mezi jednotlivými porovnávanými podniky existovali malé či nepatrné rozdíly ať již z hlediska odvětví, produktů, právní formy, velikosti apod. Metody založené na analýze trhu jsou uplatňovány v těchto rovinách:

- / srovnání s podobnými podniky, u nichž je hodnota známá
- / odvození hodnoty podniku ze srovnatelných transakcí
- / odvození hodnoty podniku z údajů o podnicích uváděných na burze

Využití předností metod založených na analýze trhu je vázáno na rozvinutý kapitálový trh, časté a průhledné transakce s podniky a dostatek spolehlivých dat.

VIII. STANOVENÍ HODNOTY

8.1 Volba metody

Účelem ocenění je dražba akcií Společnosti, lze tedy předpokládat snahu účastníků dražby o vlastnictví podílu na Společnosti a jejím podnikání i v budoucnu. Budoucí akcionáři se tedy budou podílet na budoucím užítku vyplývajícím z tohoto aktiva. Na základě výsledků strategické a finanční analýzy předpokládám dlouhodobou existenci Společnosti a její podnikatelské činnosti, čímž považuji princip going concern za splněný.

Na základě těchto dvou, pro volbu metody ocenění zcela zásadních předpokladů, jsem pro stanovení tržní hodnoty Společnosti zvolil výnosovou metodu, konkrétně metodu diskontovaných peněžních cashflow (DCF) ve variantě entity.

Metoda DCF entity poskytuje informaci o užítku, který společnost může přinášet svým vlastníkům a věřitelům v budoucnosti v podobě očekávaných příjmů generovaných společností. Domnívám se, že výnosová metoda diskontovaných peněžních toků nejlépe odráží u perspektivních společností skutečnou hodnotu společnosti.

Jako další metodu pro stanovení hodnoty Společnosti jsem zvolil neúplnou substanční metodu. Tato metoda má však řadu nevýhod. Nejvýznamnější nevýhodou je právě její neúplnost, neboť jejím základem je ocenění jednotlivých složek majetku, avšak bez ocenění nehmotné části podniku. Tato metoda tedy nezohledňuje goodwill a obecně (zjednodušeně řečeno) pohlíží na podnik spíše jako na hromadu věcí, než jako na věc hromadnou. Za její nejzásadnější nedostatek pak v konkrétním případě považuji to, že tato metoda odráží pouze aktuální hodnotu majetku a nikoli budoucí přínosy a užitek pro vlastníky.

Avšak v současnosti ustálená oceňovací praxe požaduje použití minimálně dvou metod ocenění, přičemž jako uzance pro znalce je skutečnost, že likvidační hodnota musí být vždy nižší, než hodnota stanovená výnosovou metodou. Podstatou likvidační metody je stanovení hodnoty jednotlivých složek aktiv (tedy vlastně substanční ocenění), od kterých se odečte hodnota závazků. Z takto stanovené hodnoty musí znalec odečíst ještě náklady na fiktivní likvidaci, avšak podle reálných nákladů, které v dané době likvidace podniku obvykle stojí. V praxi to znamená náklady na likvidátora (pokud by podnik nebyl nucen vstoupit do konkurzu), zprostředkovatelské provize prodejcům majetku, odstupné zaměstnancům, případné náklady na ostrahu prázdných objektů určených k prodeji a podobně a dále pak všechny ostatní související náklady. Jednotlivé výnosy a náklady pak zohlednit v čase potřebném na likvidaci a takto zjištěnou částku následně přepočítat na současnou hodnotu. Vyjde-li znalec hodnota stanovená likvidační metodou nižší, než metoda výnosová, je hodnota podniku určená jednoznačně likvidační hodnotou.

Protože z logiky věci vyplývá, že je-li hodnota stanovená neúplnou substanční hodnotou nižší, než hodnota výnosová, není již potřebné počítat hodnotu likvidační metodou. V případě Společnosti vyšla substanční metodou hodnota nižší, než hodnota výnosová. Použití výnosové metody tedy nic nebrání a tuto metodu jsem zvolil jako základní metodu pro stanovení hodnoty akcie Společnosti.

Z důvodu nedostatku relevantních údajů o uskutečněných transakcích se srovnatelným podnikem, nebyla v tomto ocenění použita metoda tržního porovnání.

8.2 Stanovení hodnoty metodou DCF entity

Výpočet hodnoty vlastního kapitálu prostřednictvím metody DCF entity probíhá ve dvou krocích. V prvním kroku se stanoví celková hodnota podniku (tzv. brutto hodnota). Celkovou hodnotu podniku získáme diskontováním peněžních toků generovaných provozní oblastí podniku, nejčastěji se tato hodnota odvozuje jako součet diskontovaných peněžních toků z projektovaného finančního plánu (tzv. první fáze) a následné pokračující hodnoty (tzv. druhá fáze). Výsledné ocenění pak představuje pouze „provozní“ hodnotu podniku, tedy hodnotu provozně nutného investovaného kapitálu.

Ve druhém kroku je od celkové hodnoty podniku odečtena současná hodnota úročeného cizího kapitálu (získáme tzv. netto hodnotu). Na závěr je k netto hodnotě přičtena hodnota neprovozního majetku Společnosti.

8.2.1 Diskontní sazba

Princip metody DCF spočívá v tom, že diskontováním budoucích peněžních toků získáme ocenění investovaného vloženého kapitálu. Diskontní sazba tak přepočítává budoucí hodnotu peněžního toku na současnou hodnotu a zároveň zohledňuje také rizikovost spojenou s dosažením tohoto peněžního toku. Diskontní sazbu můžeme také chápat jako náklad na vložený kapitál, respektive očekávanou výnosnost, kterou investor požaduje za investovaný kapitál.

V případě použití metody ocenění DCF entity, ve které se kalkulují peněžní toky pro vlastníky i věřitele, odpovídá diskontní sazba váženým nákladům vlastního a cizího kapitálu (WACC).

Vzorec pro stanovení diskontní sazby – WACC

$$\text{WACC} = n_{CK}(1-d)CK/K + n_{VK(Z)}VK/K, \text{ kde:}$$

- n_{CK} = náklady cizího kapitálu,
- $n_{VK(Z)}$ = náklady vlastního kapitálu,
- d = sazba daně z příjmu,
- CK = úročený cizí kapitál,
- VK = vlastní kapitál,
- K = celkový zpoplatněný kapitál ($K=CK+VK$).

8.2.1.1 Náklady vlastního kapitálu

Při stanovení nákladů pro vlastní kapitál vyjdeme z modifikovaného modelu pro oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Model oceňování aktiv stanovuje náklady vlastního kapitálu jako:

$$n_{VK(Z)} = R_f + \text{beta} * R_{PT} + R_{PZ} + SP, \text{ kde:}$$

- R_f = bezriziková úroková sazba,
- beta = míra systematického rizika,
- R_{PT} = riziková prémie trhu,
- R_{PZ} = riziková prémie země,
- SP = specifické přirážky.

Model CAPM ve své podstatě postihuje pouze systematická rizika, která jsou vyvolána faktory ovlivňujícími celý kapitálový trh (např. makroekonomické nebo politické vlivy) a není možné je eliminovat. Naproti tomu nesystematická rizika (resp. specifická) jsou spojena s konkrétní společností.

Podle odborné literatury¹⁰ lze základní vzorec CAPM v případě potřeby modifikovat specifickými přírážkami:

přírážka pro malé společnosti
přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností
přírážka za nižší likviditu vlastnických podílů.

CAPM model nepopisuje specifická rizika, proto je nutné náklady vlastního kapitálu doplnit o přírážky, resp. srážky, vymezující rizikovost společnosti nad rámec rizika trhu.

V dalším textu vymezíme konkrétně jednotlivé komponenty modelu CAPM a stanovíme jejich hodnoty.

Bezriziková úroková sazba (R_f)

Bezriziková úroková sazba je založena na výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů, které se vyznačují nízkým rizikem a odrážejí dlouhodobé inflační očekávání.

Bezriziková úroková sazba byla odvozena od výnosnosti amerických dlouhodobých státních dluhopisů (T-bonds). Bezriziková úroková míra je stanovena jako geometrický průměr výnosnosti vládních dluhopisů USA za období 1928-2009 ve výši 4,97 %. Použité informace jsou dostupné na webových stránkách profesora Damodarana¹¹.

Odhad koeficientu beta

Koeficient beta hodnotí rizikovost odvětví relativně ve vztahu ke kapitálovému riziku celého trhu. Pokud je $\beta = 1$, je riziko, a tudíž i prémie za riziko daného odvětví na úrovni průměru kapitálového trhu. Je-li β větší (nebo menší) než 1, je i riziková přírážka větší (nebo menší) než průměrná riziková prémie kapitálového trhu.

Při stanovení koeficientu beta jsem vycházel z dostupných informací o koeficientech totálních β nezadlužených podniků amerických společností působících v relevantním odvětví.¹² Totální β oproti β zachycuje nejen systematické tržní riziko, ale celkové riziko pro nediverzifikovaného investora. Totální β se vypočte z běžné β jejím vydělením korelačním koeficientem.

Koeficient totální β nezadlužených podniků jsme stanovili podle odvětví Food Processing na 0,50.

¹⁰ MAŘÍK, Miloš, et al. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

¹¹ Damodaran Online [online]. [cit. 2010-02-05]. Dostupný z WWW: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

¹² Zdroj: internetové stránky A. Damodarana – <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

K zohlednění konkrétní zadluženosti Společnosti do koeficientu beta jsem použil vzorec:

$$\text{beta zadluženého podniku} = \text{beta nezadluženého podniku} * \left[1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK} \right], \text{ kde:}$$

d = sazba daně z příjmu,
 CK = úročený cizí kapitál,
 VK = vlastní kapitál.

Riziková prémie trhu (RPT)

Riziková prémie oceňuje výnosnost tržního portfolia, převyšující bezrizikovou úrokovou sazbu. Výše rizikové prémie vyjadřuje výnosové ocenění rizikovosti tržního portfolia.

Riziková prémie trhu byla odvozena na základě geometrického průměru výnosnosti tržního portfolia v USA za období 1928-2009 a geometrického průměru výnosnosti vládních dluhopisů USA za totéž období ve výši 4,10 %.¹³

Riziková prémie země (RPZ)

Riziková prémie země zohledňuje vyšší rizikovost národního trhu oproti trhu americkému, ze kterého byl převzat parametr výpočtu nákladů vlastního kapitálu RPT. Riziko selhání České republiky je dle zdrojů uváděných prof. Damodaranem 1,28 %¹⁴.

Specifické rizikové přírážky (SP)

Při porovnání výsledků vybraných ukazatelů Společnosti s konkurencí dosahovala Společnost v lepších výsledků. Proto se domnívám, že specifické riziko Společnosti nepřevyšuje riziko odvětví a z tohoto důvodu neuvažuji dodatečnou rizikovou přírážku.

8.2.1.2 Náklady cizího kapitálu

Společnost využívala pro financování svého majetku kromě vlastního kapitálu úročené cizí zdroje jen v minimální výši. Tyto cizí zdroje budou podle vyjádření zástupců Společnosti do konce roku 2010 uhrazeny. Náklady cizího kapitálu jsou tedy v plánovaném období nulové.

8.2.1.3 Výsledná kalkulace diskontní sazby

Tabulka č. 28: Výpočet diskontní sazby (WACC) pro jednotlivé roky

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Bezriziková výnosová míra	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%
Riziková prémie	4,10%	4,10%	4,10%	4,10%	4,10%	4,10%
Nezadlužená beta	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Zadlužená beta	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Riziková prémie země opravená o inflaci	1,45%	1,45%	1,45%	1,45%	1,45%	1,45%
Specifické rizikové přírážky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Náklady vlastního kapitálu	8,65%	8,65%	8,65%	8,65%	8,65%	8,65%
Váha vlastního kapitálu	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Náklady cizího úročeného kapitálu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Váha cizího úročeného kapitálu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Diskontní sazba (WACC)	8,65%	8,65%	8,65%	8,65%	8,65%	8,65%

¹³ Damodaran Online [online]. [cit. 2009-02-05]. Dostupný z WWW: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

¹⁴ Damodaran Online [online]. [cit. 2010-02-05]. Dostupný z WWW: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

8.2.2 Výpočet volného cash flow a stanovení hodnoty první fáze

Cílem této výpočetní fáze je stanovení volných peněžních prostředků, které lze z podniku uvolnit, aniž by byla ohrožena provozní činnost podniku. Při použití metody DCF se jedná o volné peněžní prostředky pro vlastníky i věřitele.

Východiskem pro výpočet hodnoty první fáze je provozní výsledek odvozený z finančního plánu. Volný peněžní tok (FCF) je tvořen:

FCF =	korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH ¹⁵)
	- upravená daň z příjmu (= KPVH * daňová sazba)
	+ odpisy
	- investice do provozního pracovního kapitálu
	- investice na pořízení dlouhodobého majetku

Tabulka č. 29: Volné peněžní toky projekce včetně výpočtu hodn. první fáze (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní HV před zdaněním	78 603	71 163	56 043	48 207	28 839	29 309
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Zdanění korigovaného zisku	14 935	13 521	10 648	9 159	5 479	5 569
Korigovaný provozní HV po zdanění	63 669	57 642	45 395	39 048	23 359	23 740
Odpisy stálých aktiv	43 427	40 959	46 381	45 963	46 583	47 206
Investice do pracovního kapitálu	4 524	-27	-6 959	1 967	383	550
Investice na pořízení dlouhodobého majetku	62 670	59 522	60 503	50 801	51 598	52 145
Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele	39 901	39 106	38 231	32 242	17 961	18 251
Diskontní faktor	0,99	0,91	0,84	0,77	0,71	0,65
Diskontovaný volný peněžní tok	6 577	35 497	31 939	24 792	12 711	11 888
Kumulovaný diskontovaný volný peněžní tok	123 403	116 826	81 329	49 390	24 598	11 888

Současná hodnota první fáze Společnosti činí 123 403 tis. Kč.

8.2.3 Stanovení hodnoty druhé fáze

Druhou fází rozumíme období, pro které již nebyl sestaven finanční plán. Hodnota druhé fáze představuje ocenění peněžních toků, které bude podnik generovat od konce první fáze do nekonečna.

Hodnota druhé fáze je stanovena na základě použití parametrického vzorce jako současná hodnota perpetuity. Perpetuita představuje součet nekonečné řady volných peněžních toků druhé fáze, diskontovaných k počátku této fáze. Pro stanovení současné hodnoty k datu ocenění je nutné dále hodnotu perpetuity převést na současnou hodnotu prostřednictvím diskontního faktoru posledního roku první fáze.

Současná hodnota perpetuity – Gordonův vzorec:

$$P = \frac{FCF_{t+1}}{WACC_t - g}, \text{ kde:}$$

¹⁵ KPVH je stanoven jako Přidaná hodnota – Osobní náklady – Daně – Odpisy + Ostatní provozní výnosy – Ostatní provozní náklady + Ostatní finanční výnosy – Ostatní finanční náklady

- P = hodnota perpetuity, resp. současná hodnota druhé fáze k poslednímu roku první fáze,
 FCF_{t+1} = volný peněžní tok v prvním roce druhé fáze,
 $WACC_t$ = diskontní sazba posledního roku první fáze,
 g = tempo růstu volného peněžního toku ve druhé fázi.

Následně hodnota druhé fáze k datu ocenění se stanoví podle vztahu: současná hodnota druhé fáze = $P \cdot d_f$, kde d_f představuje diskontní faktor posledního roku první fáze.

Parametry pro ocenění 2. fáze:

Volný peněžní tok v prvním roce druhé fáze = 18 561 tis. Kč

Při stanovení volného peněžního toku pro druhou fázi jsme vyšli z volného peněžního toku v posledním roce první fáze a navýšili ho o předpokládané tempo růstu peněžních toků.

Předpokládaná míra růstu peněžních toků (g) = 1,7 %

Ke stanovení míry růstu v druhém období je nutno přistupovat obezřetně. V tomto období je zachován princip going concern a tato fáze trvá nekonečně dlouho. Předpokládáme, že Společnost ve druhé fázi bude i nadále tvořit hodnotu jak pro vlastníky, tak i věřitele.

Na základě strategické analýzy jsme odhadli tempo růstu tržeb na 1,7 % v běžných cenách a za předpokladu stabilizovaného vývoje hospodaření očekáváme, že stejným tempem poroste i volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF). Toto tempo považujeme za dostatečně konzervativní, aby se v něm promítly různé fáze hospodářského cyklu – útlum i konjunktura v budoucnosti.

Diskontní sazba = 8,65 %

Diskontní sazba pro pokračující hodnotu vychází z nákladů na kapitál v posledním roce první fáze s použitím kapitálové struktury odpovídající prvnímu roku druhé fáze.

Následující tabulka obsahuje výpočet současné hodnoty druhé fáze:

Tabulka č. 30: Výpočet současné hodnoty druhé fáze (v tis. Kč)

Volný peněžní tok v prvním roce druhé fáze (FCF_{t+1})	18 561
Tempo růstu volného peněžního toku (g)	1,7%
Diskontní sazba ($WACC$)	8,65%
Diskontní faktor posledního roku první fáze (d_f)	0,65
Současná hodnota druhé fáze k datu ocenění	173 925

Současná hodnota druhé fáze Společnosti činí 173 925 tis. Kč.

8.2.4 Ocenění neprovozního majetku

Majetek, který byl v kapitole č. 5 Rozdělení majetku na provozně nutný a neprovozní identifikován jako neprovozní a byl oceněn samostatně po jednotlivých položkách následovně:

8.2.4.1 Finanční investice – kapitálový trh

Společnost k datu ocenění vlastnila celkem 25 tis. ks akcií emitovaných společností ČEZ, ISIN CZ0005112300. Jejich ocenění jsem provedl na základě kurzovního lístku k datu ocenění, a to jak kurzem na BCPP, tak na RMS. Pro ocenění jsem tedy uvažoval oba veřejné trhy v České republice. Na každém z těchto trhů obchodují rozdílné subjekty a oba trhy dosáhly s uvedeným cenným papírem velmi rozdílných objemů obchodu. Z toho důvodu jsem pro stanovení hodnoty akcie společnosti ČEZ použil vážený průměr, kde vahou byly právě dosažené objemy obchodů.

Tabulka č. 31: Oficiální kurzovní lístek BCPP

Kurzovní lístek s výsledky obchodního dne:

31.10.2011

Filtr: Druh IN:

Akcie

Trh:

Hlavní trh

Název	ISIN	Kurz [Kč/%]	Měna / %	Změna [%]	Počet CP [ks]	Objem [tis. Kč]	Měna	Obch. sk.	Trh
AAA	NL0006033375	18,08	CZK	-2,48	5 010	90	CZK	3	Hlavní trh
CETV	BMG200452024	196,50	CZK	-5,98	210 963	42 366	CZK	3	Hlavní trh
ČEZ	CZ0005112300	760,00	CZK	-2,2	677 889	523 319	CZK	3	Hlavní trh
ERSTE GROUP BANK	AT0000652011	394,90	CZK	-10,88	765 600	313 792	CZK	3	Hlavní trh
FORTUNA	NL0009604859	96,30	CZK	-2,73	94 685	9 085	CZK	3	Hlavní trh
KITD	US4824702009	158,10	CZK	-4,18	11 668	1 876	CZK	3	Hlavní trh
KOMERČNÍ BANKA	CZ0008019106	3 466,00	CZK	-3,99	180 219	634 043	CZK	3	Hlavní trh
NWR	GB00B42CTW68	151,68	CZK	0,78	867 638	131 531	CZK	3	Hlavní trh
ORCO	LU0122624777	102,71	CZK	-2,21	11 603	1 210	CZK	3	Hlavní trh
PEGAS NONWOVENS	LU0275164910	426,00	CZK	-2,49	24 268	10 515	CZK	3	Hlavní trh
TELEFÓNICA C.R.	CZ0009093209	378,10	CZK	-2,78	1 109 143	421 630	CZK	3	Hlavní trh
UNIPETROL	CZ0009091500	175,10	CZK	-0,51	120 962	21 137	CZK	3	Hlavní trh
VGP	BE0003878957	364,00	CZK	0	0	0	CZK	1	Hlavní trh
VIG	AT0000908504	761,50	CZK	-4,37	2 403	1 853	CZK	3	Hlavní trh

Tabulka č. 32: RM-SYSTÉM»Kurzy on-line»Akcie»ČEZ ČEZ - BAACEZ (CZ0005112300)

Celkem	Kurz počátek období	Minimum	Maximum	Kurz konec období	Změna v %	Objem v tis. ks	Objem v tis. CZK
03.08.2011 - 31.10.2011	861	666,4	873,9	761	-11,61	801,7	604 008,57
Datum	Otevírací kurz	Minimum	Maximum	Závěrečný kurz	Změna v %	Objem v tis. ks	Objem v tis. CZK
31.10.2011	777	760	785	761	-2,06	8,63	6 692,87
27.10.2011	773,5	769,7	780	777	0,91	7,14	5 529,91
26.10.2011	757	756,9	772,9	770	1,65	12,57	9 629,23
25.10.2011	755	754	764	757,5	0,46	8,24	6 262,28
24.10.2011	745,9	740	760	754	1,91	9,82	7 372,24
21.10.2011	725	725	740	739,9	2,06	2,45	1 796,49
20.10.2011	733	725	733,9	725	-1,89	5,1	3 708,89
19.10.2011	736	728	741,7	739	0,5	11,22	8 263,81
18.10.2011	730	723	736	735,3	0,33	5,01	3 652,63
17.10.2011	754	730	760	732,9	-3,41	8,46	6 304,24
14.10.2011	765	750	766	758,8	-0,3	5,18	3 925,16
13.10.2011	750	744,4	768,4	761,1	1,67	22,84	17 394,65
12.10.2011	709,9	709,3	749,5	748,6	5,29	13,2	9 677,68
11.10.2011	714,4	708,6	717	711	-0,07	6,62	4 709,35
10.10.2011	703	703	714,6	711,5	0,78	6,96	4 934,17
7.10.2011	709	703	711	706	0,43	7,68	5 436,05
6.10.2011	699,7	696	704,8	703	1,02	6,84	4 795,68
5.10.2011	701	686,2	710	695,9	-0,01	13,15	9 140,61
4.10.2011	703	695	703	696	-1,56	6,24	4 369,14
3.10.2011	705	700	707	707	-0,7	6,31	4 436,74

Tabulka č. 33: Stanovení kurzu akcie – vážený průměr

Veřejný trh	ISIN	Titul	Měna	Kurz [Kč]	Objem [tis. ks]
RMS - oficiální trh	CZ0005112300	ČEZ	CZK	760,00	523 319
BCPP - hlavní trh	CZ0005112300	ČEZ	CZK	761,00	6 693

Výsledné ocenění (vážený průměr denního obchodu k rozhodnému dni)	760,01
-------------------------------------------------------------------	---------------

Hodnota jedné akcie ČEZ byla stanovena na částku 760,01 Kč. Celková investice měla tedy k datu ocenění celkovou hodnotu **19 000 tis. Kč**.

8.2.4.2 Finanční investice – dceřiná společnost

Vzhledem ke skutečnosti, že tato společnost by bez dotací generovala ztrátu, jedná se o společnost, u níž není možné prokázat princip going concern princip. Dotace totiž není možné počítat k přínosu vytvořenému samotnou společností. Z toho důvodu jsem společnost Ekoagrofarmy Konstantinovy Lázně s.r.o. ocenil substanční hodnotou na částku **546 tis. Kč**.

Dceřiná společnost je oceněna v příloze Posudku.

8.2.4.3 Půjčka ovládané osobě

Společnost eviduje dvě pohledávky vůči dceřiné společnosti EKOAGROFARMY Konstantinovy Lázně s.r.o. ve výši 3 400 tis. Kč.

Stanovení peněžních toků a jejich časového rozložení

Při určení peněžních toků plynoucích z pohledávky vycházím ze splátkového kalendáře, který mi byl poskytnut zástupci Zadavatele. Obě pohledávky budou splaceny do konce roku 2012.

Určení diskontní míry

Při určení nákladů vlastního kapitálu jsme vyšli z orientačního doporučení pro náklady vlastního kapitálu podle publikace J. Šantrůčka.¹⁶ Náklady vlastního kapitálu jsme zvolili ve výši 15 %, vzhledem k tomu, že společnost dlužníka je menší společnost s relativně krátkou historií.

Jednotlivé koeficienty ovlivňující faktor P jsme vyhodnotili v následující tabulce (viz *Tabulka č. 34: Vyhodnocení jednotlivých faktorů ovlivňujících právní stav*).

Tabulka č. 34: Vyhodnocení jednotlivých faktorů ovlivňujících právní stav

Kategorie	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	Celkem
Splátkový kalendář	2	1	0	1	0	0	1	1	6

Faktor **P** má pak pro pohledávku splatnou v plné výši v rámci splátkového kalendáře následující podobu:

$$P = 15 - 6 = 9$$

Faktor **V** charakterizující proměnlivost bonity dlužníka jsem stanovil na hodnotu 1, vzhledem ke krátké historii, ale stabilní bonitě společnosti dlužníka.

¹⁶ ŠANTRŮČEK, Jaroslav. *Pohledávky, jejich cese a hodnota*. 2. aktualiz. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická - Institut oceňování majetku, 2005.

Diskontní míru jsme stanovili jako náklady vlastního kapitálu zvýšené o prémii za riziko oceňované pohledávky vypočtené jako $P \cdot V$.

Diskontní míra $i = 15,0 + 9 \cdot 1 = 24 \%$.

Ocenění (výpočet současné hodnoty peněžních toků)

Výpočet současné hodnoty peněžních toků plynoucích z pohledávky je uveden v následujících tabulkách (viz **Chyba! Nenalezen zdroj odkazů.** a **Chyba! Nenalezen zdroj odkazů.**).

Tabulka č. 35: Výpočet současné hodnoty pohledávky č. 1

	11/2011	12/2011	1/2012	2/2012	3/2012	4/2012	5/2012	6/2012
Peněžní toky v jednotlivých obdobích	243 152	2 749	162 705	82 255	82 242	82 006	81 903	81 678
Diskontní míra	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%

	7/2012	8/2012	9/2012	10/2012	11/2012	12/2012
Peněžní toky v jednotlivých obdobích	81 565	141 396	141 064	140 804	140 491	100 211
Diskontní míra	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Současná hodnota pohledávky (kum.)	1 370 110					

Tabulka č. 36: Výpočet současné hodnoty pohledávky č. 2

	11/2011	12/2011	1/2012	2/2012	3/2012	4/2012
Peněžní toky v jednotlivých obdobích	453 807	102 886	102 726	102 476	102 347	102 136
Diskontní míra	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%

	5/2012	6/2012	7/2012	8/2012	9/2012	10/2012	11/2012	12/2012
Peněžní toky v jednotlivých obdobích	101 800	101 713	101 453	111 290	111 023	110 825	140 592	140 287
Diskontní míra	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Současná hodnota pohledávky (kum.)	1 681 254							

Hodnota pohledávek vůči dceřiné společnosti EKOAGROFARMY Konstantinovy Lázně s.r.o. byla k datu ocenění stanovena celkem na 3 051 tis. Kč.

8.2.4.3 Dlouhodobá pohledávka

Pohledávky jsou popsány v bodě 5 tohoto posudku. Všechny tyto půjčky lze z hlediska teorie firemních financí zařadit jako přechodně volné disponibilní zdroje. Vzhledem k zajištění a podstatě těchto pohledávek není důvodná obava o jejich nesplacení.

Dlouhodobé pohledávky byly tedy pro účely stanovení hodnoty Společnosti oceněny vzhledem k výše uvedenému a účelu ocenění jejich nominální hodnotou ve výši **97 890 tis. Kč**.

8.2.5 Výsledné ocenění metodou DCF entity

Výslednou hodnotu podniku stanovenou metodou DCF jsem zjistil součtem současných hodnot první fáze a druhé fáze ocenění, čímž byla stanovena hodnota brutto provozní části podniku. Po odečtení hodnoty úročených cizích zdrojů k datu ocenění byla stanovena hodnota netto provozní části, ke které byla přičtena celková tržní hodnota neprovozního majetku. Výsledkem je tržní hodnota vlastního kapitálu Společnosti.¹⁷

Tabulka č. 37: Celková hodnota vlastního kapitálu (v tis. Kč)

Současná hodnota první fáze	123 403
Současná hodnota druhé fáze	173 925
Celková hodnota podniku (brutto)	297 327
Cizí úročený kapitál k datu ocenění	0
Hodnota neprovozních aktiv	120 488
Výsledná hodnota vlastního kapitálu (netto)	417 815

Hodnota Společnosti stanovená metodou DCF entity k datu ocenění činí 417 815 tis. Kč.

8.3 Ocenění metodou substanční hodnoty

Pro ocenění metodou substanční hodnoty je nezbytné individuálně přecenit každou položku majetku a závazků Společnosti.

8.3.1 Dlouhodobý nehmotný majetek

Na příslušných analytických účtech má Společnost zaúčtovánu položku software, a to ve výši 4 724 tis. Kč. Jedná se o speciální software k zařízením, jako jsou čtečky, tiskárny, expediční moduly apod. Nehmotný majetek byl oceněn stejnou metodikou, jako zařízení, která se pomocí tohoto softwaru ovládají. Při ocenění byly použité stejné předpoklady jako u příslušných zařízení, a to zejména stejné indexy cen průmyslových výrobců, předpokládaná celková životnost apod. Účetní hodnotou byl pak přecenen nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek a poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek. Touto metodikou byl software oceněn na 4 472 tis. Kč.

8.3.2 Dlouhodobý hmotný majetek

8.3.2.1 Pozemky a stavby

Stavby jsou evidovány v celkové účetní hodnotě 179 879 tis. Kč. Z hlediska hodnoty se jedná o druhé nejvýznamnější aktivum Společnosti (největším jsou pohledávky). Společnost vlastní dva výrobní areály: V Klatovech, kde je současně umístěna porážka a zpracování drůbeže. Dále je v tomto areálu i vedení společnosti. Areál v Horšově je určen pro výrobu jateční drůbeže.

Stavby a pozemky byly oceněny na hodnotu **104 000 tis. Kč**. Postup ocenění je předmětem přílohy tohoto Posudku. Relativně nižší hodnota ocenění (oproti její účetní zůstatkové hodnotě) je vysvětlitelná jednak specializací objektů (málokterý zájemce by

¹⁷ MAŘÍK, Miloš, et al. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

obdobné objekty kupoval pro jinou výrobu, protože by s jejich přestavbou byly spojeny značné vícenáklady a dodatečné investice. Dalším důvodem je pak velikost a lokace areálů mimo hlavní podnikatelská centra v ČR. Jedná se o poměrně velké areály. Posledním důvodem je současný stav hospodářství a očekávaná krize.

8.3.2.2 Samostatné movité věci a soubory movitých věcí

Pro ocenění movitých věcí jsme zvolili metodiku popsanou v kapitole č. 7.1.2, podkapitole *Metodika ocenění hmotného a nehmotného majetku*, pro výpočet amortizace byla použita metoda Vogelsova. Ta pracuje s předpokladem, že opotřebenění je v prvních letech života rychlejší, dále následuje mírnější pokles odpovídající stáří a běžnému opotřebenění při dobré údržbě, v závěrečném období opět dochází k poklesu hodnoty vlivem mezního opotřebenění intenzivně namáhaných dílů.¹⁸ Jedná se o ocenění reálné, jež by mělo odpovídat aktuálním cenám, za něž lze majetek k datu ocenění poříditi resp. prodat.

U položek, pro které existuje likvidní trh, byla použita metoda porovnávací, která oceňuje aktivum na základě porovnání s cenou podobných aktiv. Předpokladem použití této metody je však existence dostatečného množství údajů o tržních cenách identického nebo podobného aktiva. Tento způsob ocenění byl použit u automobilů. Společnost eviduje v účetnictví samostatné movité věci a soubory movitých věcí (účet 022) v pořizovací hodnotě 468 541 tis. Kč a zůstatkové hodnotě 99 329 tis. Kč. Jedná se o speciální zařízení používaná při porážce drůbeže a následném zpracování masa a masných polotovarů, dále zkušební a měřicí přístroje používané pro kontrolu výstupu, chladicí zařízení, soubor nábytku, který slouží jako vybavení kanceláří, šaten apod. Součástí movitých věcí jsou rovněž běžné elektrospotřebiče, jako například mikrovlnné trouby, rychlovarné konvice, stolní ventilátory apod.

Pořizovací cena movitých věcí byla upravena pomocí indexů cen průmyslových výrobců podle kategorií, které nejlépe odpovídají charakteru věcí. Tím došlo k přepočtu cen na úroveň k datu ocenění. Tyto indexy zveřejňuje pravidelně Český statistický úřad již od roku 1991.

Tabulka č. 38: Indexy cen průmyslových výrobců dle klasifikace CZ-CPA

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
ÚHRN	69,1%	8,7%	9,0%	5,6%	7,4%	4,9%	5,0%	4,8%	1,0%	4,9%
Nábytek	51,1%	17,3%	17,5%	5,9%	9,1%	6,9%	4,8%	3,1%	0,8%	1,0%
PC, ELEKTRONICKÉ A OPTICKÉ PŘÍSTROJE	25,7%	2,0%	6,1%	7,0%	4,5%	6,3%	7,7%	4,9%	2,7%	0,2%
Měřicí, zkušební a navigační přístroje; časoměrné přístroje	36,5%	-2,5%	14,8%	11,2%	3,8%	8,2%	12,0%	12,6%	6,7%	1,8%
ELEKTRICKÁ ZAŘÍZENÍ	101,6%	9,0%	18,1%	3,6%	5,0%	3,5%	4,7%	2,7%	2,0%	3,8%
Motorová vozidla (kromě motocyklů), přívěsy a návěsy	73,1%	15,5%	16,5%	12,6%	8,7%	4,4%	1,6%	3,6%	0,2%	0,7%
Elektrické motory, generátory, transformátory	112,6%	20,1%	15,8%	10,5%	1,7%	6,0%	5,0%	4,7%	1,7%	2,6%

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	10/2011
ÚHRN	2,8%	-0,6%	-0,4%	5,5%	3,1%	1,5%	4,1%	4,5%	-3,1%	1,2%	5,1%
Nábytek	3,2%	1,3%	0,7%	1,0%	3,3%	0,5%	1,6%	1,3%	2,2%	-0,2%	0,7%
PC, ELEKTRONICKÉ A OPTICKÉ PŘÍSTROJE	0,1%	-2,4%	-0,1%	-1,9%	-6,0%	-1,0%	-0,6%	-3,4%	0,2%	-1,8%	-2,4%
Měřicí, zkušební a navigační přístroje; časoměrné přístroje	0,1%	-4,8%	-0,3%	-0,7%	-4,3%	-0,7%	-0,4%	-4,6%	3,4%	-1,8%	-1,3%
ELEKTRICKÁ ZAŘÍZENÍ	1,6%	-0,3%	-1,5%	0,7%	1,5%	6,6%	2,4%	-1,7%	-3,1%	3,4%	1,7%
Motorová vozidla (kromě motocyklů), přívěsy a návěsy	3,5%	-0,1%	-1,0%	-0,7%	-2,7%	-1,8%	-2,0%	-5,9%	0,5%	-4,8%	-2,2%
Elektrické motory, generátory, transformátory	2,4%	1,8%	0,6%	0,2%	1,3%	1,2%	1,7%	0,3%	1,6%	-0,1%	1,4%

Zdroj: Indexy cen výrobců - časové řady: Tab. 2 Indexy cen průmyslových výrobců podle CZ-CPA. Český statistický úřad [online]. 2011. Dostupný z WWW: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/ipc_cr.

Celkem jsem účet 022 přecenil na hodnotu 118 708 tis. Kč. Kompletní přecenění jednotlivých položek účtu 022 je součástí přílohy tohoto posudku.

¹⁸ MAŘÍK, Miloš, et al. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3

Na účtu 022 jsou rovněž evidovány automobily, traktory apod. Tyto položky byly oceněny samostatně metodou tržního porovnání. Údaje o hodnotách jednotlivých položek jsou kvůli jejich obsáhlosti uloženy v elektronickém archivu Zhotovitele.

Operativní evidence

Součástí oceňovaného majetku je také operativní evidence, kterou tvoří drobné elektrospotřebiče, počítačové vybavení, kancelářský nábytek, mobilní telefony, nářadí apod., celkem v pořizovací hodnotě 24 184 tis. Kč. Operativní evidenci jsem přecenil na stejnou metodikou jako movité věci uvedené na účtu 022, a to na částku 7 859 tis. Kč. Ocenění operativní evidence je součástí přílohy tohoto posudku.

8.3.2.3 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek

Zástupci Společnosti poskytli pro účely ocenění tohoto majetku položkový seznam účtu 042. Vzhledem k jeho obsáhlosti je součástí archivu znalce. Vzhledem k charakteru a podstatě tohoto majetku jsem ocenění zvolil na úrovni účetní hodnoty: tedy ve výši **47 243 tis. Kč**.

8.3.2.4 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek

Tento majetek byl oceněn jeho účetní hodnotou, tedy na částku **-780 tis. Kč**.

8.3.2.5 Dlouhodobý finanční majetek

Podle informací zástupců Společnosti se jedná o finanční investici do dceřiné společnosti Ekoagrofarmy Konstantinovy Lázně, a.s., které je oceněno v rámci ocenění neprovozního majetku. Stejně tak je oceněna finanční investice do akcií ČEZ a půjčka dceřiné společnosti v rámci ocenění neprovozního majetku (viz bod 8.2.4 a příloha posudku).

Jiný dlouhodobý majetek byl vzhledem k jeho nízké hodnotě oceněn na úrovni účetní hodnoty.

Celkem byl dlouhodobý finanční majetek oceněn na hodnotu **22 618 tis. Kč**.

8.3.3 Oběžná aktiva

8.3.3.1 Zásoby

Vzhledem k jejich následnému použití a prohlášení zástupců Společnosti, že nejsou evidovány (ani fakticky skladovány) dlouhodobě nepoužitelné zásoby (nejsou ani vytvářeny opravné položky na takové druhy zásob), byla volena pro jejich ocenění účetní hodnota, která vzhledem k jejich době do realizace zcela odpovídá jejich reálné hodnotě.

Materiál byl přeceněn jejich účetní hodnotou, tedy na částku **12 108 tis. Kč**.

Výrobky byly přeceněny jejich účetní hodnotou, tedy na částku **28 323 tis. Kč**.

Zvířata byla přeceněna jejich účetní hodnotou, tedy na částku **12 087 tis. Kč**.

Zboží bylo přeceněno jejich účetní hodnotou, tedy na částku **1 910 tis. Kč**.

8.3.3.2 Jiné dlouhodobé pohledávky

Tyto pohledávky byly popsány výše v rámci ocenění neprovozního majetku. Jedná se ve většině o pohledávky, které byly poskytnuty pro provozní účely jiným podnikatelským subjektům. Zbývající část pohledávek byla poskytnuta subjektům, které se zabývají výkrmem jatečních kuřat. Tyto pohledávky jsem ocenil jejich nominální hodnotou. Celková hodnota dlouhodobých pohledávek tedy činí **106 736 tis. Kč**.

8.3.3.3 Pohledávky z obchodních vztahů

Pohledávky z obchodních vztahů krátkodobé činily k rozhodnému dni částku celkem v netto hodnotě 201 664 tis. Kč a krátkodobé poskytnuté zálohy ve výši netto 4 772 tis. Kč. Celková brutto hodnota byla k datu ocenění ve výši 214 850 tis. Kč. Společnost na určité pohledávky po lhůtě splatnosti a na pohledávky za nedostatečně bonitními klienty sama podle vlastní metodiky vytvořila opravné položky. Pro porovnání dostatečnosti, resp. nedostatečnosti takto vytvořených položek jsem podle metodiky běžně používané pro ocenění pohledávek, které jsou součástí majetku podniku použil přecenění na základě koeficientů zavedených v české oceňovací praxi, které jsou odstupňovány podle doby po splatnosti. Přecenění pak vypadá podle následující tabulky.

Tabulka č. 39: Členění a ocenění kr. pohledávek z obch. styku (v tis. Kč)

Kategorie pohledávky podle splatnosti	Celková nominální hodnota	V tuzemsku	V zahraničí	Koeficient	Přeceněná hodnota
Celkem	214 850	211 114	3 736		202 642
do lhůty splatnosti	192 848	191 284	1 564	0,97	187 063
po lhůtě splatnosti	22 002	19 830	2 172		
z toho:					
do 30 dnů	10 034	9 909	125	0,91	9 131
do 90 dnů	7 141	7 141	-	0,80	5 713
do 180 dnů	1 206	1 206	-	0,61	736
do 360 dnů	-8	-8	-	0,32	0
nad 360 dnů	3 629	1 582	2 047	0,00	0

Pohledávky by tedy byly přeceněny bez použití opravných položek na hodnotu 202 642 tis. Kč. Netto hodnota pohledávek z obchodního styku a poskytnutých záloh činí celkem po realizaci opravných položek 206 436 tis. Kč, tedy ve srovnání s přeceněnou hodnotou vytvořila Společnost opravné položky v nedostatečné výši. Pro ocenění jsem tedy použil přeceněnou hodnotu) pohledávky z obchodního styku a poskytnuté zálohy.

Pohledávky za státem jsou pochopitelně oceněny jejich nominální hodnotou. Stejně tak dohadné účty aktivní a jiné pohledávky.

Hodnota krátkodobých pohledávek z obchodního styku byla stanovena ve výši **387 626 tis. Kč.**

8.3.3.4 Krátkodobý finanční majetek

Jedná se o peněžní prostředky, které mají pouze jednu hodnotu. Tento majetek je vykazován ve výši **47 455 tis. Kč**

8.3.4 Časové rozlišení aktivní

Tuto položku majetku jsem vzhledem ke struktuře a výši ocenil na úrovni účetní hodnoty, tedy na částku **960 tis. Kč.**

8.3.5 Rekapitulace ocenění aktiv Společnosti

Celková hodnota aktiv Společnosti byla na základě výše uvedených postupů a předpokladů stanovena na částku **942 651 tis. Kč.**

Tabulka č. 40: Tabulkový přehled ocenění položek aktiv rozvahy (v tis. Kč)

Drůbežářský závod Klatovy, a.s.

ř. 31.10.2011 Ocenění

		1	969 538	893 465
A.	AKTIVA CELKEM	1	969 538	893 465
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	2		
B.	Dlouhodobý majetek	3	368 539	296 260
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	4	4 724	4 472
B. I. 1.	Zřizovací výdaje	5		
B. I. 2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	6		
B. I. 3.	Software	7	2 472	2 220
B. I. 4.	Ocenitelná práva	8		
B. I. 5.	Goodwill	9		
B. I. 6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	10		
B. I. 7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	11	1 412	1 412
B. I. 8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	12	840	840
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	13	325 671	269 171
B. II. 1.	Pozemky	14	4 248	
B. II. 2.	Stavby	15	175 631	104 000
B. II. 3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	16	99 329	118 708
B. II. 4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	17		
B. II. 5.	Základní stádo a tažná zvířata	18		
B. II. 6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	19		
B. II. 7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	20	47 243	47 243
B. II. 8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	21	-780	-780
B. II. 9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	22		
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	23	38 144	22 618
B. III. 1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	24	14 770	546
B. III. 2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	25		
B. III. 3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	26	19 954	19 000
B. III. 4.	Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	27	3 400	3 051
B. III. 5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	28	20	20
B. III. 6.	Požizovaný dlouhodobý finanční majetek	29		
B. III. 7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	30		
C.	Oběžná aktiva	31	600 039	596 245
C. I.	Zásoby	32	54 428	54 428
C. I. 1.	Materiál	33	12 108	12 108
C. I. 2.	Nedokončená výroba a polotovary	34		
C. I. 3.	Výrobky	35	28 323	28 323
C. I. 4.	Zvířata	36	12 087	12 087
C. I. 5.	Zboží	37	1 910	1 910
C. I. 6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	38		
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	39	106 736	106 736
C. II. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	40		
C. II. 2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	41		
C. II. 3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	42		
C. II. 4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	43		
C. II. 5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	44		
C. II. 6.	Dohadné účty aktivní	45		
C. II. 7.	Jiné pohledávky	46	106 736	106 736
C. II. 8.	Odložená daňová pohledávka	47		
C. III.	Krátkodobé pohledávky	48	391 420	387 626
C. III. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	49	201 664	197 958
C. III. 2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	50		
C. III. 3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	51		
C. III. 4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	52		
C. III. 5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	53		
C. III. 6.	Stát - daňové pohledávky	54	184 925	184 925
C. III. 7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	55	4 772	4 684
C. III. 8.	Dohadné účty aktivní	56	11	11
C. III. 9.	Jiné pohledávky	57	48	48
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	58	47 455	47 455
C. IV. 1.	Peníze	59	509	509
C. IV. 2.	Účty v bankách	60	11 946	11 946
C. IV. 3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	61	35 000	35 000
C. IV. 4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek	62		
D.	Časové rozlišení	63	960	960
D. I. 1.	Náklady příštích období	64	960	960
D. I. 2.	Komplexní náklady příštích období	65		
D. I. 3.	Příjmy příštích období	66		

8.3.6 Cizí zdroje

Veškeré závazky Společnosti byly pro účel tohoto ocenění oceněny na úrovni účetní hodnoty, a to ve výši **493 020 tis. Kč**. K přecenění závazků na vyšší, než účetní hodnotu (například možná penále za prodlení apod.) jsem neshledal žádný důvod.

Hodnota Společnosti byla v daném případě stanovena součtem přeceněných složek aktiv a následným odečtením přeceněných závazků, a to v souladu s následující tabulkou:

Tabulka č. 41: Rekapitulace dosažených hodnot (v tis. Kč)

	Úč. hodnota	Ocenění
Substanční hodnota celkových aktiv Společnosti (tis. Kč)	969 538	893 465
Celková výše cizích a ostatních pasiv	493 020	493 020
Hodnota vlastního kapitálu Společnosti [tis. Kč]	476 518	400 445
Hodnota připadající na jednu akcii [Kč]	5 179	4 352

Substanční metodou byla stanovena hodnota Společnosti na částku 400 445 tis. Kč.

IX. REKAPITULACE

Hodnotu společnosti **Drůbežářský závod Klatovy a.s.** jsem stanovil k datu ocenění 31. října 2011 na základě použitých dvou metod ocenění následovně:

- / metodou DCF entity na: 417 815 tis. Kč
- / neúplnou substanční metodou na: 400 445 tis. Kč

Použitými metodickými postupy bylo dosaženo odlišných výsledků ocenění. Z výsledků vyplývá, že hodnota Společnosti pro vlastníky stanovená výnosovou metodou (reprezentovaná metodou DCF Entity) je vyšší než výsledek dosažený majetkovou metodou (reprezentovaná metodou neúplné substanční hodnoty).

Pro účely ocenění Společnosti jsem se po důkladném zvážení všech významných aspektů ovlivňujících rozhodování přiklonil k dílčí hodnotě vypočtené výnosovou metodou DCF Entity.

Výsledek touto metodou považuji za reálnější z pohledu hledané hodnoty Společnosti. Domnívám se, že zvolená výnosová metoda reprezentovaná metodou DCF poskytuje reálný obraz významných aspektů popisujících ekonomický přínos z oceňované Společnosti a jako takovou tedy považuji metodu DCF za metodu nejlépe vystihující hodnotu společnosti Drůbežářský závod Klatovy a.s.

X. ZÁVĚREČNÝ VÝROK ZPRACOVATELE

10.1 Prohlášení zpracovatele

- Předmětem ocenění není duševní majetek, který není součástí účetních aktiv společnosti.
- Podklady, na nichž je ocenění podniku založeno, jsou podle prohlášení zástupců zadavatele úplné a vyjadřují všechny právní vztahy, hospodářské, technické a smluvní skutečnosti podniku.
- Neověřoval jsem, zda na aktivech společnosti neváznou žádná další omezení, jakožto práva třetích osob omezujících vlastnická práva.
- Zpracovatel nenese odpovědnost za úplnost a správnost jemu poskytnutých informací a za případné změny, které mohly nastat ve skutečnostech týkajících se majetku a závazků podniku po zpracování Posudku. Posudek obsahuje ocenění majetku a závazků podniku založené na zvolené metodě k datu ocenění a nebere v úvahu jakékoliv možné změny po tomto datu.
- Prohlašuji, že v současné době ani blízké budoucnosti nebudu mít účast ani prospěch z transakce, pro kterou je Posudek zpracován. Mé honoráře ani odměny nezávisí na propočtených hodnotách ani na dosažených závěrech.
- Dokument nesmí být ani jako celek ani jeho jednotlivé části kopírovány nebo rozmnožovány pro jiné účely bez písemného souhlasu zpracovatele.
- Interpretace a použití výsledku těsně souvisí s účelem jeho zpracování.

10.2 Závěrečný výrok

Na základě požadavku zadavatele jsem stanovil k datu 31.10.2011 hodnotu **jedné kmenové akcie** o nominální hodnotě 1 000,- Kč společnosti **Drůbežářský závod Klatovy a.s.**, se sídlem 5. května 112, Klatovy, IČ: 453 59 989 za účelem stanovení výchozí ceny akcie pro účely veřejné dražby akcií Společnosti obchodníkem cennými papíry na částku (po zaokrouhlení):

4 541,- Kč

(Slovy: čtyři tisíce pět set čtyřicet jedna koruna česká)

.....
Ing. Petr Šmíd
Semická 3291/8
143 00 Praha 4

ZNALECKÁ DOLOŽKA

Znalecký posudek jsem podal jako znalec, jmenovaný dekretem Krajského soudu v Plzni ze dne 10. listopadu 1998, č.j. Spr 1421/98 pro obor EKONOMIKA - odvětví: ceny a odhady
specializace: oceňování cenných papírů a kapitálový trh

Znalecký posudek je zapsán pod pořadovým číslem **088-07/2011** znaleckého deníku.

Otisk znalecké pečeti:

.....
Ing. Petr Šmíd

V Praze dne 31.12.2011

PŘÍLOHY

Příloha č. 1 – výpisy z obchodního rejstříku

- Aktuální výpis z obchodního rejstříku Společnosti
- Aktuální výpis z obchodního rejstříku společnosti Ekoagrofarmy Konstantinovy Lázně, s.r.o.

Příloha č. 2 – statutární výkazy Společnosti

- Rozvaha společnosti – k datu 31.10.2011
- Výkaz zisků a ztrát – k datu 30.10.2011

Příloha č. 3 – ocenění hmotného movitého a nehmotného majetku

Příloha č. 4 – ocenění nemovitého majetku

Příloha č. 5 – ocenění spol. Ekoagrofarmy Konstantinovy Lázně s.r.o.

Příloha č. 6 – finanční investice: akcie ČEZ

Příloha č. 1 – výpisy z obchodního rejstříku

V ý p i s

z obchodního rejstříku, vedeného
Krajským soudem v Plzni
oddíl B, vložka 235

!!!UPOZORNĚNÍ!!!

Tento výpis má pouze **informativní** charakter.

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

Datum zápisu: 1.května 1992
Obchodní firma: Drůbežářský závod Klatovy a.s.
Sídlo: Klatovy, ul. 5. května 112, PSČ 339 01
Identifikační číslo: 453 59 989
Právní forma: Akciová společnost
založena rozhodnutím Fondu národního majetku České republiky se sídlem v Praze 1, Gorkého náměstí 32, a přijetím zakladatelské listiny ve formě notářského zápisu Státního notářství pro Prahu 8 č. j. 8 NZ 306/92, 8 N 327/92 ze dne 30. 4. 1992.

Předmět podnikání:

- řeznictví a uzenářství
- silniční motorová doprava - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny
- hostinská činnost
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Statutární orgán - představenstvo:

místopředseda představenstva: Ing. David Bednář, dat. nar. 21.08.1976
Prostějov, Stanislava Manharda 1327/1, PSČ 796 01
den vzniku funkce: 26.května 2010
den vzniku členství v představenstvu: 1.ledna 2010

předseda představenstva: Čestmír Velíšek, dat. nar. 22.01.1955
Losiná 45, PSČ 332 04
den vzniku funkce: 1.července 2011
den vzniku členství v představenstvu: 1.září 2010

člen představenstva: Ing. Josef Kroupa, dat. nar. 14.06.1957
Předslav 75, PSČ 339 01
den vzniku členství v představenstvu: 16.ledna 2009

Způsob jednání:

- zastupování - společnost zastupuje představenstvo, a to buď společně všichni členové představenstva, a nebo samostatně jeden člen představenstva, který k tomu byl představenstvem písemně pověřen,
- podepisování - podepisování se provádí tak, že k napsanému

nebo vytištěnému názvu společnosti připojí svůj podpis společně všichni členové představenstva, nebo společně předseda nebo místopředseda a jeden člen představenstva, a nebo samostatně jeden člen představenstva, který k tomu byl představenstvem písemně pověřen.

Dozorčí rada:

předseda dozorčí rady: Ing. Josef Velíšek, dat. nar. 01.09.1950
Plzeň, Dřevěná 102/9, PSČ 301 00
den vzniku funkce: 7.prosince 2009
den vzniku členství v dozorčí radě: 4.prosince 2009

člen dozorčí rady: Josef Matějka, dat. nar. 06.01.1974
Klatovy, Kličková 439, PSČ 339 01
den vzniku členství v dozorčí radě: 21.října 2010

člen dozorčí rady: Ing. Michaela Velísková, dat. nar. 25.10.1975
Nebílovy 32, PSČ 332 04
den vzniku členství v dozorčí radě: 3.srpna 2011

Akcie:

92 005 ks akcie na majitele v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč

Základní kapitál: 92 005 000,- Kč
představující hodnotu akcií

Ostatní skutečnosti:

- Rozhodnutí valné hromady ze dne 20. 7. 1992 Drůbežářský závod Klatovy a. s. snížit základní jmění o částku 12 161 000,- Kč.

V ý p i s

z obchodního rejstříku, vedeného
Krajským soudem v Plzni
oddíl C, vložka 19609

!!!UPOZORNĚNÍ!!!

Tento výpis má pouze **informativní** charakter.

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

Datum zápisu: 19.března 2007

Obchodní firma: EKOAGROFARMY Konstantinovy Lázně s.r.o.

Sídlo: Konstantinovy Lázně, Nádražní 68, PSČ 349 52

Identifikační číslo: 279 75 355

Právní forma: Společnost s ručením omezeným

Předmět podnikání:

- velkoobchod
- specializovaný maloobchod a maloobchod se smíšeným zbožím
- maloobchod provozovaný mimo řádné provozovny
- pronájem a půjčování věcí movitých
- výzkum a vývoj v oblasti přírodních a technických věd
- poskytování služeb pro hospodaření v lesích a pro myslivost
- poskytování služeb pro zemědělství a zahradnictví
- zprostředkování obchodu a služeb
- zaměření zemědělské výroby:
 - a) rostlinná výroba včetně chmelařství, ovocnářství, vinohradnictví a pěstování zeleniny, hub, okrasných rostlin, léčivých a aromatických rostlin, rostlin pro technické a energetické užití na pozemcích vlastních, pronajatých, nebo užívaných na základě jiného právního důvodu, popřípadě provozovaná bez pozemků
 - b) živočišná výroba zahrnující chov hospodářských a jiných zvířat či živočichů za účelem získávání a výroby živočišných produktů, chov hospodářských zvířat k tahu a chov sportovních a dostihových koní
 - c) produkce chovných plemenných zvířat a využití jejich genetického materiálu, pokud jde o zvířata uvedená v písmenu b)
 - d) výroba osiv a sadby, školkařských výpěstků a genetického materiálu rostlin
 - e) úprava, zpracování a prodej vlastní produkce zemědělské výroby
 - f) chov ryb, vodních živočichů a pěstování rostlin na vodní ploše na pozemcích vlastních, pronajatých nebo užívaných na základě jiného právního důvodu
 - g) hospodaření v lese, na pozemcích vlastních, pronajatých, nebo užívaných na základě jiného právního důvodu
 - h) hospodaření s vodou pro zemědělské a lesnické účely

Statutární orgán:

jednatel: Jan Kolář, dat. nar. 28.02.1968
Konstantinovy Lázně, Sluneční 102, PSČ 349 52
den vzniku funkce: 12.ledna 2009

Způsob jednání:
Jménem společnosti jedná jednatel samostatně a bez omezení.

Společníci:

Drůbežářský závod Klatovy a.s.
Klatovy, 5.května 112, PSČ 339 01
Identifikační číslo: 453 59 989

Vklad: 15 536 000,- Kč

Splaceno: 15 536 000,- Kč

Obchodní podíl: 100 %

Základní kapitál: 15 536 000,- Kč

Příloha č. 2 – statutární výkaz k rozhodnému dni

Rozvaha Společnosti k rozhodnému dni

ROZVAHA		Obchodní firma nebo jiný název
v plném rozsahu		účetní jednotky
ke dni 31.10.2011		Drůbežářský závod Klatovy a.s.
(v celých tisících Kč)		Sídlo nebo bydliště účetní jednotky a místo podnikání liší-li se od bydliště
IČ		ul. 5. května 112
45 35 99 89		339 01 Klatovy

Označení	AKTIVA	Běžné účetní období			Minulé úč.období
		Brutto	Korekce	Netto	Netto
	AKTIVA CELKEM	1 485 636	-516 098	969 538	839 908
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál				
B.	Dlouhodobý majetek (ř. 04 + 12 + 22)	876 223	-507 684	368 539	345 666
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	6 955	-2 231	4 724	3 359
B. I.	Zřizovací výdaje				
	2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje				
	3. Software	4 703	-2 231	2 472	3 048
	5. Goodwill (+/-)			0	
	6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek			0	
	7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	1 412	0	1 412	311
	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	840	0	840	0
	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek				
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	831 124	-505 453	325 671	338 057
	1. Pozemky	4 248	0	4 248	18 818
	2. Stavby	300 944	-125 313	175 631	183 845
	3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	468 519	-369 190	99 329	117 299
	4. Pěstitelské celky trvalých porostů			0	
	5. Základní stádo a tažná zvířata			0	
	6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	10 431	-10 431	0	0
	7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	47 762	-519	47 243	16 597
	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	-780	0	-780	1 498
	9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku (+/-)				
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	38 144	0	38 144	4 250
B. III.	Podíly v ovládaných a řízených osobách				
	2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem				
	1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	14 770	0	14 770	200
	3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	19 954	0	19 954	0
	4. Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný			0	
	4. Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný	3 400	0	3 400	4 030
	5. Jiný dlouhodobý finanční majetek	20	0	20	20
	6. Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek				
	7. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční				

Označení	a	AKTIVA			
		b			
C.	Oběžná aktiva	608 453	-8 414	600 039	493 085
C. I.	Zásoby	54 428	0	54 428	42 447
	1. Materiál	12 108	0	12 108	12 225
	2. Nedokončená výroba a polotovary			0	
	3. Výrobky	28 323	0	28 323	22 089
	4. Zvířata	12 087	0	12 087	7 865
	5. Zboží	1 910	0	1 910	268
	6. Poskytnuté zálohy na zásoby			0	
C. II.	Dlouhodobé pohledávky (ř. 40 až 47)			0	
C. II.	Pohledávky z obchodních vztahů			0	
	2. Pohledávky - ovládající a řídicí osoba			0	
	3. Pohledávky - podstatný vliv			0	
	4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za			0	
	5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy			0	
	6. Dohadné účty aktivní			0	
	7. Jiné pohledávky			0	
	8. Odložená daňová pohledávka			0	
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	106 736	0	106 736	111 187
	7. Jiné pohledávky	106 736	0	106 736	111 187
C. III.	Krátkodobé pohledávky	399 834	-8 414	391 420	295 726
	1. Pohledávky z obchodních vztahů	210 078	-8 414	201 664	170 403
	2. Pohledávky - ovládající a řídicí osoba			0	
	3. Pohledávky - podstatný vliv			0	
	4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za			0	
	5. Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění			0	
	6. Stát - daňové pohledávky	184 925	0	184 925	120 990
	7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	4 772	0	4 772	1 507
	8. Dohadné účty aktivní	11	0	11	2 763
	9. Jiné pohledávky	48	0	48	63
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	47 455	0	47 455	43 725
	1. Peníze	509	0	509	971
	2. Účty v bankách	11 946	0	11 946	27 754
	3. Krátkodobé cenné papíry a podíly			0	
	4. Pořizovaný krátkodobý finanční majetek			0	
	3. Krátkodobé cenné papíry a podíly	35 000	0	35 000	15 000
D. I.	Časové rozlišení	960	0	960	1 157
	1. Náklady příštích období	960	0	960	1 157

Označení a	PASIVA b	Stav v běžném účet. období 5	Stav v minulém účet. období 6
	PASIVA CELKEM	969 537	1 262 982
A.	Vlastní kapitál	476 517	839 908
A. I.	Základní kapitál	92 005	88 063
1.	Základní kapitál	92 005	92 005
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)		
3.	Změny základního kapitálu (+/-)		
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)		-3 942
A. II.	Kapitálové fondy	-400	-400
A. II. 1.	Emisní ážio		
2.	Ostatní kapitálové fondy		
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	-400	-400
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění přeměnách (+/-)		
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	325 822	279 838
1.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	18 518	18 518
2.	Statutární a ostatní fondy	307 304	261 320
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let		
A. IV. 1.	Nerozdělený zisk minulých let		
2.	Neuhrazená ztráta minulých let (-)		
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-) (ř. 01 - 69 - 73 - 78 - 81 - 85 - 118) = ř. 61 výkazu zisku a ztráty v plném rozsahu	59 090	49 333
B.	Cizí zdroje	493 020	423 074
B. I.	Rezervy	61 548	61 818
1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	8 040	13 278
4.	Ostatní rezervy	53 508	48 540
3.	Rezerva na daň z příjmů		
4.	Ostatní rezervy		
B. II.	Dlouhodobé závazky	11 387	8 207
B. II. 1.	Závazky z obchodních vztahů		
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba		
3.	Závazky - podstatný vliv		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a účastníkům		8 207
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy		
6.	Vydané dluhopisy		
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě		
8.	Dohadné účty pasivní		
9.	Jiné závazky		
10.	Odložný daňový závazek	11 387	8 207
B. III.	Krátkodobé závazky	420 085	353 049
1.	Závazky z obchodních vztahů	164 115	161 253
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba		
3.	Závazky - podstatný vliv		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a účastníkům		
5.	Závazky k zaměstnancům	8 049	10 215
6.	Závazky ze soc. zabezpečení a zdravotního pojištění	4 181	4 034
7.	Stát - daňové závazky a dotace	168 358	111 094
8.	Krátkodobé přijaté zálohy		
9.	Vydané dluhopisy		
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	-3 588	3 567
9.	Jiné závazky	77	74
10.	Dohadné účty pasivní	78 893	62 812
11.	Jiné závazky		
Sestaveno dne: 31.10.2011		Podpisový záznam statutárního orgánu účetní jednotky nebo podpisový záznam fyzické osoby, která je účetní jednotkou. Ing. David Bednář - generální ředitel a místopředseda představenstva	
Právní forma účetní jednotky: akciová společnost		Předmět podnikání: řeznictví a uzenářství, koupě zboží za účelem jeho prodeje a prodej mimo zboží, na které je třeba zvláštní povolení v režimu živnosti volné	

Výkaz zisků a ztráty Společnosti k rozhodnému dni

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY v plném rozsahu	Obchodní firma nebo jiný název účetní jednotky Drůbežářský závod Klatovy a.s.
ke dni 31.10.2011 (v celých tisících Kč)	Sídlo nebo bydliště účetní jednotky a místo podnikání liš-li se od bydliště ul. 5. května 112 339 01 Klatovy
IČ 45 35 99 89	

Označení a	TEXT b	Skutečnost v účetním období	
		běžném	minulém
I.	Tržby za prodej zboží	49 071	26 334
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	47 904	21 934
+	Obchodní marže	1 167	4 400
II.	Výkony	1 549 870	1 234 206
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 421 098	1 176 049
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	14 441	-13 107
3.	Aktivace	114 331	71 264
B.	Výkonová spotřeba	1 305 394	1 017 559
1.	Spotřeba materiálu a energie	1 117 657	875 289
2.	Služby	187 737	142 270
+	Přidaná hodnota	245 643	221 047
C.	Osobní náklady	147 522	133 652
1.	Mzdové náklady	101 801	93 752
2.	Odměny členům orgánu společnosti a družstva	11 225	8 020
3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	32 305	29 807
4.	Sociální náklady	2 191	2 073
D.	Daně a poplatky	1 242	1 133
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	38 268	38 081
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	2 935	4 752
1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	70	780
2.	Tržby z prodeje materiálu	2 865	3 972
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	5 038	1 284
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	114
2.	Prodaný materiál	5 038	1 170
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	-36	1 818
IV.	Ostatní provozní výnosy	46 728	16 204
H.	Ostatní provozní náklady	46 044	17 651
*	Provozní výsledek hospodaření	57 228	48 384
VIII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	500	0
1.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	500	0
IX.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	-2
X.	Výnosové úroky	3 004	1 907
N.	Nákladové úroky	0	0
XI.	Ostatní finanční výnosy	260	318
O.	Ostatní finanční náklady	1 902	1 274
*	Finanční výsledek hospodaření	1 862	949
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	59 090	49 333
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	59 090	49 333

Sestaveno dne: 31.10.2011	Podpisový záznam statutárního orgánu účetní jednotky nebo podpisový záznam fyzické osoby, která je účetní jednotkou Ing. David Bednář - generální ředitel a místopředseda představenstva
Právní forma účetní jednotky: akciová společnost	Předmět podnikání: řeznictví a uzenářství, koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej mimo zboží, na které je třeba zvláštní povolení v režimu živnosti volné

Příloha č. 3 – ocenění hmotného movitého a nehmotného majetku

Příloha č. 4 – ocenění nemovitého majetku

Příloha č. 5 – ocenění spol. Ekoagrofarmy Konstantinovy Lázně s.r.o.