

## Znalecký posudek č. 7/2015

**Objednatel posudku:** CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.  
Veveří 3163/111, Žabovřesky, 616 00 Brno  
identifikační číslo 277 58 419

**Účel posudku:** stanovení výchozí ceny akcie společnosti Bohušovická mlékárna, a.s., IČ 482 91 960 k datu 30.4.2015 pro účely veřejné nedobrovolné dražby obchodníkem cennými papíry

**Vypracoval:** 22HLAV s.r.o., Ústí nad Labem  
IČ 64052907

Ing. Vlasta Vagnerová  
jmenovaná dekretem předsedy KS Ústí n.L. ze dne 24.11.2006,  
Spr. 5345/2006 znalkyní z oboru ekonomika, odvětví ceny a odhady,  
specializace oceňování podniků.

Posudek obsahuje 77 listů včetně titulního listu a příloh.

Posudek se předává objednateli ve dvou vyhotoveních.

## Obsah:

|                                                               |    |
|---------------------------------------------------------------|----|
| I. Znalecký úkol.....                                         | 4  |
| II. Podklady pro vypracování posudku.....                     | 5  |
| III. Prohlášení znalce.....                                   | 6  |
| IV. Znalecký posudek.....                                     | 7  |
| IV.1.1. Popis předmětu ocenění.....                           | 7  |
| IV.1.2. Nehmotná práva společnosti.....                       | 8  |
| IV.1.3. Historie společnosti.....                             | 10 |
| IV.1.4. Organizace skupiny.....                               | 11 |
| IV.2. Použité způsoby ocenění.....                            | 13 |
| IV.3. Strategická analýza.....                                | 16 |
| IV.3.1. Makroekonomická analýza.....                          | 16 |
| IV.3.2. Vymezení relevantního trhu.....                       | 23 |
| IV.3.3. Relevantní trh z hlediska výrobků.....                | 24 |
| IV.3.4. Relevantní trh z hlediska území.....                  | 28 |
| IV.3.5. Relevantní trh z hlediska zákazníků.....              | 29 |
| IV.3.6. Relevantní trh z hlediska konkurentů.....             | 30 |
| IV.3.7. Cena mléka a objem nakoupeného mléka.....             | 31 |
| IV.3.8. Analýza atraktivity trhu.....                         | 34 |
| IV.3.9. Predikce trhu a tržního podílu.....                   | 37 |
| IV.4. Finanční analýza.....                                   | 40 |
| IV.4.1. Analýza rozvahy.....                                  | 40 |
| IV.4.2. Analýza výsledovky.....                               | 42 |
| IV.4.3. Analýza peněžních toků.....                           | 43 |
| IV.4.4. Analýza poměrových ukazatelů.....                     | 43 |
| IV.4.5. Rychlý test a závěr finanční analýzy.....             | 45 |
| IV.5. Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....  | 47 |
| IV.6. Finanční plán.....                                      | 48 |
| IV.6.1. Tržby.....                                            | 48 |
| IV.6.2. Provozní zisková marže.....                           | 48 |
| IV.6.3. Tržby z prodeje zboží a náklady na prodané zboží..... | 49 |
| IV.6.4. Ostatní provozní výnosy.....                          | 50 |
| IV.6.5. Provozní náklady.....                                 | 50 |
| IV.6.6. Pracovní kapitál.....                                 | 51 |
| IV.6.7. Investice do dlouhodobého majetku a odpisy.....       | 53 |
| IV.6.8. Plán financování.....                                 | 54 |

|                                                                              |    |
|------------------------------------------------------------------------------|----|
| IV.6.9. Plán ostatních finančních výnosů a ostatních finančních nákladů..... | 54 |
| IV.6.9. Analýza finančního plánu.....                                        | 55 |
| IV.7. Volba metody ocenění.....                                              | 56 |
| IV.8. Ocenění metodou DCF entity.....                                        | 57 |
| IV.8.1. Náklady na cizí kapitál.....                                         | 57 |
| IV.8.2. Náklady na vlastní kapitál.....                                      | 57 |
| IV.8.3. Hodnota 1. fáze.....                                                 | 60 |
| IV.8.4. Hodnota 2. fáze.....                                                 | 60 |
| IV.8.5. Výsledné ocenění metodou DCF entity.....                             | 61 |
| IV.9. Ocenění metodou účetní hodnoty.....                                    | 62 |
| V. Stanovení hodnoty čistého obchodního majetku.....                         | 63 |
| VI. Stanovení hodnoty akcií bez srážky za minoritu.....                      | 65 |
| VII. Stanovení hodnoty akcií se srážkou za minoritu.....                     | 65 |
| VIII. Rekapitulace.....                                                      | 66 |
| Znalecká doložka.....                                                        | 67 |
| Přílohy.....                                                                 | 68 |



## I. Znalecký úkol

Úkolem znaleckého posudku je stanovení výchozí ceny akcie společnosti Bohušovická mlékárna, a.s., IČ 482 91 960 pro účely veřejné nedobrovolné dražby obchodníkem cennými papíry.

Zadavatel prohlásil, že znalecký posudek neslouží pro právní úkony, pro které je nutné jmenování znalce soudem. Znalecký posudek také není zpracován pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů, ani pro posouzení přiměřeného vyrovnání v rámci práva na odkup účastnických cenných papírů z důvodu vytěsnění akcionářů. Znalecký posudek neslouží ani pro jiné obdobné účely.

Znalecký posudek slouží výhradně jako podpůrný materiál při stanovení ceny akcie pro dražbu nevyzvednutých akcií.

V takovém případě musí volba metody ocenění respektovat účel ocenění. Musí tedy jít o tržní hodnotu, tj. odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu odhadu mezi koupěchtivým kupcem a prodejechtivým prodejcem, při nezávislé transakci po náležitém marketingu, když obě strany jednaly informovaně, opatrně a bez nátlaku<sup>1</sup>. Ocenění tedy bude stanoveno na tržní hodnotu dle ustálené oceňovací praxe a v souladu s mezinárodními oceňovacími standardy.

Posudek je založen na podkladech poskytnutých společností. Dále pak vychází z veřejně přístupných údajů a informací.

Ocenění je provedeno k datu 30.4.2015 a je platné k tomuto datu.

---

<sup>1</sup> Definice dle Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS)



## II. Podklady pro vypracování posudku

Podklady pro vypracování posudku byly k dispozici takto:

- výpis z Internetového obchodního rejstříku společnosti Bohušovická mlékárna, a.s.
- účetní závěrky a výroční zprávy společnosti Bohušovická mlékárna, a.s. 2009 - 2014
- podklady z účetnictví společnosti Bohušovická mlékárna, a.s. k datu 30.4.2015
  - rozvaha, výkaz zisku a ztráty,
  - obratová předvaha,
- finanční plán 2015 - 2020,
- úvěrové smlouvy,
- podnikatelský projekt s informacemi o struktuře produkce.

Při zpracování posudku byla použita zejména následující literatura:

- zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů
- zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů
- literatura a materiály vydávané Institutem oceňování majetku při Vysoké škole ekonomické v Praze
- <http://www.cnb.cz>
- <http://www.czso.cz>
- <http://www.damodaran.com>
- <http://ec.europa.eu>
- <http://www.eagri.cz>
- <http://www.imf.org>
- <http://www.mfcr.cz>
- <http://www.szif.cz>
- Bellinger, B., Vahl, G. – Unternehmensbewertung in Theorie und Praxi (Wiesbaden, Tabler 1992)
- Kopáček, J., SOUČASNÁ SITUACE NA TRHU S MLÉKEM, Českomoravský svaz mlékárenský, 2015
- Studie „Panorama potravinářského průmyslu 2013“, Ústav zemědělské ekonomiky a informací, Praha, 2014
- Zpráva o trhu s mlékem a mlékárenskými výrobky 13.04.2015, TIS ČR, SZIF

### III. Prohlášení znalce

Zpracované ocenění zohledňuje všechny skutečnosti, které byly znalci známy v době vypracování posudku a které by mohly ovlivnit dosažené závěry nebo odhadnuté skutečnosti. Při zpracovávání ocenění nebyly shledány žádné skutečnosti, které by nasvědčovaly, že předané dokumenty a podklady nejsou pravdivé a správné. Ocenění je platné za předpokladu, že poskytnuté podklady uvedené v seznamu poskytnutých podkladů jsou platné a pravdivé.

V současné době ani v budoucnu nebude mít zpracovatel ocenění účast ani prospěch z podnikání, které je předmětem zpracovaného ocenění. Rovněž tak odměna nezávisí na dosažených závěrech nebo odhadnutých hodnotách.

Ocenění bylo provedeno za účelem uvedeným v části I. tohoto znaleckého posudku a bude pro tento účel použito.

Ocenění je provedeno podle podmínek trhu v době provádění ocenění. Znalec neodpovídá za případné změny v podmínkách trhu, ke kterým by mohlo dojít v budoucnu. Hodnota stanovená tímto oceněním respektuje právní předpisy České republiky.

## IV. Znalecký posudek

### IV.1.1. Popis předmětu ocenění

Předmětem ocenění podniku je společnost Bohušovická mlékárna, a.s.

#### Základní údaje:

Obchodní firma: Bohušovická mlékárna, a.s.

Právní forma: akciová společnost

Datum vzniku: 1. července 1993

Základní kapitál: 103 608 000,- Kč

Společnost emitovala 103 608 ks akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč v listinné podobě.

#### Předmět podnikání:

- mlékárenství
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

#### Činnosti dle Klasifikace ekonomických činností CZ-NACE:

10510: Zpracování mléka, výroba mléčných výrobků a sýrů

11010: Destilace, rektifikace a míchání lihovin

47190: Ostatní maloobchod v nespecializovaných prodejnách

69200: Účetnické a auditorské činnosti; daňové poradenství

#### Statutární orgán – představenstvo:

Ing. JAROSLAV KRAJNÍK, předseda představenstva

Ing. BOHUMILA KRAJNÍKOVÁ, člen představenstva

HANA KRAJNÍKOVÁ, člen představenstva

**Zastupování:** Zastupovat společnost a samostatně jednat jejím jménem je oprávněn každý člen představenstva. Za společnost se podepisuje tak, že k obchodnímu jménu společnosti či otisku razítka společnosti připojí svůj podpis s uvedením jména a funkce.



**Dozorčí rada:**

Ing. MILAN VALUŠEK, předseda dozorčí rady

Ing. JAROSLAV KRAJÍČEK, člen dozorčí rady

PAVEL NOVÁK, člen dozorčí rady

IVO URBAN, člen dozorčí rady

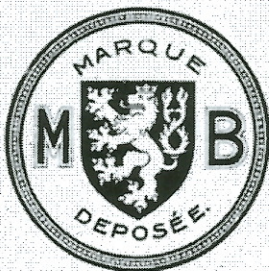
**Akcionáři:**

ACCOM holding s.r.o. 87,87%

Ing. JAROSLAV KRAJNÍK 10,17%

**IV.1.2. Nehmotná práva společnosti**

Ochranné známky registrované u Úřadu průmyslového vlastnictví<sup>2</sup> pro vlastníka Bohušovická mlékárna, a.s.:

| Číslo zápisu | Reprodukce/Znění OZ   | Reprodukce                                                                           | Druh               |
|--------------|-----------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|
| 199240       | JOGI                  |                                                                                      | Slovní             |
| 206628       | Bohunka               |                                                                                      | Slovní             |
| 217271       | Sladký hřích          |                                                                                      | Slovní             |
| 215929       | školní mléko miky     |  | Slovní<br>grafická |
| 230373       | NUTRIMEL              |                                                                                      | Slovní             |
| 240726       | MB MARQUE<br>DEPOSÉE. |  | Kombinovaná        |
| 284939       | Bobík DUO             |                                                                                      | Slovní             |

<sup>2</sup> [www.upv.cz](http://www.upv.cz)

|        |                                                                           |                                                                                      |                    |
|--------|---------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|
| 293150 | bobík                                                                     |     | Kombinovaná        |
| 302548 | bobík                                                                     |    | Kombinovaná        |
| 306719 | bobík PROBIO<br>Tvarohový dezert s<br>jogurtem s<br>probiotickou kulturou |   | Slovní<br>grafická |
| 314480 | KAPUCÍN Jovonka<br>drink                                                  |  | Kombinovaná        |
| 323210 | NutriSen                                                                  |  | Slovní<br>grafická |



### IV.1.3. Historie společnosti

Bohušovická mlékárna<sup>3</sup> je jednou z nejstarších mlékáren v Čechách. Dne 21. 4. 1901 byl přijat návrh předložený ředitelem firmy Alfa-Laval k postavení mlékárny na k.ú, Brňany o kapacitě 5000 l mléka denně. Založilo jí za tím účelem ustavené „Rolnické mlékařské družstvo Bohušovice-Brňany“.

Po první světové válce vznikalo mnoho mlékáren, ale všechny byly německé, a tak byl bohušovický závod jedinou českou mlékárnou na území bývalého Severočeského kraje. Během I. světové války dodávky mléka klesly až na 200 l/den. S postupující konsolidací zemědělství dodávka mléka stoupala až na 14 740 l/den v roce 1938. Roku 1939 dodávalo mléko do mlékárny 330 dodavatelů. Po záboru Sudet se počet zvýšil díky povinné dodávce na 4700 dodavatelů.

Díky smlouvě s Ministerstvem zemědělství se z Bohušovické mlékárny stala první vzorová mlékárna v ČSR, postavená pod státní dozor. Byla povinna zracionalizovat výrobu, zužitkovat i odpadní produkty, provádět praktické i laboratorní zkoušky, ročně přijímat dva učně a provozovat praxi hospitantů.

Ke dni 1. ledna 1951 byla znárodněna výnosem Ministerstva potravinářského průmyslu s názvem: Severočeské mlékárny n.p., Bohušovice n. Ohří. Tím končí éra družstevního hospodaření a začíná doba centrálního řízení. V běhu dalších 40 let docházelo k postupné další modernizaci závodu. Za zmínku stojí například skutečnost, že Bohušovická mlékárna jako první uvedla na trh sáčkové mléko, plněné na švýcarském stroji Bertopack. V roce 1989 byla například nainstalována linka na výrobu trvanlivého mléka do kartonů Tetra Pak.

Po změně politických poměrů byl k 1. lednu 1991 založen státní podnik Bohušovická mlékárna. První samostatné kroky Bohušovické mlékárny nebyly jednoduché. Stál před ní další mezník a to privatizace. Bohušovická mlékárna byla privatizována v rámci druhé vlny kuponové privatizace na akciovou společnost. Majoritním akcionářem se zhruba 55 % podílem se stala rakouská firma Wien-Milch. Dne 29. 1. 1997 se podařilo české obchodní firmě ACCOM odkoupit majoritní podíl rakouského akcionáře.

<sup>3</sup> Převzato a upraveno z <http://www.accom.cz/cze/bohusovicka-mlekarna/profil-spolecnosti>



Podařilo se rychle zajistit ziskovost mlékárny a na přelomu let 1998/1999 provést významné investice. Díky jim se dne 7. 8. 2000 dostává Bohušovická mlékárna, a.s. na seznam schválených českých exportérů pro země EU a získává registrační označení CZ 219. V roce 2001 byla dokončena výstavba nového moderního centrálního skladu, který je propojen automatickým dopravním systémem s jednotlivými výrobními halami. Ve stejnou dobu zahajuje svůj provoz výrobní stroj Bosch, který vyrábí smetanu do kávy. V roce 2011 byla ukončena výstavba moderního chlazeného skladu. Díky dalším investicím se Bohušovická mlékárna, a.s. stala v roce 2005 a 2011 jedním z nejlépe vybavených závodů v České republice a podařilo se jí úspěšně umístit své výrobky i v zemích EU. Na trhu České republiky a Slovenska je známa především sortimentem smetan do kávy a tvarohových krémů Bobík.

#### IV.1.4. Organizace skupiny

ACCOM Group<sup>4</sup> dnes představuje skupinu firem, které podnikají ve stejné oblasti, které jsou výroba, import, export a distribuce mléčných výrobků. Jedná se o české firmy bez jakékoliv zahraniční kapitálové účasti. Původní mateřská firma ACCOM vznikla v roce 1990. Její dnešní jméno je ACCOM holding s.r.o.

Řízení všech firem ve skupině a poskytování sdílených služeb v oblasti ekonomika, personalistika, IT a nákup zajišťuje společnost ACCOM Management group s.r.o.

Firmy jsou dále strukturovány ve třech úrovních:

- výrobní závody
- obchodně distribuční firmy
- servisní firmy

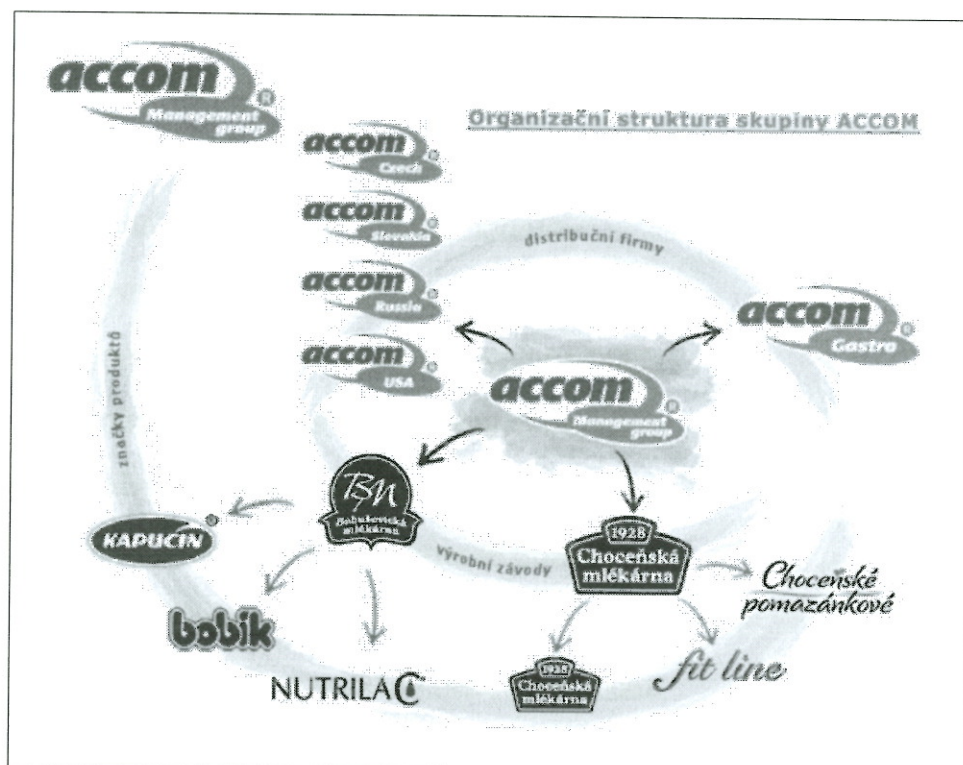
Výrobními závody jsou Bohušovická mlékárna, a.s. a Choceňská mlékárna s.r.o. Distribuční a obchodní činnosti zajišťují na trhu jednotlivých zemí samostatné firmy. Dodávají zboží nejen z vlastních výrobních závodů, ale v rámci své obchodní činnosti rovněž také nakupují a obchodují se zbožím domácím i dovoзовým.

Na českém trhu působí ACCOM Czech a.s. a ACCOM Gastro s.r.o. V zahraničí je to firma ACCOM Slovakia s.r.o.

<sup>4</sup> Převzato a upraveno z <http://www.accom.cz/cze/accom-group/profil-spolecnosti>

Ve třetí úrovni jsou firmy, které pracují převážně pro ostatní ve skupině a poskytují jim servis v různých oblastech. Jedná se o ACCOM baking Slovakia a.s., který poskytuje služby v oblasti pronájmu skladů a dalších nemovitostí v SR, LAKTEA o.p.s, která ve spolupráci s Ministerstvem zemědělství zajišťuje prodej školního mléka a stáj ACCOM Praha provozující sportovní stáj a zajišťující marketingovou činnost.

### Organizační struktura skupiny ACCOM





## IV.2. Použité způsoby ocenění

Jak je zřejmé z účelu ocenění je třeba použít metody pro ocenění podniku. Jde v podstatě o následující tři skupiny metod:

### A. metody založené na analýze výnosů

- metoda diskontovaných peněžních toků
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- kombinované výnosové metody
- metoda ekonomické přidané hodnoty

### B. metody založené na analýze trhu

- ocenění na základě srovnatelných podniků
- ocenění na základě srovnatelných transakcí
- ocenění na základě podniků uváděných na burzu

### C. metody založené na analýze majetku

- likvidační hodnota
- účetní hodnota na principu historických cen
- substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- substanční hodnota na principu úspory nákladů

Následuje stručná charakteristika jednotlivých metod, jejímž cílem však není komplexní teoretický výklad. Jde pouze o stručný souhrn klíčových charakteristik.

#### Ad A. Metody založené na analýze výnosů

Tato skupina metod vychází z důsledného využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Tímto užitekem jsou u podniku výnosy. Za tyto výnosy se považují zejména skutečné příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli. Lze však za základ ocenění použít i jinak chápané výnosy.

### ***Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)***

Metoda diskontovaných peněžních toků je základní výnosovou metodou. Výnosy jsou zde skutečné příjmy, tedy peněžní toky. Tato metoda se používá ve více variantách, zejména „entity“, „equity“ a „APV“.

Metoda diskontovaných peněžních toků je vhodná zejména pro prosperující podniky, kde jsou často hlavním východiskem pro výsledné ocenění.

### ***Metoda kapitalizovaných čistých výnosů***

Východiskem pro ocenění jsou zde zisky, tedy výsledky hospodaření, příp. rozdíl mezi příjmy a výdaji. Výnosová hodnota je počítána pouze z výnosů pro vlastníky.

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je vhodná v případech, kdy není možné dlouhodobě plánovat peněžní toky. Lze jí nasadit tam, kde je mimořádně obtížné odhadnout budoucí vývoj.

### ***Kombinované výnosové metody***

Jedná se o metody, které se snaží o kombinované ocenění majetkové a výnosové. Zahrnují zejména metodu střední hodnoty a metodu kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů.

### ***Metoda ekonomické přidané hodnoty***

Základním principem ekonomické přidané hodnoty (EVA) je, že měří ekonomický zisk. Ekonomický zisk dosahuje podnik tehdy, pokud jsou uhrazeny běžné náklady, ale i náklady kapitálu.

Metoda EVA nachází vhodné využití zejména u prosperujících podniků.

## **Ad B. Metody založené na analýze trhu**

Porovnávací metody ocenění podniku se opírají o srovnatelné údaje při prodeji obdobných podniků. V případě, že podnik je akciová společnost a jeho akcie jsou obchodovatelné na burze cenných papírů, je možné vycházet i z hodnoty cenných papírů porovnatelného podniku. Stanovení porovnávací hodnoty předpokládá buď dostatečnou četnost prodejů srovnatelných podniků, nebo stabilně fungující kapitálový trh bez anomálií a deformací.



Při použití metody srovnatelných podniků je oceňovaný podnik srovnáván s podniky, které jsou k určitému období již nějakým způsobem oceněny. Při použití metody srovnatelných transakcí je vycházeno z již uskutečněných transakcí prodejů podniků a skutečně zplacených cen za tyto podniky.

## **Ad C. Metody založené na analýze majetku**

### ***Likvidační hodnota***

Jedná se o metodu, která se použije v případě, kdy nepředpokládáme další pokračování podniku a majetek podniku bude určitým způsobem rozdělen, rozprodán, případně zlikvidován.

### ***Účetní hodnota na principu historických cen***

V tomto případě se vychází především z toho, za kolik byl majetek skutečně pořízen, tedy z principu historických cen. Netto hodnotou podniku je tomto případě vlastní kapitál vykazovaný v účetních výkazech. Tato metoda se většinou používá pouze jako doplňková, sama o sobě nemá dostatečnou vypovídací schopnost.

### ***Substanční hodnota na principu reprodukčních cen***

Tato metoda je založena na otázce, kolik by stálo znovuvybudování podniku, který je předmětem ocenění. Substanční hodnota brutto představuje souhrn reprodukčních cen stejného nebo obdobného majetku snížený o případné opotřebení. Substanční hodnotu netto pak zjistíme odečtením dluhů.

### ***Substanční hodnota na principu úspory nákladů***

Tato metoda je založena na předpokládaném podnikatelském konceptu a zvažuje náklady, které by byly potřeba pro vybudování podniku v souladu s tímto konceptem. Hodnota podniku je dána schopností nahradit plánované investiční výdaje s přihlédnutím k provozním nákladům.

### IV.3. Strategická analýza

Strategická analýza má za úkol vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Obsahuje vymezení relevantního trhu, odhad jeho dalšího vývoje, zjištění tržního podílu a v konečném důsledku kvalifikovaný odhad budoucích tržeb oceňované společnosti.

#### IV.3.1. Makroekonomická analýza

Dle Ministerstva financí České republiky (dále jen MFČR)<sup>5</sup> se oživení české ekonomiky ve 4. čtvrtletí 2014 výrazně zrychlilo. Reálná hrubá přidaná hodnota mezičtvrtletně vzrostla o 1,2 %, což byl největší přírůstek od 1. čtvrtletí 2008. Ekonomický růst byl tažen výhradně domácí poptávkou, a to jak spotřebou domácností a vlády, tak tvorbou fixního kapitálu.

Podstatně nižší dynamika reálného HDP, který mezičtvrtletně vzrostl o 0,4 %, byla způsobena jednorázovým výpadkem akruálního inkasa spotřební daně z tabákových výrobků, jenž je důsledkem legislativního omezení doby prodeje tabákových výrobků se starým kolkem. Dopady tohoto opatření tedy nemají vliv na hodnocení průběhu oživení.

Hospodářský růst nadále probíhá v podmínkách inflace v blízkosti nulových hodnot a zlepšující se situace na trhu práce. Míra nezaměstnanosti klesá, ještě zřetelněji se pak snižuje registrovaná nezaměstnanost. Běžný účet platební bilance se v roce 2014 poprvé od roku 1993 dostal do přebytku.

V roce 2015 je ekonomika stimulována několika jednorázovými faktory. Nejdůležitějším je pozitivní nabídkový šok v podobě nízkých cen ropy na komoditních trzích. Druhým pozitivním faktorem pro českou ekonomiku je fiskální stimulace, jejíž rozsah je možné vyčíslit fiskálním úsilím (meziroční změna poměru strukturálního salda k HDP) vládního sektoru v rozsahu -0,3 p. b. Expanzivní fiskální politika je dále prohloubena snahou o vyčerpání maximálního množství prostředků z fondů EU z finanční perspektivy 2007–2013 do konce roku 2015.

<sup>5</sup> Převzato a upraveno z <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2015/makroekonomicka-predikce-duben-2015-21118/>



### **Hospodářský výkon – minulost**

Ekonomický výkon měřený reálným HDP ve 4. čtvrtletí 2014 meziročně vzrostl o 1,2 % (proti 1,9 %), sezónně očištěný HDP se mezičtvrtletně zvýšil o 0,4 % (proti 1,0 %). Vzhledem k tomu, že hrubá přidaná hodnota zaznamenala mezičtvrtletní růst o 1,2 %, je zřejmé, že příčinou relativně nižšího růstu HDP byl dramatický propad nepřímých daní. Ten byl důsledkem podstatně nižšího předzásobení se kolky v reakci na zvýšení spotřební daně z tabákových výrobků ve srovnání s koncem roku 2013. Tato reakce vyplynula ze zavedení časového omezení prodeje starých kolků.

Meziroční zvýšení HDP v daném období vycházelo z rostoucích výdajů na konečnou spotřebu, přičemž spotřeba domácností a vlády přispěly k vývoji HDP téměř shodně. Tvorba hrubého kapitálu naopak dynamiku HDP tlumila. Příčinou byl vývoj zásob, který z pohledu výdajů na HDP zachytil již zmíněný efekt propadu nepřímých daní. Samotná tvorba hrubého fixního kapitálu přispívala k vývoji HDP pozitivně. Při rychlejším zvyšování objemu dovozu před objemem vývozu čisté vývozy růst HDP tlumily.

Růst spotřeby domácností byl podpořen rostoucím disponibilním důchodem a důvěrou spotřebitelů. Oživení spotřeby domácností se odehrávalo ve výdajích jak na předměty krátkodobé spotřeby a služby, tak na předměty dlouhodobé spotřeby. Reálně se spotřeba domácností zvýšila o 2,0 % (shoda s odhadem). Spotřeba vlády vzrostla o 4,3 % (proti 2,4 %).

V roce 2014 se reálný HDP zvýšil o 2,0 %. Růst byl dán jak výdaji na konečnou spotřebu, tak i tvorbou hrubého kapitálu. Čisté vývozy růst HDP velmi mírně tlumily.

### **Hospodářský výkon – predikce**

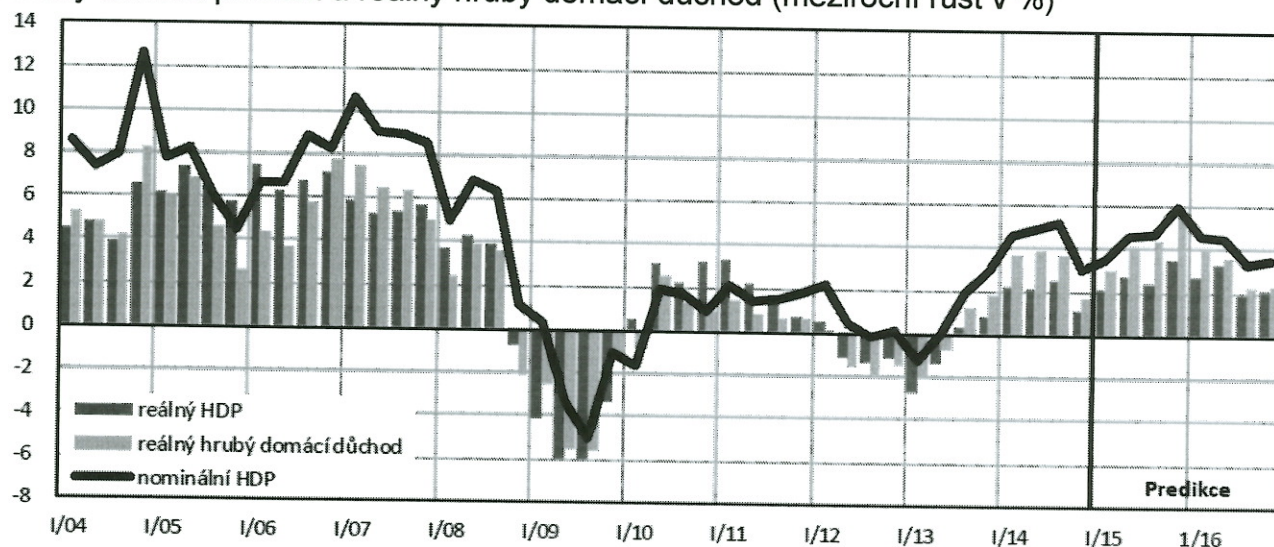
MFČR opírá predikované zvyšování ekonomického výkonu v letech 2015 a 2016 výhradně o růst domácí poptávky, zahraniční obchod ve stálých cenách by měl růst HDP v roce 2015 tlumit a v roce 2016 působit neutrálně. MFČR očekává, že domácí poptávka bude těžit z dodatečných důchodů plynoucích z razantně nižších cen ropy, což se primárně projeví v nákladech, a tedy v provozním přebytku firem.

Podle MFČR HDP v letošním roce reálně vzroste o 2,7 % a v roce 2016 o 2,5 %. Spotřeba domácností bude díky velmi nízké inflaci podpořena růstem reálného disponibilního důchodu a zřejmě i pozitivním očekáváním spotřebitelů. Minimálně v roce 2015 nelze



počítat s významným příspěvkem spotřebitelských úvěrů ke zdrojům pro soukromou spotřebu.

Hrubý domácí produkt a reálný hrubý domácí důchod (meziroční růst v %)



### Spotřebitelské ceny

Meziroční růst spotřebitelských cen v únoru 2015 dosáhl 0,1 % (proti -0,1 %), a na této hodnotě tak setrval již třetí měsíc v řadě. Příspěvek administrativních opatření činil 0,2 p. b. a byl téměř výhradně dán zvýšením spotřební daně z tabákových výrobků.

Meziroční inflaci od konce loňského roku stlačuje pokles ceny ropy, což je dobře patrné i na příspěvcích jednotlivých oddílů spotřebního koše. Při meziročním zlevnění pohonných hmot o 17,1 % dosáhl příspěvek oddílu doprava -0,6 p. b., a tento oddíl tak nejvýrazněji tlumil inflaci. K růstu cen nejvíce (po 0,3 p. b.) přispěly oddíly bydlení a alkoholické nápoje, tabák.

Rok 2015 by se měl především vlivem příznivého nabídkového šoku v podobě výrazného poklesu ceny ropy vyznačovat velmi nízkou inflací, jejíž průměrná míra bude pravděpodobně skoro stejná jako v minulém roce.

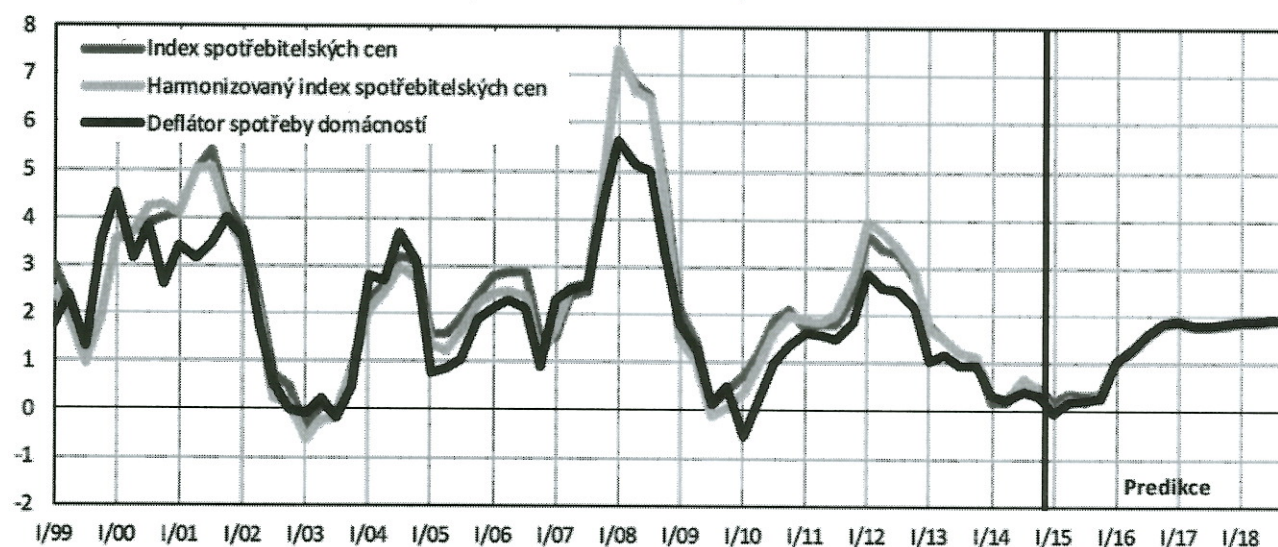
Průměrná míra inflace v roce 2015 by měla dosáhnout 0,3 %. prosincový meziroční růst spotřebitelských cen pak 0,6 %.

V roce 2016 by inflace po odeznění příznivého nabídkového šoku měla zrychlit. Hlavní faktory inflace by v roce 2016 měly působit buď neutrálně (měnový kurz, regulované ceny)



nebo proinflačně (rostoucí poptávka ve spojení se zvětšující se kladnou produkční mezerou, růst ceny ropy a jednotkových nákladů práce). V predikci vychází MFČR z toho, že od počátku příštího roku dojde k dalšímu zvýšení spotřební daně z tabákových výrobků (přísp. 0,2 p. b.). Naproti tomu cenové dopady zavedení elektronické evidence tržeb považuje MFČR za marginální. Předpokládá, že se v roce 2016 meziroční inflace po dvou letech vrátí do tolerančního pásma okolo 2% cíle ČNB a bude se pohybovat v jeho dolní polovině. Průměrná míra inflace by v roce 2016 měla dosáhnout 1,5 % při prosincovém meziročním růstu spotřebitelských cen o 1,8 %.

#### Indiktátory spotřebitelských cen (meziroční růst v %)



#### Měnová politika

I poté, co v listopadu 2012 ČNB snížila limitní úrokovou sazbu pro 2T (dvoutýdenní) repo operace na 0,05 %, docházelo v souvislosti s domácím makroekonomickým vývojem a dalšími faktory k pokračování dezinflace. S cílem zamezit dlouhodobému podstřelování inflačního cíle a urychlit návrat do situace, kdy opět bude moci využívat svoje standardní nástroje, rozhodla Bankovní rada ČNB 7. listopadu 2013 o používání měnového kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky. K samotné intervenci na devizovém trhu (v objemu cca 7,5 mld. eur) došlo pouze v listopadu 2013, od té doby postačuje na udržení kurzu nad hladinou 27 korun za euro deklarované odhodlání ČNB dodržet kurzový závazek.

#### Finanční sektor a úrokové sazby

V průměru za 1. čtvrtletí 2015 dosáhla 3M (tříměsíční) sazba PRIBOR 0,33 % ve shodě s predikcí MFČR. Na této úrovni by měl 3M PRIBOR setrvat i během let 2015 a 2016.

Dlouhodobé úrokové sazby se vzhledem k absenci inflačních tlaků a prakticky nulovým primárním úrokovým sazbám pohybují na extrémně nízkých hodnotách. MFČR odhaduje,



že výnos do splatnosti 10letých státních dluhopisů pro konvergenční účely dosáhl v 1. čtvrtletí 2015 pouze 0,5 % (proti 0,8 %), pro celý rok 2015 pak predikujeme hodnotu 0,6 % (proti 1,0 %). S ohledem na očekávaný vývoj primárních úrokových sazeb, předpokládanou fiskální trajektorii a zejména vývoj dlouhodobých úrokových sazeb ve většině evropských zemí nelze ani ve střednědobém horizontu počítat s výraznějším růstem dlouhodobých sazeb. Na rok 2016 tedy predikuje MFČR pouze mírné zvýšení na 0,8 %.

ČNB v lednu 2015 provedla další šetření o úvěrových podmínkách a standardech bank. Vyplývá z něj, že ve 4. čtvrtletí 2014 došlo ve všech segmentech úvěrového trhu k uvolnění standardů. Banky přitom očekávaly, že k jejich dalšímu uvolnění dojde i v 1. čtvrtletí 2015.

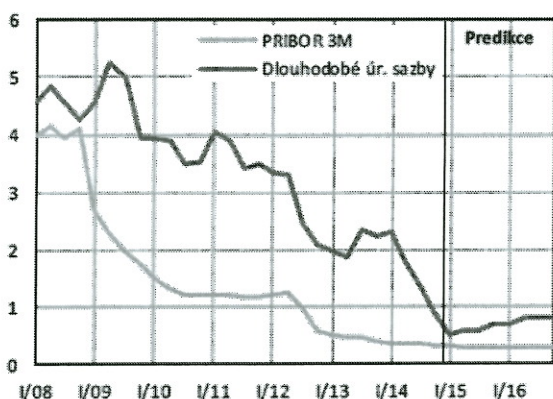
Klientské úrokové sazby se v souvislosti s vývojem primárních i mezibankovních úrokových sazeb dlouhodobě pohybují na velmi nízkých hodnotách. Úrokové sazby z vkladů domácností se ve 4. čtvrtletí 2014 meziročně snížily o 0,1 p. b. na 0,8 %, sazby z vkladů firem poklesly o 0,2 p. b. na 0,2 %. Sazby z úvěrů domácnostem meziročně klesly o 0,4 p. b. na 5,4 %, sazby z úvěrů nefinančním podnikům se snížily o 0,2 p. b. na 2,9 %.

Růst úvěrů domácnostem, tažený zejména úvěry na bydlení, zůstává v posledním období relativně nízký. Úvěry na spotřebu stále nepatrně klesají, pokles byl zaznamenán i u tzv. ostatních úvěrů, kam patří např. úvěry živnostníkům. Úvěry nefinančním podnikům na konci minulého roku po delším období poklesu mírně vzrostly, nárůst úvěrů nefinančním podnikům poskytovaných v cizích měnách se poměrně výrazně snížil.

## Úrokové sazby a úvěry

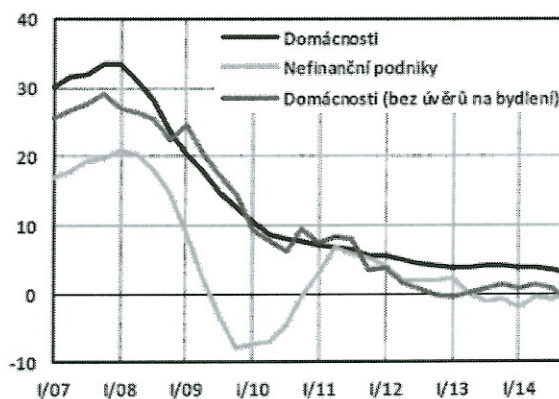
### Úrokové sazby

v % p. a.



### Úvěry

meziroční růst v %





Podíl úvěrů v selhání se velmi zvolna snižuje. Ve 4. čtvrtletí 2014 dosáhl u úvěrů domácnostem 4,8 % (meziročně o 0,3 p. b. méně), u úvěrů nefinančním podnikům pak 6,8 % (meziročně o 0,4 p. b. Méně).

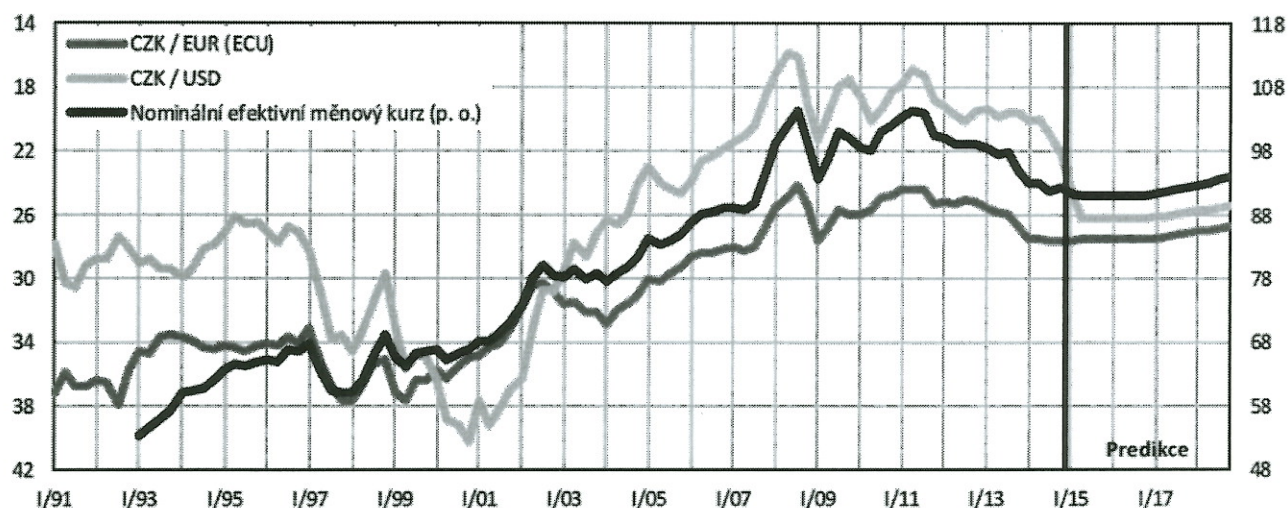
Index pražské burzy PX se koncem března 2015 pohyboval kolem hodnoty 1 030 bodů, což představovalo mezičtvrtletní nárůst zhruba o 9 %. Meziročně byla hodnota indexu vyšší o cca 2 %. MFČR konstatuje, že finanční sektor zůstává stabilní a neplynou z něj žádná závažnější rizika pro reálnou ekonomiku.

### Měnové kurzy

Měnový kurz koruny vůči euru se po většinu roku 2014 pohyboval v těsné blízkosti hladiny 27,50 CZK/EUR. Na tuto úroveň koruna oslabila poté, co ČNB počátkem listopadu 2013 začala měnový kurz využívat jako další nástroj měnové politiky (viz. výše). Za celý rok 2014 koruna meziročně oslabila v průměru o 5,6 %.

Citelné oslabení koruny až nad 28 CZK/EUR, k němuž došlo na začátku letošního roku, se v souladu s našimi očekáváními ukázalo jako dočasné. Poté začala koruna posilovat a v průměru za 1. čtvrtletí 2015 tak kurz dosáhl úrovně 27,62 CZK/EUR (proti 28,0).

Měnové kurzy (čtvrtletní průměry, průměr 2010 = 100 [pravá osa])



Zatím není jasné, kdy a jakým způsobem ČNB upustí od používání kurzového nástroje. Na základě dostupných informací (zejména vyjádření ČNB, že používání kurzu jako nástroje měnové politiky neukončí dříve než ve 2. pololetí 2016) jsme pro období do konce roku 2016 zvolili technický předpoklad stability kurzu na hladině 27,5 CZK/EUR. MFČR očekává, že poté začne koruna proti euru znovu mírně posilovat, a to cca o 0,4 %



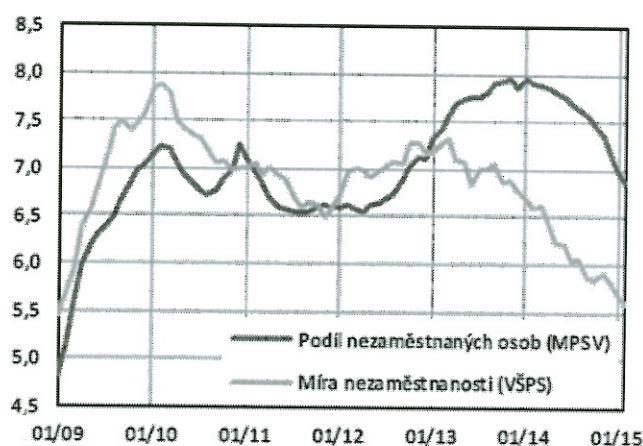
mezičtvrtletně. Předpokládaný vývoj je v souladu s vyjádřením ČNB, že nepřipustí výraznou apreciaci koruny poté, co ustoupí od kurzového závazku.

### Trh práce

Situace na trhu práce ve 4. čtvrtletí 2014 korespondovala se zlepšující se celkovou situací české ekonomiky. Zaměstnanost rostla převážně v důsledku zvyšování počtu zaměstnanců, registrovaná nezaměstnanost se rychle snižovala a růst průměrné nominální mzdy mírně akceleroval.

Lepší se hospodářská situace vedla k velmi rychlému snižování počtu registrovaných nezaměstnaných. Od počátku 2014 klesá počet nově hlášených uchazečů, pozitivně taktéž přispívá zlepšená personální situace na úřadech práce. Ta se projevila ve zvýšeném počtu nezaměstnaných, kterým našly úřady práce zaměstnání (vše na sezónně očištěné bázi). Významným faktorem je i vyšší počet uchazečů, kteří si díky rostoucímu počtu nabízených míst našli práci samostatně.

Ukazatele nezaměstnanosti (sezónně očištěná data, v %)



### Mezinárodní srovnání klíčových makroekonomických ukazatelů

V důsledku hospodářského propadu se v roce 2009 HDP na obyvatele přepočtený pomocí běžné parity kupní síly ve všech sledovaných zemích, s výjimkou Polska, snížil. Zatímco většina států se z krize postupně zotavila, v Řecku pokračoval propad absolutní ekonomické úrovně nepřetržitě až do roku 2013. K mírnému poklesu absolutní ekonomické úrovně došlo v roce 2010 i v Chorvatsku a v letech 2011 a 2012 v Portugalsku. Řecko zaznamenalo také největší propad relativní ekonomické úrovně vůči zemím EA12, jenž v letech 2009 až 2013 dosáhl 18 p. b. Ekonomická úroveň v porovnání



s průměrem zemí EA12 se naopak nejrychleji zvyšuje v pobaltských státech, v období let 2009 až 2014 vzrostla v Litvě o 18 p. b., v Lotyšsku a Estonsku pak shodně o 12 p. b.

Podle údajů Eurostatu činila v roce 2013 parita kupní síly v ČR 17,74 CZK/PPS v porovnání s EU28 a 17,01 CZK/EUR v porovnání s EA12. Podle předběžných odhadů tak ekonomická úroveň ČR, vyjádřená HDP na obyvatele přepočteným pomocí běžné parity kupní síly, v roce 2014 dosáhla přibližně 22 500 PPS, což odpovídalo 77 % ekonomické úrovně EA12. Díky silnému hospodářskému růstu se v letech 2000 až 2007 relativní ekonomická úroveň ČR v porovnání se zeměmi EA12 zvýšila o 13 p. b. Delší období recesí a nevýrazného hospodářského růstu však proces konvergence zastavilo, v letech 2008 až 2013 ekonomická úroveň kolísala mezi 74 % a 76 % úrovně zemí EA12. Pro roky 2015 a 2016 již MFČR počítá s růstem relativní ekonomické úrovně shodně o 1 p. b.

Pokud jde o srovnání cenových hladin, cenová hladina HDP se v porovnání s průměrem zemí EA12 v letech 2008 až 2014 ve většině sledovaných zemí snížila. Největší pokles v uvedeném období zaznamenalo Polsko a Maďarsko, a to o 10 p. b., resp. 9 p. b., zatímco předkrizovou úroveň se dosud podařilo překonat pouze Estonsku a Slovensku.

V ČR komparativní cenová hladina HDP klesá od roku 2012, a v roce 2014 tak dosáhla 63 % průměru EU12. Očekávaná stagnace cenové hladiny v letech 2015 a 2016 by měla napomoci k udržení konkurenceschopnosti české ekonomiky.

#### ***IV.3.2. Vymezení relevantního trhu***

Sortiment Bohušovické mlékárny lze rozdělit na dvě základní kategorie výrobků – čerstvé a trvanlivé výrobky.

Mezi čerstvé výrobky patří zejména tvarohové výrobky (vč. smetanových krémů), tvarohy a kysané výrobky (jogurtové výrobky a zakysané smetany). Do kategorie trvanlivých výrobků spadají trvanlivé smetany do kávy a na vaření, trvanlivé smetany na šlehání, neslazená zahuštěná mléka, trvanlivá ochucená, neochucená a nutriční mléka, trvanlivé smetanové omáčky a trvanlivé ledové kávy.

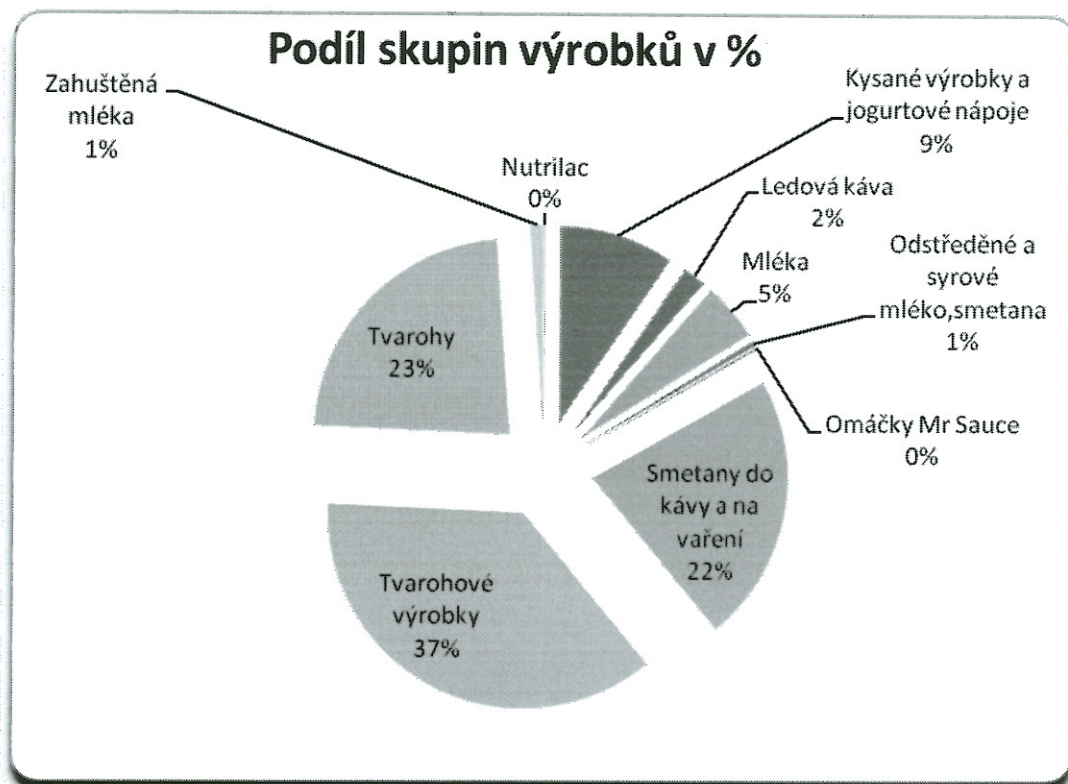
### IV.3.3. Relevantní trh z hlediska výrobků

Podle klasifikace ekonomických činností CZ – NACE patří činnosti společnosti Bohušovická mlékárna, a.s. do sekce C – zpracovatelských průmysl, oddíl 10 – výroba potravinářských výrobků a třídy 10.51 – Zpracování mléka, výroba mléčných výrobků a sýrů.

#### Čerstvé výrobky

Podíl čerstvé výroby činí cca 70 % celkové výroby. Největší podíl (37 %) zaujímá skupina tvarohových výrobků, následuje skupinou tvarohů (23 %) a kysaných výrobků (9 %).

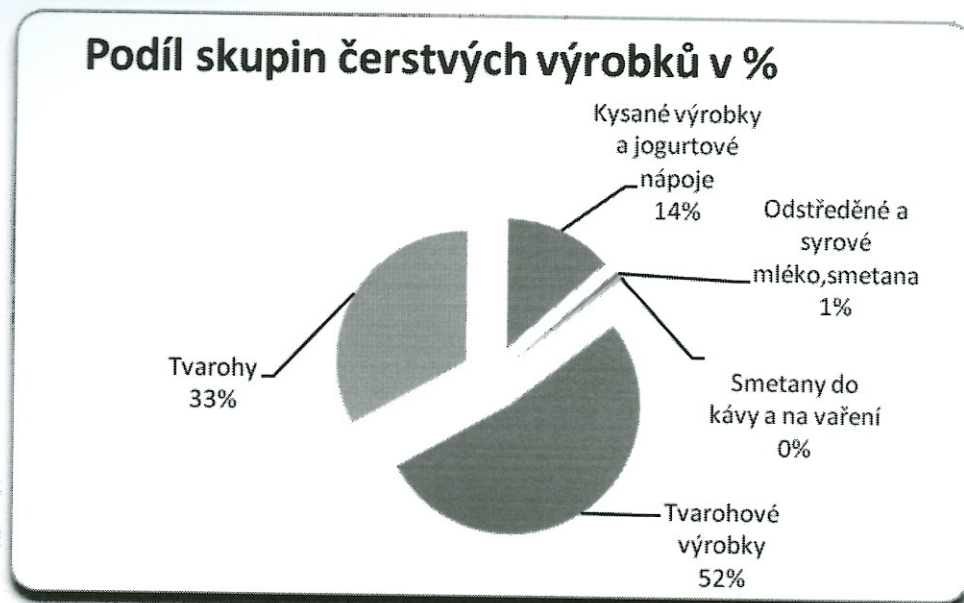
Podíl skupin výrobků (v %)



V kategorii čerstvých výrobků zaujímá největší podíl (52 %) skupina tvarohových výrobků. Ta je následovaná skupinou tvarohů (33 %) a kysaných výrobků (14 %).



Podíl skupin čerstvých výrobků (v %)

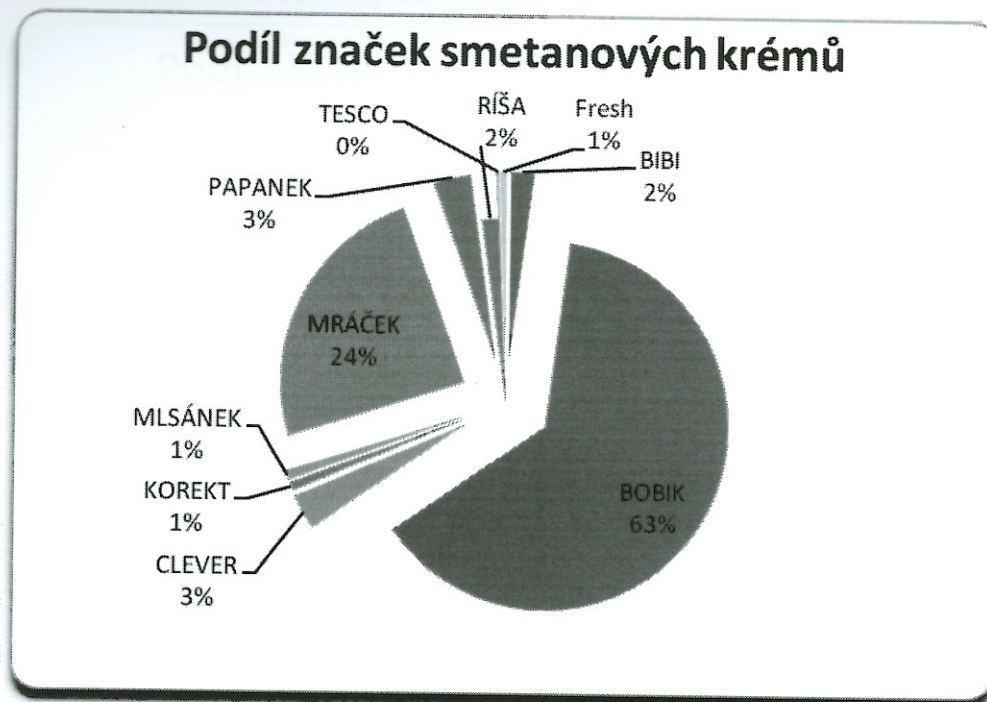


Tvarohové výrobky jsou v rámci celé výroby (čerstvé i trvanlivé) zastoupeny ze 37 %. Konkrétně se jedná o:

- smetanové krémy (Bobík 70g, Bobík 80g školní program, Bobík Maxi 140g, Bobík Family 225g, Bobík DUO 105g, Bobík čokovanilka 140g, Bobík s jahodami a borůvkami 105g, Bibi 70g)
- smetanové krémy privátní značky (Ríša 70g, Mráček 80g, Papánek 70g, Clever Myška 80g, Mlsánek 80g, Korekt 80g, Fresh 70g)
- tvarohové dezerty s jogurtem Tesco 200g a 135g
- tvarohové dezerty jogurtem a s probiotickou kulturou Bobík Probio 70g a Kapucín 100g

Smetanové krémy zaujímají ve výrobním sortimentu prakticky nejvýznamnější pozici. Smetanové krémy tvoří 98 % ze skupiny tvarohových výrobků. Nejpočetnější a nejvíce podporovanou značkou je Bobík se zastoupením 63 %. Pod značkou Bobík jsou prodávány i výrobky s probiotickou kulturou, které mají vyvážený obsah energie a všech nutričních složek, včetně mléčného tuku. Jsou určeny především pro malé děti a děti předškolního a školního věku, je ale vhodný pro širokou populaci spotřebitelů.

## Procentuální zastoupení jednotlivých značek



Následuje skupina tvarohů s podílem 23 % na celkové výrobě, konkrétně:

- tvaroh měkký odtučněný Kapucín kelímek 250g a 500g (sušina 16 %)
- tvaroh měkký odtučněný Kapucín kbelík 5kg (sušina 16 % a 18 %)
- tvaroh měkký odtučněný Kapucín kbelík 10kg (sušina 16 % a 18 %)
- tvaroh v kontejnerech 1000kg (sušina 15,5 %)

Nejmenší skupinou čerstvých výrobků jsou kysané výrobky, které zauímají 9 % z celé výroby a to:

- jogurty Dámsi 110, Kapucín 125g, Miky 150g (školní program)
- jogurtové nápoje Jovonka 150ml, 250ml
- zakysané smetany 180g, Bohunka 130g, Dobrůtka 130g

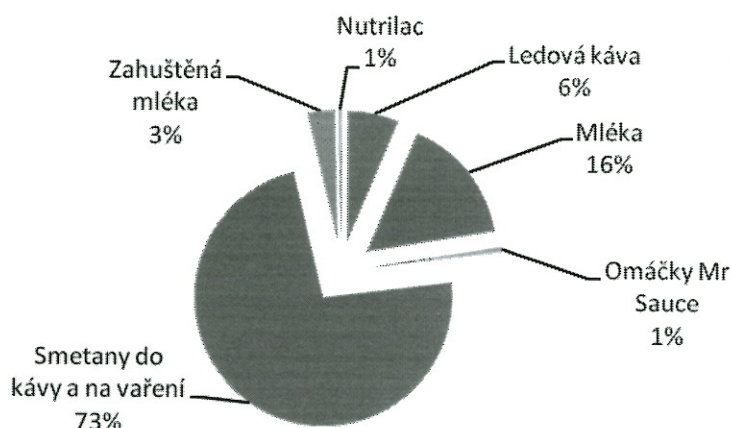
### Trvanlivé výrobky

V kategorii trvanlivých výrobků zaujímá největší podíl smetany do kávy a na vaření 73 %. Mléka zastupují trvanlivé výrobky z 16 % a ostatní skupiny jednotlivě pouze do 6 %.



Podíl skupin trvanlivých výrobků (v %)

### Podíl skupin trvanlivých výrobků v %



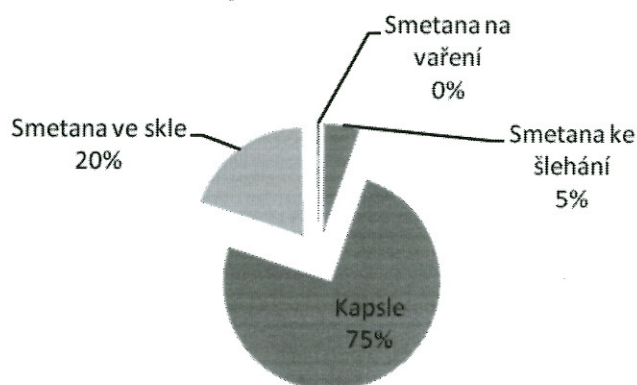
Smetany do kávy a na vaření jsou v rámci celé výroby (čerstvé i trvanlivé) zastoupeny z 22 %. Největší část z výroby smetan tvoří smetany do kávy v kapslích 75 %.

Ve skupině Smetany do kávy a na vaření se konkrétně se jedná o výrobky:

- Smetany ve skle (175g, 310g a 500g)
- Smetany ke šlehání v tetrapakovém obalu (250ml)
- Smetany na vaření v tetrapakovém obalu (330ml)
- Smetany do kávy v kapslích (hmotnost kapslí 7,5g a 10g)

Podíl výrobků ve skupině Smetany do kávy a na vaření

### Podíl výrobků ve skupině - Smetany do kávy a na vaření

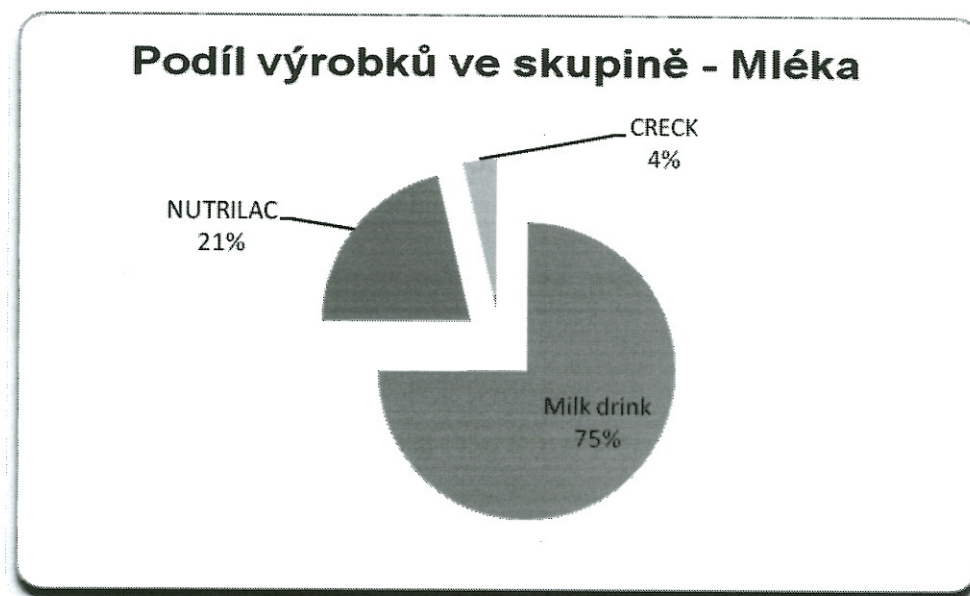


Další významnou skupinou trvanlivých výrobků jsou mléka. Ta zaujímá 5 % z celkové výroby a 16 % ze skupiny trvanlivých výrobků. Nejpočetnější skupinou jsou Milk Drinky (75 %), které se vedle běžné obchodní sítě dodávají do základních a mateřských škol prostřednictvím společnosti Laktea v rámci programu Mléko do škol. Další výrobky patří do skupiny mléka jsou výrobky pod značkou Nutrilac (21 %). Jedná se o dietní nutričně kompletní tekutou výživu s vysokým obsahem energie a nízkým obsahem laktózy, určená k dietnímu postupu při podvýživě související s nemocí.

Konkrétně jde o:

- Milk Drinky 250ml – bez příchutě, banán, čokoláda, jahoda, vanilka
- Nutrilac 200ml, 300ml, 500ml – natural, vanilka, banán, coffe
- Nutrisen 200ml - vanilka, banán, coffe
- Nutrilac 1000 ml naural Doy Pack

Podíl výrobků ve skupině Mléka



#### IV.3.4. Relevantní trh z hlediska území

Bohušovická mlékárna, a.s. obchoduje na dvou hlavních vnitřních trzích v České republice, a to v oblasti nadnárodních řetězců a nezávislém maloobchodě. Český trh s čerstvými mléčnými výrobky v minulých letech neustále rostl. Lze předpokládat, že existuje další prostor pro jeho nárůst, neboť v porovnání se zeměmi západní Evropy je u nás spotřeba nižší.



Bohušovická mlékárna, a.s. se nespolehá jen na tuzemský odbyt a pro své výrobky hledá uplatnění i za hranicemi ČR. I z tohoto důvodu bude velmi důležitým směrem rozvoje v obchodování Bohušovické mlékárny, a.s. export – v současné době exportuje na trhy:

- Slovenska – odběratel ACCOM Slovakia s.r.o., Julius Mainl
- Belgie – odběratel N.V. Eurofresh Foods
- Maďarska – odběratel Koliba Hungary Kft, EUR Hungaria
- Německa – Creck/Geho

#### **IV.3.5. Relevantní trh z hlediska zákazníků**

Obrat Bohušovické mlékárny se zhruba realizuje z 36,7 % prostřednictvím obchodních řetězců, z 26,1 % na nezávislém trhu, 7,8 % tvoří kooperace s jinými výrobci (Meggle/Rajo), necelých 10,5% představuje export, 15,1 % je uplatněno na gastro trhu (zejména ACCOM Gastro, Inpeko, PeHak), 0,3 % tvoří prodeje ostatním drobným odběratelům, 3,5 % zboží je realizováno vlastními podnikovými prodejny.

Do budoucna je zřejmé, že český maloobchodní trh se bude nadále měnit. Dá se předpokládat mírný nárůst podílu diskontních řetězců a naopak bude ubývat supermarketových prodejen. Tato diskontizace trhu bude znamenat, že do budoucna zde budou diskontní prodejny v menších a malých městech a na straně druhé hypermarkety ve velkých městech.

Tento trend by neměl Bohušovickou mlékárnu negativně ovlivnit, protože Bohušovická mlékárna, a.s. má jako dodavatel širokou odběratelskou klientelu a úspěšně se etabluje jak na poli diskontním, tak na poli hypermarketových prodejen.

Proti původním předpokladům začíná narůstat pozice nezávislého trhu. Na trhu je již přítomna řada tuzemských obchodních skupin, které jsou schopny konkurovat nadnárodním obchodním řetězcům a nabídnout zákazníkovi alternativu k nadnárodním skupinám. K těmto subjektům nezávislého trhu jednoznačně patří síť družstevních prodejen COOP (kde jsou výrobky Bohušovické mlékárny rovněž zastoupeny, a to pod vlastní značkou, tak i privátní značkou Ranko), tak například prodejní síť Hruška či Flop. Ve všech těchto a i dalších jsou výrobky Bohušovické mlékárny zastoupeny.



#### IV.3.6. Relevantní trh z hlediska konkurentů

Na českém mlékárenském trhu je konkurenční prostředí tradičně velmi silné. Ceny na trzích a další vývoj určují především silné nadnárodní společnosti. Na českém trhu působí např. Lactalis, Danone, Bongrain, Müller, Schreiber a Bel.

Nejvýznamnější zpracovatelé mléka v ČR za rok 2014



Zdroj: Kopáček, Jiří, SOUČASNÁ SITUACE NA TRHU S MLÉKEM, Českomoravský svaz mlékárenský, 2015)

#### Čerstvé výrobky

Při analýze konkurenčního prostředí na trhu v České republice je zřejmé, že hlavními výrobci smetanových krémů jsou tři subjekty, které se dělí o většinu trhu (dle průzkumu GfK cca 79 %). Mezi tyto subjekty PRIBINA, spol. s r.o. (Pribináček), MADETA a.s. (Lipánek) a Bohušovická mlékárna, a.s. (Bobík, Mlsánek, Mráček, Papánek, Clever, BiBi)

U tvarohových dezertů je největším konkurentem Danone, a.s. (Activia), MADETA a.s. (ochucené tvarohy), POLABSKÉ MLÉKÁRNY a.s. (Milko)

V oblasti tvarohů jsou konkurenti: Mlékárna Kunín a.s., Moravia Lacto a.s., POLABSKÉ MLÉKÁRNY a.s., ALIMPEX FOOD a.s., MADETA a.s. a další menší mlékárny. V tomto



segmentu je také silná konkurence zejména ze strany dovozců tvarohu z dalších zemí. Tyto dovozy realizuje zejména NET KRALOVICE, spol. s r.o. a společnost Laktos.

U ochucených zakysaných smetan jsou konkurenti ALIMPEX FOOD a.s. (Krajanka) a MADETA a.s. (Lahůdka).

### **Trvanlivé výrobky**

Trvanlivé smetany do kávy – 50 % trhu zásobují tři výrobci – Mlékárna Hlinsko, a.s. (Tatra), Meggle, s.r.o. (Meggle), Bohušovická mlékárna, a.s.

Trvanlivé smetany ke šlehání – největšímu konkurenty jsou Mlékárna Kunín a.s., Zott s.r.o., MADETA a.s., Meggle s.r.o., Mlékárna Hlinsko, s.r.o., ALIMPEX FOOD a.s.

Trvanlivá neslazená zahuštěná mléka – 65 % trhu reprezentují tři výrobci – Mlékárna Hlinsko, s.r.o. (Tatra), Maresi (Maresi), Bohušovická mlékárna, a.s. (Kapucín – 11 % z trhu).

Trvanlivá ochucená mléka – hlavní dodavatelé: Mlékárna Hlinsko, s.r.o. (Kravík), MADETA a.s. (Lipánek), Bohušovická mlékárna, a.s. (Bobík).

Trvanlivá ledová káva – mezi hlavní dodavatelé patří: Mlékárna Kunín a.s., Bohušovická mlékárna, a.s. (Kapucín), ALIMPEX FOOD a.s. (Hochwald, MUH).

Trvanlivé smetanové omáčky – Nestlé Česko, s.r.o. (Maggi), VITANA, a.s. (Vitana), Bohušovická mlékárna, a.s. (Mr.Sauce).

### **IV.3.7. Cena mléka a objem nakoupeného mléka**

Hospodaření společnosti závisí do značné míry na výkupní ceně syrového mléka. Nákupní ceny se následně do určité míry promítají do vývoje cen finálních produktů.

Podle Zprávy o trhu s mlékem a mlékárenskými výrobky z 13.4.2015<sup>6</sup> pokračoval v únoru 2015 již desetiměsíční pokles ceny započatý v květnu 2014 po předchozím kontinuálním

<sup>6</sup> [http://www.szif.cz/cs/CmDocument?rid=%2Fapa\\_anon%2Fcs%2Fzpravy%2Ftis%2Fzpravy\\_o\\_trhu%2F04%2F1429105602313.pdf](http://www.szif.cz/cs/CmDocument?rid=%2Fapa_anon%2Fcs%2Fzpravy%2Ftis%2Fzpravy_o_trhu%2F04%2F1429105602313.pdf)



sedmnáctiměsíčním růstu. Cena rostla od listopadu 2012, kdy byla 7,54 Kč/l, až do dubna 2014 - 9,81 Kč/l. To je nárůst o 30,1 %. CZV v únoru se již držela pod cenou z června roku 2008 (8,73 Kč/l). Rekord stále drží cena z ledna roku 2008 (10,10 Kč/l), která nebyla dosud překonána a únorová cena (2015) byla 1,49 Kč pod její úrovní (v lednu 2008 dosáhla cena nejvyšší hodnoty minimálně za posledních 20 let).

V únoru 2015 se od prvovýrobce nakupovalo kravské mléko třídy Q. za 8,61 Kč/l, což je o 0,34 Kč/l (3,8 %) méně než v lednu. Cena klesla i v meziročním srovnání, a to o 1,11 Kč/l (11,4 %) proti únoru 2014. Průměrná cena zemědělských výrobců za rok 2014 byla 9,50 Kč/l, a to je nárůst proti ceně za rok 2013 o 1,10 Kč/l (13,1 %).

Mlékárny podle výkazu MZe 6-12 nakupovaly v únoru mléko průměrně za 8,39 Kč/l (případný rozdíl proti CZV je způsoben rozdílnou specifikací, metodikou, a také jinou skupinou a počtem respondentů).

Ceny placené zemědělcům podle krajů se v únoru pohybovaly v rozmezí od 7,00 Kč/l do 11,89 Kč/l. Nejvyšší cena byla zaplacená v kraji Vysočina a nejnižší ve Zlínském kraji. Nejnižší průměrná cena byla placena v Libereckém kraji 8,20 Kč/l a nejvyšší průměrná cena byla placena v Plzeňském kraji, kde dosáhla hodnoty 9,09 Kč/l.

Průměrná cena nakupovaného mléka (Kč/litr)

|          | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008  | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| leden    | 7,67 | 8,25 | 8,02 | 7,90 | 8,42 | 8,13 | 7,81 | 10,04 | 6,43 | 6,90 | 8,08 | 8,35 | 7,93 | 9,66 | 8,52 |
| únor     | 7,70 | 8,23 | 7,99 | 7,89 | 8,43 | 8,06 | 7,80 | 9,98  | 6,17 | 7,08 | 8,15 | 8,30 | 8,05 | 9,72 | 8,39 |
| březen   | 7,69 | 8,22 | 7,93 | 7,96 | 8,44 | 8,05 | 7,79 | 9,69  | 6,08 | 7,16 | 8,20 | 8,14 | 8,12 | 9,75 | 8,31 |
| duben    | 7,73 | 8,20 | 7,82 | 7,94 | 8,37 | 7,95 | 7,79 | 9,19  | 6,06 | 7,23 | 8,24 | 7,83 | 8,20 | 9,72 |      |
| květen   | 7,75 | 8,15 | 7,72 | 7,99 | 8,32 | 7,84 | 7,80 | 8,74  | 6,02 | 7,30 | 8,27 | 7,53 | 8,24 | 9,61 |      |
| červen   | 7,75 | 8,08 | 7,69 | 7,99 | 8,28 | 7,76 | 7,79 | 8,56  | 5,95 | 7,34 | 8,27 | 7,30 | 8,29 | 9,51 |      |
| červenec | 7,74 | 8,04 | 7,65 | 8,03 | 8,17 | 7,60 | 7,88 | 8,07  | 5,89 | 7,37 | 8,29 | 7,19 | 8,36 | 9,46 |      |
| srpen    | 7,73 | 8,01 | 7,64 | 8,03 | 8,17 | 7,59 | 8,08 | 7,89  | 5,91 | 7,46 | 8,27 | 7,21 | 8,50 | 9,29 |      |
| září     | 7,81 | 8,04 | 7,69 | 8,11 | 8,19 | 7,61 | 8,48 | 7,73  | 5,99 | 7,62 | 8,29 | 7,30 | 8,72 | 9,07 |      |
| říjen    | 7,95 | 8,05 | 7,74 | 8,24 | 8,20 | 7,67 | 9,37 | 7,46  | 6,17 | 7,77 | 8,33 | 7,48 | 8,99 | 8,95 |      |
| listopad | 8,07 | 8,08 | 7,77 | 8,31 | 8,20 | 7,72 | 9,98 | 7,13  | 6,39 | 7,89 | 8,37 | 7,68 | 9,28 | 8,86 |      |
| prosinec | 8,13 | 8,08 | 7,82 | 8,34 | 8,18 | 7,76 | 9,99 | 6,83  | 6,67 | 8,02 | 8,38 | 7,80 | 9,49 | 8,84 |      |

Pramen: Mlék(MZe)6-12

Zpráva dále uvádí vývoj objemu nakoupeného mléka. V únoru 2015 mlékárny nakoupily (z ČR) 186 569 tis. litrů mléka o tučnosti 3,92 % s průměrným obsahem bílkovin 3,45 % za průměrnou cenu 8,39 Kč/l.



Únorový nákup mléka byl ve srovnání s průměrným měsíčním nákupem ve čtvrtém čtvrtletí roku 2014 podprůměrný (průměrný měsíční nákup ve čtvrtém čtvrtletí činil 192 025,3 tis. litrů. Průměrný měsíční nákup v roce 2014 byl 195 889,67 tis. litrů, což je o 2 597,9 tis. litrů více, než byl průměrný měsíční nákup v roce 2013. Ten byl 193 291,8 tis. litrů mléka.

Při porovnání únorového nákupu mléka s nákupem v lednu došlo ke snížení nákupu o 16 033 tis. litrů. To znamená pokles o 7,9 %. Při meziročním srovnání došlo v únoru 2015 ke zvýšení nákupu o 3,3 %, tedy o 5 973 tis. litrů mléka. Roční trendy nákupu mléka jsou patrné z tabulky.

Nákup mléka celkem (v tis. litrů)

|          | 2001    | 2002    | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    | 2015    |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| leden    | 207 926 | 205 066 | 210 482 | 204 702 | 205 956 | 195 672 | 198 800 | 200 786 | 192 363 | 186 802 | 186 607 | 201 563 | 197 072 | 195 018 | 202 602 |
| únor     | 192 937 | 192 560 | 196 361 | 195 919 | 189 069 | 183 616 | 183 314 | 192 951 | 177 935 | 171 538 | 171 878 | 187 358 | 181 167 | 180 596 | 186 569 |
| březen   | 216 579 | 216 873 | 223 043 | 214 020 | 211 922 | 203 524 | 206 473 | 206 456 | 198 538 | 194 351 | 196 144 | 207 186 | 202 939 | 203 811 | 211 059 |
| duben    | 212 912 | 217 668 | 217 884 | 207 481 | 211 731 | 197 620 | 202 359 | 200 299 | 195 750 | 193 134 | 190 855 | 204 202 | 196 074 | 197 773 |         |
| květen   | 226 940 | 225 834 | 227 516 | 218 140 | 223 913 | 207 925 | 209 648 | 209 095 | 205 413 | 200 768 | 200 179 | 214 839 | 205 994 | 204 200 |         |
| červen   | 220 469 | 217 611 | 216 830 | 214 455 | 218 945 | 199 722 | 201 445 | 199 777 | 198 835 | 191 576 | 191 683 | 206 031 | 194 632 | 197 756 |         |
| červenec | 222 628 | 222 780 | 222 945 | 221 113 | 224 498 | 200 029 | 205 705 | 205 467 | 199 329 | 195 354 | 206 320 | 207 356 | 201 853 | 204 194 |         |
| srpen    | 214 466 | 217 791 | 214 020 | 216 416 | 219 675 | 197 546 | 203 941 | 201 143 | 196 294 | 192 334 | 200 048 | 201 523 | 195 449 | 201 746 |         |
| září     | 202 680 | 202 576 | 203 822 | 203 364 | 197 309 | 186 106 | 193 100 | 189 467 | 183 640 | 183 006 | 190 325 | 187 100 | 186 717 | 189 506 |         |
| říjen    | 201 953 | 203 993 | 201 350 | 202 517 | 193 752 | 188 040 | 194 132 | 189 419 | 183 032 | 183 444 | 191 559 | 190 754 | 187 304 | 191 925 |         |
| listopad | 192 449 | 194 621 | 192 385 | 193 251 | 185 337 | 180 264 | 186 056 | 182 084 | 175 604 | 176 498 | 183 370 | 183 339 | 180 559 | 187 251 |         |
| prosinec | 200 066 | 206 376 | 204 233 | 204 452 | 194 201 | 189 609 | 196 255 | 191 658 | 184 937 | 182 632 | 194 931 | 190 575 | 189 742 | 196 900 |         |

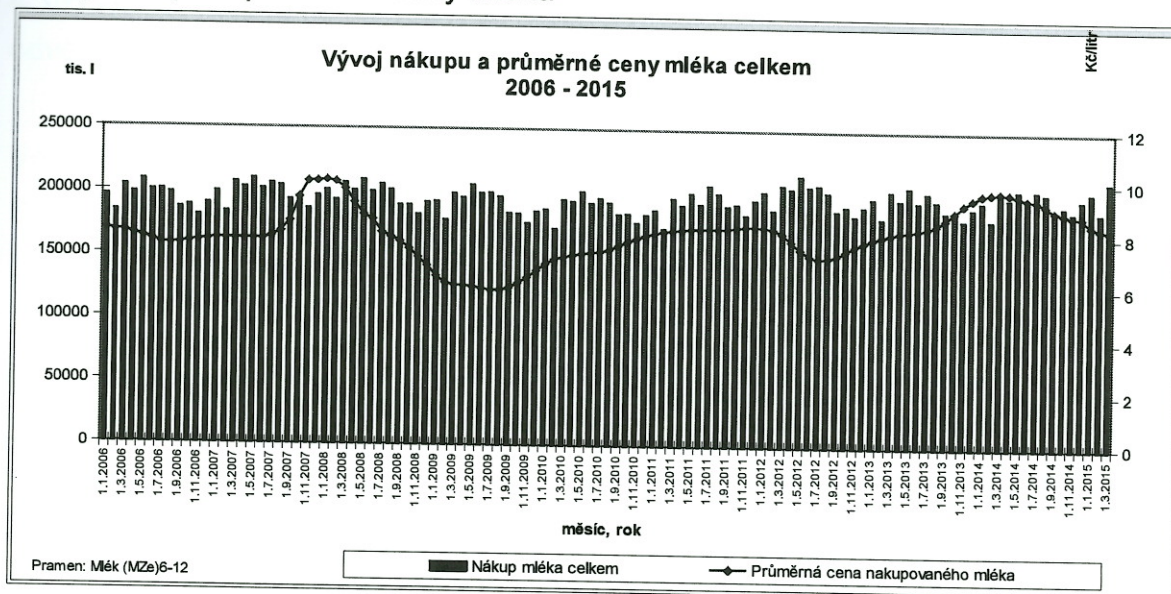
Pramen: Mlék(MZe)-12

Nákup mléka mlékárnami v zahraničí v únoru opět vzrostl. Došlo k nárůstu nákupu proti lednu o 220 tis. litrů na 956 tis. litrů mléka o tučnosti 3,99 %, což je nejvyšší nákup za posledních 22 měsíců. Nejnižší nákup mléka ze zahraničí od března 2006 (tehdy nebyl hlášen žádný nákup mléka ze zahraničí) byl uskutečněn v lednu 2014 (21 tis. litrů). Zatím nejvyšší nákup mléka v zahraničí byl uskutečněn v dubnu 2008, kdy mlékárny nakoupily 5 166 tis. litrů mléka (tento údaj se sleduje od roku 2005). Celkem za rok 2014 nakoupily mlékárny v zahraničí pouze 1 291 tis. litrů mléka, v roce 2013 to bylo o 5 849 tis. litrů více (7 140 tis. litrů).

Od počátku roku 2015 nakoupily mlékárny z ČR 389 171 tis. litrů mléka a 1 692 tis. litrů mléka bylo nakoupeno ze zahraničí. Za celý rok 2014 mlékárny nakoupily 2 350 676 tis. litrů mléka z ČR, tedy o 31 174 tis. litrů více než v roce 2013, tehdy to bylo 2 319 502 tis. litrů mléka.



## Vývoj nákupu a průměrné ceny mléka



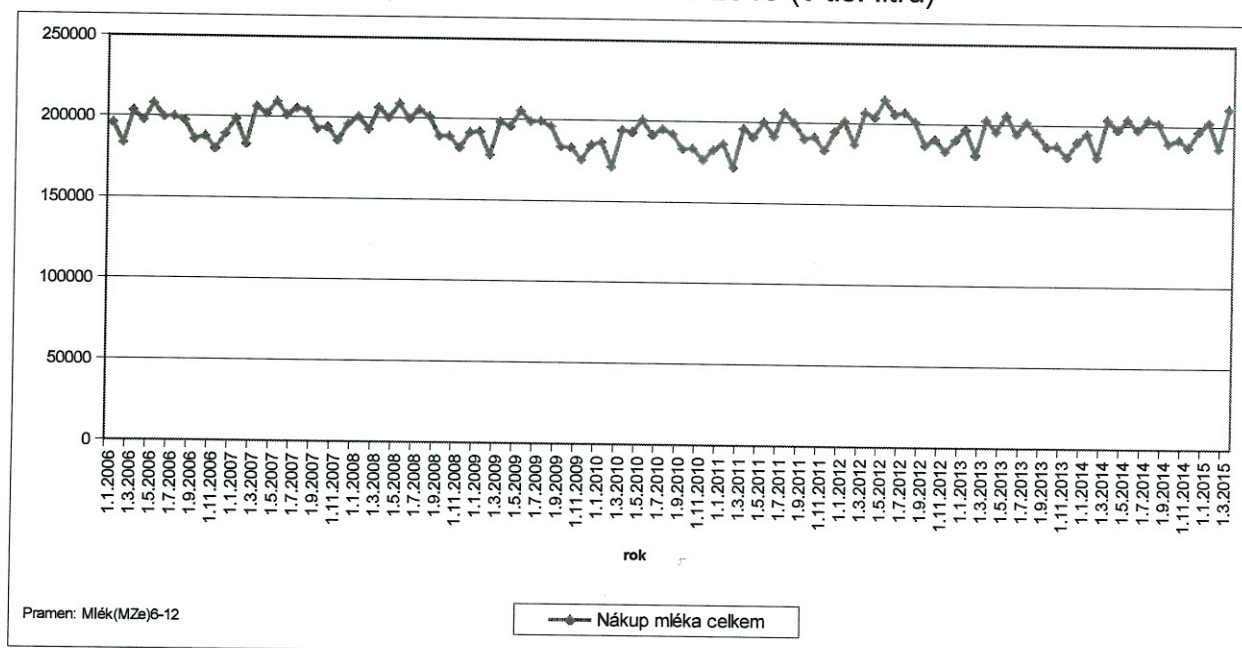
### IV.3.8. Analýza atraktivity trhu

Po vymezení relevantního trhu a získání základních dat je třeba provést analýzu atraktivity trhu prostřednictvím dále uvedených kritérií.

#### Růst trhu

Dlouhodobý vývoj nákupu mléka je zřejmý z níže uvedeného grafu.

Vývoj nákupu mléka v ČR od roku 2006 do roku 2015 (v tis. litrech)





Z uvedeného lze dovodit, že mlékárenský průmysl lze označit za dlouhodobě stagnující odvětví s nezastupitelnou rolí a velice jistou perspektivou.

### **Velikost trhu**

S ohledem na skutečnost, že všichni významní zpracovatelé mléka se snaží uplatnit své produkty i v zahraničí, je možné velikost trhu vymezit jako evropský.

### **Intenzita konkurence**

Zpracovatelé mléka jsou na relevantním trhu vystaveni velmi konkurenčnímu prostředí. Největšími konkurenty jsou především: PRIBINA, spol. s r.o., MADETA a.s., Danone, a.s., POLABSKÉ MLÉKÁRNY a.s. (Milko), Mlékárna Kunín a.s., Moravia Lacto a.s., ALIMPEX FOOD a.s., NET KRALOVICE, spol. s r.o., LAKTOS, a.s., Mlékárna Hlinsko, a.s., Meggle, s.r.o., Zott s.r.o., (detailněji viz. kapitola IV.3.6. Relevantní trh z hlediska konkurentů).

### **Bariéry vstupu do odvětví**

Úspory z rozsahu – jsou dosažitelné pouze velkými kapacitami, což je obtížné s ohledem na intenzitu konkurence.

Diferenciace produktu – konkurence (především ta zahraniční a kapitálově silná) vynakládá značné úsilí směřující k zajištění loajality zákazníků k jejich značkám prostřednictvím reklamy a tedy vytvoření překážky vstupu do odvětví. Toto úsilí je z části eliminováno preferováním českých výrobců ze strany českých spotřebitelů.

Kapitálová náročnost – vzhledem k tomu, že jde o odvětví s velkými nároky na technologické vybavení a silnou legislativní regulaci jde o jednu z hlavních překážek vstupu.

Přístup k distribučním kanálům - na trhu je již přítomna řada tuzemských obchodních skupin, které jsou schopny konkurovat i nadnárodním obchodním řetězcům. Prostřednictvím nich je tedy šance tuto významnou překážku vstupu eliminovat.

Vládní politika – přímo ovlivňuje vstup prostřednictvím určování standardů jakosti mléka a mléčných výrobků a také agrární politikou vůči producentům mléka.

**Průměrná rentabilita**

Průměrná rentabilita vlastního kapitálu v odvětví výroba potravinářských výrobků se podle Českého statistického úřadu<sup>7</sup> pohybovala v letech 2005 až 2012 v intervalu 8,24 % až 11,68 %, tj. v průměru 9,94 %.

**Možnost substituce**

V tomto odvětví u společností vyráběných produktů nejsou substituční výrobky výrazněji zaznamenány. Avšak odběratelé mají možnost výběru mezi podobnými mléčnými produkty různých výrobců.

**Vyjednávací síla dodavatelů a odběratelů**

Vyjednávací síla odběratelů (především nadnárodních obchodních řetězců) je značná vzhledem k velkému počtu výrobců, kteří prodávají zaměnitelné mléčné produkty. Vyjednávací síla řetězců se promítá do tlaku na pokles nákupních cen těchto řetězců.

Vyjednávací síla dodavatelů není tak výrazná vzhledem k velkému množství producentů mléka.

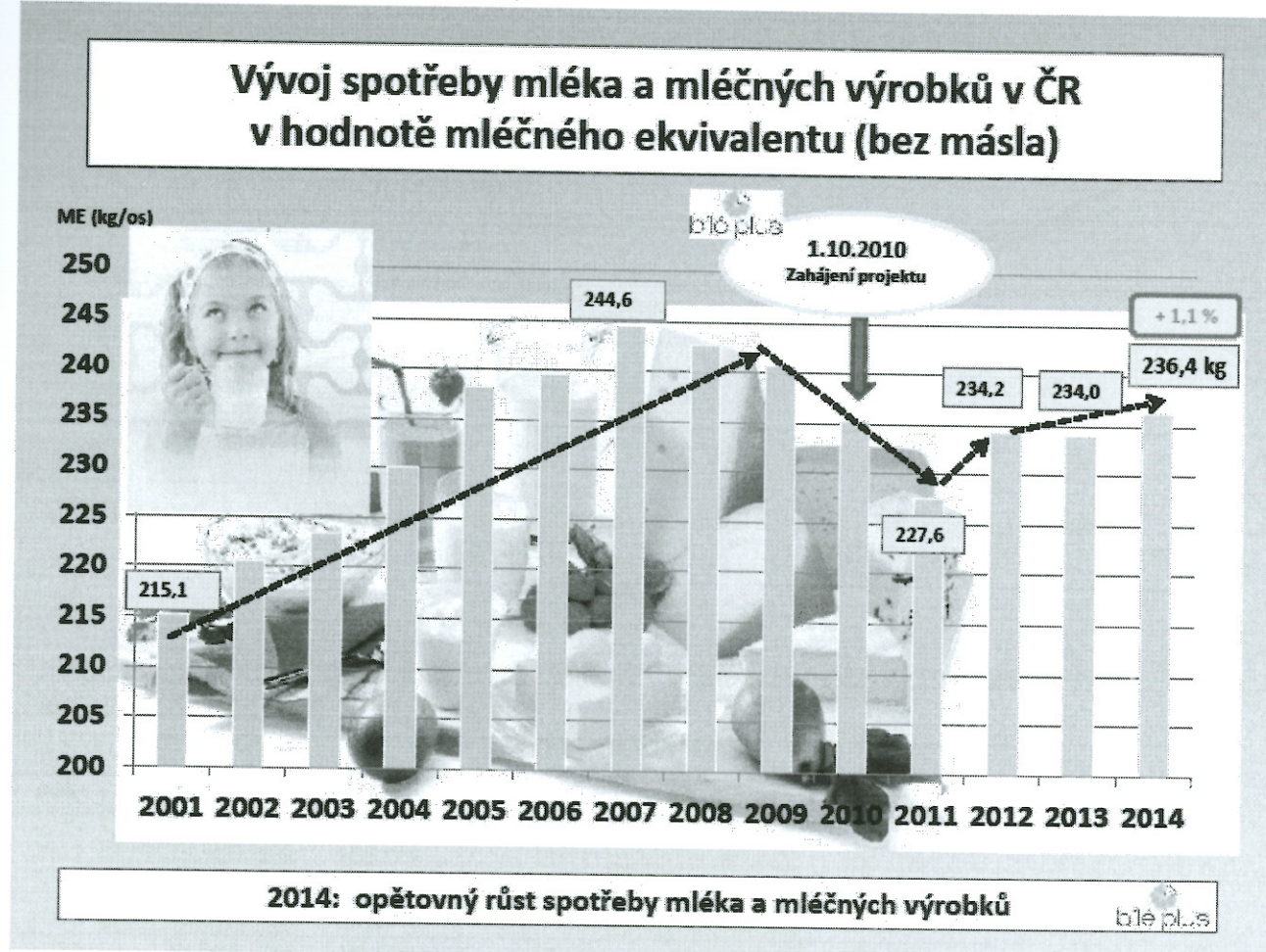
**Citlivost na konjunkturu**

Mlékárenské výrobky jsou rychloobrátkovým zbožím, jejichž spotřeba není výrazným způsobem ovlivněna fázemi hospodářského cyklu. Vývoj spotřeby mléka a mléčných výrobků v ČR od roku 2001 dokládá níže uvedený graf.

<sup>7</sup> <https://www.czso.cz/documents/10180/20547989/150141-1440.pdf/afc96582-e44c-4a79-b8b7-8513face79a3?version=1.0>



Vývoj spotřeby mléka a mléčných výrobků v ČR od roku 2001



Zdroj: Kopáček, Jiří, SOUČASNÁ SITUACE NA TRHU S MLÉKEM, Českomoravský svaz mlékárenský, 2015

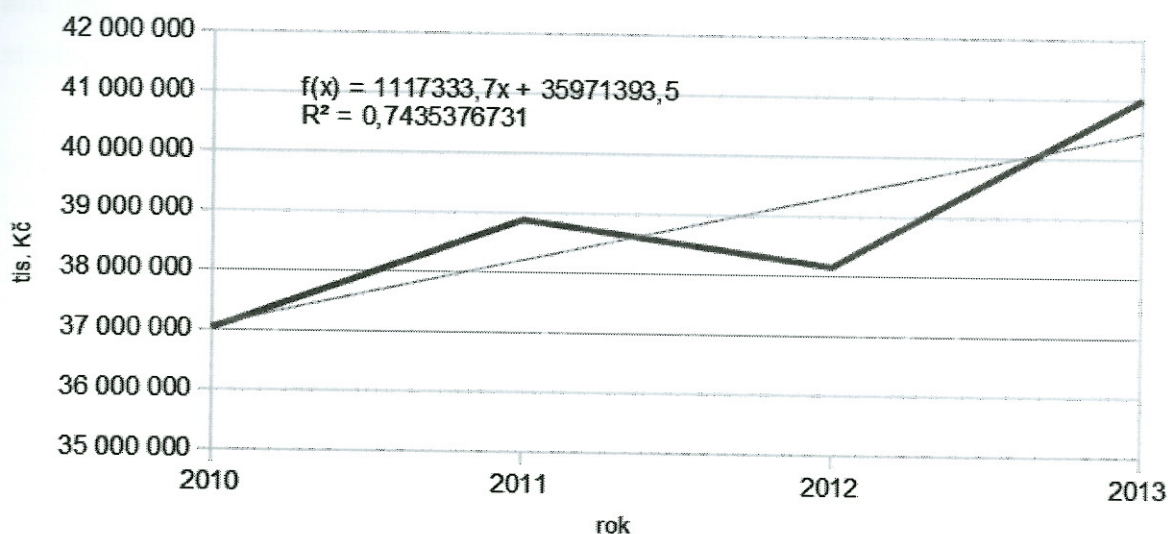
#### IV.3.9. Predikce trhu a tržního podílu

Predikce trhu je postavena na základě historického vývoje tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb společnostmi v rámci CZ-NACE 10.5. Data jsou čerpána za období 2010 až 2013 ze Studie „Panorama potravinářského průmyslu 2013“ vypracované Ústavem zemědělské ekonomiky a informací, Praha 2014.

Historické tržby jsou proloženy regresní funkcí (v grafu linerání).



## Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb odvětví CZ-NACE 10.5 (v tis. Kč)

Predikce tržeb odvětví (v tis. Kč)  
logaritmické funkce

| rok  | tis. Kč    | trend  |
|------|------------|--------|
| 2010 | 37 031 042 |        |
| 2011 | 38 880 465 | 105,0% |
| 2012 | 38 147 642 | 98,1%  |
| 2013 | 40 999 762 | 107,5% |
| 2014 | 38 544 359 | 94,0%  |
| 2015 | 38 726 989 | 100,5% |
| 2016 | 38 881 400 | 100,4% |
| 2017 | 39 015 157 | 100,3% |
| 2018 | 39 133 139 | 100,3% |
| 2019 | 39 238 678 | 100,3% |

## lineární funkce

| rok  | tis. Kč    | trend  |
|------|------------|--------|
| 2010 | 37 031 042 |        |
| 2011 | 38 880 465 | 105,0% |
| 2012 | 38 147 642 | 98,1%  |
| 2013 | 40 999 762 | 107,5% |
| 2014 | 41 558 062 | 101,4% |
| 2015 | 42 675 396 | 102,7% |
| 2016 | 43 792 729 | 102,6% |
| 2017 | 44 910 063 | 102,6% |
| 2018 | 46 027 397 | 102,5% |
| 2019 | 47 144 731 | 102,4% |

Pro účely predikce vývoje trhu považují více odpovídají výsledky, které dává lineární funkce. A to z důvodu historického vývoje tržeb. Dalším důvodem je, že více odpovídají predikci vývoje HDP uvedené v kapitole IV.3.1. Makroekonomická analýza.

## Vývoj tržeb - skutečnost

| rok                                                                                                                             | 2010       | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb společností v odvětví CZ-NACE 10.5 (v b.c., v tis. Kč)                               | 37 031 042 | 38 880 465 | 38 147 642 | 40 999 762 | 41 558 062 |
| tempo růstu                                                                                                                     | 3,2%       | 5,0%       | -1,9%      | 7,5%       | 1,4%       |
| Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb společností Bohušovická mlékárna, a.s. (v b.c., v tis. Kč)                           | 381 333    | 390 409    | 398 332    | 392 269    | 420 710    |
| tempo růstu                                                                                                                     | 6,8%       | 2,4%       | 2,0%       | -1,5%      | 7,3%       |
| Podíl společnosti Bohušovická mlékárna, a.s. na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb společností v odvětví CZ-NACE 10.5 | 1,03%      | 1,00%      | 1,04%      | 0,96%      | 1,01%      |



Pro stanovení maximální úroveň tržeb společnosti vyjdeme z historického vývoje podílu společnosti na celkových tržbách odvětví CZ-NACE 10.5. Pro budoucí podíl je použit aritmetický průměr historických podílů, protože se vyvíjely velice stabilně a na základě strategické analýzy nelze předpokládat výraznější nárůst podílu.

#### Vývoj tržeb - predikce

| rok                                                                                                                             | 2 015      | 2 016      | 2 017      | 2 018      | 2 019      |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb společností v odvětví CZ-NACE 10.5 (v b.c., v tis. Kč)                               | 42 675 396 | 43 792 729 | 44 910 063 | 46 027 397 | 47 144 731 |
| <i>tempo růstu</i>                                                                                                              | 2,7%       | 2,6%       | 2,6%       | 2,5%       | 2,4%       |
| Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb společností Bohušovická mlékárna, a.s. (v b.c., v tis. Kč)                           | 426 754    | 437 927    | 449 101    | 460 274    | 471 447    |
| <i>tempo růstu</i>                                                                                                              | 1,4%       | 2,6%       | 2,6%       | 2,5%       | 2,4%       |
| Podíl společnosti Bohušovická mlékárna, a.s. na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb společností v odvětví CZ-NACE 10.5 | 1,00%      | 1,00%      | 1,00%      | 1,00%      | 1,00%      |

Samotná predikce maximálních tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb společnosti je násobkem odhadovaného podílu společnosti a odhadovaných tržeb celého odvětví CZ-NACE 10.5.

## IV.4. Finanční analýza

Finanční analýza plní dvě základní funkce – první je zhodnocení finančního zdraví společnosti na základě historických dat včetně stanovení předběžného výroku o perspektivnosti společnosti a druhou je vytvoření základu pro finanční plán. Výsledky finanční analýzy také pomohou při rozhodování o metodách ocenění.

K dispozici jsou účetní závěrky společnosti až do data ocenění, tj. do 30.4.2015.

### IV.4.1. Analýza rozvahy

Vertikální analýza rozvahy (podíly položek na bilanční sumě)

| AKTIVA                            | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          | 04/2015       |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>AKTIVA CELKEM</b>              | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |
| <b>B. DLOUHODOBY MAJETEK</b>      | <b>44,5%</b>  | <b>49,1%</b>  | <b>48,0%</b>  | <b>49,5%</b>  | <b>51,4%</b>  | <b>48,4%</b>  |
| B.I Dlouhodobý nehmotný majetek   | 0,1%          | 0,1%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |
| B.II Dlouhodobý hmotný majetek    | 43,4%         | 46,5%         | 45,6%         | 46,9%         | 48,7%         | 45,7%         |
| 1. Pozemky                        | 0,4%          | 0,4%          | 0,3%          | 0,4%          | 0,4%          | 0,4%          |
| 2. Stavby                         | 30,4%         | 35,7%         | 31,5%         | 33,2%         | 34,0%         | 31,8%         |
| 3. Samostatné movité věci         | 6,8%          | 8,8%          | 13,5%         | 13,0%         | 13,7%         | 12,3%         |
| 4. Ostatní                        | 5,8%          | 1,7%          | 0,3%          | 0,3%          | 0,5%          | 1,2%          |
| B.III Dlouhodobý finanční majetek | 1,0%          | 2,5%          | 2,4%          | 2,6%          | 2,8%          | 2,7%          |
| <b>C. OBEZNA AKTIVA</b>           | <b>54,5%</b>  | <b>50,0%</b>  | <b>47,7%</b>  | <b>45,6%</b>  | <b>42,5%</b>  | <b>45,8%</b>  |
| C.I Zásoby                        | 13,6%         | 13,2%         | 11,9%         | 10,6%         | 12,5%         | 11,7%         |
| C.II Dlouhodobé pohledávky        | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |
| C.III Krátkodobé pohledávky       | 34,1%         | 32,6%         | 33,5%         | 30,1%         | 26,7%         | 31,3%         |
| 1. Pohledávky z obchodních vztahů | 30,1%         | 27,3%         | 31,9%         | 24,2%         | 21,8%         | 24,8%         |
| Ostatní krátkodobé pohledávky     | 4,0%          | 5,2%          | 1,6%          | 5,9%          | 4,9%          | 6,5%          |
| C.IV Krátkodobý finanční majetek  | 6,8%          | 4,2%          | 2,3%          | 4,8%          | 3,2%          | 2,7%          |
| <b>D. CASOVE ROZLIŠENÍ</b>        | <b>1,0%</b>   | <b>0,9%</b>   | <b>4,3%</b>   | <b>4,9%</b>   | <b>6,1%</b>   | <b>5,8%</b>   |

| PASIVA                        | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          | 04/2015       |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>PASIVA CELKEM</b>          | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |
| <b>A. VLASTNÍ KAPITÁL</b>     | <b>44,6%</b>  | <b>45,1%</b>  | <b>42,2%</b>  | <b>46,2%</b>  | <b>50,6%</b>  | <b>48,2%</b>  |
| A.I Základní kapitál          | 52,0%         | 52,2%         | 48,9%         | 53,4%         | 57,5%         | 55,0%         |
| A.II Kapitálové fondy         | 0,5%          | -0,5%         | -0,5%         | -0,5%         | -0,6%         | -0,6%         |
| A.III.1 Zákonný rezervní fond | 5,0%          | 5,1%          | 4,8%          | 5,3%          | 5,7%          | 5,5%          |
| A.IV.1 Ztráta minulých let    | -14,4%        | -13,0%        | -11,4%        | -12,1%        | -12,9%        | -11,4%        |
| A.V VH běžného roku           | 1,5%          | 1,4%          | 0,4%          | 0,1%          | 0,8%          | -0,3%         |
| <b>B. CIZÍ ZDROJE</b>         | <b>50,8%</b>  | <b>51,6%</b>  | <b>53,9%</b>  | <b>49,6%</b>  | <b>48,0%</b>  | <b>51,8%</b>  |
| B.I Rezervy (dlouhodobé)      | 0,6%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,1%          | 0,0%          |
| B.II Dlouhodobé závazky       | 0,0%          | 0,0%          | 0,2%          | 0,7%          | 1,0%          | 1,0%          |
| B.III Krátkodobé závazky      | 27,0%         | 24,6%         | 30,7%         | 31,6%         | 31,3%         | 36,7%         |
| 1. Z obchodních vztahů        | 28,8%         | 28,2%         | 28,8%         | 30,0%         | 29,2%         | 30,5%         |
| 5. Ostatní                    | -1,7%         | -3,5%         | 1,9%          | 1,5%          | 2,1%          | 6,2%          |
| B.IV Bankovní úvěry           | 23,2%         | 26,9%         | 23,0%         | 17,4%         | 15,6%         | 14,2%         |
| <b>C. CASOVE ROZLIŠENÍ</b>    | <b>4,6%</b>   | <b>3,3%</b>   | <b>3,9%</b>   | <b>4,1%</b>   | <b>1,4%</b>   | <b>0,0%</b>   |