

BOHEMIA EXPERTS, s.r.o.

znalecký ústav

Křižikova 1,
186 00 Praha 8

ZNALECKÝ POSUDEK

číslo: 100406

ve věci

odhadu **hodnoty balíku akcií** (7 700 kusů akcií o jednotlivé jmenovité hodnotě 1 000 Kč) **GESTA a.s. Rynoltice**, se sídlem Rynoltice čp. 149, PSČ: 463 55, Česká republika, IČ: 445 69 785.

Datum ocenění: **28. února 2010**

Účel zpracování posudku: **Odhad ceny předmětu dražby** v místě a čase obvyklé podle § 13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách, a § 33 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (nedobrovolná veřejná dražba investičních cenných papírů).

Objednatel posudku: **CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.**
Veveří 111, Brno
PSČ: 616 00
Česká republika
IČ: 277 58 419

Posudek obsahuje celkem 59 listů plus 9 příloh.

Posudek je vyhotoven ve 4 stejnopisech. Toto je stejnopis č. 1.

Zpracovali: RNDr. Josef Knápek, Ing. Martina Dašková

Praha, 6. dubna 2010

Obsah

OBSAH	2
1. ODESÍLACÍ DOPIS	3
2. ZDROJE POUŽITÝCH INFORMACÍ.....	5
3. ZÁKLADNÍ POJMY A SKUTEČNOSTI	6
3.1 OBECNÉ SKUTEČNOSTI A POJMY.....	6
3.2 ROZHODNÉ SKUTEČNOSTI PRO ZPRACOVÁNÍ OCENĚNÍ.....	7
4. POPIS OCEŇOVANÉ SPOLEČNOSTI.....	8
4.1 ZÁKLADNÍ ÚDAJE DLE OBCHODNÍHO REJSTŘÍKU.....	8
4.2 STRUKTURA SPOLEČNÍKŮ, OVLÁDANÝCH A PŘIDRUŽENÝCH OSOB	10
4.3 STRUČNÁ HISTORIE	10
4.4 CHARAKTERISTIKA HLAVNÍCH ČINNOSTÍ.....	11
4.5 LIDSKÉ ZDROJE	11
4.6 STAV ÚČETNICTVÍ.....	12
5. ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU SPOLEČNOSTI.....	13
5.1 MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA.....	13
5.2 ANALÝZA ODVĚTVÍ.....	19
6. ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU SPOLEČNOSTI.....	23
6.1 ANALÝZA POSTAVENÍ NA TRHU.....	23
6.2 FINANČNÍ ANALÝZA	26
6.3 TRŽNÍ POTENCIÁL	29
7. FINANČNÍ PLÁN.....	32
7.1 VÝKAZY ZISKU A ZTRÁTY	32
7.2 ROZVAHY.....	33
8. METODOLOGIE OCENĚNÍ.....	36
8.1 MAJETKOVÉ METODY	36
8.2 TRŽNĚ SROVNÁVACÍ METODY.....	37
8.3 VÝNOSOVÉ METODY	38
9. VLASTNÍ OCENĚNÍ	42
9.1 POUŽITÉ PŘÍSTUPY A METODY OCENĚNÍ	42
9.2 OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI VÝNOSOVÝM PŘÍSTUPEM – METODOU DCF ENTITY.....	43
9.3 OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI MAJETKOVÝM PŘÍSTUPEM – METODOU LIKVIDAČNÍ HODNOTY	50
10. ZÁVĚR	55
OBECNÉ PODMÍNKY POSKYTNUTÝCH SLUŽEB	57
PŘEDPOKLADY A OMEZUJÍCÍ PODMÍNKY	57
ZNALECKÁ DOLOŽKA.....	58
SEZNAM PŘÍLOH.....	59

1. Odesílací dopis

Vážená paní / Vážený pane,

zasíláme Vám odhad **hodnoty balíku akcií** (7 700 kusů akcií o jednotlivé jmenovité hodnotě 1 000 Kč) **společnosti GESTA a.s. Rynoltice**, se sídlem Rynoltice čp. 149, PSČ: 463 55, Česká republika, IČ: 445 69 785 (dále také „**společnost**“), **k datu 28. února 2010.**

Hodnotou rozumíme tržní hodnotu (Market Value) v souladu s platnou definicí v Mezinárodních oceňovacích standardech (IVS1 2007), tj. „odhadnutou částku, za kterou by se měl předmět ocenění směnit k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím v nezávislé transakci po náležitém marketingu, přičemž by obě strany jednaly informovaně, uváženě a bez nátlaku.“

Účelem zpracování znaleckého posudku byl odhad ceny předmětu dražby v místě a čase obvyklé podle § 13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách, a § 33 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Jde o nedobrovolnou veřejnou dražbu akcií tvořících cca 12,32 % základního kapitálu společnosti, které nebyly oprávněnými akcionáři ve stanovené době převzaty po změně podoby akcií ze zaknihovaných na listinné.

K ocenění jsme použili přístup výnosový (metoda DCF entity) a přístup majetkový (metody likvidační a účetní hodnoty). Výslednou hodnotu majetku jsme odhadli pomocí aplikace nejvíce vhodné metody, tj. **metody DCF entity**. Další metody jsme použili jako podpůrné a plnily kontrolní a informační funkci.

Na základě provedeného ocenění jsme dospěli k názoru, že **hodnota balíku akcií** (7 700 kusů akcií o jednotlivé jmenovité hodnotě 1 000 Kč) **společnosti GESTA a.s. Rynoltice**, se sídlem Rynoltice čp. 149, PSČ: 463 55, Česká republika, IČ: 445 69 785, **k datu 28. února 2010** činí (po provedení kvalifikovaného odhadu a po zaokrouhlení):

4 060 000 Kč

slovy: **čtyři miliony šedesát tisíc korun českých**

Na základě provedeného ocenění jsme dospěli k názoru, že **hodnota akcie o jmenovité hodnotě 1 000 Kč** ve výše uvedeném balíku akcií **společnosti GESTA a.s. Rynoltice**, se sídlem Rynoltice čp. 149, PSČ: 463 55, Česká republika, IČ: 445 69 785, **k datu 28. února 2010 činí** (po provedení kvalifikovaného odhadu):

527 Kč

slovy: **pět set dvacet sedm korun českých**

BOHEMIA EXPERTS, s.r.o.
znalecký ústav
RNDr. Josef Knápek
jednatel společnosti



A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Josef Knápek'.

Praha, 6. dubna 2010

2. Zdroje použitých informací

1. kopie internetového výpisu z obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Ústí nad Labem, oddíl B, vložka 223, GESTA a.s. Rynoltice, se sídlem Rynoltice čp. 149, PSČ: 463 55, Česká republika, IČ: 445 69 785, ze dne 19.3.2010,
2. výkazy zisku a ztráty a rozvahy společnosti k datům: 31.12.2005, 31.12.2006, 31.12.2007, 31.12.2008, 31.12.2009 a 28.2.2009,
3. kopie výročních zpráv společnosti k datu 31.12.2007, 31.12.2008 a 31.12.2009,
4. kopie daňového přiznání společnosti za rok 2008,
5. rozpis krátkodobých pohledávek a závazků z obchodního styku podle lhůt splatnosti k 28.2.2010,
6. seznam rezerv k 31.12.2009,
7. výkaz zisku a ztráty a rozvaha společnosti Česká odpadová a.s. k datu 31.12.2009,
8. internetové zdroje <http://gesta.cz>, www.justice.cz, www.cnb.cz, www.mfcr.cz, www.mpo.cz, www.kurzy.fin.cz, www.czso.cz, www.patria.cz, www.damodaran.com, www.ecb.int, www.euribor.org, www.oecd.org, www.euriborrates.eu,
9. DAMODARAN, A. *Damodaran On Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd edition. Wiley, 2006,
10. VŠE v PRAZE, Institut oceňování majetku, Katedra financí a oceňování podniku. *Standardy pro oceňování podniku: Sborník z mezinárodní konference*. 1. vydání. Praha: Institut oceňování majetku, 2005. ISBN 80-245-0907-5,
11. VŠE v PRAZE, Institut oceňování majetku, Katedra financí a oceňování podniku. *Metodické problémy oceňování podniku: Sborník z mezinárodní konference*. 1. vydání. Praha: VŠE v Praze, Nakladatelství Oeconomica: 2004. 303 stran. ISBN 80-245-0738-2,
12. MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění: Základní metody a postupy*. 2. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2007. 492 stran. ISBN 978-80-86929-32-3,
13. ŠANTRŮČEK, J. *Pohledávky, jejich cese a hodnota*. 2. aktualizované vydání. Praha: VŠE v Praze, 2005. 198 stran. ISBN 80-245-0873-7,
14. jednání s managementem společnosti,
15. právní předpisy v platném znění k příslušnému datu.

3. Základní pojmy a skutečnosti

3.1 Obecné skutečnosti a pojmy

Tato kapitola se zabývá pojmoslovím v oblasti oceňování majetku a služeb, zvláště základními kategoriemi cen a hodnot.

A) Podle zákona č. 526/1990 Sb., o cenách, rozeznáváme následující druhy cen: cenu sjednanou a cenu zjištěnou:

Cena sjednaná

Strany transakce mají svobodu při sjednávání cen (případ volných cen), pokud právní, resp. cenové, předpisy nestanoví jinak (případ regulovaných cen).

Cenou sjednanou pro transakci se rozumí objektivní skutečnost, která vyjadřuje protihodnotu sjednanou stranami za převáděný majetek, práva či jiné majetkové hodnoty nebo poskytované služby v daném jedinečném případě.

Cena zjištěná (určená, administrativní)

Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, v platném znění upravuje způsoby oceňování věcí, práv a jiných majetkových hodnot a služeb pro účely stanovené zvláštními předpisy, stanoví-li tak příslušný orgán v rámci svého oprávnění nebo dohodnou-li se tak strany. Majetek a služby se podle tohoto zákona oceňují obvyklou cenou, pokud tento zákon nestanoví jiný způsob oceňování.

Obvyklou cenou se rozumí cena, která byla dosažena při prodeji stejného, popřípadě obdobného majetku se stejnou užitnou hodnotou, nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku ke dni ocenění.

B) V ostatních případech oceňování se majetek a služby oceňují hodnotou. Hodnota však není – na rozdíl od ceny – objektivní či vypočitatelnou skutečností, ale subjektivním (i když často objektivizovaným) odhadem hodnoty předmětu ocenění v daném čase, pro daný účel a podle konkrétní definice hodnoty.

Subjektivní hodnota

Před transakcí dochází nejprve k ryze subjektivnímu ocenění majetku, práv či jiných majetkových hodnot nebo služeb, která jsou provedena nejčastěji přímo stranami transakce či jejich poradci.

Subjektivní hodnota vyjadřuje intenzitu vztahu konkrétního subjektu (či skupiny subjektů) k danému majetku či službě. Tato hodnota se nazývá také hodnotou investiční.

Objektivizovaná hodnota

Známe mnoho druhů objektivizovaných hodnot, např. tržní (obecnou, férovou, popř. obvyklou, reálnou), užitnou (výnosovou, popř. pokračujícího využití), omezeného trhu (popř. promptního prodeje), substanční (nákladovou, věcnou, náhradovou, popř. reprodukční), užitnou (popř. výnosovou), pojistnou, účetní, likvidační (nuceného prodeje, popř. zůstatkového materiálu), zápůjční (zadlužitelnou, popř. zástavní) a jiné. V praxi převládají odhady objektivizované hodnoty s přívlastkem „tržní“.

Tržní hodnotou rozumíme tržní hodnotu (Market Value) v souladu s platnou definicí v Mezinárodních oceňovacích standardech (IVS1 2007), tj. „odhadnutou částku, za kterou by se měl předmět ocenění směnit k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím v nezávislé transakci po náležitém marketingu, přičemž by obě strany jednaly informovaně, uvážene a bez nátlaku.“

Tržní hodnota obsahuje mj. předpoklad tzv. *nejlepšího využití (Highest and Best Use)*. Dle IVS1 2007 se jedná o nejpravděpodobnější využití předmětu ocenění, které je fyzicky možné, vhodně ospravedlnitelné, právně přípustné, finančně přijatelné a ústící v nejvyšší hodnotu předmětu ocenění.

3.2 Rozhodné skutečnosti pro zpracování ocenění

Účelem zpracování znaleckého posudku byl odhad ceny předmětu dražby v místě a čase obvyklé podle § 13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách, a § 33 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Jde o nedobrovolnou veřejnou dražbu akcií tvořících cca 12,32 % základního kapitálu společnosti, které nebyly oprávněnými akcionáři ve stanovené době převzaty po změně podoby akcií ze zaknihovaných na listinné.

Vzhledem k účelu posudku odpovídá výsledná hodnota předmětu ocenění alikvotnímu podílu na hodnotě čistého obchodního majetku dle výše uvedené definice IVS1 2007.

Veškeré skutečnosti a závěry uváděné v tomto posudku jsou založeny převážně na veřejně dostupných dokumentech a informacích. Dokumenty a informace poskytnuté objednatelem jsme neprověřovali, ale pokud jsme z nich v tomto posudku vycházeli, jsou identifikovány a považujeme je za pravdivé a správné. Analýzy, názory a závěry uvedené v posudku jsou platné jen za omezených podmínek a předpokladů, které jsou uvedeny v posudku a jsou znalcovými osobními, nezaujatými profesionálními analýzami, názory a závěry. Znalec nemá žádné současné ani budoucí zájmy na oceňované společnosti a neexistuje osobní zájem nebo zaujatost vzhledem k výsledku ocenění.

Naše ocenění je platné pouze pro účel v tomto dokumentu stanovený. Jakékoliv jiné použití nebo převzetí údajů pro jiný účel objednatelem nebo třetí stranou je neoprávněné a neplatné. Vzhledem k zadání, charakteru předmětu ocenění a použitým metodám ocenění je platnost závěrů logicky omezena informacemi a skutečnostmi známými do data ocenění, případně do data zpracování.

Dále v posudku nazýváme společnost **BOHEMIA EXPERTS, s.r.o. znalecký ústav** také pojmy „znalecký ústav“ či jen „znalec“.

4. Popis oceňované společnosti

4.1 Základní údaje dle obchodního rejstříku

Tabulka č. 4.1.1 Základní údaje o oceňované společnosti

Obchodní firma	GESTA a.s. Rynoltice
Právní forma	akciová společnost
Sídlo společnosti	Rynoltice čp. 149 PSČ: 463 55, Česká republika
Identifikační číslo	445 69 785
Výše základního kapitálu	62 475 000 Kč
Počet akcií	62 475 ks ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč
Druh akcií	nekótované, kmenové
Podoba akcií	listinné
Forma akcií	na majitele
Založení společnosti	Akciová společnost byla založena podle §172 obchodního zákoníku. Jediným zakladatelem společnosti je Fond národního majetku České republiky se sídlem v Praze 1, Gorkého náměstí 32, na který přešel majetek státního podniku Československý uranový průmysl Stráž pod Dalekem, o.z. GESTA.
Vznik společnosti	Dne 1. května 1992 proveden zápis společnosti do obchodního rejstříku, vedeného Krajským soudem v Ústí nad Labem, oddíl B, vložka 223.

Dále v posudku nazýváme výše popsanou společnost **GESTA a.s. Rynoltice** také pojmy „**oceňovaná / předmětná společnost**“ či jen „**společnost**“.

Předmět činnosti dle obchodního rejstříku

- podnikání v oblasti s nebezpečnými odpady,
- podnikání v oblasti nakládání s odpady (mimo nebezpečných odpadů),
- projektování a vyhodnocování geologických prací,
- kovoobráběčství,
- zámečnictví,
- silniční motorová doprava nákladní,
- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej (kromě zboží vyhr. v příl. Č. 1-3 zák. č. 455/91 Sb. Ve znění pozdějších předpisů),
- stavba strojů s mechanickým pohonem,
- pronájem motorových vozidel,

- provádění staveb, jejich změn a odstraňování,
- činnost technických poradců v oblasti životního prostředí,
- činnost prováděná hornickým způsobem v souladu s ustanovením § 3 písm. a) – dobývání ložisek nevyhrazených nerostů, včetně úpravy a zušlechťování nerostů prováděných v souvislosti s jejich dobýváním, a vyhledávání a průzkum ložisek nevyhrazených nerostů prováděné k komu účelu – zákona č. 61/1988 Sb., o hornické činnosti, výbušninách a o státní báňské správě, ve znění pozdějších předpisů.

Statutární orgán – představenstvo:

- Předseda představenstva:** Ing. Vladimír Hůda, r.č. 680717/0007
Ústí nad Labem, Brožíkova 167/11, PSČ 400 01
den vzniku funkce: 18. prosince 2008
den vzniku členství v představenstvu: 18. prosince 2008
- Místopředseda představenstva:** Ing. Lenka Kokešová, r.č. 655930/0671
Litvínov, Horní Litvínov, Šaldova 1184, PSČ 436 01
den vzniku členství v představenstvu: 18. prosince 2008
- Člen představenstva:** Jiří Štípek, r.č. 670124/0480
Most, Chomutovská 2232/22, PSČ 434 01
den vzniku členství v představenstvu: 18. prosince 2008

Způsob jednání: Jménem společnosti jedná a zastupuje vůči třetím osobám, před soudy a jinými orgány státní správy a samosprávy v plném rozsahu představenstvo, a to buď společně všichni členové představenstva, nebo místopředseda spolu s jedním členem představenstva nebo předseda nebo samostatně jeden člen představenstva, který k tomu byl všemi členy představenstva písemně zmocněn. Za společnost podepisují buď společně všichni členové představenstva nebo společně předseda a místopředseda, nebo místopředseda spolu s jedním členem představenstva, který k tomu byl všemi členy představenstva písemně zmocněn. Podepisování se děje tak, že oprávněné osoby k vytištěné či napsané obchodní firmě společnosti připojí svůj podpis.

Dozorčí rada:

- Předseda dozorčí rady:** Ing. Petr Šatra, r.č. 600621/1387
Most, Jugoslávská 1785/36, PSČ 434 01
den vzniku funkce: 18. prosince 2008
den vzniku členství v dozorčí radě: 18. prosince 2008
- Člen dozorčí rady:** Kamil Marek, r.č. 680602/0133
Ústí nad Labem, Na Spálence 396/9, PSČ 400 01
den vzniku členství v dozorčí radě: 18. prosince 2008
- Člen dozorčí rady:** Štěpán Bittner, r.č. 480705/091
Liberec 6, Gagarinova 873, PSČ 460 06
den vzniku členství v dozorčí radě: 18. prosince 2008

4.2 Struktura společníků, ovládaných a přidružených osob

Tabulka č. 4.2.1 Akcionáři společnosti (ke dni 31. lednu 2010)

Akcionář	Podíl
2 fyzické osoby (52 442 ks akcií)	83,95 %
akcionáři, kteří své akcie převzali (2 333 ks akcií)	3,73 %
akcionáři, kteří své akcie nepřevzali (7 700 ks akcií)	12,32 %
Celkem	100,00 %

Tabulka č. 4.2.2 Kapitálové účasti společnosti v řízených, ovládaných a přidružených společnostech (k datu 28. února 2010)

Společnost	Podíl (%)
Česká odpadová a.s. (IČ: 250 09 141)	100,0

4.3 Stručná historie

Historie společnost GESTA a.s. Rynoltice sahá asi do sedmdesátých let minulého století, kdy existovala jako odštěpný závod tehdejšího uranového průmyslového komplexu. Jako samostatná byla společnost založena Fondem národního majetku ČR k 1. květnu 1992. Od svého založení v roce 1992 se společnost orientuje do oblasti životního prostředí, v posledních několika letech pak speciálně do oblasti zpracování průmyslových odpadů.

Historie v datech:

- 1974 přemístění sídla společnosti do obce Rynoltice, vytvoření odštěpného závodu GESTA
- 1992 založení samostatné společnosti
- 1993 privatizace společnosti
- 1995 stabilizace struktury akcionářů
- 1996 zahájení provozu skládky odpadů Osečná
- 2000 zahájení provozu skládky odpadů Chotyně
- 2002 dokončení postupného vývoje a výstavby technologického zařízení Lužice
- 2003 zavedení komplexního systému řízení
- 2004 regionální rozšíření společnosti (zastoupení Ústí nad Labem, Děčín, Most)
- 2008 dokončena obměna vozového parku
- 2009 kolaudace další kapacity skládky Osečná

Zdroj: www.gesta.cz

4.4 Charakteristika hlavních činností

GESTA a.s. Rynoltice je společností, která již od počátku devadesátých let podniká na trhu s průmyslovými odpady. Těžištěm její činnosti je zejména úprava nebezpečných odpadů, skládkování odpadů, čištění odpadních vod, deemulgace a neutralizace vod, sanace ekologických škod a ekologická doprava ADR. Firma je konečným zpracovatelem odpadů. Provozuje vlastní vozový park. Technologie a vybavení firmy umožňuje převážet a zpracovávat jak pevné, tak i kapalné a pastovité odpady.

Firma provozuje velkokapacitní úpravnu nebezpečných odpadů, dvě skládky kategorie S-OO, dekontaminační plato, biodegradační plato, čistírnu zaolejovaných vod a řadu podpůrných a pomocných zařízení pro sanační práce.

Zdroj: www.gesta.cz

4.5 Lidské zdroje

Průměrný počet zaměstnanců a vedoucích pracovníků za rok 2009 činil 57 osob (z toho 37 zaměstnanců v dělnických profesích a 20 zaměstnanců THP). Vedle těchto zaměstnanců společnost příležitostně využívá agenturní pracovníky. Aktuální stav zaměstnanců k 28.2.2010 činí 55. Průměrná hrubá mzda včetně odměn za rok 2009 činila dle našich propočtů cca 19 924 Kč za měsíc. Průměrný stav zaměstnávaných pracovníků od roku 2006 zůstává stabilní.

Tabulka č. 4.5.1 Průměrný počet zaměstnanců v letech 2006 až 2009

	2006	2007	2008	2009
Průměrný počet zaměstnanců	58	55	55	57

Organizační struktura

Společnost má pobočku v Ústí nad Labem a v Děčíně. Dále vlastní zařízení k nakládání s odpady a to:

- skládku odpadů S-OO Osečná a kompostování plochu,
- skládku odpadů S-OO Chotyně,
- kompostárnu Chotyně,
- úpravnu odpadů Hamr n.J – Stará Lužice,
- úpravnu odpadů Rynoltice,
- demontážní středisko autovraků – Rynoltice,
- demontážní středisko elektroodpady – Rynoltice,
- mobilní zařízení pro sběr a výkup odpadů v Libereckém a Ústeckém kraji.

4.6 Stav účetnictví

Společnost **podléhá** dle § 20 odst. 1 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, **povinnému auditu účetní závěrky** a výroční zprávy, neboť jde o akciovou společnost, která splňuje alespoň jednu ze tří stanovených podmínek za poslední dvě účetní období, tj. úhrn aktiv brutto vyšší než 40 000 tis. Kč (splňuje), úhrn čistého obrátu více než 80 000 tis. Kč (nesplňuje) a průměrný přepočtený počet zaměstnanců vyšší než 50 (splňuje).

Společnost **nepodléhá povinnosti sestavovat účetní závěrku podle Mezinárodních účetních standardů** dle § 19 odst. 9 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, neboť není emitentem cenných papírů kótovaných na regulovaném trhu cenných papírů v členských státech Evropské unie.

Audit řádné účetní závěrky účetního období uzavřeného ke dni 31. prosinci 2008 provedla odpovědná auditorka Ing. Dagmar Švecová, č. osvědčení 1183, Sadová 275, Mašřov, PSČ: 431 56.

V auditorské zprávě ze dne 4. května 2009 byl vydán **výrok bez výhrad**. Účetní závěrka by tedy měla poskytovat ve všech podstatných aspektech věrný a poctivý obraz o stavu a pohybu majetku a závazků, o rozdílu majetku a závazků, o nákladech, výnosech a hospodářském výsledku a o finanční situaci prověřované účetní jednotky za účetní období 2008 v souladu se zákonem č. 563/91 Sb. o účetnictví v platném znění a příslušnými předpisy.

Při oceňování jsme vycházeli také z neauditovaných rozvah a výkazů zisku a ztráty společnosti k datu 31. prosince 2009 a 28. února 2010, které nám byly předloženy ze strany společnosti, které jsme neověřovali a které pokládáme za správné a úplné.

5. Analýza vnějšího potenciálu společnosti

K tomu, abychom si mohli vytvořit obraz o perspektivách předmětné společnosti, správně zvolit přístup, metodu a parametry oceňování, je třeba také celkově zhodnotit vývojové trendy národního hospodářství a příslušných odvětví v zemích, ve kterých společnost realizuje svou činnost, příp. odbyť.

Tržby společnosti byly realizovány v České republice - především na území libereckého kraje.

Vzhledem k výše uvedenému tedy provedeme makroekonomickou analýzu českého hospodářství (a stručně také referenční hospodářství EU, OECD a USA) – viz kapitola 5.1 posudku. Dále pak provedeme analýzu příslušného odvětví společností se sídlem v Česku – viz kapitola 5.2 posudku.

5.1 Makroekonomická analýza

Česká republika

(Zdroj analýzy: Ministerstvo financí České republiky, www.mfcr.cz)

Česká republika vstupem do Evropské unie (dne 1. května 2004) v podstatě završila proces přechodu od plánovaného, centrálně řízeného hospodářství k tržní ekonomice se standardním institucionálním rámcem.

Dosahovaný **hrubý domácí produkt** od započetí transformace centrálně řízeného hospodářství na tržní ekonomiku od závěru roku 1989 do roku 1992 klesal, a to až na úroveň 85 % vůči roku 1989. Období let 1993 – 1996 je možné charakterizovat jako růstové. Institucionální a systémové nedostatky podnikatelského prostředí se plně projeví v poklesu reálného HDP v letech 1997 a 1998. Období let 1999 až 2002 znamenalo obnovení mírného růstu. Současně se však v průběhu let 2001 a 2002 zhoršovaly výsledky zahraničního obchodu. Během roku 2003 došlo k překonání hospodářského zpomalení a k pozvolnému obnovování dřívější dynamiky výkonu z období devadesátých let. Reálný růst HDP se v roce 2004 zvýšil na 4,5 %. Růst byl tažen zejména investicemi a vývozem zboží – v roce 2004 bylo po 5 letech poprvé dosaženo pozitivního příspěvku zahraničního obchodu k růstu HDP.

V letech 2005 a 2006 se ČR nacházela ve fázi konjunktury – tempo reálného růstu HDP 6,4 % p.a. Hospodářský růst byl tažen zejména hrubou tvorbou kapitálu. Rostl vliv spotřeby domácností a naopak klesal příspěvek salda zahraničního obchodu.

V roce 2007 se česká ekonomika se nacházela v blízkosti vrcholu hospodářského cyklu – s reálným růstem 6,5 % p.a. Začínala narážet na limity vyplývající z nedostatku pracovní síly. Reálný růst HDP byl tažen hlavně výdaji na konečné domácí užití. Dynamický růst vývozu byl provázen rostoucími dovozy, což vedlo ke stagnaci příspěvku salda zahraničního obchodu se zbožím i službami k růstu HDP.

Po počátečním zrychleném růstu **cenové hladiny** (v devadesátých letech) způsobeném přechodem z centrálně plánovaného na tržní hospodářství se míra inflace postupně (od roku 2000) snižovala. Dominantními faktory zpomalení inflace byly klesající ceny potravin a zhodnocení měnového kurzu koruny. V roce 2003 dosáhla u spotřebitelských cen průměrná míra inflace 0,1 % p.a., což byla nejnižší míra inflace od roku 1987. V 1. čtvrtletí 2003 byl navíc dokonce poprvé od počátku transformace zaznamenán meziroční pokles cenové hladiny. Od počátku roku 2004 začala cenová hladina po více než dvou letech relativní stability mírně růst. Ke změně trendu přispěla řada faktorů nákladového charakteru, např. promítnutí dopadu zvýšení nepřímých daní.

V roce 2005 došlo celkově ke zpomalení meziročního cenového růstu – průměrná míra inflace činila 1,9 %. Ke změně trendu přispělo zejména postupné odeznění vlivu dopadu zvýšení nepřímých daní. Ve druhé polovině roku 2005 již však vliv růstu cen ropy převážil vliv zhodnocení měnového kurzu koruny vůči dolaru. V roce 2006 činila průměrná míra inflace 2,5 % p.a. K jejímu nárůstu oproti roku 2005 přispělo hlavně zvýšení regulovaných cen energií a změny věcně usměrňovaných cen.

Po mnohaleté cenové stabilitě se v roce 2007 zrychlil růst cen – průměrně o 2,8 % p.a. Cenový skok v lednu 2008, kdy nárůst cen oproti prosinci 2007 činil 3,0 %, vytvořil nejvyšší meziměsíční cenový růst od ledna 1998. Z tohoto růstu připadlo 2,9 p.b. na vliv změn regulovaných cen, daňových úprav a jiných administrativních opatření.

V roce 2008 došlo ke zpomalení růstu světové ekonomiky. Příčinou byla krize na finančních trzích a její následné přelití do reálné ekonomiky. Již od 2. čtvrtletí roku 2008 byla Eurozóna v recesi a ekonomika v USA ve 3. čtvrtletí zaznamenala mezičtvrtletní pokles HDP. Problémy ve vyspělých ekonomikách se prohloubily a rozšířily i na oblasti méně rozvinutých ekonomik. V listopadu 2008 prudce poklesla hodnota světového obchodu a průmyslová produkce.

Následkem krize na světových finančních trzích, která se přelila do reálné ekonomiky, v roce 2009 poprvé od 2. světové války poklesl globální ekonomický výkon. Prudce poklesl objem světového obchodu, stejně jako průmyslová produkce v mnoha zemích včetně ČR. Inflace klesla k hodnotám blízkým nule. Všechny země, které jsou významnými obchodními partnery ČR (s výjimkou Polska), se nacházely v recesi.

Od jara 2009 dochází ke zlepšování na akciových trzích a i v průmyslové výrobě a exportu, což může značit, že se světová ekonomika zotavuje z recese. Mimořádná podpůrná opatření centrálních bank a vlád napomohla ke stabilizaci finančního systému, avšak rizika zhoršení zůstávají významná. Vyšší tolerance rizika také příznivě ovlivnila hospodářské výsledky finančních institucí. Dalším rizikem pro budoucí vývoj je rychle rostoucí zadlužení některých států.

Ministerstvo financí ve své predikci předpokládá, že už nedojde k dalším výrazným negativním událostem na finančních trzích.

Ekonomická recese v ČR způsobila vznik záporné produkční mezery a s tím spojené nejnižší využití ekonomického potenciálu v post-transformačním období. ČR byla od 4. čtvrtletí roku 2008 v recesi. Ve 2. čtvrtletí roku 2009 došlo mezičtvrtletnímu růstu sezóně očištěného HDP a následně pak zrychlení tohoto růstu ve 3. čtvrtletí roku 2009. Postupné obnovování růstu ekonomik hlavních obchodních partnerů a s ním spojený příspěvek zahraničního obchodu by mělo být hlavním růstovým faktorem.

Pro rok 2010 tak ministerstvo financí předpokládá reálný růstu HDP o 1,3 % a v dalším roce mírné zrychlení na 2,6 %.

Tabulka č. 5.1.1 Základní makroekonomické ukazatele ČR

Základní ukazatele v ČR	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*
Reálný růst HDP	3,60%	4,50%	6,30%	6,80%	6,10%	2,50%	-4,00%
Prům. míra inflace spotř. cen	0,10%	2,80%	1,90%	2,50%	2,80%	6,30%	1,00%
Nominální růst HDP	4,57%	9,22%	6,01%	7,98%	9,71%	4,36%	-1,08%
Nominální růst mezd	6,60%	6,60%	5,30%	6,50%	7,30%	8,30%	3,90%
Reálný růst mezd	6,49%	3,70%	3,34%	3,90%	4,38%	1,88%	2,87%
Prům. míra reg. nezaměstnanosti	8,90%	9,20%	8,97%	8,13%	6,62%	5,44%	7,97%

Zdroj: <http://www.mfcr.cz> (leden 2010), * předběžný údaj

Úrokové sazby začaly po měnové krizi v roce 1997 postupně klesat. Průměrná hodnota 3M PRIBOR činila v roce 2003 již 2,28 % p.a. Dlouhodobý pokles úrokových sazeb pokračoval dále. Cenová stabilita, absence domácích i vnějších inflačních tlaků a nízké úrokové sazby Evropské centrální banky vedly ke snížení základních sazeb ČNB. Ke konci roku 2003 byly základní úrokové sazby ČNB poprvé na velmi nízkých hodnotách: diskontní sazba 1 % p.a., repo sazba 2 % p.a., lombardní sazba 3 % p.a. Průměrná hodnota 3M PRIBOR za rok 2004 činila 2,36 %.

Průměrná hodnota 3M PRIBOR za rok 2005 byla nejnižší v novodobé historii – činila pouze 2,01 %. Inflace v konvergenčním pásmu a razantní posilování kurzu české koruny oproti ostatním světovým měnám vedly ČNB k opětovnému snížení úrokových sazeb – na rekordně nízkou úroveň: Koncem ledna, března a dubna 2005 ČNB neočekávaně snížila základní sazby celkem o 0,75 procentního bodu: diskontní sazba pak činila 0,75 % p.a., repo sazba 1,75 % p.a., lombardní sazba 2,75 % p.a. Tyto sazby se tak poprvé dostaly pod úroveň obdobných sazeb Evropské centrální banky. Silící inflační tlaky a zastavení růstu měnového kurzu české koruny pak ČNB přiměly na konci října 2005, července a září 2006 ke korekci základních úrokových sazeb celkem o 0,75 pb směrem vzhůru. Průměrná hodnota 3M PRIBOR za rok 2006 činila 2,30 %.

Expandující ekonomika, obavy z inflačních tlaků a zvýšení úrokových sazeb Evropskou centrální banku v roce 2007 podpořilo tendence ke zvyšování úrokových sazeb také v České republice – repo sazba tak vzrostla až na 3,5 % p.a.

Velmi výrazný pokles nákladových i poptávkových tlaků výrazně vychýlil rizika protiinflačním směrem. ČNB tak výrazně snižovala klíčové úrokové sazby cílem napomoci k obnovení ekonomické aktivity. Průměrná míra inflace za rok 2009 dosáhla 1 %, což je druhá nejnižší hodnota od roku 1989. Pro rok 2010 se očekává míra inflace 2,0 % při zvýšení cen v průběhu roku o 2,4 %. Od roku 2011 by mělo postupně docházet ke zpomalování tempa růstu spotřebitelských cen zejména v důsledku odeznívajících dopadů administrativních opatření z roku 2010.

Pozvolné ožívání ekonomiky a návrat inflace k 2% inflačnímu cíli na konci roku bude doprovázen postupným nárůstem tržních úrokových sazeb. Úrokové sazby z vkladů a úvěrů reagují obecně na změny mezibankovních sazeb s mírným časovým zpožděním, a proto se očekává jejich růst až od 2. pol. roku 2010.

Tabulka č. 5.1.2 Úrokové sazby ČR

Úrokové sazby v ČR	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*
Lombardní sazba ke konci období	3,00%	3,50%	3,00%	3,50%	4,50%	3,25%	2,00%
Repo sazba 2T ke konci období	2,00%	2,50%	2,00%	2,50%	3,50%	2,25%	1,00%
Diskontní sazba ke konci období	1,00%	1,50%	1,00%	1,50%	2,50%	1,25%	0,25%
Průměrná sazba 3M PRIBOR	2,28%	2,36%	2,01%	2,30%	3,09%	4,04%	2,19%
YTM ref. státních 10Y dluhopisů	4,12%	4,75%	3,51%	3,78%	4,28%	4,55%	4,67%
Prům. úr. sazby nefin. podnikům	4,57%	4,51%	4,27%	4,29%	4,82%	5,59%	4,60%

Zdroje: <http://www.mfcr.cz> (leden 2010), www.cnb.cz, *předběžný údaj

Provedli jsme **predikce základních makroekonomických veličin ČR**, které jsou relevantní pro ocenění: Nominální a reálné růsty HDP do roku 2013, průměrné míry inflace, míry nezaměstnanosti a nominální růst mezd do roku 2012 vychází ze zdrojů Ministerstva financí ČR, v následujícím období jde o odborné odhady znalce.

Globální finanční a ekonomická krize se v makroekonomických předpovědích projevuje nejen permanentním zhoršováním výhledů, ale i jejich zvýšenou nejistotou. S dostupnými znalostmi je velmi obtížné odhadnout rozsah a intenzitu dopadu na českou ekonomiku, která není primárním zdrojem problémů, ale pouze absorbuje šoky z vnějšího okolí. Vzhledem k tomu, že je česká ekonomika velmi exportně zaměřená s přílišnou komoditní specializací na některé strojírenské produkty (zejména automobily a jejich příslušenství), bude záležet na vývoji ve velkých západních ekonomikách a dalších státech.

Z dlouhodobého hlediska předpokládáme postupnou konvergenci průměrného růstu potenciálu české ekonomiky k dlouhodobému růstu světových ekonomických center reprezentovaných zeměmi OECD **2,1 % reálného růstu HDP ročně**, který vychází z průměrné hodnoty reálného růstu zemí OECD za období let 1995 až 2009 (Zdroj: OECD Economic Outlook – November 2009).

Z dlouhodobého hlediska lze očekávat **průměrnou míru inflace** konvergující k dlouhodobé míře inflace spotřebitelských cen ve světových ekonomických centrech reprezentovaných zeměmi OECD **2,3 % ročně**, který vychází z průměrné hodnoty deflátoru HDP zemí OECD za posledních 15 let.

Dále předpokládáme logickou konvergenci růstu mezd k růstu HDP a dlouhodobou přirozenou míru registrované nezaměstnanosti 5 %.

Tabulka č. 5.1.3 Predikce základních makroekonomických ukazatelů ČR

Základní ukazatele v ČR	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p
Reálný růst HDP	1,30%	2,60%	3,80%	4,40%	3,60%	2,80%	2,10%
Prům. míra inflace spotř. cen	1,00%	2,00%	1,80%	2,00%	2,20%	2,20%	2,30%
Nominální růst HDP	1,89%	3,60%	5,37%	7,32%	6,36%	5,06%	4,45%
Reálný růst mezd	0,39%	2,85%	5,21%	4,28%	2,80%	2,10%	2,10%
Prům. míra reg. nezaměstnanosti	10,10%	9,80%	8,60%	7,50%	6,50%	5,00%	5,00%

Zdroj: <http://www.mfcr.cz> (leden 2010), www.cnb.cz a vlastní odhady znalce

Provedli jsme **predikce základních úrokových sazeb v ČR**, průměrné úrokové sazby 3M PRIBOR, výnosy do doby splatnosti státních dluhopisů a úrokové sazby nefinančním podnikům do roku 2012 vychází ze zdrojů Ministerstva financí ČR, jinak jde o odborné odhady znalce.

Znalec očekává po růstu úrokových sazeb ve středním období následnou stabilizaci **sazby 3M PRIBOR** na dlouhodobě udržitelné úrovni 0,2 pb nad dlouhodobě udržitelnou úrovní repo sazby 2T 3,00 % p.a., tj. na úrovni **3,2 % p.a.**

Znalec dále očekává stabilizaci **úrokových sazeb nefinančním podnikům** na dlouhodobě udržitelné úrovni 0,5 pb nad dlouhodobě udržitelnou úrovní výnosnosti do doby splatnosti státních dluhopisů 4,97 % p.a., tj. na úrovni **5,47 % p.a.**

Tabulka č. 5.1.4 Predikce úrokových sazeb ČR

Úrokové sazby v ČR	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p
Lombardní sazba ke konci r.	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,00%	4,00%
Repo sazba 2T ke konci r.	1,00%	2,00%	2,00%	2,50%	3,00%	3,00%	3,00%
Diskontní sazba ke konci r.	0,25%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,00%	2,00%
Prům. sazba 3M PRIBOR	1,70%	2,10%	2,35%	2,60%	2,95%	3,20%	3,20%
YTM ref. stát. 10Y dluhopisů	3,80%	4,00%	4,50%	4,97%	4,97%	4,97%	4,97%
Úr. sazby nefin. podnikům	4,20%	4,50%	5,00%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%

Zdroj: <http://www.mfcr.cz> (leden 2010) a vlastní odhady znalce

Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj (OECD) a Evropská unie (EU)

Tabulka č. 5.1.5 Základní makroekonomické ukazatele OECD a EU

ZÁKLADNÍ UKAZATELE	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Reálný růst HDP OECD	1,90%	3,10%	2,60%	3,10%	2,70%	0,60%	-3,50%
Deflátor HDP OECD	2,36%	2,52%	2,24%	2,33%	2,24%	2,50%	1,30%
Nominální růst HDP OECD	4,30%	5,70%	4,90%	5,50%	5,00%	3,12%	-2,25%
Repo sazba 2T ECB ke konci období	2,00%	2,00%	2,00%	3,50%	4,00%	2,50%	1,00%
Průměrná sazba 3M EURIBOR	2,51%	2,15%	2,15%	2,94%	4,21%	3,79%	2,05%
Kurs CZK/EUR ke konci období	32,4	30,5	29,0	27,5	26,6	26,9	26,5
Průměrný kurs CZK/EUR	31,8	31,9	29,8	28,3	27,8	25,0	26,5
Index růstu kurzu	3,3%	0,2%	-6,6%	-4,8%	-2,0%	-10,1%	6,0%

Zdroje: <http://www.mfcr.cz>, www.euribor.org, www.oecd.org, www.ecb.int, kurzy.fin.cz

Tabulka č. 5.1.6 Predikce základních makroekonomických ukazatelů OECD a EU

ZÁKLADNÍ UKAZATELE	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p
Reálný růst HDP OECD	1,90%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	3,00%	2,10%
Deflátor HDP OECD	0,80%	1,10%	1,80%	2,00%	2,00%	2,20%	2,30%
Nominální růst HDP OECD	2,72%	3,63%	4,85%	5,57%	6,08%	5,28%	4,45%
Repo sazba 2T ECB ke konci období	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,00%	3,00%
Průměrná sazba 3M EURIBOR	0,80%	1,90%	2,30%	2,70%	3,00%	3,20%	3,20%
Kurs CZK/EUR ke konci období	25,8	24,8	23,8	22,5	21,0	21,0	21,0
Průměrný kurs CZK/EUR	26,1	25,3	24,3	23,2	21,8	21,0	21,0
Index růstu kurzu	-1,2%	-3,2%	-4,0%	-4,7%	-6,0%	-3,4%	0,0%

Zdroj: <http://www.mfcr.cz> (leden 2010), www.oecd.org a vlastní odhady znalce

Spojené státy americké (USA)

Tabulka č. 5.1.7 Základní makroekonomické ukazatele USA

ZÁKLADNÍ UKAZATELE	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Reálný růst HDP USA	2,50%	3,60%	3,10%	2,70%	2,10%	0,40%	-2,50%
Prům. míra inflace USA	2,30%	2,70%	3,40%	3,20%	2,90%	3,80%	-0,40%
Deflátor HDP USA	2,15%	2,90%	3,10%	3,31%	2,64%	2,10%	1,30%
Nominální růst HDP USA	4,70%	6,60%	6,30%	6,10%	4,80%	2,51%	-1,23%
YTM ref. státních 10Y T-bonds USA	4,12%	4,75%	3,51%	3,78%	4,28%	4,55%	4,67%
Kurs CZK/USD ke konci období	25,7	22,4	24,6	20,9	18,1	19,3	18,4
Průměrný kurs CZK/USD	28,2	25,7	24,0	22,6	20,3	17,0	19,1
Index růstu kurzu	-13,8%	-9,0%	-6,8%	-5,6%	-10,2%	-16,1%	11,9%

Zdroj: <http://www.mfcr.cz>, www.oecd.cz, www.damodaran.com, kurzy.fin.cz

Tabulka č. 5.1.8 Predikce základních makroekonomických ukazatelů USA

ZÁKLADNÍ UKAZATELE	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p
Reálný růst HDP USA	2,50%	2,80%	3,30%	3,00%	2,60%	3,00%	2,10%
Deflátor HDP USA	1,70%	1,30%	1,60%	1,90%	2,20%	2,20%	2,30%
Nominální růst HDP USA	3,42%	3,83%	5,16%	5,06%	4,65%	5,27%	4,45%
YTM ref. státních 10Y T-bonds USA	4,10%	4,35%	4,70%	4,97%	4,97%	4,97%	4,97%
Kurs CZK/USD ke konci období	17,9	17,3	16,7	16,4	16,0	16,0	16,0
Průměrný kurs CZK/USD	18,1	17,6	17,0	16,6	16,2	16,0	16,0
Index růstu kurzu	-4,9%	-2,9%	-3,4%	-2,6%	-2,1%	-1,2%	0,0%

Zdroj: www.mfcr.cz (leden 2010), www.oecd.org a vlastní odhady znalce

Závěr: Predikce provedené v kapitole 5.1 posudku jsou podpůrně využívány zejména při analýze tržního potenciálu společnosti v kapitole 6.3, sestavování finančního plánu společnosti v sedmé části posudku a při výnosovém oceňování v kapitole 9.2 posudku.

5.2 Analýza odvětví

Výchozím krokem analýzy odvětví by mělo být vymezení relevantních trhů, na kterých společnost působí, případně na kterých by mohla působit. Tyto trhy je třeba vymezit jak věcně, tak zeměpisně.

Relevantním trhem z věcného hlediska je především OKEČ O 90 Odstraňování odpadních vod a odpadů, čištění města sanační a podobné činnosti (příp. podle klasifikace CZ-NACE: E 37 - 39).

Tento oddíl zahrnuje:

- sběr a zpracování domácího a průmyslového odpadu za účelem jeho skládkování nebo zneškodnění, příp. likvidace (ne pro účely dalšího využití v průmyslovém výrobním procesu); výsledkem takového procesu je výstup s nulovou nebo nepatrnou hodnotou.
- tento oddíl zahrnuje také: čištění ulic, odklizení sněhu atd.

OKEČ 90 zahrnuje třídy:

- 90.01 Odvádění a čištění odpadních vod,
- 90.02 Sběr a zpracování ostatních odpadů,
- 90.03 Čištění města, sanační a podobné činnosti.

Relevantními trhy ze zeměpisného hlediska je Česká republika - zejména v Libereckém a Ústeckém kraji ale s přesahem působnosti do sousedních krajů.

Tabulka 5.2.1 Tržby tuzemských společností za vlastní výrobky a služby v odvětví OKEČ 90

Rok	2004	2005	2006	2007	2008
Tržby odvětví v ČR (v mil. Kč)	31 345	30 517	33 744	36 898	37 215
Růst odvětví	na	-2,64 %	10,57 %	9,35 %	0,86 %

Zdroj: www.czso.cz

Identifikované faktory působící na budoucí vývoj odvětví

- oblast nakládání s odpady je *poměrně stabilním odvětvím* jak v dobách konjunktury, tak v dobách recese - perspektivy odvětví jsou tedy příznivé, ve středním i v dlouhém období je možno počítat s růstem na úrovni nominálního HDP,
- *vstup České republiky do Evropské unie* - přístup ke strukturálním dotačním fondům,
- politika státu ohledně podpory recyklace, likvidace, příp. dalšího zpracování odpadů při dodržování ochrany životního prostředí a zdraví člověka,
- legislativní normy v oblasti odpadového hospodářství,

- osvěta veřejnosti a společností v odpadovém hospodářství, a to např. předcházení vzniku odpadů, omezování jejich množství, jejich využívání a odstraňování,
- dosažení potřebné míry efektivnosti z hlediska poměru výnosů a nákladů, umožňující posilování konkurenceschopnosti v rámci hospodářské soutěže.

Oblast odpadového hospodářství, která je v gesci Ministerstva životního prostředí, je úzce spjata se všemi druhy výrobních procesů, zejména pak s průmyslovou výrobou a stavebnictvím, které produkuje v ČR největší objem odpadů.

Plán odpadového hospodářství České republiky (Nařízení vlády č. 197/2003 Sb., o Plánu odpadového hospodářství České republiky) je platný po dobu 10 let ode dne nabytí účinnosti (tj. od 1.července 2003). Mezi strategické cíle POH ČR patří zejména snižování měrné produkce odpadů nezávisle na úrovni ekonomického růstu, maximální využívání odpadů jako náhrady primárních přírodních zdrojů a minimalizace negativních vlivů na zdraví lidí a životní prostředí při nakládání s odpady. V tomto plánu jsou definovány zásady pro nakládání s různými skupinami odpadů a stanovena procenta recyklace, která mají být dosažena do roku 2012.

Tabulka 5.2.2 Produkce odpadů v roce 2008 v ČR (v tis. tun)

	Celkem	v tom:	
		nebezpečné	ostatní
Produkce odpadů celkem	25 869	1 518	24 351
<i>z podniků</i>	22 244	1 505	20 739
- zemědělství a lesnictví	257	7	250
- dolování a těžba	167	29	138
- zpracovatelský průmysl	5 756	676	5 080
- energetika	1 920	28	1 892
- stavebnictví	9 747	142	9 605
- doprava	273	21	252
- odstraňování odp. vod, pevného odpadu a čištění měst	1 446	463	983
<i>z obcí</i>	3 625	13	3 612
- z toho: komunální odpad	3 176	6	3 170

Zdroj: www.czso.cz

Činností ekonomických subjektů (podniků), jenž jsou hlavními původci odpadů v ČR, vzniklo celkem 22,2 mil tun odpadu. Z celkové produkce odpadů se téměř 86 % podílí podnikový odpad. Nejvýznamnější producenty u podniků jsou zejména podniky z odvětví stavebnictví a zpracovatelského průmyslu. Ve sledovaném období se produkce odpadů ze každoročně kvantitativně zvyšuje. Naproti tomu od roku 2005 dochází u produkce odpadů z průmyslové výroby ke snižování.

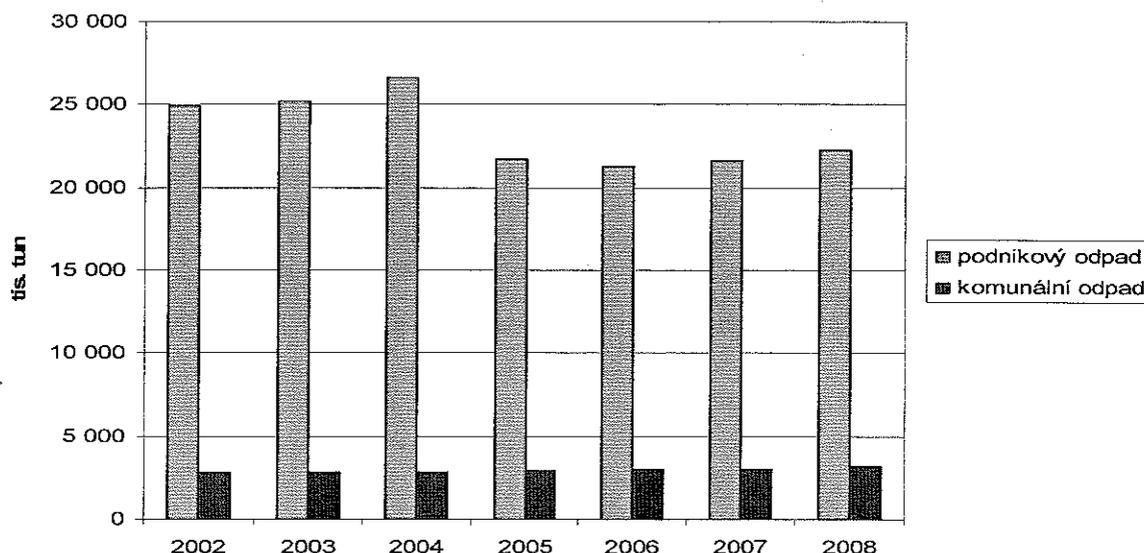
Dlouhodobě se ukazuje, že rozhodující podíl produkce odpadů v ČR vzniká jen u malé skupiny podniků. V roce 2008 bylo zjištěno, že 75,7 % z celkové produkce v ČR připadá na 310 podniků. Jedná se o podniky s objemem produkce nad 10 000 tun za rok.

Obce vykazují kromě komunálního odpadu i další odpad vzniklý na jejich území, zejména stavební odpady, odpady z čištění odpadních vod a další odpady zařazené mimo komunální odpad. Z dlouhodobého hlediska se výše komunálního odpadu pohybuje okolo 3 mil. tun ročně a vykazuje vzrůstající trend. Příznivé změny nastávají ve způsobech sběru komunálního odpadu.

Množství odpadů, se kterými je ve sledovaném období nakládáno, bývá zpravidla vyšší než produkce odpadů. A to především o odpady dovezené ze zahraničí a o odpady odebrané ze skladu.

Celkem bylo v loňském roce (2008) nakládáno s 28,2 mil. tun odpadu. Z tohoto množství bylo 7,9 mil. tun využito, 5,9 mil. tun odstraněno a se 14,4 mil. tun odpadu bylo nakládáno ostatními způsoby nakládání. Z celkového množství využitých odpadů bylo 66,3 % recyklováno. Odstranění odpadů bylo z 81,6 % zajištěno skládkováním. Využití odpadů na terénní úpravy zahrnuje největší objem odpadů (39,3 %), se kterými bylo nakládáno v rámci skupiny ostatních způsobů nakládání. Množství odpadu spalovaného (s využitím i bez využití energie) oproti roku 2007 kleslo z 708 tis. tun na 625 tis. tun v roce 2008 (snížení o 11,7 %).

Graf č. 5.2.1 Vývoj produkce odpadů v ČR v letech 2002 až 2008



Z grafu je patrné celkové snižování produkce odpadů z podniků. Produkce komunálního odpadu se během sledovaného období zvyšovala, a to z 2 845 tis. tun v roce 2002 na 3 170 tis. tun v roce 2008.

Tabulka č. 5.2.3 Způsoby nakládání s nebezpečnými odpady (v tis. tun)

	2004	2005	2006	2007	2008
Nakládání celkem	1 659	1 670	1 462	1 783	2 048
z toho:					
odstranění fyzikálně-chemickými postupy	336	387	321	429	390
odstranění biologickými postupy	186	271	125	176	168
spalování	60	76	105	112	123
skládování a ostatní ukládání	152	72	65	76	77
ostatní způsoby odstranění	39	46	70	61	65
využití odpadů	383	386	311	375	308
skladování	283	182	117	264	221
vývoj	9	9	13	2	7

Zdroj: www.czso.cz

Z výše uvedené tabulky je patrné, že nejvyšší podíl, co se týká odstranění nebezpečného odpadu, je použití fyzikálně chemických postupů a také dalším využitím odpadů, případně jeho skladování.

Rizika spojená s výše uvedenými faktory jsou zohledněna také v kapitole 9.2 při odhadu diskontní míry.

Závěr: Podle našeho názoru je tedy odvětví **Odstraňování odpadních vod a odpadů, čištění města sanační a podobné činnosti** ve střednědobém pohledu **stabilně rostoucí** s dlouhodobým potenciálem na úrovni odhadovaného růstu hrubého domácího produktu.

6. Analýza vnitřního potenciálu společnosti

6.1 Analýza postavení na trhu

Společnost GESTA a.s. Rynoltice je v oblasti své působnosti významným poskytovatelem služeb na daném trhu. Společnost provozuje dvě vlastní skládky odpadů kategorie ostatní odpad, stabilizační linku na úpravu nebezpečných odpadů, úpravnu odpadů pro stabilizaci, biodegradaci a dekontaminaci odpadů a další menší zařízení pro nakládání s odpady. K obhospodařování zakázek je společnost vybavena vlastní přepravní a manipulační technikou a kontejnery.

Hlavním produktem společnosti jsou služby především pro průmyslové podniky v oblasti odpadového hospodářství (více než 80 % tržeb společnosti), kde poskytuje komplexní služby v oblasti nakládání s odpady, a to převzetí, přeprava a odstranění odpadu. Soustřeďuje se především do oblasti nebezpečných odpadů, které produkují průmyslové podniky.

V menší míře poskytuje společnost služby subjektům ve státní správě a samosprávě a případně dalším společnostem.

Mezi vedlejší činnosti společnosti patří:

- sanační práce,
- čištění jímek,
- poradenství v oblasti životního prostředí,
- přeprava a zemní práce,
- strojírenská výroba.

Společnost nemá žádného výhradního či hlavního odběratele. Celkový počet zákazníků v roce 2009 přesáhl 400. Podíl žádného ze zákazníků nepřesahuje 10 % z celkových tržeb.

Společnost má zaveden certifikovaný systém podle norem řady ČSN EN ISO 9001 a 14001. Aktuální certifikace 12/2009-2012 – Eurocert s.r.o.

Vývoj jednotlivých tržeb společnosti v rozdělení podle činností a jejich významnost v období let 2006 až 2009 lze sledovat v následující tabulce:

Tabulka č. 6.1.1 Vývoj tržeb společnosti (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Celkové tržby	65 144	86 897	78 907	
<i>nominální růst</i>	<i>na</i>	<i>33,39%</i>	<i>9,17%</i>	<i>-26,26%</i>
- nakládání s odpady	56 903	71 533	64 984	na
<i>nominální růst</i>	<i>x</i>	<i>25,71%</i>	<i>-9,16%</i>	<i>x</i>
<i>podíl</i>	<i>87,35%</i>	<i>82,32%</i>	<i>82,36%</i>	<i>x</i>
- doprava	1 432	3 012	6 057	na

<i>nominální růst</i>		110,34%	101,10%	x
<i>podíl</i>	2,20%	3,47%	7,68%	x
- strojírenská výroba	6 809	12 352	7 866	na
<i>nominální růst</i>		81,41%	-36,32%	x
<i>podíl</i>	10,45%	14,21%	9,97%	x

Hlavním zdrojem výnosů společnosti jsou tržby z činnosti nakládání s odpady. Tyto tržby se každoročně podílejí více než 80 % na celkových tržbách. V roce 2007 došlo k výraznému nárůstu v těchto tržbách, zejména z důvodu že byly společností realizovány některé mimořádné sanační zakázky, které se v následujících letech již v takové míře neopakovaly. Dalším zdrojem výnosů jsou tržby z oblasti dopravy a strojírenské výroby.

SWOT analýza

Tabulky č. 6.1.3 SWOT analýza

Silné stránky (S = strengths)

dlouhé působení na relevantních trzích,
dobré jméno na trzích, na kterých působí,
vlastní zařízení k odstraňování, úpravě nebo využití odpadů,
velmi nízká zadluženost,
kvalitní proškolený personál,
udržování certifikátů dle norem ISO,
poskytování poradenských a dalších doplňkových služeb,
diverzifikace zákazníků

Slabé stránky (W = weaknesses)

snižování provozního výsledku hospodaření v posledních dvou letech,
meziroční snižování celkové výše tržeb za vlastní výrobky a služby,
dosahování nižší rentability,
vysoké procento pohledávek z obchodních vztahů po splatnosti více než 1 rok,
absence strategického partnera

Příležitosti (O = opportunities)

rozšíření možností odbytu a portfolia zákazníků,
další rozšiřování kapacit,
obnova a rozšiřování vozového parku,
zvyšování přidané hodnoty na pracovníka,
investice do výzkumu a vývoje nových metod v nakládání s odpady,
investice do modernějších technologií

Ohrožení (T = threats)

globální ekonomická krize, a s tím spojená recese v průmyslu (snížení výroby a tím

snížení produkce odpadů),
zvláště stávající přímá a substituční konkurence,
zpřísnování ekologických norem v oblasti nakládání s odpady,
náklady na plnění technických a bezpečnostních norem,
zvyšování nákladů (energie, pracovní síla)

Závěr: Zjištění z této kapitoly jsou použita při hodnocení tržního potenciálu společnosti (viz kapitola 6.3) a při sestavování finančního plánu (viz kapitola 7).

6.2 Finanční analýza

Finanční analýza poskytuje informace o finančním zdraví společnosti, tj. v jakém stavu se nacházela v historii, k datu ocenění a jaký vývoj lze očekávat do budoucna. V kontextu s dalšími informacemi pak finanční analýza slouží jako jedno z východisek pro volbu metody ocenění (kapitola 9.1 posudku), posouzení rizika činnosti společnosti, např. při odhadu koeficientu beta (kapitola 9.2 posudku) a k tvorbě či posouzení reálnosti finančního plánu (sedmá část posudku).

V této části posudku bude provedena historická finanční analýza společnosti za období let 2005 až 2009, případně do února 2010. Poměrové ukazatele finanční analýzy lze podrobně sledovat v tabulkách v **příloze č. 4** posudku. (Absolutní výše jednotlivých položek účetních výkazů jsou obsahem **přílohy č. 3** posudku.)

Analýza účetních výkazů

Výkazy zisku a ztráty

Tabulka č. 6.2.1 Analýza výkazů zisku a ztráty

Období	2005	2006	2007	2008	2009	1-2/2010
Výnosy z výkonů (meziroční růst)	na	23,90%	24,33%	-8,23%	-9,93%	-89,49%
Přidaná hodnota (odtud vždy podíl na výnosech)	43,19%	47,89%	39,90%	37,56%	43,70%	49,80%
Prov. výsledek hospodaření + odpisy (EBITDA)	13,39%	13,04%	10,74%	10,47%	11,88%	14,98%
Prov. výsledek hospodaření (Provozní EBIT)	5,23%	6,10%	4,02%	1,64%	2,67%	-3,95%
Finanční výsledek hospodaření	-1,38%	-13,59%	-1,10%	-0,93%	-0,97%	-2,02%
Výsledek hospodaření za účetní období (E)	2,57%	-8,74%	3,15%	-1,60%	1,71%	-5,96%
Výsledek hospodaření před zdaněním (EBT)	3,85%	-7,49%	2,91%	0,71%	1,71%	-5,96%

Výnosy společnosti z výkonů v posledních dvou letech zaznamenaly meziroční pokles. Přidaná hodnota v globálu ve sledovaném období zůstává poměrně stabilní na úrovni v průměru cca 43 %. Ve všech letech přidaná hodnota převyšuje osobní náklady. Provozní výsledek hospodaření společnosti ve sledovaném období je kladný (vyjma prvních dvou měsíců roku 2010), dochází k jeho snižování, avšak v roce 2009 zaznamenal meziroční růst.

Finanční výsledek hospodaření ve sledovaném období zůstává záporný.

Rozvahy

Tabulka č. 6.2.2 Analýza rozvahy

Konec období	2005	2006	2007	2008	2009	1-2/2010
Růst bilanční sumy	na	18,45%	12,41%	-4,90%	-12,38%	-5,58%
Podíl oběžných aktiv na bilanční sumě	28,27%	36,11%	31,47%	40,95%	37,86%	36,11%
Růst oběžných aktiv	na	57,42%	-2,41%	25,15%	-18,33%	-9,87%
Podíl dlouhodobých aktiv na bilanční sumě	71,73%	63,89%	68,53%	59,05%	62,14%	63,89%
Růst dlouhodobých aktiv	na	5,50%	20,58%	-18,06%	-7,79%	-2,94%

V posledních dvou letech si společnost udržovala poměrně stabilní podíly dlouhodobých (cca 61 %) a oběžných aktiv (cca 39 %) na celkové bilanční sumě. Bilanční suma se ve sledovaném období do roku 2007 zvyšovala a poslední dva roky klesá. Na tomto vývoji se podílel pokles dlouhodobých aktiv na bilanční sumě a v roce 2009 i pokles oběžných aktiv. Tento trend pokračoval i na začátku roku 2010.

Na straně pasiv se do výše vlastního kapitálu promítají dosahované hospodářské výsledky společnosti z minulých let. Společnost v lednu 2010 kompletně uhradila veškeré krátkodobé bankovní úvěry.

Analýza poměrových ukazatelů

Ukazatele rentability

Ukazatele účetní rentability jsou závislé na dosahovaných hospodářských výsledcích. Společnost v roce 2006 a 2008 zaznamenala záporný výsledek hospodaření za účetní období, avšak v roce 2009 je tento hospodářský výsledek kladný. Ve sledovaném období ukazatele účetní rentability kolísaly. V roce 2009 dochází k mírnému meziročnímu zlepšení.

Ukazatele likvidity

Společnost dosahovala v historii poměrně vysokých hodnot u všech sledovaných ukazatelů likvidity. Na základě vývoje okamžité peněžní likvidity společnosti v historii znalec identifikoval část finančních prostředků jako provozně nepotřebné.

Ukazatele aktivity

Námi sledovaná obrátkovost zásob, pohledávek a závazků ke konci jednotlivých let je závislá především na výši zásob, pohledávek a závazků ke konci jednotlivých let.

Námi spočítané ukazatele obratu zásob, pohledávek a závazků jsou tak poněkud zkresleny skutečností, že nevycházíme z jejich průměrného stavu v celém roce (nýbrž jen ze stavu ke konci roku). Navíc obrat materiálu, nedokončené výroby, výrobků a závazků vychází z agregovaných nákladů (nikoli tedy z nákladů vážících se přímo ke konkrétní složce). Z výše uvedených důvodů hodnotíme zejména relativní trendy a nikoli absolutní ukazatele aktivity.

Společnost drží pouze zásoby materiálu. Obrat zásob (versus tržby) ve sledovaném období kolísal a v globálu se obrat zásob snížil. Obrat materiálu poklesla na 17,4 obrátů za rok v roce 2009.

Obchodní deficit v období 2005 až 2009 kolísal. Doba inkasa pohledávek od roku 2008 je vyšší oproti době úhrady závazků, což je negativní vývoj. V roce 2009 byl tento ukazatel na úrovni 87,3 dní. Doba úhrady závazků v roce 2009 činila 60,1 dní.

Ukazatele struktury kapitálu

Společnost ve sledovaném období využívala krátkodobé bankovní úvěry, avšak v lednu 2010 je zcela splatila.

Účetní zadluženost společnosti se pohybovala ve sledovaném období v průměru okolo 33 %. Od roku 2007 klesá a v roce 2009 byla účetní zadluženost společnosti na úrovni 26 %.

Ukazatele úrokového zatížení a úrokového krytí jsou výrazně závislé na dosahovaných hospodářských výsledcích společnosti za účetní období. Společnost ve sledovaném období platila nákladové úroky. Ukazatel úrokového krytí se v roce 2009 zlepšil díky výraznému poklesu stavu bankovních úvěrů.

Ukazatele kapitálového trhu

Společnost neemitovala akcie, které by byly kótovány a obchodovány na regulovaných trzích.

Komplexní test finančního zdraví

Altmanova analýza

Pro souhrnné zhodnocení finanční situace společnosti jsme použili Altmanovu analýzu – Z faktor. Altmanova analýza představuje jednu z možností, jak vyhodnotit souhrnně finanční zdraví společnosti prostřednictvím jednoho čísla. Altmanův Zfaktor v sobě zahrnuje všechny podstatné složky finanční analýzy, tj. rentabilitu, likviditu, zadluženost a strukturu kapitálu. Váha pro jednotlivé ukazatele i výběr ukazatelů se opírá o zobecnění výsledků velmi rozsáhlého empirického průzkumu

v USA. Komplexní výsledek lze zařadit do tří skupin na škále „OK“ (Z faktor nad 2,9) – „šedá zóna“ (Z faktor od 1,2 do 2,9) – „bankrot“ (Z faktor pod 1,2).

Společnost se v celém sledovaném období nacházela podle této metody na úrovni „šedá zóna“. V roce 2009 byla společnost hodnocena podle této metody Z faktorem ve výši 2,24, což se přibližuje k hranici pro výborné finanční zdraví. Na tomto výsledku se pozitivně podílely ukazatele vlastní kapitál/cizí kapitál a tržby/aktiva.

Je třeba si ovšem uvědomit skutečnost, že Altmanova analýza vychází ze statických účetních hodnot, které vycházejí z principu historických cen, nezohledňuje tudíž přímo budoucí perspektivy společnosti.

Tabulka 6.2.3 Altmanův Z faktor

Finanční analýza - Altmanův model	2005	2006	2007	2008	2009
EBIT / aktiva	0,03	-0,06	0,03	0,01	0,02
tržby / aktiva	0,80	0,84	0,92	0,89	0,92
vlastní kapitál / cizí kapitál	2,56	1,79	1,50	1,74	2,85
kumulované výsledky hospodaření / aktiva	-0,06	-0,13	-0,08	-0,10	-0,10
pracovní kapitál / aktiva	0,05	0,14	0,05	0,16	0,17
Z faktor	1,97	1,42	1,62	1,72	2,24
Hodnocení	šedá zóna				

Závěr: Finanční analýza odhalila skutečnost, že se společnost nachází v dobré finanční situaci.

Jednotlivé závěry finanční analýzy se projevují dále při hodnocení tržního potenciálu společnosti (kapitola 6.3), při tvorbě finančního plánu (sedmá část) a při vlastním ocenění čistého obchodního majetku společnosti v deváté části posudku (např. ve volbě metod či odhadu koeficientu beta).

Poměrové ukazatele finanční analýzy lze podrobně sledovat v tabulkách v příloze č. 4 posudku. (Absolutní výše jednotlivých položek účetních výkazů jsou obsahem přílohy č. 3 posudku.)

6.3 Tržní potenciál

Dlouhodobý tržní potenciál

Hlavním cílem společnosti Gesta a.s. Rynoltice je poskytovat služby v oblasti odpadového hospodářství především průmyslovým podnikům, zejména svoji činnost zaměřuje do oblasti nebezpečných odpadů.

Strategickým cílem společnosti by mělo tedy být vytvoření silného podnikatelského subjektu, který se bude koncentrovat na potřeby konečného zákazníka a hledat cesty

k jejich profitabilnímu uspokojení a který bude ve svých podnikatelských aktivitách schopen konkurovat společností na všech relevantních trzích.

Z *makroekonomické analýzy* (kapitola 5.1 posudku) vplynuly odhady dlouhodobě udržitelných veličin ve světových ekonomických centrech:

Tabulka 6.3.1 Trvale udržitelný nominální růst HDP

Reálný růst HDP	2,1 %
Míra inflace spotřebitelských cen	2,3 %
Nominální růst HDP	4,45 %

Dle *analýzy odvětví* (kapitola 5.2 posudku) je možno v dlouhém období počítat s růstem odvětví na úrovni nominálního růstu hrubého domácího produktu. Dlouhodobý potenciál odvětví odhadujeme na 4,45 % p.a., tj. na úrovni dlouhodobého makroekonomického potenciálu.

Dle *analýzy postavení společnosti na trhu* (kapitola 6.1 posudku), i přes v podledních dvou letech ne příliš příznivý vývoj, by si měla společnost vzhledem ke své historii, strategii, velikosti a jménu dlouhodobě minimálně udržet dosažené postavení na relevantních trzích. **Odhadujeme proto dlouhodobě udržitelný tržní potenciál společnosti g (pro období po roce 2016) na 4,45 % nominálního růstu ročně, tj. na úrovni dlouhodobého potenciálu odvětví.**

Střednědobý tržní potenciál

Společnost by měla splnit následující střednědobé cíle:

- zachování činnosti a rozvoj společnosti v oblasti s nakládání s odpady,
- rozšíření spektra stávajících odběratelů a oblasti působnosti společnosti,
- posilovat dosažené postavení společnosti na relevantních trzích,
- pokračování v rozvoji technologií pro nakládání s odpady,
- zahájení ukládání odpadů do nově vybudovaných sektorů skládky v Osečné a pokračování v její rekultivaci,
- dodržovat výrobní postupy s ohledem na jejich dopad na životní prostředí a v souladu s příslušnými normami ISO,
- zvyšovat efektivitu udržováním přidané hodnoty na výnosech, a tím dosáhnout i vyšší rentability,
- provádět průběžné investice do nových technologií a modernizace služeb postupně od roku 2014 nad úroveň odpisů tak, aby si společnost udržela konkurenceschopnost a dosáhla dlouhodobého tržního potenciálu,
- investice do obnovy stávajících a nových technologií v delším horizontu v průměru kolem 7 mil. Kč ročně,
- zvýšení produktivity práce při plynulém nárůstu pracovníků přiměřeně s ohledem na růst tržeb,

- plynulý nárůst průměrného výdělku pracovníka (na úrovni předpokládané inflace spotřebitelských cen v ČR),
- výše uvedeným především zajistit růst tržeb a hospodářských výsledků.

Délku období predikce I. fáze (8 let do období 2017) jsme zvolili tak, aby zahrnovala nejdůležitější období pro konvergenci hospodářských ukazatelů k hodnotám realizovaným ve vyspělých ekonomických centrech do doby přijetí eura v České republice a jejich následnou stabilizaci a zároveň nebyla příliš dlouhá, aby plánované položky nebyly ryze spekulativní.

Z *makroekonomické analýzy* vyplynuly predikce makroekonomických potenciálů (nominálních růstů hrubého domácího produktu) v teritoriích odbytu společnosti (viz makroekonomická analýza v kapitole 5.1 posudku).

Vývoj společnosti však bude také ovlivněn situací na relevantních trzích v odvětví, ve kterém podniká (viz analýza odvětví v kapitole 5.2 posudku). Z *analýzy odvětví* vyplynula predikce potenciálu odvětví (nominálních růstů tržeb tuzemských společností) na relevantních trzích na úrovni nominálního růstu hrubého domácího produktu (viz analýza odvětví v kapitole 5.2 posudku).

Vývoj tržeb společnosti v nejbližších letech bude ovlivněn především *konkrétní situací a postavením samotné společnosti na relevantních trzích* (viz analýza postavení společnosti na trhu v kapitole 6.1 či finanční analýza v kapitole 6.2).

Při odhadu tržeb společnosti z vlastních výrobků a služeb za roky 2010 až 2017 znalec vycházel z historických dat a odhadovaných budoucích trendů (viz kapitoly 5.2 a 6.1). Předpokládáme postupné přibližování růstu tržeb v jednotlivých letech k úrovni střednědobého potenciálu odvětví, který by měl tendovat k dlouhodobému potenciálu 4,45 % ročně.

Společnost nemá žádné tržby za zboží.

Tabulka 6.3.2 Střednědobý tržní potenciál

	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p
Celkové tržby z vlastních výrobků a služeb	74 067	78 430	82 825	87 226	91 610	95 949	100 217	104 675
<i>nom. růst tržeb</i>	6,18%	5,89%	5,60%	5,31%	5,03%	4,74%	4,45%	4,45%

Závěr: Analýza tržního potenciálu společnosti je převodovým můstkem mezi dříve provedenými dílčími analýzami (části 4, 5 a 6 posudku) a následným sestavením finančního plánu a oceněním společnosti (části 7, 8 a 9 posudku). **Hlavním výstupem je zde odhad tempa nominálního růstu tržeb společnosti ve středním období (tabulka 6.3.2) a v dlouhém období (4,45 % p.a.).**

7. Finanční plán

Znalec sestavil na základě dříve provedených analýz realistický finanční plán společnosti na období od období 3/2010 až do 2017 ve struktuře plánovaných výkazů zisku a ztráty a rozvah. Finanční plán vycházel zejména ze stavu, ve kterém se nacházela společnost k datu 31. prosince 2009, resp. 28. února 2010 a z projekcí provedených na základě předchozích analýz vnějšího potenciálu společnosti (pátá část posudku) a vnitřního potenciálu společnosti (šestá část posudku).

V posledním roce střednědobé predikce (2017) rostou již všechny relevantní položky finančního plánu na základě odhadnutého dlouhodobě udržitelného vývoje (dlouhodobého tržního potenciálu), protože výsledek hospodaření z tohoto roku slouží při výnosovém oceňování jako základ pro určení peněžních toků v období po roce 2017 (tedy v tzv. druhé fázi života společnosti).

Podrobný položkový finanční plán ve struktuře rozvah a výkazů zisku a ztráty použitý znalcem pro ocenění je možno sledovat v **příloze č. 3** posudku. (Ukazatele historické finanční analýzy i finanční analýzy finančního plánu lze sledovat v **příloze č. 4** posudku.)

7.1 Výkazy zisku a ztráty

Tržby za prodej zboží – společnost nemá.

Tržby za prodej výrobků a služeb – ve všech letech finančního plánu rostou tempem na úrovni tržního potenciálu společnosti (z kapitoly 6.3).

Změna stavu vlastních zásob – neplánujeme (na základě let 2008 a 2009).

Ostatní provozní výnosy – činí 2,56 % z výnosů ze zboží a výkonů (na základě průměru v období 2005 až 2009).

Výnosové úroky – odhadnuty z plánované výše provozně nutných finančních prostředků na bankovním účtu a plánované průměrné úrokové sazby na běžném účtu 0,50 % p.a. Provozně nepotřebný majetek je v rámci metody DCF entity oceněn zvlášť, a proto z něj pro účely provozního ocenění a sestavení finančního plánu modelově nepočítáme úroky.

Ostatní finanční výnosy – neplánujeme (na základě roku 2009 a 1-2/2010).

Náklady na prodej zboží – neplánujeme.

Náklady na materiál a energie – činí 18,81 % z výnosů z výkonů (na základě průměru dosaženého za rok 2008 a 2009).

Náklady na služby – plánujeme tak, aby **podíl účetní přidané hodnoty od roku 2012 se stabilizoval na úrovni 42,44 % na výnosech ze zboží a výkonů** (dlouhodobý průměr dosažený za období 2005 až 2009).

Mzdové náklady – plánovány na základě plánovaného vývoje počtu zaměstnanců (stabilizace počtu zaměstnanců na 60 od roku 2013) a plánovaného vývoje průměrné mzdy (na úrovni předpokládané inflace spotřebitelských cen v ČR).

Odměny členům orgánů společnosti a družstva – činí 1,05 % (na úrovni průměru za rok 2008 a 2009).

Náklady na sociální a zdravotní pojištění – činí 34 % ze mzdových nákladů (na základě platných sazeb sociálního a zdravotního pojištění).

Ostatní sociální náklady – plánovány na úrovni 0,39 % z výnosů z výkonů (na základě průměru za rok 2008 a 2009).

Náklady na daně a poplatky – činí 7,88 % z výnosů z výkonů (na základě průměru za rok 2008 a 2009).

Odpisy – odhadnuty dle modelové odpisové sazby a plánované výše odepisovaných aktiv dle trendu historického vývoje tohoto procenta na 17,25 % z průměrné netto hodnoty odepisovaných aktiv v daném období (na základě průměru za rok 2009).

Ostatní provozní náklady – činí 0,95 % z výnosů z výkonů (na základě průměru v období 2005 až 2009).

Podíl provozního hospodářského výsledku na celkových výnosech ze zboží a výkonů tak postupně vzroste z cca 2,67 % (v roce 2009) na cca 6,60 % (v roce 2017).

Ostatní finanční náklady – činí 0,91 % z výnosů ze zboží a výkonů (na základě průměru za rok 2008 a 2009).

Náklady na skutečně placenou daň z příjmů – modelově plánovány na základě součinu výsledku hospodaření před zdaněním (položka determinovaná ostatními výnosy a náklady) a plánované sazby daně z příjmů právnických osob (postupný pokles na 19 % od roku 2010 podle současného plánu Ministerstva financí ČR).

7.2 Rozvahy

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek (bez oceňovacího rozdílu k nabytému majetku) – Vzhledem k potřebě investiční aktivity společnosti (plán modernizace technologií) znalec počítal ve finančním plánu s hrubými investicemi v průměru cca 7 mil. Kč ročně v první fázi a od roku 2017 na úrovni 7,5 mil. Kč ročně. Znalec konkrétně počítá se stabilním růstem netto hodnoty dlouhodobého provozně nutného odepisovaného majetku od konce první fáze na úrovni 25 % tržního potenciálu společnosti (pro stabilizaci majetkové substance společnosti). Výše uvedeným postupem se:

- zachová nezbytná majetková substance společnosti (netto hodnota dlouhodobého provozně nutného majetku v dlouhém období stabilně poroste),
- zachová produkční schopnost a konkurenceschopnost společnosti,

- zachová přiměřená výše míry netto investic (která se dostane v posledním roce finančního plánu na přiměřenou úroveň cca 17,50 %),
- investice do dlouhodobého majetku budou činit cca 7,5 mil. Kč ročně na konci první fáze (což by mělo odpovídat realistickým možnostem a dosahovaným výnosům společnosti) – viz **příloha č. 5** posudku.

Dlouhodobý finanční majetek – oceněn v rámci neprovozního majetku.

Materiál – počítáno s obrátkovostí na úrovni 22,1 obrátů za rok (na základě průměru z let 2008 a 2009).

Dlouhodobé pohledávky z obchodních vztahů – plánujeme v nominální hodnotě vykázané k 31. prosinci 2009, resp. 28. únoru 2010.

Krátkodobé pohledávky (tj. Pohledávky z obchodních vztahů, Stát-daňové pohledávky, Krátkodobé poskytnuté zálohy, Dohadné účty aktivní, Jiné pohledávky) – ve finančním plánu počítáme s dobou inkasa pohledávek na úrovni 95,4 dní (na základě průměru za poslední dva roky).

Bankovní účty – přiměřenou provozně nutnou peněžní likviditu jsme odhadli na 0,5 (viz kapitola 6.2).

Krátkodobý finanční majetek – determinovaná položka, vyplývá z rozdílu aktiv a pasiv, jde v zásadě o kumulaci nepotřebného majetku (příp. závazků), tj. volných peněžních toků pro akcionáře (které nejsou modelově vypláceny na podílech na zisku).

Ostatní aktiva – modelově plánujeme v paušální výši 654 tis. Kč (na základě průměru za poslední dva roky) a od roku 2015 pak počítáme s růstem na úrovni tržního potenciálu společnosti.

Základní kapitál a kapitálové fondy – modelově nepředpokládáme změnu oproti stavu k datu 31. prosinci 2009, resp. 28. únoru 2010.

Fondy ze zisku – vzhledem k nedosažení minimální výše zákonného rezervního fondu plánujeme přiděly do zákonného rezervního fondu od období 2011 ve výši 5 % z čistého zisku předchozího období, až po dosažení u ostatních fondů modelově nepředpokládáme změnu.

Výsledek hospodaření za běžné účetní období – determinovaná položka, vyplývá z výkazu zisku a ztráty (tj. rozdíl výnosů a nákladů).

Výsledek hospodaření minulých let – prognózován ve výši součtu HV minulých let a HV běžného období z předchozího roku po odpočtu přidělu do zákonného rezervního fondu. Rozdělování na podílech na zisku modelově nepředpokládáme.

Rezervy – plánujeme ve stejné nominální výši jako k 31. prosinci 2009, resp. 28. února 2010.

Odložený daňový závazek - má charakter dočasné účetní vyrovnávací položky, proto jsme ho snížili k nule.

Krátkodobé závazky (tj. Závazky z obchodních vztahů, Závazky k zaměstnancům, Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění, Stát – daňové závazky a dotace, Krátkodobé přijaté zálohy, Dohadné účty pasivní a Jiné závazky) – počítáme s

dobou úhrady závazků na úrovni 76,9 dnů (na základě průměru za poslední dva roky).

Cizí kapitál (bankovní úvěry a výpůjčky) pro provoz – v minulosti společnost využívala ke svému financování krátkodobé bankovní úvěry, na začátku roku 2010 úvěry zcela splaceny, vzhledem k využití efektu finanční páky přibližujeme reálnou (tržní) zadluženost společnosti k průměrné úrovni v odvětví ve Spojených státech amerických (jako na vysoce rozvinutém relevantním trhu), tj. na 25,3 % (www.damodaran.com).

Závěr: Podrobný položkový finanční plán ve struktuře rozvah a výkazů zisku a ztráty použitý znalcem pro ocenění je možno sledovat v příloze č. 3 posudku. (Ukazatele historické finanční analýzy i finanční analýzy finančního plánu lze sledovat v příloze č. 4 posudku.)

8. Metodologie ocenění

Vzhledem k tomu, že podnik nemá žádnou objektivně danou hodnotu, neexistuje ani jediné správné a přesné ocenění, které by bylo použitelné pro všechny účely. Z poměrně širokého okruhu přístupů a metod určených k ocenění podniku je třeba volit především na základě účelu ocenění, charakteru předmětu ocenění, ale také rozsahu dat (důležitých pro ocenění), která má znalec k dispozici. Je třeba brát také zvláště v úvahu, jedná-li se o ocenění podniku jako celku, majoritního podílu, minoritního podílu, podílu obchodovaného na organizovaném (např. akcií kótovaných na oficiálním) trhu, přichází-li v úvahu efekt synergie apod.

Základní přístupy určené pro ocenění podniku lze strukturovat takto:

1. Metody založené na analýze majetku a závazků

- a) účetní hodnota,
- b) likvidační hodnota,
- c) substanční hodnota.

2. Metody založené na analýze trhu a srovnání

- a) tržní kapitalizace,
- b) srovnání s podobnými podniky, jejichž hodnota je známa,
- c) srovnání s transakcemi s podobnými podniky, jejichž cena je známa.

3. Metody založené na analýze budoucích výnosů

- a) metody diskontovaných peněžních toků,
- b) metody kapitalizovaných čistých výnosů,
- c) kombinované výnosové metody.

8.1 Majetkové metody

Při tomto přístupu je určitým způsobem oceněna každá majetková i závazková složka. K ocenění majetkových položek používáme v zásadě buď reprodukční ceny (snížené o opotřebení), účetní ceny nebo likvidační ceny.

Účetní hodnota

Vycházíme zde z účetní bilance společnosti. Hodnota čistého obchodního majetku je potom rovna výši vlastního kapitálu v rozvaze, tj. rozdílu mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetními hodnotami cizích zdrojů a ostatních pasiv.

Likvidační hodnota

Likvidační hodnota je peněžní částka, kterou lze získat prodejem jednotlivých majetkových složek při současném splacení jednotlivých závazkových složek podniku v omezeném časovém intervalu, zpravidla do jednoho roku. Podnik je zde nahlížen pouze jako určitý soubor jednotlivých položek majetku a závazků. Tato hodnota tvoří *dolní hranici* hodnoty podniku.

Substanční hodnota

Oceňujeme jednotlivě položky majetku a závazků za předpokladu trvání účetní jednotky. Odhadujeme tržní hodnoty jednotlivých složek majetku a závazků, ve většině případů s přihlédnutím nákladovým (časovým) cenám jednotlivých položek majetku. Úplná substanční hodnota tvoří *horní hranici* hodnoty podniku. Neúplná substanční hodnota neobsahuje hodnotu goodwillu podniku.

8.2 Tržně srovnávací metody

Tržní cena (tržní kapitalizace)

Je cena na organizovaných (regulovaných či volných) trzích. Vypovídací schopnost závisí na likviditě obchodovaného titulu. V praxi se vychází z průměrné ceny akcie za určité období, aby se vyloučila cenová volatilita.

Srovnání s podobnými podniky, jejichž hodnota je známa

Při tomto přístupu srovnáváme oceňovaný podnik s podniky, které jsou k určitému datu již nějakým způsobem oceněny. Důležitým bodem u tohoto přístupu je volba násobitelů. Jejich smyslem je zohlednit rozdíly mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného podniku a porovnávaných podniků. Je také třeba zohlednit rozdíly v účelu ocenění jednotlivých podniků.

Srovnání s podobnými transakcemi, jejichž cena je známa

Je obdobou či variantou předchozího přístupu. Skutečně zaplacená cena je také určitým oceněním podniku. Také zde počítáme násobitele pro zohlednění rozdílů mezi velikostí jednotlivých podniků. Je třeba posoudit velikost prémie zaplacené kupujícím nad hodnotu podniku.

8.3 Výnosové metody

Metody diskontovaných peněžních toků

Metody diskontovaných peněžních toků (DCF) jsou velmi rozšířené v praxi, zejména v anglosaských zemích. Ovšem i v české praxi získávají na významu. S pravděpodobným postupným přibližováním stavu českého podnikového sektoru k situaci běžné ve vyspělých ekonomikách, lze předpokládat další růst jejich významu. Společným znakem výnosových metod je odvozování hodnoty podniku ze současné hodnoty budoucích užitek (volných peněžních toků).

Model DCF s využitím FCFF (DCF to the firm, DCF entity)

U tohoto modelu je peněžní tok, s kterým pracujeme, určen jak vlastníkům (vlastním investorům, podílníkům, společníkům, akcionářům), tak věřitelům (cizím investorům). Diskontní míru tedy stanovujeme tak, aby odrážela náklady na celkový kapitál (vlastní i cizí) včetně zahrnutí tzv. daňového štítu.

Výsledkem je hodnota podniku pro vlastníky i věřitele, nikoli jen hodnota čistého obchodního majetku. Potřebujeme-li znát hodnotu čistého obchodního majetku, je třeba od výsledné hodnoty odečíst hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění. Protože u nás prochází podniková sféra procesem transformace, jeví se výhodnější použít právě tento model. V měnících se podmínkách podnikové sféry je výhodnější pracovat s peněžním tokem pro vlastníky a věřitele a také s průměrnými náklady na kapitál.

Diskontní míry pro první a druhou fázi života (kalkulované úrokové míry) jsou odhadovány v souladu s metodikou DCF entity pomocí modelu WACC (průměrné vážené náklady na kapitál), který v sobě zahrnuje také faktor uznatelnosti nákladových úroků jako daňových nákladů z hlediska daně z příjmů právnických osob (tzv. „daňového štítu), jedná se tedy o WACC před zdaněním na úrovni investorů.

Náklady na cizí kapitál jsou určeny alternativní výnosností srovnatelně rizikové půjčky. S jistým zjednodušením se předpokládá, že odpovídá očekávané průměrné úrokové sazbě z úročených závazků společnosti, zvláště pro první a zvláště pro druhou fázi života společnosti.

Náklady na vlastní kapitál jsou určeny obdobně – reálně očekávanou výnosností alternativní investice do srovnatelného podniku (srovnatelného zejména z hlediska rizika investice). Jedná se tedy o náklady obětované příležitosti. K odhadu byl použit model CAPM (oceňování kapitálových aktiv), zvláště pro první a zvláště pro druhou fázi života společnosti.

Model CAPM byl původně vyvinut pro oceňování investičních aktiv na kapitálovém trhu. Očekávaná výnosnost portfolia je zde dána součtem tzv. bezrizikové výnosové míry a prémie za riziko. Prémie za riziko je pak součinem prémie za tržní riziko (jen systematické, neboť nesystematické riziko – specifické pro určité kapitálové aktivum – lze eliminovat pomocí diverzifikace) a koeficientu beta, který vyjadřuje citlivost konkrétního oceňovaného investičního aktiva na změnu tržního rizika.

V české praxi oceňování podniků ovšem nejsou splněny základní předpoklady této metody, tzn. existence bezrizikového kapitálového aktiva, existence dokonale likvidního a transparentního kapitálového trhu, stejná očekávání investorů, nulové transakční náklady, možnost eliminace nesystematického rizika diverzifikací investice atd. Tuto metodu lze tedy použít pro výpočet nákladů na vlastní kapitál investovaný do podniku pouze v modifikované podobě. Tato modifikace zahrnuje:

- *bezriziková výnosová míra* je odvozena z průměrné výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů v USA k datu ocenění a dle dlouhodobých očekávání,
- *prémie za tržní riziko* je odvozena z rizika USA a země sídla společnosti:
- *základní prémie za investiční riziko* v USA je určena z dat relevantních trhů v USA, resp. z výzkumu prof. A. Damodarana, který vychází z investičního ratingu agentury Moody's,
- *hodnota koeficientu beta* je určena na základě přepočtu nezadluženého koeficientu beta pomocí předpokládaného průměrného reálného zadlužení společnosti v daném období a předpokládané průměrné sazby daně z příjmů právnických osob,
- *hodnota nezadluženého koeficientu beta* je určena z dat relevantních trhů v USA, resp. z výzkumu prof. A. Damodarana,
- *hodnota prémie za investiční riziko země* je určena z výzkumu prof. A. Damodarana, který vychází z investičního ratingu agentury Moody's a z prémie za riziko inflace v zemi sídla společnosti,
- *hodnota prémie za riziko inflace v zemi* je určena dle předpokládaného průměrného inflačního diferenciálu v daném období,
- *další rizikové přírážky* mohou představovat přírážku za mikrokapitalizaci (max. 3 %), přírážku za nejasnou budoucnost (max. 3 %), pro specifické účely také přírážku za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů, za omezenou možnost podílu vlastníků na řízení společnosti nebo za jiná relevantní rizika.

náklady na VK = „bezriziková výnosnost USA“ + (prémie za tržní riziko USA * koeficient beta) + prémie za riziko země + další rizikové přírážky

Model DCF s využitím FCFE (DCF to the equity, DCF equity)

Tento model pracuje s peněžními toky pro vlastníky. Výsledkem výpočtu v tomto případě je hodnota čistého obchodního majetku. Tento peněžní tok je spojen s vyšším rizikem, než tomu bylo u modelu předchozího. To se musí odrazit v použité diskontní míře. Používáme náklady na vlastní kapitál.

Modely založené na FCFE se doporučuje používat tehdy, jestliže se jedná o podniky s ustálenou finanční pákou (stabilizovanou strukturou financování), např. pro finanční instituce.

Dividendové diskontní modely (DDM)

Dividendové diskontní modely patří ve vyspělých tržních ekonomikách k modelům, které jsou v podnikové hospodářské praxi hojně využívány. Výpočet tržní hodnoty vlastního jmění je založen na výnosu vlastníka ve tvaru dividendy a kapitálových zisků. Tedy: dividendové diskontní modely berou v úvahu jak dividendu, tak eventuální prodejní cenu akcie v dalším období.

Tento model je vhodný zejména pro podniky, které se vyznačují ustálenou mírou růstu, výplatou dividend a požadovaná výnosová míra pro akcionáře je větší než očekávaná růstová míra dividend.

Modely založené na ekonomické přidané hodnotě (EVA)

Tento model pracuje s ukazatelem EVA (Economic Value Added), tedy s ekonomickou přidanou hodnotou. Ukazatel EVA vychází z klasického porovnávání nákladů na kapitál a očekávané výnosnosti podniku. Bohatství podniku roste, jestliže efekt jím dosažený převyšuje tzv. náklady ušlé příležitosti.

Metody kapitalizovaných čistých výnosů

Přístup se opírá více než metoda DCF o minulé výsledky. Východiskem jsou rozvahy a výsledovky za poslední roky. Časová řada minulých hospodářských výsledků se upravuje na srovnatelnou reálnou úroveň. Východisko metody, čisté výnosy, lze tedy chápat jako upravený hospodářský výsledek po daních a po odpočtu placených úroků. Řada srovnatelných odnímatelných čistých výnosů se pak kapitalizuje pro odhad hodnoty čistého obchodního majetku.

Tyto metody jsou hojně využívány hlavně v německy mluvící Evropě. Jako důvod používání tohoto přístupu je uváděna námitka, že reálné období pro plánování peněžních toků stěží přesáhne 4 – 7 let. Předpokládaná chyba je podle některých názorů větší, než když použijeme metodu kapitalizovaných čistých výnosů.

Kombinované výnosové metody

Jedná se o metody, které kombinují ocenění majetkové a výnosové.

Metoda střední hodnoty

Máme-li propočtenou výnosovou a úplnou substanční hodnotu, vypočteme hodnotu podniku jako průměr. V různých odvětvích má však substanční hodnota různý význam. Proto je někdy lepší namísto prostého průměru použít průměr vážený (či kvalifikované posouzení).

Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Hodnota podniku se zde skládá z hodnoty substance (neúplná substanční hodnota) a hodnoty „firmy“ (kapitalizované mimořádné čisté výnosy). Hodnota „firmy“ je v tomto případě chápána jako rozdíl mezi výnosovou hodnotou a neúplnou substanční hodnotou. Jde vlastně jen o jiné označení pojmu goodwill.

9. Vlastní ocenění

Výslednou hodnotu předmětu ocenění budeme odvozovat od hodnoty čistého obchodního majetku společnosti. Předmětem ocenění v této části posudku je proto **čistý obchodní majetek společnosti Gesta a.s. Rynoltice k datu 28. února 2010.**

V prvním kroku (kapitola 9.1) znalec vybírá vhodné přístupy a metody pro ocenění předmětu, v dalších krocích pak (v kapitolách 9.2 a 9.3) odhaduje na základě vybraných přístupů a metod hodnotu čistého obchodního majetku společnosti.

9.1 Použité přístupy a metody ocenění

A) Jako základní přístup pro ocenění společnosti jsme zvolili ze široké škály přístupů přístup výnosový, konkrétně **metodu DCF entity** (viz kapitola 9.2), která je hlavní metodou použitou v tomto posudku (metoda účetní hodnoty se používá pouze doplňkově a informativně), neboť nejlépe odpovídá charakteru a činnosti společnosti a účelu ocenění. Analýza vnitřního tržního potenciálu společnosti (viz šestá část posudku) potvrdila správnost předpokladu pokračování činnosti v „dohledné“ budoucnosti (tzv. „going concern“).

Metoda DCF entity, příp. DCF equity, je základním oceňovacím přístupem, a to jak z hlediska teoretického, tak i praktického. Měla by být využita vždy, kdy je možno s rozumnou vypovídací schopností sestavit finanční plán a kdy se předpokládá „going concern“. Vychází z analýzy perspektiv trhu a oceňovaného podniku. Jistým limitujícím faktorem výnosové metody je zde zejména míra reálnosti použitých predikcí (finančního plánu). Toto riziko jsme se snažili minimalizovat analýzou faktorů, které mají na budoucí vývoj hospodaření společnosti vliv; toto riziko se také odráží ve výši použité diskontní míry. Použili jsme realistický finanční plán, který jsme vytvořili (viz část sedmá posudku), a to na základě veřejně dostupných informací i informací od společnosti (viz část druhá posudku).

B) Byl použit i přístup majetkový, ovšem pouze doplňkově a informativně (metoda likvidační hodnoty – viz kapitola 9.3 posudku, metoda účetní hodnoty vlastního kapitálu – uvedena v desáté části posudku).

Účetní hodnota vlastního kapitálu společnosti byla identifikována, avšak pro daný účel ocenění má velmi malou vypovídací schopnost, neboť vychází z principu historických cen a jiných účetních principů.

Metoda likvidační hodnoty by měla být použita v případě, že existuje významná pravděpodobnost, že dojde v blízké budoucnosti k ukončení činnosti společnosti. Tuto alternativu považuje znalec vzhledem k perspektivám společnosti za málo pravděpodobnou.

Substanční hodnota se používá, pokud nelze ze závažných důvodů použít výnosový ani tržně-srovnávací přístup, např. u společností holdingového typu.

C) Nebyly použity přístupy tržně srovnávací. Společnost neemitovala akcie, které by byly kótované na regulovaných trzích. Aktuální nezávislé hodnoty srovnatelných podniků nám nejsou známy, proto jsme nepoužili metody srovnání s podobnými transakcemi či podniky.

9.2 Ocenění společnosti výnosovým přístupem – metodou DCF entity

Obecný postup ocenění

Podstata metody DCF spočívá v odhadu hodnoty společnosti za předpokladu, že se zachová majetková substance společnosti „v dohledné budoucnosti“ (going concern).

Tato metoda převádí užitky generované předmětem ocenění v budoucnosti na současnou hodnotu, neboť užitek získaný v budoucnosti má menší hodnotu než užitek o stejné nominální výši získaný k datu ocenění (důvodem je nenulové riziko obdržení budoucího užitku a preference okamžitých užitků). Součet těchto současných hodnot budoucích užitků je celkovou provozní hodnotou podniku, tedy základem pro určení hodnoty oceňovaného předmětu.

Za reálná vyjádření užitku se při oceňování podniku považují očekávané odnímatelné peněžní toky z podniku (cash flow). Termín cash flow užívaný v teorii oceňování ovšem není ekvivalentní pojmu cash flow běžně užívanému v účetnictví. Při oceňování pracujeme s tzv. volným cash flow, tzn. s peněžním tokem z činnosti podniku, který mohou společníci nebo věřitelé odnímat, aniž by byla narušena substance podniku. Očekávaný odnímatelný volný peněžní tok je transformován na jeho současnou hodnotu prostřednictvím kalkulovaných úrokových (diskontních) měr.

Při aplikaci metody DCF entity je třeba od vypočtené celkové provozní hodnoty podniku pro vlastní investory (společníky) a cizí investory (věřitele) odečíst hodnotu investovaného cizího kapitálu věřiteli. Tak dospějeme k čisté provozní hodnotě podniku pro společníky.

V souladu s metodikou DCF (entity i equity) je dále třeba k provozní hodnotě podniku pro společníky přičíst hodnotu majetku pro provoz nepotřebného a odečíst hodnotu závazků pro provoz nepotřebných. Získáme pak celkovou hodnotu podniku pro společníky, tj. hodnotu čistého obchodního majetku, někdy označovanou jako hodnotu vlastního kapitálu.

Konkrétní postup ocenění

Konkrétní číselné hodnoty dalšího postupu je možno krok po kroku sledovat v příloze č. 7 posudku.

Základní vstupy: Vycházeli jsme z analýzy vnějšího a vnitřního tržního potenciálu společnosti (viz pátá a šestá část posudku) a zvláště z finančního plánu pro období let 2/2009 až 1/2017 (viz sedmá část posudku).

Postupovali jsme standardní **dvoufázovou metodou**, kdy první fáze života společnosti zahrnuje období od ledna roku 2010 do ledna roku 2017 (pro toto období známe finanční plán) a druhá fáze života zahrnuje období od února roku 2017 do „nekonečna“ (počítáme stabilizaci hospodářské situace).

Plánované upravené výnosy pro účely výnosového ocenění zahrnují tyto položky:

- tržby za prodej zboží,
- tržby za prodej vlastních výrobků a služeb,
- aktivace a změna stavu zásob vytvořených vlastní činností,
- ostatní provozní výnosy,
- výnosové úroky z provozně nutného finančního majetku a
- ostatní finanční výnosy.

Plánované upravené náklady pro účely výnosového ocenění zahrnují tyto položky:

- náklady na prodané zboží,
- výkonová spotřeba,
- osobní náklady,
- odpisy,
- ostatní náklady (včetně provozních daní a poplatků) a
- ostatní finanční náklady.

Rozdíl mezi upravenými výnosy a upravenými náklady tvoří v jednotlivých letech **upravený hospodářský výsledek z provozní činnosti před zdaněním a úroky**.

Pro **modelové zdanění** takto upraveného hospodářského výsledku z provozní činnosti před zdaněním a úroky byly použity následující daňové sazby pro daň z příjmů právnických osob, a to: pro období roku 2009: 20 % a pro období od roku 2010: 19 %. Tyto daňové sazby odpovídají současnému plánu Ministerstva financí ČR, navíc daňovou sazbu 19 % považujeme za expertní odhad dlouhodobě udržitelné daňové sazby z příjmů právnických osob v České republice.

Po provedení výše popsání modelového zdanění upraveného hospodářského výsledku z provozní činnosti dostaneme **modelový hospodářský výsledek z provozní činnosti po (modelovém) zdanění před odpočtem úroků** ($MPHV_t$).

Volné peněžní toky do společnosti (FCF entity) pro jednotlivá léta první fáze pak vycházejí z výrazu modelový hospodářský výsledek z provozní činnosti po zdanění před odpočtem úroků ($MPHV_t$) plus plánovaný odpis (O_t) mínus výdaje na investice do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku (I_t):

$$FCF_t = MPHV_t + O_t - I_t$$

kde:

- FCF_t volné peněžní toky do společnosti v roce t
- $MPHV_t$ modelový hospodářský výsledek z provozní činnosti po (modelovém) zdanění před odpočtem úroků v roce t
- O_t odpisy v roce t
- I_t investice do provozně nutného pracovního kapitálu a provozně nutného dlouhodobého majetku v roce t

Přičítané **odpisy** (O_t) vycházejí z finančního plánu, jsou tedy odvozeny z plánovaných výkazů zisku a ztráty.

Odečítané **výdaje na investice** (I_t) vycházejí z finančního plánu, jsou tedy odvozeny z plánovaných rozvah a výkazů zisku a ztráty.

Plánované výdaje na investice do *provozně nutného* dlouhodobého majetku zahrnují:

- výdaje na pořízení hmotného dlouhodobého majetku,
- výdaje na pořízení nehmotného dlouhodobého majetku,
- výdaje na pořízení finančního dlouhodobého majetku (nikoli na pořízení nepracovních finančních investic).

Plánované investice do *provozně nutného* pracovního kapitálu:

- výdaje na růst krátkodobého majetku,
- výdaje na pokles krátkodobých závazků (nikoli výdaje na pokles nepracovního provozně nutného cizího kapitálu).

Konkrétní odhad odpisů a výdajů na investice je uveden v **příloze č. 5** posudku.

Volné peněžní toky jsme diskontovali nejprve k datu 31. prosince 2009. Diskontovali jsme vždy od konce období, ve kterém plyne volný peněžní tok (volné cash flow do společnosti plyne v průběhu celého období, věřitelé jej obdrží dříve než na konci roku, společníci naopak později než na konci roku).

Volné peněžní toky ve druhé fázi života společnosti jsme však nejprve kapitalizovali pomocí vzorce pro věčně exponenciálně rostoucí rentu k datu 31. prosince 2017:

$$PH = FCF_{T+1} / (i - g)$$

kde:

- PH celková budoucí pokračující hodnota k 31. prosince 2017
- FCF_{T+1} volné peněžní toky v prvním roce 2. fáze
- i diskontní míra p.a. pro 2. fázi (WACC)
- g odhadované tempo růstu FCF p.a. během celé 2. fáze

Odhad volných peněžních toků v prvním roce 2. fáze je proveden jako:

$$FCF_{T+1} = MPHV_T * (1+g) * (1 - m_i)$$

kde:

- FCF_{T+1} volné peněžní toky v prvním roce 2. fáze
- $MPHV_T$ modelový hospodářský výsledek z provozní činnosti po (modelovém) zdanění před odpočtem úroků v posledním roce 1. fáze
- g odhadované tempo růstu FCF p.a. během celé 2. fáze
- m_i odhadovaná míra investic pro 2. fázi

Předpokládáme, že volné peněžní toky budou plynout s konstantním nominálním růstem g ve výši 4,45 % ročně, což je expertní odhad, který vychází z analýzy dlouhodobého tržního potenciálu společnosti provedené v kapitole 6.3.

Předpokládáme, že míra investic m_i vyjadřující jakou část modelového hospodářského výsledku (z provozní činnosti po zdanění před odpočtem úroků) je třeba reinvestovat pro zachování odhadovaného růstového potenciálu společnosti, bude ve 2. fázi činit 25,41 %. Tento odhad vychází z plánovaných měr investic v závěru 1. fáze (rok 2017).

Diskontní míry (kalkulované úrokové míry) i byly odhadnuty pomocí modelu **WACC**, a to zvláště pro jednotlivé roky první fáze a pro druhou fázi. Vážené náklady na kapitál (WACC) byly určeny jako vážený průměr nákladů na vlastní kapitál a nákladů na cizí kapitál (snížených o faktor daňové uznatelnosti) v daném období:

$$WACC = n_{CK} * (1-d) * CK/K + n_{VK} * (1-d)^1 * VK/K$$

kde:

- WACC průměrné vážené náklady na kapitál
- n_{CK} sazba očekávaných nákladů na cizí kapitál
- d průměrná sazba daně z příjmů právnických osob
- CK/K podíl cizího kapitálu na celkovém provozním kapitálu
- n_{VK} sazba očekávaných nákladů na vlastní kapitál
- VK/K podíl vlastního kapitálu na celkovém provozním kapitálu

Jedná se tedy o WACC před zdaněním na úrovni investorů. Pro určení vyšší diskontních měr (WACC) pro jednotlivá období jsme tedy použili iterační postup (hodnota VK – neboli provozní hodnota vlastního kapitálu společnosti – je závislá na WACC a WACC je zpětně závislá na hodnotě VK).

¹ Výraz „(1-d)“ u nákladů vlastního kapitálu se týká pouze období, ve kterém může společnost uplatnit daňově uznatelnou ztrátu. Společnost neměla k datu 31. ledna 2009 daňově uznatelnou ztrátu.

Náklady na vlastní kapitál

Vzorec odhadu nákladů na vlastní kapitál je uveden v kapitole 8.3 posudku „Metoda DCF s využitím FCFF“.

Při odhadu „bezrizikové“ výnosové míry pro první fázi jsme konkrétně vycházeli z průměrné výnosnosti amerických dlouhodobých (10-letých) státních dluhopisů T-bonds v roce 2009, tj. 3,84 % p.a. (viz www.damodaran.com) a počítáme s postupným zvyšováním této hodnoty na 4,97 % p.a. od roku 2013, s ohledem na očekávané průměrné úrokové sazby státních dluhopisů v rozvinutém světě (tato hodnota konkrétně vychází z průměrné výnosnosti amerických dlouhodobých (10-letých) státních dluhopisů T-bonds v letech 1927 až 2009 – spočítáno na základě www.damodaran.com).

U rizika tržního prostředí USA jsme vycházeli z šetření významné ratingové agentury Moody's. Pro nejvyšší ratingové ohodnocení Aaa se počítala základní prémie za tržní riziko 4,5 % (viz www.damodaran.com), a to první i druhou fází.

Odhad koeficientu beta jsme provedli na základě průměrného nezádluženého koeficientu beta za odvětví v USA v roce 2010, tj. 0,91 (viz „Industrial Services“ na www.damodaran.com), který byl upraven o konkrétní plánované reálné zadlužení oceňované společnosti. Koeficient beta tedy odhadujeme (za pomoci vzorce pro přepočítání nezádluženého koeficientu beta na zadlužený² a za pomoci iterací v jednotlivých obdobích – výsledek ocenění totiž ovlivňuje koeficient beta a koeficient beta ovlivňuje zpětně výsledek ocenění).

V případě horšího ratingu konkrétní země se přičítá dodatečná prémie. Investiční rating České republiky dosahuje hodnoty A1, základní dodatečná prémie tedy činí 1,35 %. Očekáváme postupný růst ratingu České republiky na Aa2 (0,90 %), Aa1 (0,45 %) od roku 2015 vlivem přínosů členství v OECD, EU, popř. v Eurozóně.

Prémii za riziko upravujeme o plánovaný inflační diferenciál mezi USA a ČR v jednotlivých letech finančního plánu (viz kapitola 5.1 posudku). Pro druhou fázi předpokládáme konvergenci průměrných měr inflace v USA a v ČR.

Aplikujeme přírůstek 1 % do nákladů vlastního kapitálu za obě fáze za nelikviditu kapitálového trhu, a zvláště trhu podniků, ve vztahu k rozdílnému charakteru tohoto trhu v USA a v ČR a za rizika odvětví v ČR a společnosti oproti datům z USA. Dále aplikujeme přírůstek ve výši 1 % za obě fáze za mikrokapitalizaci (jedná se o malou společnost se 57 zaměstnanci).

Náklady na cizí kapitál

Odhadujeme na základě očekávaných průměrných sazeb 1M PRIBOR a očekávané prémie za riziko cizího kapitálu 1,6 % p.a. (hodnota úrokové marže z poskytnutých krátkodobých bankovních úvěrů společnosti).

Podíl hodnoty vlastního a cizího kapitálu na celkové hodnotě kapitálu (VK/K a CK/K) jsme pro odhad WACC v jednotlivých letech první fáze a pro druhou fázi odhadli jako stav tohoto podílu k počátku daného období. Při odhadu podílů hodnoty vlastního a cizího kapitálu jsme použili iterační postup (výše podílů CK/K a VK/K jsou závislé na hodnotě VK a hodnota VK je zpětně závislá na podílech CK/K a VK/K).

² $\beta_z = \beta_N * (1 + (1 - d) * CK/VK)$ (Model Miller-Modigliani)

štabilní podíl CK/K pro druhou fázi uvažujeme na úrovni 25,3 % (viz kapitola 7.2 „cizí kapitál“).

Podrobnější odhady nákladů na vlastní a cizí kapitál, konkrétní postupy týkající se modelu WACC a hodnoty vážených nákladů na kapitál WACC jsou uvedeny v příloze č. 6 posudku.

Celkovou provozní hodnotu společnosti pro společníky i věřitele k datu 31. prosince 2009 pro účely tohoto posudku získáme jako součet provozních hodnot v první a druhé fázi, činí tedy **36 037 tis. Kč**.

Hodnota cizího kapitálu pro provoz

Od celkové hodnoty společnosti (pro společníky i věřitele) je třeba v souladu s metodikou DCF entity **odečíst celkovou hodnotu cizího kapitálu** pro provoz. Společnost k datu 31. prosince 2009 měla cizí úročený kapitál ve výši 301 tis. Kč.

Po odečtení cizího kapitálu pro provoz od celkové provozní hodnoty společnosti dostáváme **provozní hodnotu společnosti pro společníky** pro účely tohoto posudku **k datu 31. prosince 2009** ve výši **35 736 tis. Kč**.

Identickým postupem jako výše popsaným (metodou DCF entity), avšak při diskontaci volných peněžních toků (od roku 2010 do „nekonečna“) k datu 31. prosince 2010, se dostaneme také k provozní hodnotě podniku pro vlastníky pro účely tohoto posudku **k datu 31. prosince 2010** ve výši **36 612 tis. Kč**.

Při předpokladu lineárního vývoje provozní hodnoty podniku pro vlastníky v průběhu roku 2009 **dospějeme k provozní hodnotě podniku pro vlastníky** pro účely tohoto posudku **k datu 28. února 2010** ve výši **36 201 tis. Kč**.

Hodnota provozně nepotřebného majetku a závazků

Pro získání hodnoty čistého obchodního majetku (100% podíl) společnosti je třeba k výše uvedené provozní hodnotě pro společníky **přičíst hodnotu provozně nepotřebného majetku a odečíst hodnotu provozně nepotřebných závazků**.

A) Znalec identifikoval jako **provozně nepotřebný majetek** podíly v ovládaných a řízených osobách, a to **100% podíl v dceřiné společnosti Česká odpadová a.s.** (IČ: 250 09 141). Tato společnost se zabývá pronájmem vlastních nemovitostí - areálu v Liberci. Společnost k 31. prosinci 2009 vykázala výsledek hospodaření za účetní období ve výši -158 tis. Kč. Tento podíl jsme ocenili alikvotním podílem na účetní hodnotě vlastního kapitálu společnosti k datu 31. prosince 2009 ve výši **2 923 tis. Kč**.

B) Společnost disponovala **neprovozními finančními prostředky** k datu 31. prosince 2009 ve výši 4 583 tis. Kč (na základě přiměřené peněžní likvidity – viz kapitola 6.2 posudku). Při předpokladu lineárního vývoje hodnoty tohoto majetku jej oceňujeme k datu ocenění na částku **4 807 tis. Kč**.

Jiný významný spolehlivě ocenitelný provozně nepotřebný majetek nebo provozně nepotřebné závazky znalec ani společnost neidentifikovali. Celková **hodnota provozně nepotřebného majetku** po odečtení provozně nepotřebných závazků tak k datu 31. prosince 2009 činí **7 730 tis. Kč**.

Konkrétní postup a číselné hodnoty je možno krok po kroku sledovat v **příloze č. 7** posudku.

ZÁVĚR METODY DCF

Hodnota jmění, resp. čistého obchodního majetku (100% podíl) společnosti **GESTA a.s. Rynoltice** na základě metody DCF entity tedy činí (po provedení výše popsaného kvalifikovaného odhadu):

43 931 000 Kč

(slovy: čtyřicet tři milionů devět set třicet jedna tisíc korun českých)

9.3 Ocenění společnosti majetkovým přístupem – metodou likvidační hodnoty

Obecný postup ocenění

Podstata metody likvidační hodnoty spočívá v odhadu hodnoty společnosti za předpokladu, že veškerý její majetek bude prodán a budou splaceny veškeré její závazky. Neoceňujeme na základě předpokladu „going concern“ (pokračování činnosti společnosti v dohledné budoucnosti).

Tato metoda převádí budoucí likvidační zůstatek předmětu ocenění na současnou hodnotu, neboť užitek získaný v budoucnosti má menší hodnotu než užitek o stejné nominální výši získaný k datu ocenění (důvodem je nenulové riziko obdržení budoucího užitku a preference okamžitých užitků). Výše likvidačního zůstatku po zdanění na úrovni společnosti je hodnotou podniku pro vlastní investory (společníky), tedy základem pro určení hodnoty společnosti.

Výši likvidačního zůstatku před zdaněním získáme odečtením hodnoty nepracovního cizího kapitálu (zejména dlouhodobých závazků) od celkové hodnoty společnosti pro likvidaci (pro společníky i věřitele). Celková hodnota společnosti pro likvidaci je dána součtem hodnot dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu (včetně mimobilančních položek) po odečtení nákladů likvidace.

Odhadnutou výši likvidačního zůstatku (k datu rozdělení likvidačního zůstatku) je třeba diskontovat k datu ocenění pomocí diskontní míry na úrovni nákladů na vlastní kapitál pro likvidaci.

Majetek a závazky jsou oceňovány na základě předpokladu co nejrychlejšího, avšak efektivního utlumení stávající činnosti a ukončení likvidace společnosti v určité omezené, avšak rozumně dlouhé časové lhůtě. Likvidátor proto musí při vědomí efektivního ukončení likvidace co nejlépe, avšak také co nejrychleji (efektivně) prodat jednotlivé majetkové hodnoty a splatit závazky. Majetek proto neoceňujeme ve výsledku hodnotami tržními, nýbrž likvidačními, které jsou ve většině případů nižší než tržní (dodatečné náklady za prodej, lepší vyjednávací pozice kupujících apod.).

Likvidační hodnota je nejnižším možným tržním oceněním celé společnosti.

Konkrétní postup ocenění

V tomto posudku má likvidační hodnota pouze kontrolní a informační funkci, nevstupuje přímo do výsledného ocenění, je proto provedena zjednodušeně. Konkrétní číselné hodnoty dalšího postupu je možno krok po kroku sledovat v příloze č. 8 posudku.

Základní vstupy: Budeme vycházet ze struktury jednotlivých položek majetku a závazků společnosti k datu 28. února 2010, neboť k tomuto datu známe strukturu majetku a závazků, resp. rozvahu společnosti.

Vzhledem k rozsahu a charakteru majetku společnosti budeme předpokládat ukončení likvidace společnosti do 28. února 2012. Modelová doba likvidace tedy činí

2 roky. Po dobu likvidace předpokládáme, že výnosy z bankovního účtu pokryjí náklady na bankovní účet. Předpokládáme, že věřitelé obdrží finanční prostředky postupně v průběhu likvidace, avšak společníci obdrží finanční prostředky až k datu rozdělení likvidačního zůstatku.

A. DLOUHODOBÝ A MIMOBILANČNÍ MAJETEK

A.1 Dlouhodobý bilanční nehmotný majetek

Společnost vykazuje *software* a *další bilanční nehmotný majetek*. Vzhledem k nevýznamnosti, zastarání a individuální povaze předpokládáme, že by byl tento majetek při likvidaci obtížně samostatně prodejny a oceňujeme jej paušálně pomocí koeficientu prodejnosti³ ve výši 50 %.

A.2 Dlouhodobý hmotný majetek

Stavby a pozemky

Vzhledem k tomu, že pozemky obecně získávají v čase na hodnotě, oceňujeme pro likvidaci zjednodušeně pomocí koeficientu prodejnosti 130 % z jejich celkové účetní hodnoty.

Společnost vlastní několik budov a staveb v místě sídla společnosti, které souvisejí s její hlavní činností. Budovy a stavby jsme ocenili paušálně pomocí substanční hodnoty 50 % z jejich celkové pořizovací ceny, koeficientu prodejnosti 75 % a likvidační srážky⁴ 15 % z jejich celkové pořizovací ceny.

Samostatné movité věci a soubory movitých věcí

Dále společnost eviduje velké množství movitých věcí. Vzhledem k tomu, že předpokládáme průměrný stav z hlediska jejich životnosti, oceňujeme je pro likvidaci zjednodušeně pomocí substanční hodnoty 50 % z jejich celkové pořizovací ceny, koeficientu prodejnosti 75 % a likvidační srážky ve výši 15 %.

Jiný dlouhodobý majetek a Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek jsme ocenili vzhledem k jejich malému významu paušální likvidační srážkou ve výši 15 %.

Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek jsme vzhledem k jeho charakteru ocenili paušálně pomocí koeficientu prodejnosti ve výši 50 %.

³ Koeficienty prodejnosti jsou obecně poměry mezi tržními a substančními (příp. účetními) hodnotami majetku, jejich výše závisí zejména na poměrech nabídky a poptávky na trhu, čím více nabídka převyšuje poptávku, tím je koeficient prodejnosti nižší (a obráceně).

⁴ Likvidační srážky jsou obecně srážky z tržní (příp. z účetní) hodnoty na dodatečné přímé náklady prodeje daného majetku (na služby realitních kanceláří, na daně z převodu nemovitostí, na znalecké posudky atd.) v likvidaci a za tzv. „prodej v horší vyjednávací pozici“.

A.3 Dlouhodobý finanční majetek

Společnost vykazuje k datu ocenění zůstatek v položce Podíly v ovládaných a řízených osobách. Tento majetek oceňujeme pomocí likvidační srážky 10 % z jeho hodnoty odhadnuté pro účely metody DCF entity (viz kapitola 9.2 posudku, subkapitola „Hodnota provozně nepotřebného majetku a závazků.“

A.4 Dlouhodobé pohledávky

Společnost k datu ocenění eviduje zůstatek k datu ocenění v položce Dlouhodobé pohledávky z obchodního styku. Vzhledem k jejich malému významu je pro účely metody likvidační oceňujeme likvidační srážkou ve výši 15 % z účetní hodnoty.

A.5 Mimobilanční majetek

Vzhledem ke všem informacím, které jsme zjistili, můžeme předpokládat, že případný mimobilanční majetek společnosti (goodwill, tiché rezervy a případný další majetek v rozvaze neuvedený) je buď oceněn v rámci jiných položek majetku, nebo se nedal při likvidaci společnosti samostatně zpeněžit.

B. PRACOVNÍ KAPITÁL

B.1 Zásoby

Zásoby materiálu jsme ocenili v závislosti na charakteru, dokončenosti a prodejnosti pomocí koeficientu prodejnosti 80 % z jejich účetních hodnot.

B.2 Krátkodobé pohledávky

Ocenění **pohledávek z obchodního styku** podle rizik nesplacení v závislosti na lhůtě do/po splatnosti včetně odhadu průměrné srážky obsahuje následující tabulka:

Tabulka 9.3.1 Ocenění krátkodobých pohledávek z obchodního styku (v Kč)

Ocenění krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů k datu 30.11.2009	druh	brutto / jmen. hodnota	srážka za riziko nesplacení	tržní / likvidační hodnota
ve splatnosti	standardní	7 208 640	3,0%	6 992 381
do 30 dnů po splatnosti	standardní	2 124 686	9,0%	1 933 464
31 - 90 dnů po splatnosti	sledované	3 223 169	20,0%	2 578 535
91-180 dnů po splatnosti	nestandardní	666 563	39,0%	406 604
181-365 po splatnosti	pochybné	873 855	68,0%	279 634
nad 365 dnů po splatnosti	ztrátové	5 308 254	100,0%	0
Celkem		19 405 168	37,2%	12 190 618

Pohledávky za státem jako „jistým“ dlužníkem jsme ocenili jejich účetními hodnotami.

Krátkodobé poskytnuté zálohy a Jiné pohledávky jsme ocenili průměrné srážky 37,2 % (odvozeno z ocenění pohledávek z obchodního styku v této subkapitole) za riziko nesplacení z jejich jmenovitých hodnot.

B.3 Krátkodobý finanční majetek

Finanční prostředky na pokladně, na bankovních účtech a jiný krátkodobý finanční majetek oceňujeme vzhledem k jejich likvidnosti jejich jmenovitými hodnotami.

B.4 Ostatní krátkodobá aktiva

Náklady příštích období oceňujeme na 50 % účetní hodnoty, neboť by se při likvidaci pravděpodobně částečně změnila na neúčelně vynaložené výdaje.

B.5 Krátkodobá pasiva

Oceňujeme jejich účetní hodnotou, při likvidaci by bylo třeba je co nejdříve uhradit právě ve výši účetní hodnoty.

C. NEPRACOVNÍ CIZÍ KAPITÁL, REZERVY A MIMOBILANČNÍ ZÁVAZKY

C.1 Bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci

Společnost k datu ocenění neměla žádné bankovní úvěry ani finanční výpomoci.

C.2 Ostatní dlouhodobé bilanční závazky

Odložený daňový závazek zde oceňujeme nulovou hodnotou, neboť souvisí se zdaněním likvidačního zůstatku na úrovni společnosti. Toto případné zdanění odhadujeme dále v této kapitole posudku.

C.3 Rezervy

Společnost vykazuje k datu ocenění zůstatek na účtu **rezervy**, a to rezervy na rekultivaci skládek a dále ostatní rezervy - tyto rezervy oceňujeme jejich účetními hodnotami.

C.4 Mimobilanční závazky

Další významné spolehlivě ocenitelné mimobilanční závazky společnosti nám nejsou známy.

D. NÁKLADY LIKVIDACE

Ukončení činnosti společnosti a její následná likvidace by byly spojeny s nutností vynaložení nákladů likvidace. Tyto náklady jsme s přihlédnutím ke specifickým oceňované společnosti a předpokladům likvidace odhadli na částku **6 700 tis. Kč**. Jejich struktura je součástí následující tabulky:

Tabulka 9.3.2 Odhad nákladů likvidace (v tis. Kč)

NÁKLADY LIKVIDACE	- 6 700
- odstupné pracovníkům	-3 000
- právní služby	-200
- odměna likvidátorovi	-1 600
- údržba, provoz a ostraha objektů	-1 200
- auditing a daňové poradenství	-300
- vedení účetnictví	-200
- znalecké posudky	-200

Výši likvidačního zůstatku před zdaněním tedy k datu 28. února 2012 odhadujeme na 45 328 tis. Kč. Vzhledem k důvodnému předpokladu, že celková daňová zůstatková hodnota jmění společnosti bude vyšší než odhadnutá výše likvidačního zůstatku, již nepředpokládáme placení daní z příjmů na úrovni společnosti a **výši likvidačního zůstatku po zdanění tedy k datu 28. února 2012 odhadujeme také na 45 328 tis. Kč.**

Tuto částku jsme diskontovali diskontní mírou na úrovni nákladů na vlastní kapitál pro likvidaci v průměrné výši 12,4 % p.a. Pro odhad jsme využili průměrné náklady na vlastní kapitál pro období let 2010 až 2012 z metody DCF entity (viz kapitola 9.2 posudku).

Současnou hodnotu likvidačního zůstatku po zdanění tak k datu 28. února 2010 odhadujeme na 35 910 tis. Kč.

Konkrétní postup a číselné hodnoty je možno krok po kroku sledovat v příloze č. 8 posudku.

ZÁVĚR METODY LIKVIDAČNÍ HODNOTY

Hodnota jmění, resp. čistého obchodního majetku společnosti **GESTA a.s. Rynoltice** získaná na základě metody likvidační hodnoty tedy činí (po provedení výše popsaného kvalifikovaného odhadu):

35 910 000 Kč

(slovy: třicet pět milionů devět set deset tisíc korun českých)

10. Závěr

Účelem zpracování znaleckého posudku byl odhad ceny předmětu dražby v místě a čase obvyklé podle § 13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách, a § 33 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Jde o nedobrovolnou veřejnou dražbu akcií tvořících cca 12,32 % základního kapitálu společnosti, které nebyly oprávněnými akcionáři ve stanovené době převzaty po změně podoby akcií ze zaknihovaných na listinné.

K ocenění jsme použili přístup výnosový (metoda DCF entity) a přístup majetkový (metody likvidační a účetní hodnoty). Výslednou hodnotu majetku jsme odhadli pomocí aplikace nejvíce vhodné metody, tj. **metody DCF entity**. Další metody jsme použili jako podpůrné a plnily kontrolní a informační funkci – viz následující tabulka:

Tabulka č. 10.1 Ocenění čistého obchodního majetku společnosti

Metoda	Odhad hodnoty ČOM (100% podíl) společnosti	Váha (%)
DCF entity	43 931 000 Kč	100
Likvidační hodnoty	35 910 000 Kč	0
Účetní hodnoty	55 849 000 Kč	0
Finální odhad	43 931 000 Kč	X

Cílem posudku však není ocenit čistý obchodní majetek společnosti, avšak hodnotu balíku akcií představujícího cca 12,32 % základního kapitálu společnosti, tedy nelikvidní minoritní podíl. Pokud odhad hodnoty ČOM společnosti vydělíme celkovým počtem akcií o jmenovité hodnotě 1 000 Kč v základním kapitálu společnosti (mimo vlastních akcií), tj. počtem 62 475, dostaneme alikvotní podíl hodnoty čistého obchodního majetku připadající na jednu akcii o jmenovité hodnotě 1 000 Kč, tj. 703 Kč (po zaokrouhlení). Pokud vynásobíme tuto hodnotu počtem akcií o jmenovité hodnotě 1 000 Kč v oceňovaném balíku akcií, tj. počtem 7 700, dostaneme alikvotní podíl hodnoty čistého obchodního majetku připadajícího na oceňovaný balík akcií, tj. 5 413 000 Kč.

Podle definice hodnoty (viz kapitola 3 posudku) je možno použít srážku za minoritu vyjadřující omezenou možnost menšinových akcionářů ovlivňovat řízení společnosti a srážku za nelikviditu vyjadřující sníženou obchodovanost vlastnických podílů. Akcie společnosti nejsou kótované. Akcie společnosti, které jsou předmětem ocenění, dohromady tvoří balík jen cca 12,32 % základního kapitálu. Nejsou nám známy žádné nezávislé obchody s nimi. Vzhledem k výše uvedenému aplikujeme tedy srážku za minoritu a nelikviditu ve výši 25 %, tato srážka může v našem případě činit dle odborné literatury (str. 382, Mařík 2003, viz druhá část posudku) až 35 % za minoritu (pokud existuje velkoakcionář) a 50 % za nelikviditu.

Závěrečné shrnutí a konečný odhad hodnoty jmění, resp. čistého obchodního majetku společnosti lze sledovat také v příloze č. 9 posudku.

Na základě provedeného ocenění jsme dospěli k názoru, že hodnota balíku akcií (7 700 kusů akcií o jednotlivé jmenovité hodnotě 1 000 Kč) společnosti GESTA a.s.

Rynoltice, se sídlem Rynoltice čp. 149, PSČ: 463 55, Česká republika, IČ: 445 69 785, k datu **28. února 2010** činí (po provedení kvalifikovaného odhadu):

4 060 000 Kč

slovy: **čtyři miliony šedesát tisíc korun českých**

Na základě provedeného ocenění jsme dospěli k názoru, že **hodnota akcie o jmenovité hodnotě 1 000 Kč** ve výše uvedeném balíku akcií **společnosti GESTA a.s. Rynoltice**, se sídlem Rynoltice čp. 149, PSČ: 463 55, Česká republika, IČ: 445 69 785, k datu **28. února 2010** činí (po provedení kvalifikovaného odhadu):

527 Kč

slovy: **pět set dvacet sedm korun českých**

BOHEMIA EXPERTS, s.r.o.
znalecký ústav
RNDr. Josef Knápek
jednatel společnosti



A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Josef Knápek'.

Praha, 6. dubna 2010

Obecné podmínky poskytnutých služeb

1. Služby jsme poskytli v souladu s platnými právními a uznávanými profesionálními normami pro hodnocení a oceňování.
2. Služby jsme poskytli jako nezávislí dodavatelé.
3. Odměny za poskytnuté služby nebyly žádným způsobem závislé na výsledcích hodnocení.
4. Naše hodnocení jsou platná pouze pro účel nebo účely v této zprávě uvedené. Jakékoli jiné použití nebo převzetí údajů pro jiný účel objednatelem zprávy nebo třetí stranou je neoprávněné a neplatné.
5. Naši zprávu jako celek smí objednatel zprávy poskytnout těm třetím stranám, které ji potřebují znát.
6. Vyhrazuje si právo zahrnout jméno objednatele zprávy do seznamu našich klientů a referencí.
7. Budeme uchovávat důvěrnost našich rozhovorů, zdrojů, dokumentů nám předaných a naší zprávy, ledaže objednatel zprávy určí jinak.
8. Výše uvedené podmínky mohou být změněny pouze písemnou formou.

Předpoklady a omezující podmínky

1. Za skutečnosti právního charakteru nepřebíráme žádnou zodpovědnost. Nebylo provedeno žádné šetření týkající se majetkových práv nebo závazků předmětu hodnocení. Hodnocení předpokládá, pokud není uvedeno jinak, že majetková práva jsou platná a převoditelná a nejsou zatížena žádnými závazky, kterých nemohou být zbavena standardními postupy.
2. Při našem nejlepší vědomí jsou všechny údaje ve zprávě uvedené pravdivé a přesné. Ačkoliv byly získány ze spolehlivých zdrojů, neposkytujeme žádné ručení ani nepřebíráme žádnou zodpovědnost za přesnost a pravdivost jakýchkoliv, vyjádření nebo výpočtů, u kterých je uvedeno, že byly poskytnuty někým jiným a které byly použity při vypracování tohoto hodnocení.
3. Hodnocení prezentovaná v této zprávě jsou založena na předpokladech zde uvedených a jsou platná pouze pro účel nebo účely ve zprávě uvedené.
4. Datum nebo období hodnocení, pro které jsou hodnocení a závěry zpracovány, je uvedeno ve zprávě.

Znalecká doložka

Tento znalecký posudek zpracovala společnost BOHEMIA EXPERTS, s.r.o. znalecký ústav, se sídlem Křížíkova 1, 186 00 Praha 8, Česká republika, IČ: 256 40 585, vedená u Městského soudu v Praze, oddíl C, vložka 57202.

Tento znalecký posudek jsme podali jako znalecký ústav v oboru ekonomika, ceny a odhady zapsaný Ministerstvem spravedlnosti České republiky do prvního oddílu znaleckých ústavů podle ustanovení § 21, odst. 1 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, a podle ustanovení § 6, odst. 1 vyhlášky č. 37/1967 Sb., ve znění pozdějších předpisů na základě dopisu Ministerstva spravedlnosti ČR ze dne 8. dubna 1999, č.j. 56/99-OOD.

Znalecký posudek obsahuje celkem 59 listů plus 9 příloh.

Znalecký úkon je zapsán ve znaleckém deníku pod pořadovým číslem 100406.

BOHEMIA EXPERTS, s.r.o.
znalecký ústav
RNDr. Josef Knápek
jednatel společnosti



Praha, 6. dubna 2010

Seznam příloh

1. kopie internetového výpisu z obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Ústí nad Labem, oddíl B, vložka 223, GESTA a.s. Rynoltice, se sídlem Rynoltice čp. 149, PSČ: 463 55, Česká republika, IČ: 445 69 785, ze dne 19.3.2010,
2. výkaz zisku a ztráty a rozvaha společnosti k datu 28. února 2010,
3. položky historických a plánovaných účetních výkazů společnosti za období roku 2005 do 31. prosince 2017,
4. finanční analýza finanční historie a finančního plánu společnosti za období roku 2005 do 31. prosince 2017,
5. odhad výdajů na investice společnosti pro účely metody DCF entity,
6. odhad výše diskontních měr společnosti pro účely metody DCF entity (WACC),
7. odhad hodnoty jmění, resp. čistého obchodního majetku společnosti metodou DCF entity,
8. odhad hodnoty jmění, resp. čistého obchodního majetku společnosti metodou likvidační hodnoty,
9. závěrečné shrnutí a konečný odhad oceňovaného balíku akcií společnosti.

Příloha č. 1

Kopie výpisu z obchodního rejstříku

V ý p i s
z obchodního rejstříku, vedeného
Krajským soudem v Ústí nad Labem
oddíl B, vložka 223

!!! U P O Z O R N Ě N Í !!!

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: GESTA a.s. Rynoltice
Sídlo: Rynoltice čp. 149, PSČ 463 55
Identifikační číslo: 445 69 785
Právní forma: Akciová společnost

Předmět podnikání:

- podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady
- podnikání v oblasti nakládání s odpady (mimo nebezpečných odpadů)
- projektování a vyhodnocování geologických prací
- kovoobráběčství
- zámečnictví
- silniční motorová doprava nákladní
- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej (kromě zboží vyhr. v příl. č. 1-3 zák. č. 455/91 Sb. ve znění pozdějších předpisů)
- stavba strojů s mechanickým pohonem
- pronájem motorových vozidel
- provádění staveb, jejich změn a odstraňování
- činnost technických poradců v oblasti životního prostředí
- činnost prováděná hornickým způsobem v souladu s ustanovením § 3 písm.a) - dobývání ložisek nevyhrazených nerostů, včetně úpravy a zušlechťování nerostů prováděných v souvislosti s jejich dobýváním, a vyhledávání a průzkum ložisek nevyhrazených nerostů prováděné k tomu účelu" - zákona č. 61/1988 Sb., o hornické činnosti, výbušninách a o státní báňské správě, ve znění pozdějších předpisů

Statutární orgán - představenstvo:

Předseda představenstva: Ing. Vladimír Hůda, r.č. 680717/0007
Ústí nad Labem, Brožkova 167/11, PSČ 400 01
den vzniku funkce: 18.prosince 2008
den vzniku členství v představenstvu: 18.prosince 2008

Místopředseda představenstva: Ing. Lenka Kokešová, r.č. 655930/0671
Litvínov, Horní Litvínov, Šaldova 1184, PSČ 436 01
den vzniku funkce: 18.prosince 2008
den vzniku členství v představenstvu: 18.prosince 2008

Člen představenstva: Jiří Štípek, r.č. 670124/0480
Most, Chomutovská 2232/22, PSČ 434 01
den vzniku členství v představenstvu: 18.prosince 2008

Jménem společnosti jedná a zastupuje vůči třetím osobám, před soudy a jinými orgány státní správy a samosprávy v plném rozsahu představenstvo, a to buď společně všichni členové představenstva, nebo místopředseda spolu s jedním členem představenstva nebo předseda nebo samostatně jeden člen představenstva, který k tomu byl všemi členy představenstva písemně zmocněn. Za společnost podepisují buď společně všichni členové představenstva nebo společně předseda a místopředseda, nebo místopředseda spolu s jedním členem představenstva nebo samostatně předseda nebo samostatně jeden člen představenstva, který k tomu byl všemi členy představenstva písemně zmocněn. Podepisování se děje tak, že oprávněné osoby k vytištěné či napsané obchodní firmě společnosti připojí svůj podpis.

Dozorčí rada:

Předseda dozorčí rady: Ing. Petr Šatra, r.č. 600621/1387
Most, Jugoslávská 1785/36, PSČ 434 01

den vzniku funkce: 18.prosince 2008
den vzniku členství v dozorčí radě: 18.prosince 2008

Člen dozorčí rady: Kamil Marek, r.č. 680602/0133
Ústí nad Labem, Na Spálence 396/9, PSČ 400 01
den vzniku členství v dozorčí radě: 18.prosince 2008

Člen dozorčí rady: Štěpán Bittner, r.č. 480705/091
Liberec 6, Gagarinova 873, PSČ 460 06
den vzniku členství v dozorčí radě: 18.prosince 2008

Akcie:

62 475 ks kmenové akcie na majitele v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč

Základní kapitál: 62 475 000,- Kč
Splaceno: 100 %

Ostatní skutečnosti:

- Údaje o založení:
Akciová společnost byla založena podle § 172 obchodního zákoníku. Jediným zakladatelem společnosti je Fond národního majtku České republiky se sídlem v Praze 1, Gorkého náměstí 32, na který přešel majetek státního podniku Československý uranový průmysl Stráž pod Ralskem, o.z. GESTA.
V zakladatelské listině, učiněné ve formě notářského zápisu, bylo rozhodnuto o schválení jejich stanov a jmenování členů představenstva a dozorčí rady.
- Valná hromada dne 18.2.1993 rozhodla o změně stanov akciové společnosti v čl. 1, čl. 2, čl. 5, čl. 6, čl. 9, čl. 14 odst. 3, čl. 15 odst. 1.
- Valná hromada dne 25.8.1993 rozhodla o změně článků 10 odst. 2, 14 odst. 3i, 15 odst. 3, 20 odst. 2, 27 odst. 2, 29, 34 odst. 1, 45 odst. 1,2.

Tento výpis je neprodejný a byl pořízen na Internetu (<http://www.justice.cz>).

Dne: 19.03.10 13:32:27

Údaje platné ke dni 19.03.2010, 6:00

Příloha č. 2

**Účetní výkazy společnosti
k datu 28. února 2010**

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY
v plném rozsahu
ke dni 28.2.2010
(v celých tisících Kč)

Obchodní firma nebo jiný název
účetní jednotky

GESTA a.s. Rynoltice

Sídlo nebo bydliště účetní jednotky
a místo podnikání liší-li od bydliště

Rynoltice č.p. 149

Rynoltice

463 55

IČ
44569785

Označení a	TEXT b	Číslo řádku c	Skutečnost v účetním období	
			běžném 1	minulém 2
I.	Tržby za prodej zboží	01		
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02		
+	Obchodní marže (ř.01-02)	03		
II.	Výkony (ř.05+06+07)	04	7 344	3 071
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	7 344	3 071
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	06		
3.	Aktivace	07		
B.	Výkonová spotřeba (ř.09+10)	08	3 687	2 180
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	09	1 297	822
B.2.	Služby	10	2 390	1 358
+	Přidaná hodnota (ř.03+04-08)	11	3 657	891
C.	Osobní náklady (ř.13 až 16)	12	2 884	1 446
C.1.	Mzdové náklady	13	2 012	1 009
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14	124	62
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	693	348
C.4.	Sociální náklady	16	55	27
D.	Daně a poplatky	17	248	227
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	1 390	695
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř.20+21)	19	374	374
III. 1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	374	374
III. 2.	Tržby z prodeje materiálu	21		
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř.23+24)	22		
F. 1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23		
F.2.	Prodaný materiál	24		
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů	25	25	25
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	226	170
H.	Ostatní provozní náklady	27		
V.	Převod provozních výnosů	28		
I.	Převod provozních nákladů	29		
*	Provozní výsledek hospodaření (ř.11-12-17-18+19-22-25+26-27+(-28)-(-29))	30	-290	-958

Označení a	TEXT b	Číslo řádku c	Skutečnost v účetním období	
			běžném 1	minulém 2
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31		
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32		
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku (ř.34 až 36)	33		
VII.1	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách podléhajících konsolidaci	34		
VII.2	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	35		
VII.3	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	36		
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37		
K.	Náklady z finančního majetku	38		
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39		
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40		
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	41		
X.	Výnosové úroky	42	9	4
N.	Nákladové úroky	43		
XI.	Ostatní finanční výnosy	44		
O.	Ostatní finanční náklady	45	157	33
XII.	Převod finančních výnosů	46		
P.	Převod finančních nákladů	47		
*	Finanční výsledek hospodaření (ř.31-32+33+37-38+39-40+41+42-43+44)	48	-148	-29
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř.50+51)	49		
Q.1.	- splatná	50		
Q.2.	- odložená	51		
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř.30+48-49)	52	-438	-987
XIII.	Mimořádné výnosy	53		
R.	Mimořádné náklady	54		
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř.56+57)	55		
S.1.	- splatná	56		
S.2.	- odložená	57		
*	Mimořádný výsledek hospodaření (ř.53-54-55))	58		
W.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59		
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř.52+58-59)	60	-438	-987
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-) (ř.30+48+53-54)	61	-438	-987

Sestaveno dne:

15.03.2010

Podpisový záznam statutárního orgánu účetní jednotky
nebo podpisový záznam fyzické osoby, která je účetní jednotkou

Právní forma účetní jednotky
akciová společnost

Předmět podnikání
nakládání s odpady

Pozn.:

ROZVAHA
v plném rozsahu
ke dni 28.2.2010
(v celých tisících Kč)

Obchodní firma nebo jiný název účetní jednotky

GESTA a.s. Rynoltice

Sídlo nebo bydliště účetní jednotky
a místo podnikání liší-li od bydliště

Rynoltice č.p. 149

Rynoltice

463 55

IČ
44569785

označení a	AKTIVA b	Číslo řádku c	Běžné účetní období			Minulé úč. období Netto 4
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	
	AKTIVA CELKEM (ř.02+03+31+63)=ř.67	001	157 974	-86 042	71 932	71 497
A.	Podleadvky za upsany základni kapitál	002				
B.	Dlouhodobý majetek (ř. 04 +13 +23)	003	127 945	-81 990	45 955	46 650
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř.05 až 12)	004	1 005	-765	240	258
B. I. 1.	Zřizovací výdaje	005				
2.	Nehtmotné výsledky výzkumu a vývoje	006				
3.	Software	007	661	-533	128	141
4.	Ocniitelná práva	008				
5.	Goodwill (+/-)	009				
6.	Jiný dlouhodobý nehtmotný majetek	010	344	-232	112	117
7.	Nehtkončený dlouhodobý nehtmotný majetek	011				
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehtmotný majetek	012				
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř.14 až 22)	013	123 859	-81 225	42 634	43 311
B. II. 1.	Pozemky	014	1 419		1 419	1 419
2.	Stavby	015	73 347	-49 054	24 293	24 522
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	016	45 796	-32 171	13 625	14 073
4.	Pěšiletské celky trvalých porostů	017				
5.	Dospělá zvířata a jejich skupiny	018				
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019	17		17	17
7.	Nehtkončený dlouhodobý hmotný majetek	020	3 227		3 227	3 227
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	021	53		53	53
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku (+/-)	022				
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř.24 až 30)	023	3 081		3 081	3 081
B. III. 1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	024	3 081		3 081	3 081
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	025				
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	026				
4.	Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	027				
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	028				
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	029				
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	030				
C.	Oběžná aktiva (ř. 32+ 39 + 48 + 58)	031	29 634	-4 052	25 582	24 437
C. I.	Zásoby (ř.33 až 38)	032	786		786	490
C. I. 1.	Materiál	033	786		786	490
2.	Nedokončená výroba a polotovary	034				
3.	Výrobky	035				
4.	Mladčáa ostatní zvířata a jejich skupiny	036				
5.	Zboží	037				
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	038				

označení a	AKTIVA b	Číslo řádku c	Běžné účetní období			Minulé úč. období Netto 4
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	
C. II.	Dlouhodobé pohledávky (ř.40 až 47)	039	312		312	312
C. II. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	040	312		312	312
2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	041				
3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	042				
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	043				
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044				
6.	Dohadné účty aktivní	045				
7.	Jiné pohledávky	046				
8.	Odložená daňová pohledávka	047				
C. III.	Krátkodobé pohledávky (ř.49 až 57)	048	19 714	-4 052	15 662	14 609
C. III. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	049	18 414	-4 052	14 362	13 478
2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	050				
3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	051				
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	052				
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	053				
6.	Stát-daňové pohledávky	054	451		451	451
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	796		796	625
8.	Dohadné účty aktivní	056				
9.	Jiné pohledávky	057	53		53	55
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek (ř.59 až 62)	058	8 822		8 822	9 026
C. VI. 1.	Peníze	059	355		355	363
2.	Účty v bankách	060	8 467		8 467	8 663
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	061				
4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek	062				
D.	Časové rozlišení (ř.64+66)	063	395		395	410
D. I.	Náklady příštích období	064	395		395	410
D. I. 1.	Komplexní náklady příštích období	065				
2.	Příjmy příštích období	066				

označení a	PASIVA b	Řádek c	Stav v běžném účetním období 5	Stav v minulém účetním období 6
	PASIVA CELKEM (ř.68 +86 +119) = ř.001	067	71 932	71 497
A.	Vlastní kapitál (ř.69 + 73 +79 +82 + 85)	068	55 849	55 299
A. I.	Základní kapitál (ř.70 až 72)	069	62 475	62 475
A. I. 1.	Základní kapitál	070	62 475	62 475
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	071		
3.	Změny základního kapitálu (+/-)	072		
A. II.	Kapitálové fondy (ř.74 až 78)	073	1 605	1 605
A. II. 1.	Mísniční ážio	074		
2.	Ostatní kapitálové fondy	075		
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	076	1 605	1 605
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách společností	077		
5.	Rozdíly z přeměn společností	078		
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku (ř.80 až 81)	079		
A. III. 1.	Zákonný rezervní fond /nedělitelný fond	080		
2.	Statutární a ostatní fondy	081		
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let (ř.83 + 84)	082	-7 793	-7 793
A. IV. 1.	Nerozdělený zisk minulých let	083		
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	084	-7 793	-7 793
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období ř. 01-62-73-79-82-86-119)	085	-438	-988
B.	Cizí zdroje (ř.87+92+103+115)	086	16 083	16 198
B. I.	Rezervy (ř.88 až 91)	087	6 488	6 488
B. I. 1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	088	6 388	6 388
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	089		
3.	Rezerva na daň z příjmů	090		
4.	Ostatní rezervy	091	100	100
B. II.	Dlouhodobé závazky (ř.93 až 102)	092	1 400	1 400
B. II. 1.	Závazky z obchodních vztahů	093		
2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	094		
3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	095		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	096		
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	097		
6.	vydané dluhopisy	098		
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	099		
8.	lohadné účty pasivní	100		
9.	Jiné závazky	101		
10.	odložený daňový závazek	102	1 400	1 400
B. III.	Krátkodobé závazky (ř.104 až 114)	103	8 195	8 310
B. III. 1.	Závazky z obchodních vztahů	104	6 157	6 517
2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	105		
3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	106		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	107		
5.	Závazky k zaměstnancům	108	911	839
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	109	449	457
7.	Sml - daňové závazky a dotace	110	474	291
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	111		

označení a	PASIVA b	Řádek c	Stav v běžném účetním období 5	Stav v minulém účetním období 6
9.	Vydané dluhopisy	112		
10.	Dodavné účty pasivní	113		
11.	Jiné závazky	114	204	206
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř.116 až 118)	115		
B. IV. 1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	116		
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	117		
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	118		
C. I.	Časové rozlišení (ř.120 +121)	119		
C. I. 1.	Výdaje příštích období	120		
2.	Výnosy příštích období	121		

Sestaveno dne:

15.03.2010

Podpisový záznam statutárního orgánu účetní jednotky
nebo podpisový záznam fyzické osoby, která je účetní jednotkou

Právní forma účetní jednotky
akciová společnost

Předmět podnikání
nakládání s opdady

Pozn.:

Příloha č. 3

**Položky historických a plánovaných účetních
výkazů společnosti za období od
1. ledna 2005 do 31. prosince 2017**

VÝKAZ	2005	2006	2007	2008	2009	1-11/2010	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
I. Tržby za prodej zboží														
A. Obrátka marže														
II. Výnosy z výkonů	54 979	67 995	84 536	77 874	89 872	7 344	74 067	78 430	82 826	87 226	91 610	95 949	100 217	104 875
II.1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	54 879	67 446	84 343	77 574	89 796	7 344	74 067	78 430	82 826	87 226	91 610	95 949	100 217	104 875
II.2. Změna stavů zásob vlastní činnosti	0	549	-549	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
II.3. Aktivace	0	141	0	0	116	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B. Výkonová spotřeba	31 175	35 432	50 833	48 438	39 336	3 687	42 003	44 823	47 674	50 207	52 731	55 228	57 685	60 261
B.1. Spotřeba materiálu a energie	18 022	14 872	19 583	14 604	13 300	1 297	13 932	14 753	15 579	16 407	17 232	19 048	19 651	19 689
B.2. Služby	23 704	32 563	33 732	33 834	26 206	2 390	28 071	30 070	32 095	33 800	35 498	37 180	38 034	40 572
+ Přidaná hodnota	15 423	17 218	18 080	18 873	19 328	2 884	19 511	20 272	21 016	21 619	22 293	22 817	23 372	23 940
C.1. Ostatní náklady	10 902	12 141	12 770	12 940	13 628	2 012	13 764	14 284	14 704	15 345	15 652	15 997	16 365	16 741
C.2. Mzdové náklady	841	616	636	743	794	124	778	824	870	916	962	1 007	1 052	1 098
C.3. Odměny členům orgánů společnosti a družstva	3 811	4 276	4 492	4 519	4 612	693	4 880	4 957	5 090	5 217	5 322	5 439	5 564	5 692
C.4. Ostatní sociální náklady	169	185	202	271	284	55	289	308	323	340	357	374	391	408
D. Daně a poplatky	5 267	9 174	8 362	6 436	5 213	248	5 835	6 180	6 527	6 873	7 219	7 561	7 897	8 248
++ Provozní výsledek hospodářství + odpisy (EBITDA)	4 467	8 866	9 083	8 124	8 300	1 100	7 884	8 417	8 941	9 471	10 042	11 888	12 877	13 921
E. Odpisy dlouhodobého majetku	4 722	4 716	5 688	6 449	6 433	1 390	6 949	6 950	6 859	6 829	6 846	6 887	6 942	7 012
III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	13 443	6 811	6 711	15 002	733	374	374	0	0	0	0	0	0	0
III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku														
III.2. Tržby z prodeje materiálu	34	33	47	61	15	0	0	0	0	0	0	0	0	0
F. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a mate	10 193	4 909	4 837	11 998	750	0	374	0	0	0	0	0	0	0
F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	10 193	4 908	4 837	11 998	750	0	374	0	0	0	0	0	0	0
F.2. Zůstatková cena prodaného materiálu	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
G. Zúčtování rezerv a časového rozlišení provozních nákladů														
H. Zúčtování opravných položek do provozních nákladů	-98	466	3 372	425	-1 189	25	25	0	0	0	0	0	0	0
I. Zúčtování opravných položek do provozních výnosů														
VI. Ostatní provozní výnosy	1 286	1 524	2 028	2 554	1 763	226	1 895	2 008	2 120	2 233	2 345	2 456	2 566	2 680
VII. Ostatní provozní náklady	331	288	1 034	1 197	645	0	704	745	787	829	870	912	952	984
J. Převod provozních výnosů														
J.1. Převod provozních nákladů	2 869	4 150	3 395	1 275	1 867	-290	934	1 437	2 084	2 902	3 986	5 000	5 935	6 909
VIII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	115	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
K. Prodané cenné papíry a podíly	0	8 937	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IX. Vnosy z dlouhodobého finančního majetku														
IX.1. Vnosy z podílů v ovládaných a přidružených osobách														
IX.2. Vnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů														
IX.3. Vnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku														
X. Vnosy z krátkodobého finančního majetku														
XI. Zúčtování rezerv do finančních výnosů														
L. Tvorba rezerv na finanční náklady														
M. Zúčtování opravných položek do finančních výnosů														
N. Nákladové úroky	52	27	64	108	58	9	33	41	45	45	48	50	52	55
O. Ostatní finanční výnosy	266	64	360	258	63	6	60	174	266	455	608	689	720	720
P. Ostatní finanční náklady	112	204	208	91	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Q. Ostatní finanční výnosy	656	568	646	663	673	157	674	714	754	794	834	873	912	953
XX. Převod finančních výnosů														
P. Převod finančních nákladů	-758	-3 243	-924	-722	-875	-148	-650	-733	-885	-1 046	-1 241	-1 431	-1 549	-1 617
R.1. - splatná	699	852	-201	1 798	0	0	57	-535	-472	353	524	678	833	1 005
R.2. - odložená	163	287	-1 102	1 768	0	0	57	134	228	363	524	678	833	1 005
** Výsledek hospodářství za běžnou činnost	1 412	-5 945	2 562	-1 245	1 192	-438	228	1 239	1 571	1 503	2 232	2 891	3 553	4 286
XXI. Mimořádné výnosy														
XXII. Mimořádné náklady														
T.1. - splatná	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
T.2. - odložená	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
** Výsledek hospodářství celkem za účetní období	1 412	-5 945	2 562	-1 245	1 192	-438	228	1 239	1 571	1 503	2 232	2 891	3 553	4 286
*** Výsledek hospodářství před zdaněním	2 111	-5 083	2 461	-853	1 192	-438	285	704	1 199	1 856	2 766	3 569	4 386	5 292

Příloha č. 4

**Finanční analýza finanční historie a finančního
plánu společnosti za období od
1. ledna 2005 do 31. prosince 2017**

Finanční analýza: Základní poměrové ukazatele	2005	2006	2007	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p
1. RENTABILITA (účetní)													
1.1 ROIC (EBIT/(VK+CK))	4,6%	-8,2%	4,6%	1,4%	2,2%	0,5%	1,3%	2,1%	3,1%	4,3%	5,1%	5,9%	6,7%
1.2 ROA (EBIT/AVK)	3,5%	-6,2%	3,1%	0,9%	1,6%	0,4%	0,9%	1,5%	2,3%	3,2%	3,9%	4,5%	5,0%
1.3 ROE (EAT/AVK)	2,9%	-11,4%	4,9%	-2,3%	2,1%	0,4%	2,1%	2,8%	2,5%	3,5%	4,4%	5,1%	5,8%
1.4 ROS (zisková marže = EAT/tržby)	2,6%	-8,7%	3,1%	-1,6%	1,7%	0,3%	1,6%	2,0%	1,7%	2,4%	3,0%	3,5%	4,1%
1.5 ROR (zisková rozpětí = EBIT/výnosy)	3,4%	-9,5%	2,9%	0,9%	1,7%	0,4%	0,9%	1,6%	2,4%	3,4%	4,2%	4,9%	5,6%
2. LIKVIDITA (účetní)													
2.1 Běžná (ceková) likvidita L3	1,08	2,03	1,12	1,71	2,41	2,16	2,37	2,63	2,70	2,87	3,05	3,15	3,25
2.2 Pohorová (rychlá) likvidita L2	1,05	1,97	1,09	1,68	2,35	2,12	2,33	2,49	2,66	2,83	3,01	3,11	3,21
2.3 Okamžitá (peněžní) likvidita L1	0,38	0,80	0,50	0,57	0,89	0,88	1,09	1,25	1,42	1,59	1,77	1,86	1,97
2.4 Okamžitá (peněžní) likvidita L1 provozně nutná	0,38	0,50	0,50	0,60	0,60	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
2.5 WCS (pracovní kapitál/tržby)	0,95	0,16	0,05	0,17	0,18	0,18	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
3. AKTIVITA (ke konci rpbk)													
3.1 Obrat aktiv 1 (versus tržby)	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
3.2 Obrat aktiv 2 (versus výnosy)	1,0	0,9	1,0	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
3.3 Obrat zásob (versus tržby)	131,3	76,3	112,8	142,9	92,4	117,5	117,5	117,5	117,5	117,5	117,5	117,5	117,5
3.4 Obrat materiálu (v. náklady na spotřebu materiálu a energie)	31,3	44,6	26,0	29,9	17,4	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1
3.8 Doba inkasa krátkodobých pohledávek 1 (v. tržby)	71,4	86,0	60,7	103,5	87,3	95,4	95,4	95,4	95,4	95,4	95,4	95,4	95,4
3.9 Doba inkasa krátkodobých pohledávek 2 (v. výnosy)	56,1	75,6	53,9	84,1	84,0	92,5	93,0	93,0	93,0	93,0	93,0	93,0	93,0
3.10 Doba úhrady krátkodobých závazků 1 (v. náklady bez odpisů)	111,9	80,3	110,7	97,4	85,0	83,7	83,7	83,7	84,1	84,8	85,3	85,7	86,2
3.11 Doba úhrady krátkodobých závazků 2 (v. náklady)	85,4	60,3	93,2	75,2	68,8	74,8	76,1	76,4	76,2	76,8	77,2	77,6	78,1
3.12 Doba úhrady krátkodobých závazků 3 (v. tržby)	106,4	74,0	102,1	93,7	80,1	75,9	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9
4. STRUKTURA KAPITÁLU (účetní)													
4.1 Celková zadluženost (Cizí zdroje/Passive)	28,1%	35,9%	40,0%	36,5%	28,0%	29,8%	32,0%	33,8%	36,0%	37,6%	38,8%	39,5%	37,9%
4.2 Zadluženost vlastního kapitálu (Cizí zdroj/VK)	39,1%	55,9%	68,8%	57,5%	38,1%	42,4%	47,0%	51,0%	56,1%	60,3%	63,5%	62,5%	61,1%
4.3 Úrokové zatížení (nákladové úroky/(EAT+nákladové úroky))	15,9%	-1,4%	11,9%	-26,1%	-5,0%	-3,8%	4,6%	9,4%	16,5%	16,9%	17,4%	16,2%	14,4%
4.4 Úrokové krytí 1 (EBIT/nákladové úroky)	8,94	-59,63	7,84	3,14	19,92	32,52	12,71	7,89	7,23	7,08	6,87	7,37	8,35
4.5 Úrokové krytí 2 (EBITDA/nákladové úroky)	7,94	-60,63	6,84	2,14	18,92	31,52	11,71	6,89	6,23	6,08	5,87	6,37	7,35

Příloha č. 5

**Odhad výdajů na investice společnosti
pro účely metody DCF**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nehmotný dlouhodobý majetek - netto	0	281	701	488	276	240	263	256	254	255	257	259	202
Hmotný dlouhodobý majetek - netto (bez OR k NM)	47 678	50 199	60 484	47 776	43 688	42 634	42 164	41 094	40 751	40 849	41 229	41 584	42 030
Dlouhodobý provozní nutný majetek - netto	47 678	50 199	61 165	48 266	44 264	42 874	42 428	41 341	41 005	41 204	41 487	41 844	42 295
Odpsý (bez OR k NM)	4 482	4 716	5 688	6 849	6 433	1 390	6 649	6 980	6 853	6 846	6 887	6 942	7 012
Opodvoje (zůstatková cena)	10 193	4 908	4 637	11 998	750	0	374	0	0	0	0	0	0
Vyřazení (zůstatková cena)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investice do dlouhodobého majetku (brutto)	62 353	12 435	21 070	5 928	3 181	0	5 487	5 893	5 522	6 828	7 170	7 300	7 462

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Výdaje na investice do pracovního kapitálu													
Zásoby	418	884	753	543	755	786	690	689	705	742	817	853	891
Dlouhodobé pohledávky (pracovní)	562	312	312	312	312	312	312	312	312	312	312	312	340
Krátkodobé provozné nutné pohledávky	10 880	15 117	14 312	22 297	16 912	15 692	19 828	20 784	21 949	23 115	25 427	28 558	27 739
Krátkodobé provozné nutné finanční majetek	6 216	8 928	11 984	10 087	5 822	4 087	7 911	8 377	8 848	9 784	10 248	10 704	11 180
Ostatní aktiva	1 337	914	1 002	851	488	398	654	654	654	654	654	683	713
Dlouhodobé závazky (pracovní)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé provozné nutné závazky	16 223	13 856	24 084	20 194	11 645	8 195	15 822	16 754	17 692	18 632	20 496	21 408	22 360
Ostatní pasiva	0	125	24	25	25	0	25	25	25	25	25	26	27
Provozně nutný pracovní kapitál	3 190	11 174	4 235	13 881	12 587	13 057	13 288	14 016	14 748	15 482	16 213	17 690	18 477
Investice do pracovního kapitálu (netto)	3 190	7 964	6 939	9 646	1 264	470	701	727	733	734	723	753	787

Příloha č. 6

**Odhad výše diskontních měr společnosti
pro účely DCF entity
(model WACC)**

GESTA a.s. Rynoltice
Odhad diskontních měr
Model WACC pro metodu DCF entity

Prémie za riziko kapitálového trhu v USA	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2017p a dále
Základní (dle nejvyššího ratingu agentury Moody's Aaa)	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Nezadlužený beta koeficient odvětví v USA	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91
Očekávaná průměrná tržní zadluženost společnosti ke konci období	0,84%	0,77%	7,57%	13,14%	17,75%	21,80%	25,54%	25,34%	25,34%	25,34%
Očekávaná průměrná sazba daně z příjmů právnických osob	21,00%	20,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Zadlužený beta koeficient dle zadluženosti společnosti	0,91	0,92	0,92	0,97	1,02	1,07	1,12	1,16	1,16	1,16
Celková	4,10%	4,12%	4,12%	4,37%	4,60%	4,81%	5,02%	5,23%	5,22%	5,22%

Celková prémie za riziko vlastního kapitálu	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2017p a dále
Prémie za riziko kapitálového trhu v USA	4,10%	4,12%	4,12%	4,37%	4,60%	4,81%	5,02%	5,23%	5,22%	5,22%
Dodatečná prémie za riziko kapitálového trhu země (dle ratingu ČR)	1,35%	1,35%	1,35%	0,90%	0,90%	0,90%	0,45%	0,45%	0,45%	0,45%
Prémie za riziko inflace v zemi (inflační diferenciál ČR versus USA)	1,40%	-0,70%	0,70%	0,20%	0,10%	-0,20%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Prémie za další specifická systematická rizika celkem	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Celková	8,85%	6,77%	8,17%	7,47%	7,60%	7,51%	7,47%	7,68%	7,67%	7,67%

Náklady na vlastní kapitál (n _{VK})	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2017p a dále
"Bezriziková" míra výnosnosti (10-leté US T-bonds)	3,94%	4,10%	4,36%	4,70%	4,97%	4,97%	4,97%	4,97%	4,97%	4,97%
Celková prémie za riziko vlastního kapitálu	8,85%	6,77%	8,17%	7,47%	7,60%	7,51%	7,47%	7,68%	7,67%	7,67%
Náklady na VK	12,7%	10,9%	12,5%	12,2%	12,6%	12,5%	12,4%	12,7%	12,6%	12,6%

Náklady na cizí kapitál (n _{CK})	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2017p a dále
"Bezriziková" míra výnosnosti (1M PRIBOR)	1,3%	1,4%	1,8%	2,1%	2,3%	2,7%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Celková prémie za riziko cizího kapitálu	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Náklady na CK	2,9%	3,0%	3,4%	3,7%	3,9%	4,3%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%

Celkové náklady na kapitál (WACC)	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2017p a dále
Očekávaná sazba daně z příjmů PO (d)	21,0%	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Náklady vlastního kapitálu (n _{VK})	12,7%	10,9%	12,5%	12,2%	12,6%	12,5%	12,4%	12,7%	12,6%	12,6%
Náklady cizího kapitálu (n _{CK})	2,9%	3,0%	3,4%	3,7%	3,9%	4,3%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Náklady cizího kapitálu upravené o daňový štít	2,3%	2,4%	2,8%	3,0%	3,2%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Celková současná hodnota za I. fázi	8 106	7 966	7 975	8 177	8 098	7 310	5 699	3 292	0	0
Celková současná hodnota za II. fázi	27 931	30 947	34 784	38 785	43 206	47 915	52 842	58 442	64 479	64 479
Celková hodnota provozního kapitálu ke konci období (K)	36 037	38 913	42 759	46 961	51 304	55 225	58 642	61 733	64 479	64 479
Cizí kapitál pro provoz ke konci období (CK)	301	301	3 236	6 171	9 106	12 041	14 976	15 642	16 338	16 338
Vlastní kapitál pro provoz ke konci období (VK)	35 736	38 612	39 523	40 790	42 198	43 184	43 666	46 091	48 141	48 141
Tržní zadluženost ke konci období (CK/K)	0,8%	0,8%	7,6%	13,1%	17,7%	21,8%	25,5%	25,3%	25,3%	25,3%
Celkové náklady na kapitál (diskontní míry)	7,5%	10,8%	12,4%	11,5%	11,4%	10,9%	10,5%	10,4%	10,3%	10,3%

Příloha č. 7

**Odhad hodnoty společnosti
metodou DCF entity**

Upravený výkaz zisku a ztráty

ROK	SKUTEČNOST			I. FÁZE					II. FÁZE	
	2008	2010	2010	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2017p a dále
Upravené provozní výnosy z toho:	71 696	75 936	80 479	84 888	89 805	94 003	98 456	102 835	107 410	
útržby za prodej zboží	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
výnosy za výkon	69 756	74 087	78 430	82 825	87 226	91 610	95 949	100 217	104 673	
aktivační a změna stavu zásob vlastní výroby	116	0	0	0	0	0	0	0	0	
ostatní provozní výnosy	1 783	1 898	2 008	2 120	2 233	2 348	2 458	2 598	2 680	
výnosové úroky (z provozního rutinního finančního majetku)	58	33	41	43	45	48	50	52	55	
ostatní finanční výnosy	3	0	0	0	0	0	0	0	0	
Upravené provozní náklady z toho:	-71 828	-75 678	-79 715	-83 615	-87 351	-90 792	-94 278	-97 780	-101 399	
prodané zboží	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
výkonová spotřeba	-39 336	-42 003	-44 823	-47 874	-50 207	-52 731	-55 228	-57 685	-60 251	
osobní náklady	-19 528	-20 864	-21 272	-21 015	-21 619	-22 283	-22 817	-23 372	-23 840	
opisy	-6 433	-1 360	-6 949	-6 858	-6 980	-6 846	-6 897	-6 842	-7 012	
ostatní provozní náklady	-5 858	-248	-8 225	-7 813	-7 702	-8 059	-8 472	-8 849	-9 243	
ostatní finanční náklady	-673	-167	-674	-754	-794	-834	-873	-912	-953	
Upravený HV z provozní činnosti před daněmi a úroky	68	-787	319	1 373	2 154	3 210	4 177	5 075	6 011	

Modelové zdanění

Modelový základ daně z příjmů	68	-787	319	1 373	2 154	3 210	4 177	5 075	6 011
Daněová sazba	21,0%	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Modelová daň z příjmů	-14	0	64	-261	-409	-610	-784	-964	-1 142
Modelový HV z provozní činnosti po zdanění před úroky (MPHV)	54	-787	255	1 112	1 745	2 600	3 394	4 111	4 869

Volné peněžní toky (free cash-flow)

Modelový HV z provozní činnosti po zdanění před úroky (MPHV)	54	-787	255	1 112	1 745	2 600	3 394	4 111	4 869
Opisy (O)	6 433	1 360	6 949	6 858	6 980	6 846	6 897	6 842	7 012
investice do dlouhodobého majetku (I _{DM})	-3 161	0	-5 487	-6 522	-6 828	-7 045	-7 170	-7 300	-7 462
investice do pracovního kapitálu (I _{WC})	1 294	-470	-701	-733	-734	-731	-723	-753	-787
Volné peněžní toky (FCF entity)	4 600	133	1 016	715	1 011	1 671	2 378	3 000	3 632

I. fáze

ROK	2009	2010	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2017p a dále
FCF entity	4 600	133	1 016	979	715	1 011	1 671	2 378	3 632
WACC (diskontní míra)	7,5%	10,8%	10,8%	12,4%	11,5%	11,4%	10,9%	10,5%	10,3%
diskontní faktor	1,000	0,981	0,903	0,803	0,720	0,646	0,583	0,478	0,433
současná hodnota v jednotlivých letech	4 600	132	917	786	515	654	974	1 434	1 573
Celková současná hodnota za I. fázi	27 931								

II. fáze

Diskontní míra (WACC)	10,33%
Růstový koeficient (g)	4,45%
Celková míra kapitalizace (WACC - g)	5,88%
Renabilita ročních netto investic (I)	17,50%
Planování rentia (FCF entity) v roce 2015 (FCF ₁₅)	3 793
Celková budoucí pokračující hodnota k 31. 12. 2017 (PH)	64 475
Celková současná hodnota za II. fázi	64 475

Celková provozní hodnota společnosti (za I. a II. fázi) **36 037**

Hodnota cizího kapitálu potřebného pro provoz
Celková hodnota čistho kapitálu potřebného pro provoz **301**

Provozní hodnota společnosti pro společníky **35 736**

Provozní hodnota společnosti pro společníky **38 642**

Provozní hodnota společnosti pro společníky **36 201**

Hodnota majetku a závazků nepotřebných pro provoz

Hodnota dlouhodobého finančního neprovozního majetku **2 823**

Hodnota krátkodobého finančního neprovozního majetku **4 807**

Celková hodnota identifikovaného neprovozního majetku **7 730**

Hodnota ČOM společnosti pro společníky **43 931**

Příloha č. 8

Odhad hodnoty společnosti likvidační metodou

	účetní hodnota 31.12.2008	účetní hodnota 31.12.2009	účetní hodnota 28.2.2010	likvidační hodnota 28.2.2012
1. HODNOTA DLOUHODOBÉHO A MIMOBILANČNÍHO MAJETKU	51 659	47 657	46 267	44 510
a) Stáa aktiva	51 347	47 345	45 955	44 245
- Software	310	154	128	64
- Ostatní nehmotný majetek	178	122	112	56
- Pozemky	1 419	1 419	1 419	1 845
- Stavby	21 595	24 750	24 293	23 379
- Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	12 925	14 522	13 625	14 597
- Pěstelské celky trvalých porostů	0	0	0	0
- Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0
- Jiný dlouhodobý hmotný majetek	17	17	17	14
- Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	11 822	3 227	3 227	1 614
- Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	53	53	45
- Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	0	0	0	0
- Podíly v ovládaných a řízených osobách	3 081	3 081	3 081	2 631
- Podíly v osobách pod podstatným vlivem	0	0	0	0
- Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0
- Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0
b) Dlouhodobé pohledávky	312	312	312	265
- Dlouhodobé pohledávky z obchodního styku včetně poskytnutých záloh	312	312	312	265
- Stát – odložená daňová pohledávka	0	0	0	0
- Jiné pohledávky	0	0	0	0
c) Mimobilanční majetek	0	0	0	0

	16 075	16 858	17 470	14 006
2. HODNOTA PRACOVNÍHO KAPITÁLU	35 294	28 528	25 665	22 201
Krátkodobá pracovní aktiva celkem	35 294	28 528	25 665	22 201
a) Zásoby	543	755	786	629
- Materiál	543	755	786	629
- Nedokončená výroba a polotovary	0	0	0	0
- Výrobky	0	0	0	0
- Zvířata	0	0	0	0
- Zboží	0	0	0	0
- Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0
b) Krátkodobé pohledávky	22 297	16 912	15 662	12 552
- Pohledávky z obchodních vztahů	20 971	15 787	14 362	11 568
- Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0
- Pohledávky za osobami pod podstatným vlivem	0	0	0	0
- Stát – daňové pohledávky	733	535	451	451
- Krátkodobé poskytnuté zálohy	582	590	796	500
- Dohadné účty aktivní	0	0	0	0
- Jiné pohledávky	11	0	53	33
c) Finanční majetek	11 603	10 405	8 822	8 822
- Peníze	360	438	355	355
- Účty v bankách	11 243	9 967	8 467	8 467
- Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0
d) Časové rozlišení aktivní	851	456	395	198
- Náklady příštích období	851	456	395	198
- Příjmy příštích období	0	0	0	0
Krátkodobá pasiva celkem	-20 219	-11 670	-8 195	-8 195
a) Krátkodobé závazky	-20 194	-11 645	-8 195	-8 195
- Závazky z obchodních vztahů	-17 972	-9 398	-6 157	-6 157
- Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0
- Závazky k osobám pod podstatným vlivem	0	0	0	0
- Závazky ke společníkům a sdružení	0	0	0	0
- Závazky k zaměstnancům	-876	-914	-911	-911
- Závazky ze soc. zabezpečení	-499	-513	-449	-449
- Stát – daňové závazky	-321	-554	-474	-474
- Krátkodobé přijaté zálohy	-128	0	0	0
- Dohadné účty pasivní	-398	-266	-204	-204
- Jiné závazky	0	0	0	0
b) Časové rozlišení pasivní	-25	-25	0	0
- Výdaje příštích období	0	0	0	0
- Výnosy příštích období	-25	-25	0	0

	-11 543	-5 723	-7 989	-6 488
3. HODNOTA NEPRACOVNÍHO (ZÍŇNÍHO) KAPITÁLU	-11 543	-5 723	-7 989	-6 488
a) Bankovní úvěry a výpomoci	-3 146	-301	0	0
- Dlouhodobé bankovní úvěry	0	0	0	0
- Běžné bankovní úvěry	-3 146	-301	0	0
- Krátkodobé bankovní výpomoci	0	0	0	0
b) Dlouhodobé závazky	-1 369	-1 369	-1 400	0
- Stát – odložený daňový závazek	-1 369	-1 369	-1 400	0
- Jiné závazky	0	0	0	0
c) Rezervy	-7 028	-6 463	-6 488	-6 488
- Rezervy zákonné	-6 866	-6 363	-6 388	-6 388
- Ostatní rezervy	-162	-100	-100	-100
d) Mimobilanční závazky	0	0	0	0

4. NÁKLADY LIKVIDACE 6 700

Hodnota společnosti k datu rozdělení likvidačního zůstatku před zdaněním	45 328
Modelový základ daně z příjmů právnických osob	0
Očekávaná průměrná sazba daně z příjmů právnických osob	p.a. 19,00%
Modelová daň z příjmů právnických osob	0
Hodnota společnosti k datu rozdělení likvidačního zůstatku	45 328

Datum rozdělení likvidačního zůstatku	28.2.2012
Datum ocenění	28.2.2010
Počet let likvidace	2,0
Očekávané průměrné náklady VK pro likvidaci	p.a. 12,4%
diskontní faktor pro VK za celou dobu likvidace	0,792

Hodnota ČOM společnosti pro společníky 35 910

Příloha č. 9

**Závěrečné shrnutí a konečný odhad hodnoty
oceňovaného balíku akcií společnosti**

Metoda	Hodnota ČOM společnosti	Hodnota ČOM na akcii v JH 1 000 Kč	Váha
Přístup výnosový (metoda DCF entity)	43 931 000	703	1
Přístup majetkový (metoda likvidační hodnoty)	35 910 000	575	0
Přístup majetkový (metoda účetní hodnoty)	55 849 000	894	0
Výsledná hodnota	43 931 000	703	

Počet jmenovitých hodnot 1 000 Kč v oceňovaném balíku akcií	7 700
Odhad hodnoty ČOM připadající na oceňovaný balík akcií	5 413 000

Sražka za menšinový podíl (podíl na ZK společnosti do 10 %)	-25%
Odhad hodnoty oceňovaného balíku akcií	4 060 000

Počet jmenovitých hodnot 1 000 Kč v oceňovaném balíku akcií	7 700
Odhad hodnoty jmenovité hodnoty 1 000 Kč v oceňovaném balíku	527

