

Posudek č. 0810/06 ústavu kvalifikovaného pro znaleckou činnost

**Ocenění akcií emitovaných společností OKULA Nýrsko a.s.
za účelem zjištění ceny předmětu dražby dle § 13 odst. 1 zákona o veřejných dražbách**

Objednatel: Obchodní společnost WEST BROKERS, a.s. Plzeň, Purkyňova 25, č.p. 1008, PSČ 301 00
IČ: 64832341, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Plzni, v oddílu B,
vložka 1004

Zhotovitel: Obchodní společnost PROSCON, s.r.o., ústav kvalifikovaný pro znaleckou činnost v oboru
ekonomika, Praha 4, Na Zlatnici 13, IČ: 49356381 zapsaný v obchodním rejstříku vedeném
Městským soudem v Praze, oddíl C., vložka 19831

Účel ocenění: Určení ceny akcií společnosti OKULA Nýrsko a.s., pro účely zjištění ceny předmětu dražby dle
§ 13 odst. 1 zákona o veřejných dražbách

Posudek zpracovali a vysvětlení mohou podat: Ing. Naděžda Krátká a RNDr. Václav Šubrta, CSc.

Posouzení bylo provedeno ke dni: 30. 6. 2006

Datum vypracování znaleckého posudku: 18. 8. 2006

Znalecký posudek je vyhotoven ve 4 exemplářích, z toho 3 předány objednateli a obsahuje 55 stran textu včetně
titulní stránky, obsahu, znalecké doložky a 7 stran příloh.

Obsah:

I.	Nález	1
1.1.	Popis předmětu ocenění a vymezení účelu ocenění	1
1.2.	Zdroje použitých informací	1
1.3.	Použitá literatura	1
1.4.	Předpoklady a omezující podmínky tohoto ocenění	1
1.5.	Popis oceňované společnosti	2
1.5.1.	Historie podniku	2
1.5.2.	Výrobní program	2
1.5.3.	Statutární orgány oceňované společnosti	4
1.6.	Popis hospodářských výsledků společnosti	4
1.6.1.	Rozvaha	4
1.6.2.	Výkaz zisků a ztrát	7
1.6.3.	Aktiva k datu ocenění	8
1.7.	Finanční analýza Rozvahy a Výkaz zisku a ztrát za poslední tři uzavřené účetní období	10
1.8.	Teoretická východiska (popis principu a postupu nejpoužívanějších metod používaných při oceňování podniků resp. jejich akcií)	10
1.8.1.	Přehled metod	10
1.8.2.	Majetkové metody	10
1.8.2.1.	Hodnota vlastního kapitálu dle účetnictví	10
1.8.2.2.	Substanční metoda	11
1.8.2.3.	Likvidační hodnota	11
1.8.3.	Tržní metody	11
1.8.3.1.	Ocenění na základě tržní kapitalizace	11
1.8.3.2.	Ocenění na základě srovnatelných podniků	11
1.8.3.3.	Ocenění na základě srovnatelných transakcí	11
1.8.3.4.	Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu	12
1.8.3.5.	Ocenění na základě dosahovaných výsledků v konkurenčních podnicích	12
1.8.3.6.	Definice hodnoty, jejíž zjištění je účelem posudku	12
1.8.4.	Výnosové metody	12
1.8.4.1.	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	12
1.8.4.2.	Metoda Diskontovaného Cash Flow	13
1.8.4.2.1.	Základ metody	13
1.8.4.2.2.	Dva přístupy: Equity a Entity	13
1.8.4.2.3.	Náklady kapitálu - metoda WACC	13
1.8.4.2.3.1.	Kapitálová struktura firmy	14
1.8.4.2.4.	Náklady na cizí kapitál	15
1.8.4.2.4.1.	Náklady emitovaných dluhopisů	15
1.8.4.2.4.2.	Náklady dlouhodobých bankovních úvěrů	16
1.8.4.2.5.	Náklady vlastního kapitálu	16
1.8.4.2.5.1.	Odhad nákladů na vlastní kapitál	16
1.8.4.2.5.2.	Náklady na vlastní kapitál - model oceňování kapitálových aktiv CAPM (měření portfolia)	16
1.8.4.2.5.3.	Stavebnicové modely	19
1.8.4.2.5.4.	Model APT (arbitrage pricing theory) – model arbitrážního oceňování	22
1.8.4.2.5.5.	Dividendový model	22
1.8.4.2.5.6.	Tržní model	22
1.8.4.2.6.	Úprava rozvahy plynoucí z potřeby určit náklady na kapitál	22
1.8.4.2.7.	Co se diskontuje	22
1.8.4.2.8.	Pokračující hodnota	22
1.8.4.2.8.1.	Gordonův model	22
1.8.4.2.8.2.	Parametrický model	22
1.8.4.2.9.	Závěrečný výpočet ocenění	23
2.	Posudek	23
2.1.	Strategická analýza	23
2.1.1.	Vnější potenciál	23
2.1.1.1.	Národní hospodářství	23
2.1.1.2.	Trendy ve vývoji ekonomiky ČR	23
2.1.1.3.	Monitoring predikcí	24
2.1.1.4.	Silné a slabé stránky ekonomiky ČR	24
2.1.1.5.	Odvětví	25
2.1.2.	Strategické informace týkající se vývojového potenciálu trhu	25
2.1.2.1.	Legislativní rámec pro podnikání, novely, nařízení, směrnice EU a podnikání na trhu v ČR	25
2.1.2.2.	Rozbor relevantních trhů	25
2.1.3.	Vývojový potenciál relevantního trhu	25
2.1.3.1.	Konkurence v oblasti standardních výrobků	25

2.1.3.1.1.	Konkurence v ČR	25
2.1.3.1.2.	Konkurence v Evropě	25
2.1.3.1.3.	Konkurence ve světě	25
2.1.3.2.	Konkurence v oblasti zákaznických výrobků a komponentů	25
2.1.3.2.1.	Konkurence v ČR	25
2.1.3.2.2.	Konkurence v zahraničí	25
2.1.3.3.	Slabé stránky společnosti	25
2.1.3.4.	Silné stránky společnosti	26
2.1.3.5.	Perspektivy a budoucnost oboru	26
2.1.4.	Zahraniční obchod	26
2.1.5.	Reakce tržeb na růst ekonomiky	26
2.1.6.	Závěry strategické analýzy k perspektivnosti podniku	26
2.2.	Výběr vhodných metodik pro toto ocenění	27
2.3.	Ocenění na základě účetní hodnoty vlastního kapitálu	27
2.3.1.	Výsledek ocenění na základě hodnoty vlastního kapitálu vykazovaného v účetnictví	27
2.4.	Ocenění na základě analýzy výnosů - metoda kapitalizovaných čistých výnosů	27
2.4.1.	Použití metody kapitalizovaných čistých výnosů	27
2.4.2.	Výpočet na základě dosavadních hospodářských výsledků oceňované společnosti	27
2.4.3.	Popis a ocenění provozně nepotřebného majetku	28
2.4.4.	Výsledek ocenění na základě analýzy výnosů metody čistých kapitalizovaných výnosů	29
2.5.	Ocenění metodou zjištění likvidační hodnoty	29
2.5.1.	Ocenění aktiv	29
2.5.2.	Výsledek ocenění na základě likvidační metody	37
2.6.	Ocenění společnosti OKULA Nýrsko a.s. zjištěné na základě diskontovaného volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele na základě upraveného znalci podnikatelského plánu společnosti zvýšené o hodnotu majetku, který není provozně nutný pro podnikatelskou činnost	37
2.6.1.	Použitý software	37
2.6.2.	Předpoklady ocenění	37
2.6.2.1.	Výkaz zisku a ztrát	37
2.6.2.2.	Rozvaha	37
2.6.3.	Vymezení neprovozního majetku	37
2.6.4.	Finanční analýza – výpočty a hodnocení	38
2.6.4.1.	Závěry znalce k analýze generátorů hodnoty	42
2.6.5.	Vypočtené údaje	43
2.6.6.	Výsledek ocenění metodou diskontovaných volných peněžních toků (DCF) pro vlastníky a věřitele dle upraveného plánu OKULA Nýrsko a.s. s rozdělením roku 2006	48
3.	Výsledné ocenění	49
3.1.	Znalecké určení hodnoty akcií	49
3.2.	Výsledná hodnota společnosti OKULA Nýrsko a.s.	49
3.3.	Určení hodnoty jedné akcie o jmenovité hodnotě 1000,- Kč emitované společností OKULA Nýrsko a.s. pro účely zjištění ceny předmětu dražby dle § 13 odst. 1 zákona o veřejných dražbách	49
4.	Závěrečný výrok	50
5.	Přílohy:	51

1. Nález

1.1. Popis předmětu ocenění a vymezení účelu ocenění

Zhotovitel vypracuje tento znalecký posudek za účelem zjištění ceny předmětu dražby dle § 13 odst. 1 zákona o veřejných dražbách.

1.2. Zdroje použitých informací

Šetření bylo provedeno na základě relevantních dokumentů, které byly předány vedením společnosti MEVA a.s.

Dále byla použita data z publikovaných zdrojů Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, Ministerstva financí ČR a z dalších zdrojů zveřejněných na internetu.

K dispozici byly následující hlavní dokumenty

- Internetový výpis z obchodního rejstříku ze dne 10. 5. 2006
- Rozvaha a výkaz zisků a ztrát k 30. 6. 2006
- Výroční zpráva za rok 2003, 2004, 2005
- Plán pro banku na rok 2006 a 2007
- Rozvaha a výkaz zisku a ztrát OKULA SLOVAKIA s.r.o. za poslední tři období
- Konsolidovaná účetní závěrka za roky 2003 – 2005
- Doplnující informace od pověřených osob podané v průběhu zpracování posudku
- Plán předpokládaných investic

1.3. Použitá literatura

1. Mařík M.: Určování hodnoty firem, *Ekopress, Praha 2003*
2. Kislíngrová E.: Oceňování podniku, *C.H Beck Praha 2001*
3. R.A Brealey, S.C.Myers: Teorie a praxe firemních financí, *Victoria Publishing Praha 1992*
4. Obchodní zákoník, *Zákon čl. 513/1991 Sb. v platném znění*
5. Zákon o oceňování majetku, *Zákon č. 151/1997 Sb. v platném znění*
6. Databáze Ministerstva spravedlnosti ČR (obchodní rejstřík). *INTERNET, www.justice.cz*
7. Analýzy vývoje ekonomiky ČR a odvětví v působnosti MPO Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, Praha 1998 až 2005
8. Predikace makroekonomického vývoje na rok 2006 MF ČR

1.4. Předpoklady a omezující podmínky tohoto ocenění

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

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

1.5. Popis oceňované společnosti

1.5.1. Historie podniku

Akciová společnost OKULA Nýrsko je stabilní český podnik s dlouholetou tradicí výroby brýlových obrub a zpracování plastických hmot. Základy ke vzniku současného moderního závodu, vybaveného dynamickým a výkonným týmem pracovníků, vlastním vývojovým pracovištěm, technickým a technologickým zázemím, byly položeny již v roce 1895. V tomto roce zde začala vyrábět malá firma WILHELM EKSTEIN a spol. brýlové obruby z niklu, double, zlata, kaučuku, rohoviny a želvoviny.

Akciová společnost OKULA Nýrsko vznikla 1. 5. 1992 v rámci první vlny kupónové privatizace. K 1. 7. 1995 byla ukončena privatizace této společnosti. Hlavním akcionářem se stala společnost OPTIPLAST Nýrsko spol. s r.o. V současnosti firma rozvíjí následující výrobní obory – vlastní plastikářskou výrobu, výrobu vstříkovacích forem a zároveň produkuje tradiční brýlové obruby.

Dominantním sortimentem nýrského závodu jsou výrobky z plastů zhotovené vstříkáním a vyfukováním do forem. V současné době přesahují 65 % celkového odbytu a jejich význam neustále roste.

1.5.2. Výrobní program

Plasty - podíl na výrobě 76 %

Nejdelší tradici ve zpracování plastů nabízí OKULA Nýrsko v oblasti farmacie a kosmetiky. S výrobky z OKULY se zákazníci setkávají prakticky denně již po dobu téměř čtyřiceti let. Tato odvětví kladou velký důraz na spojení funkčnosti a designu. Díky vlastnímu technickému pracovišti a nástrojárně s dlouholetými zkušenostmi je firma schopna zrealizovat téměř všechna přání zákazníků.



Kromě standardního sortimentu jsou dnes nabízeny i vysoce atraktivní a technicky propracované obaly v široké škále barevnosti a použitých materiálů, včetně povrchových úprav. V posledních letech OKULA vsadila, kromě stálých tuzemských zákazníků, na spolupráci s náročnými zahraničními partnery ze zemí EU, popř. s tuzemskými nadnárodními firmami.

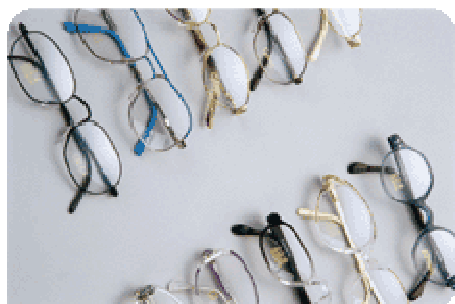
Rozsáhlé investice do technologického vybavení umožnily vstup do oblasti dodavatelů elektrotechnického průmyslu. Zavedení linky na lakování plastových dílců zvýšilo možnosti firmy.

Brýlové obruby – podíl na výrobě 10 %

OKULA Nýrsko je známa především výrobou brýlí. V důsledku vysokých nároků zákazníků (např. UVEX) a velké konkurence pracovníci podniku vytvořili rozsáhlou kolekci brýlových obrub, která je líbivým designem, dokonalou povrchovou úpravou a provedením plně srovnatelná se zahraničními výrobky.



V současné době se vyrábějí brýlové obruby několika technologiemi. Plastové brýle se zhotovují buď vstřikováním polypropionátu do forem a následnými povrchovými úpravami se získává konečný vzhled brýlí, nebo obráběním z deskové acetátcelulózy. Velice módní jsou brýle z kovu. Ty se povrchově galvanicky upravují, lakují, případně foliují nebo ručně malují.



V České republice a na Slovensku firma buduje osobní kontakt s prodejny oční optiky prostřednictvím firemních obchodních zástupců. OKULA uvádí svoji kolekci na trh i ve vlastních podnikových prodejnách. Po Nýrsku a Klatovech bude otevřena provozovna v Liberci.

Ochranné pomůcky — podíl na výrobě 3 %

OKULA Nýrsko produkuje ochranné osobní pomůcky sportovní a pracovní. Tyto pomůcky slouží k ochraně hlavy a obličeje. Ochranné brýlové obruby jsou osazeny různými typy skel - CONNEX, SVAR, INFRAZOR, podle potřeby zákazníka.



Použití těchto prostředků je možné při strojním obrábění dřeva, kovů a plastů, při řízení motorových vozidel, v zemědělství, při práci v kamenolomech, v armádě, svařování, pájení kovů, řezání kovů plamenem, dále pro brusiče, frézaře, zámečníky, kameníky, obsluhy pecí atd. Ochranné štíty splňují podmínky ochrany obličeje ve zdravotnictví, zemědělství, elektrotechnice, při mechanickém obrábění dřeva, v chemických provozech a laboratořích a galvanovnách.

Nástrojárna — podíl na výrobě 6 %

Zhotovování forem pro vstřikovací a vyfukovací stroje je nedílnou součástí lisařské produkce. Vlastní nástrojárna plně pokrývá potřeby nejen servisní, ale zajišťuje i výrobu nástrojů pro náročné tuzemské i zahraniční zákazníky.



OKULA se stala dodavatelem nástrojů a přípravků pro TRW- CARR, ContiTech - TechnoChemie, MATSHUSHITU - PANASONIC MTE Plzeň a další. Těchto úspěchů bylo dosaženo za pomoci moderních technologií CAD/CAM - systému CATIA, kterými je firma vybavena.

K dalším moderním zařízením patří tříosouhradnicový měřicí stroj, elektroerozivní drátová řezačka, CNC frézovací centra a elektrické jiskrové hloubičky. Strojní vybavení je doplněno vlastním konstrukčním oddělením, které je schopno zajistit kompletní přípravu i výrobu nových výrobků podle předaných vzorků, výkresů nebo skic. Přenos dat je zabezpečen systémem EDI.

Lakovna

V listopadu roku 2002 byl otevřen nový provoz - lakovna plastových výrobků v automatickém režimu, vybavená nejmodernějším řízením FANUC generace R - j3, jehož velký pracovní rozsah umožňuje nasazení v nejrůznějších aplikacích.



Nově vyvinutý lakovací robot představuje již šestou generaci elektrických lakovacích robotů firmy FANUC Robotics. Tak bylo možno využít při vývoji velké zkušenosti a současně brát v úvahu nejnovější technický vývoj. Zvláštní důraz byl při vývoji kladen na integraci robotu do celého lakovacího procesu.

Lakovna je situována v areálu firmy v prostoru o rozměrech 40 x 20 m. Je zabezpečena automatickou linkou pro nanášení NH. Skládá se z ionizačního ofuku, stříkacího pracoviště s vodním odlučovacím systémem, aplikačního zařízení od firmy WAGNER, vytěkáčského tunelu, sušky, chladicího tunelu, dopravníků a dalších přídatných zařízení. Barevné hospodářství je řízeno speciálním zařízením INTELLIMIX od firmy WAGNER. Tato firma zajišťuje servis veškeré technologie.

1.5.3. Statutární orgány oceňované společnosti

Dle platného výpisu z obchodního rejstříku:

Statutární orgán - představenstvo:

Předseda představenstva:	Ing. Ladislav Hršel
Člen představenstva:	Mgr. Lubomír Krivánek
Člen představenstva:	Ing. Jan Motlík

Dozorčí rada:

Člen dozorčí rady:	Ing. Miloslav Rubáš
Člen dozorčí rady:	Ing. Jan Brada
Člen dozorčí rady:	Miroslav Šmíd

1.6. Popis hospodářských výsledků společnosti

1.6.1. Rozvaha

V následujících tabulkách je uvedena struktura aktiv a pasiv společnosti OKULA Nýrsko a.s. za roky 2002, 2003, 2004 a 2005.

AKTIVA

	2 002	2 003	2 004	2 005
Aktiva celkem	281 693	350 053	344 715	357 387
Dlouhodobý majetek	83 446	96 128	81 120	77 272

Dlouhodobý nehmotný majetek	6 293	4 591	2 481	623
Zřizovací výdaje	0	0	0	0
Nehmotné výsledky výzkumné a obdobné činnosti	0	0	0	0
Software	6 293	4 591	2 481	623
Ocenitelná práva	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na nehmotný majetek	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	51 304	66 092	45 025	43 263
Pozemky	120	120	120	120
Stavby	6 523	6 357	21 230	5 946
Samostatné movité věci a soubory	11 145	37 252	4 945	29 833
Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0
Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý majetek	65	768	659	550
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	33 451	21 595	18 071	6 814
Poskytnuté zálohy	0	0	0	0
Opravná položka k nabytému majetku	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	25 849	25 445	33 614	33 386
Podíly v podnicích s rozhodujícím vlivem	333	345	8 514	8 286
Podíly v podnicích s podstatným vlivem	416	0	0	0
Ostatní dlouhodobé cenné papíry	100	100	100	100
Půjčky podnikům ve skupině	25 000	25 000	25 000	25 000
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0
Oběžná aktiva	195 218	251 044	261 435	275 250
Zásoby	2 237	4 987	4 376	1 532
Materiál	0	0	0	1 216
Nedokončená výroba a polotovary	0	0	0	0
Výrobky	0	0	0	0
Zvířata	0	0	0	0
Zboží	2 237	4 987	4 376	316
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0
Dlouhodobé pohledávky	78 222	73 440	92 700	92 077
Pohledávky z obchodního styku	67	98	0	0
Pohledávky ke společníkům a sdružení	0	0	0	0
Pohledávky v podnicích s rozhodujícím vlivem	0	0	0	0
Pohledávky v podnicích s podstatným vlivem	0	0	0	0
Dlouhodobé poskytnuté zálohy		0	105	100
Jiné pohledávky	78 155	73 342	92 595	91 977
Odložená daňová pohledávka		0	0	0
Krátkodobé pohledávky	110 952	158 420	152 385	136 281
Pohledávky z obchodního styku	108 380	150 985	150 781	134 036
Pohledávky ke společníkům a sdružení	0	0	0	0
Sociální zabezpečení		0	0	0
Stát - daňové pohledávky	2 142	3 901	-736	904

Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0
Pohledávky v podnicích s rozhodujícím vlivem	0	0	0	0
Pohledávky v podnicích s podstatným vlivem	0	0	0	0
Dohadné účty aktivní	80	892	227	62
Ostatní poskytnuté zálohy	0	0	0	0
Jiné pohledávky	350	2 642	2 113	1 279
Krátkodobý finanční majetek	3 807	14 197	11 974	45 360
Peníze	63	238	346	154
Účty v bankách	3 744	13 959	11 628	45 206
Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0
Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	3 029	2 881	2 160	4 865
Časové rozlišení	3 029	2 881	2 160	4 865
Náklady příštích období	2 645	2 881	2 160	4 865
Příjmy příštích období	384	0	0	0
Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0
Kurové rozdíly aktivní	0	0	0	0
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0

údaje v tis. Kč

PASIVA

	2 002	2 003	2 004	2 005
Pasiva celkem	281 692	350 054	344 716	357 389
Vlastní kapitál	174 344	179 812	183 301	191 943
Základní kapitál	134 994	134 994	134 994	134 994
Základní kapitál	134 994	134 994	134 994	134 994
Vlastní akcie	0	0	0	
Kapitálové fondy	-58	-58	-58	-58
Emisní ažio	0	0	0	
Ostatní kapitálové fondy	142	142	142	142
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku	-200	-200	-200	-200
Fondy ze zisku	16 048	16 201	16 485	16 659
Zákonný rezervní fond	16 048	16 201	16 485	16 659
Nedělitelný fond	0	0	0	0
Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	20 094	22 987	28 390	31 705
Nerozdělený zisk minulých let	20 147	23 040	28 443	31 705
Neuhrazená ztráta minulých let	-53	-53	-53	0
Výsledek hospodaření běžného období	3 266	5 688	3 490	8 643
Cizí zdroje	107 348	170 242	161 346	165 446
Rezervy	0	0	0	0
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0
Rezervy na důchody a podobné závazky	0	0	0	0
Rezervy zákonné	0	0	0	0
Rezerva na kursové ztráty	0	0	0	0
Rezerva na daň z příjmu	0	0	0	0
Ostatní rezervy	0	0	0	0
Odložený daňový závazek	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	94	360	259	1 450
Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem	0	0	0	0

Závazky k podnikům s podstatným vlivem	0	0	0	0
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0
Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0
Emitované dluhopisy	0	0	0	0
Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0
Jiné dlouhodobé závazky	0	0	0	0
Odložený daňový závazek	94	360	259	1 450
Krátkodobé závazky	50 840	90 692	82 512	60 835
Závazky z obchodního styku	46 704	82 788	76 457	57 398
Závazky ke společníkům a sdružení	4	0	0	0
Závazky k zaměstnancům	10	4	5	37
Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. poj.	303	503	612	549
Stát daňové závazky a dotace	114	506	460	196
Odložený daňový závazek	0	0	0	0
Závazky k podnikatelům s rozhodujícím vlivem	0	0	0	0
Závazky k podnikatelům s podstatným vlivem	0	0	0	0
Krátkodobé přijaté zálohy	0	1 197	3 051	-1
Dohadné účty pasivní	3 019	4 559	1 111	1 828
Jiné závazky	686	1 135	816	828
Bankovní úvěry a výpomoci	56 414	79 190	78 575	103 161
Bankovní úvěry dlouhodobé	46 241	55 921	55 551	64 984
Běžné bankovní úvěry	9 173	22 269	22 024	38 177
Krátkodobé finanční výpomoci	1 000	1 000	1 000	0
Časové rozlišení	0	0	69	0
Výdaje příštích období	0	0	69	0
Výnosy příštích období	0	0	0	0
Kurové rozdíly pasivní	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0

údaje v tis. Kč

1.6.2. Výkaz zisků a ztrát

V následující tabulce jsou uvedeny výkazy zisku a ztrát za čtyři poslední účetní období:

	2 002	2 003	2 004	2 005
Tržby za prodej zboží	419 597	596 744	831321	824672
Náklady vynaložené na prodání zboží	422 142	595 607	830276	823652
Obchodní marže	-2 545	1 137	1 045	1 020
Výkony	56 571	55 880	88 969	76 944
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	56 571	55 880	88893	76944
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	0
Aktivace	0	0	76	0
Výkonová spotřeba	29 120	38 271	54 552	39 524
Spotřeba materiálu a energie	2 151	1 730	3758	2211
Služby	26 969	36 541	50794	37313
Přidaná hodnota	24 906	18 746	35 462	38 440
Osobní náklady	11 184	12 945	16889	19318
Mzdové náklady	7 770	9 104	11894	13668
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	441	402	414	438
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	2 696	3 144	4101	4773
Sociální náklady	277	294	480	439
Daně a poplatky	489	640	562	391
Odpisy	4 521	6 281	4626	4888
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	22 395	10 650	9 252	11 190

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	12 934	8 153	535	5627
Tržby z prodeje materiálu	9 461	2 497	8717	5563
Zůstatková cena prodaného majetku a materiálu	12 934	6 870	9 141	8 536
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	9 461	4 373	390	2990
Prodaný materiál	3 473	2 497	8751	5546
Změna stavu rezerv a opravných položek	0	-1 892	-2938	715
Ostatní provozní výnosy	7 182	1 640	640	3719
Ostatní provozní náklady	7 298	5 155	7961	4653
Převod provozních výnosů	305	0	0	0
Převod provozních nákladů	1 833	0	0	0
Provozní hospodářský výsledek	19 585	1 037	9 113	14 848
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	9 000	0	0
Prodané cenné papíry a podíly	0	416	0	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	821	813	1 018	927
Výnosy z podílů v ovl. a říz. osobám	0	0	0	0
Výnosy z ostatních dlouhodob. cenných papírů	2	0	0	0
Výnosy z ostatního dlouhodob. fin. majetku	819	813	1018	927
Výnosy z krátkodobého fin. majetku	0	0	0	0
Náklady z finančního majetku	0	0	0	0
Výnosy z přecenění cenných papírů	0	0	0	0
Náklady z přecenění cenných papírů	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek	0	0	0	0
Výnosové úroky	1 769	1 768	1778	1776
Nákladové úroky	2 732	2 667	4082	4138
Finanční výnosy	2 985	2 737	4467	1816
Finanční náklady	4 987	3 968	5985	3035
Převod finančních výnosů	0	0	0	0
Převod finančních nákladů	0	0	0	0
Hospodářský výsledek z finančních operací	-2 144	7 267	-2 804	-2 654
Daň z příjmů za běžnou činnost	2 432	2 617	2 820	3 552
Daň splatná	2 390	2 351	2 921	2 361
Daň odložená	42	266	-101	1 191
Hospodářský výsledek za běžnou činnost	15 009	5 687	3 489	8 642
Mimořádné výnosy	194	0	0	0
Mimořádné náklady	24	0	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	52	0	0	0
Daň splatná	52	0	0	0
Daň odložená	0	0	0	0
Mimořádný hospodářský výsledek	118	0	0	0
Hospodářský výsledek za účetní období	15 127	5 687	3 489	8 642
Hospodářský výsledek před zdaněním	17 559	8 304	6 309	12 194

údaje v tis. Kč

1.6.3. Aktiva k datu ocenění

V následující tabulce je uvedena struktura aktiv společnosti k 30. 6. 2006:

	30. 6. 2006	
	Brutto	Netto
Aktiva celkem	783 086	452 023
Dlouhodobý majetek	544 092	216 212
Dlouhodobý nehmotný majetek	13 524	494
Zřizovací výdaje		

Nehmotné výsledky výzkumné a obdobné činnosti		
Software	13 524	494
Ocenitelná práva	0	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek		
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek		
Poskytnuté zálohy na nehmotný majetek		
Dlouhodobý hmotný majetek	470 755	155 905
Pozemky	4 137	4 137
Stavby	116 938	61 270
Samostatné movité věci a soubory	321 810	62 794
Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0
Základní stádo a tažná zvířata	0	0
Jiný dlouhodobý majetek	444	278
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	27 426	27 426
Poskytnuté zálohy		
Opravná položka k nabytému majetku		
Dlouhodobý finanční majetek	59 813	59 813
Podíly v podnicích s rozhodujícím vlivem	8 713	8 713
Podíly v podnicích s podstatným vlivem		
Ostatní dlouhodobé cenné papíry	100	100
Půjčky podnikům ve skupině	51 000	51 000
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0
Oběžná aktiva	231 393	228 210
Zásoby	62 884	62 884
Materiál	23 384	23 384
Nedokončená výroba a polotovary	11 626	11 626
Výrobky	26 760	26 760
Zvířata	0	0
Zboží	1 114	1 114
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0
Dlouhodobé pohledávky	87	87
Pohledávky z obchodního styku	0	0
Pohledávky ke společníkům a sdružení	0	0
Pohledávky v podnicích s rozhodujícím vlivem	0	0
Pohledávky v podnicích s podstatným vlivem	0	0
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	87	87
Jiné pohledávky	0	0
Odložená daňová pohledávka		
Krátkodobé pohledávky	156 984	153 801
Pohledávky z obchodního styku	153 941	150 758
Pohledávky ke společníkům a sdružení		
Sociální zabezpečení		
Stát - daňové pohledávky	1 745	1 745
Odložená daňová pohledávka		
Pohledávky v podnicích s rozhodujícím vlivem		

Pohledávky v podnicích s podstatným vlivem		
Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0
Jiné pohledávky	1 298	1 298
Krátkodobý finanční majetek	11 438	11 438
Peníze	176	176
Účty v bankách	11 262	11 262
Krátkodobý finanční majetek		
Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	7 601	7 601
Časové rozlišení	5 714	5 714
Náklady příštích období	5 714	5 714
Příjmy příštích období		
Kurové rozdíly aktivní		
Dohadné účty aktivní	1 887	1 887

údaje v tis Kč

1.7. Finanční analýza Rozvahy a Výkaz zisku a ztrát za poslední tři uzavřené účetní období

Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost působila do roku 2005 jako obchodní organizace a od roku 2006 provozuje jak odbyt, tak především výrobu cca 95 % nových výrobků za vstupu masivních investic do staveb a technologií, nebyly by historické údaje o hospodaření společnosti kompatibilní s budoucností ani s podnikatelským záměrem společnosti, proto nebyla finanční analýza minulosti provedena a byla provedena finanční analýza upraveného podnikatelského záměru.

1.8. Teoretická východiska (popis principu a postupu nejpoužívanějších metod používaných při oceňování podniků resp. jejich akcií)

1.8.1. Přehled metod

Při existenci velkého množství metod oceňování podniku je volba metody závislá na účelu ocenění. Výsledné ocenění zpravidla vznikne tvořivou syntézou jednotlivých výsledků ocenění několika metodami s uvážením pravděpodobného myšlení prodávajících i kupujících (metoda simulace trhu na základě dostupných údajů).

Používané metody můžeme rozdělit do tří základních skupin (viz literatura (1))

Ocenění na základě analýzy majetku:

- Hodnota vlastního kapitálu dle účetnictví
- Substanční hodnota
- Likvidační hodnota

Ocenění na základě analýzy výnosů:

- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Metoda diskontovaných peněžních toků

Ocenění na základě analýzy trhu a porovnání s dalšími podniky:

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných podniků
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
- Ocenění na základě dosahovaných výsledků v konkurenčních podnicích.

Některí znalci používají další metody nebo celou řadu modifikací metod výše uvedených, přičemž hlavním kritériem pro volbu vhodné kombinace metod je právě snaha co nejvíce se přiblížit „simulaci trhu“ pro daný oceňovaný podnik.

Stručný popis jednotlivých metod je obsažen v následujících kapitolách.

1.8.2. Majetkové metody

1.8.2.1. Hodnota vlastního kapitálu dle účetnictví

Vlastní kapitál je rozdílem mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou závazků všeho druhu.

Problémem této metody je, že

- účetnictví nezobrazuje věrnou hodnotu jednotlivého majetku.
Např. investiční majetek bývá veden v historických pořizovacích cenách i tehdy, když jsou tyto ceny již zastaralé a překonané. Odpisy se vypočítávají z těchto historických (relativně nízkých) cen i když je zřejmé, že nebudou stačit na prostou obnovu.
- je otázkou do jaké míry lze chápat podnik jako souhrn jeho relativně nezávislých částí.

Při oceňování společnosti na bázi čistého obchodního majetku společnosti se vycházelo z ustanovení obchodního zákoníku (§ č. 5 a 6 zákona č. 513/1991):

Podnik a obchodní jmění

§5, odst. 1 Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.

§6, odst. 3 Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.

Hlavním problémem této metody je, že dle ObchZ je podnik věc hromadná, a proto je předmětem teoretického sporu do jaké míry lze na podnik pohlížet jako na souhrn jednotlivých jeho složek.

1.8.2.2. Substanční metoda

Touto metodou rozumíme souhrn relativně samostatných ocenění jednotlivých majetkových složek podniku za předpokladu, že podnik bude pokračovat ve své činnosti. Ve většině případů se zjišťují reprodukční hodnoty jednotlivých aktiv snížené o patřičné opotřebení.

Při tomto způsobu ocenění je možné vycházet z účetní hodnoty položek aktiv a pasiv, které jsou příslušnou korekcí převedeny na hodnoty skutečné (reálné), tj. zejména očištění pohledávek od pohledávek nedobytných a velmi těžce dobytých, stanovení skutečné hodnoty zásob a investičního majetku z hlediska jejich dalšího využití, nutnosti oprav a prodejnosti a přezkoumání hodnoty finančních investic.

1.8.2.3. Likvidační hodnota

Likvidační hodnota se zjišťuje odvozením od množství peněz, které lze získat prodejem jednotlivých částí podniku. Likvidační hodnota je tedy dána součtem prodejních cen jednotlivých majetkových složek podniku.

Likvidační hodnotu nebývá snadné určit. Konkrétní výnos z prodeje totiž závisí na mnoha nesnadno odhadnutelných okolnostech. Zejména za našich podmínek trvá likvidace velmi dlouho a výnosy jsou často minimální. Obecně lze tuto metodu použít pokud je nějaká naděje, že k procesu zpeněžení aktiv po jednotlivých položkách může reálně dojít.

1.8.3. Tržní metody

Tyto metody vycházejí z otázky, za kolik se v daném období daná věc obvykle prodává (viz 1). Jedná-li se o běžně obchodovaný statek s omezeným rozptylem vlastností (např. osobní automobil), nečiní ocenění žádné větší potíže. Podmínkou je ovšem značná četnost případů a omezený rozptyl vlastností, které mají na cenu výraznější vliv.

1.8.3.1. Ocenění na základě tržní kapitalizace

Jedná se o odvození hodnoty podniku z tržní ceny akcií na veřejných trzích. Vynásobením této ceny počtem akcií se získá tzv. tržní kapitalizace. Problémem je, že hodnotu tržní kapitalizace nelze v současné době v ČR ztotožnit s tržní hodnotou podniku hlavně z následujících důvodů:

- Vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou akcií (aktuální tržní cena bývá obvykle výsledkem prodeje zlomku celkového počtu akcií)
 - Zkušenosti z vyspělých trhů naznačují, že při koupi většího podílu akcií je cena vyšší oproti předcházejícímu stavu asi o 20-50 %, a to zejména z důvodů možnosti kontrolovat společnost (viz 1). V podmínkách ČR mívá majoritní vlastník prakticky neomezenou možnost tuto kontrolu využít ve svůj prospěch, a proto tato premie může mít daleko vyšší úroveň.
- Volatilita akcií, tj. kolísání ceny akcií v čase. V praxi to znamená, že se vyjde z průměrné ceny za určité období, přičemž určení délky tohoto období závisí hlavně na zkušenosti znalce a charakteru trhu (viz 1).

Ocenění na bázi aktuálních cen však přichází v našich podmínkách v úvahu pouze pro velmi omezený počet akciových společností.

1.8.3.2. Ocenění na základě srovnatelných podniků

Při tomto přístupu se srovnává oceňovaný podnik s podniky, které jsou k určitému období již nějakým způsobem oceněny. Jedná se v zásadě o situaci, kdy akcie akciové společnosti nejsou obchodovány, ale pro srovnání se pak vyberou podniky, jejichž podíly jsou běžně obchodovány na veřejných trzích.

Nevýhody této metody jsou v zásadě stejné jako u metody založené na tržní kapitalizaci.

1.8.3.3. Ocenění na základě srovnatelných transakcí

Jedná se o obdobný postup s tím rozdílem, že se uvažují ceny za skutečně zaplacené i velké podíly, a proto se zmenšují problémy s volatilitou i se vztahem mezi cenou malého a velkého balíku akcií.

1.8.3.4. Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu

Pro srovnání je použit vztah mezi publikovanými výsledky za podnik, který je uváděn na burzu a očekávanou hodnotou na burze.

Tato metoda u nás prakticky nemá význam.

1.8.3.5. Ocenění na základě dosahovaných výsledků v konkurenčních podnicích

Toto ocenění vychází z úvahy, že oceňovaný podnik sice dosahuje určitou úroveň tržeb, ale vlivem nějakého mimořádného (odstranitelného či dočasného) faktoru dosahuje při dané úrovni tržeb jinou míru zisku než je statisticky zjištěné pro odvětví, ve kterém podnik podniká. Tímto faktorem může být např. nedostatečná úroveň vedení podniku či nedostupnost nějakého výrobního faktoru. Investor se může domnívat, že je v jeho silách dosáhnout po získání podniku obdobného zisku jako mají jiné podniky v oboru podnikání nebo, že mimořádně dosahovaný zisk bude srovnán konkurencí.

Při použití této metody se postupuje obdobně jako při použití metody kapitalizovaných čistých výnosů dle kapitoly 1.23.4 s tím, že jako odnímatelný čistý výnos se použije „potenciální zisk“ odvozený z tržeb a ziskové marže dosahované konkurencí.

1.8.3.6. Definice hodnoty, jejíž zjištění je účelem posudku

Hodnota

Obchodní zákoník uvádí pojem hodnota bez přesnějšího určení, jakou hodnotu má zákonodárce na mysli. S přihlédnutím k účelu právní úpravy nabídek převzetí Komise pro cenné papíry vykládá tento pojem jako hodnotu tržní, přičemž v souladu s Mezinárodními oceňovacími standardy (IVS) pod tímto pojmem rozumí odhadnutou částku, za jakou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejčtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými partnery po náležitém marketingu, při jehož uzavření by její strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

Cena

Cena je výrazem používaným pro požadovanou placenou nebo nabízenou částku za zboží či službu, a tedy i za cenný papír. Důležitým znakem ceny, který cenu odlišuje od hodnoty statku je skutečnost, že je obecným údajem o relativní hodnotě přiřazené jednotlivými tržními subjekty v jednotlivých situacích. Cena tak mnohdy podléhá specifickým vlivům například v podobě spekulací, což může způsobovat její odchýlení od tržní hodnoty.

1.8.4. Výnosové metody

1.8.4.1. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Je to obdobná metoda jako metoda diskontovaného Cash Flow (která je přesnější a komplexnější). Přesto pro zjednodušení se často používá tato metoda kapitalizovaných čistých výnosů a to tak, že místo Cash Flow se kapitalizuje např. zisk či volný peněžní tok.

Tato metoda je často aplikována tak, že se opírá o minulé výsledky. Časová řada minulých výsledků se přitom někdy upravuje o mimořádné výnosy a náklady. Tuto metodu lze rozdělit např. na tzv. paušální metodu a analytickou metodu, které se však příliš neliší. Při použití paušální metody se zpravidla spočítá vážený průměr minulých (upravených) čistých výnosů, u analytické metody se podrobněji analyzují jednotlivé faktory a na jejich základě se upravuje jak čistý peněžní výnos, a tak také kalkulovaná úroková míra.

Je-li k dispozici odhad trvale odnímatelného čistého výnosu, může se spočítat hodnota vlastního kapitálu H podniku např. pomocí vzorce pro věčnou rentu, tj.

$$H = \frac{T\check{C}V}{i_k} \times 100,$$

kde:

- $T\check{C}V$ je trvale odnímatelný výnos
- i_k je tzv. kalkulovaná úroková míra.

Stanovení kalkulované úrokové míry je obtížný problém a tato míra bývá stanovena na základě odborného odhadu vycházející zejména z míry výnosnosti očekávané investorem při akvizici podniku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat (viz 1).

Metoda kapitalizovaných výnosů je výrazem hlavně tzv. německého přístupu k oceňování a opírá se více o minulé výsledky s menším uvážením budoucího vývoje.

Ocenění na základě hodnocení zisků dosažených v minulosti se používá zejména u společností, které mají stálý výrobní nebo obchodní program,

u kterých nedochází k výrazným výkyvům hospodářských výsledků a které neplánují finančně náročné investice.

Někdy se místo této metody používá metoda alternativní, kdy místo podělením i_k se trvale odnímatelný výnos násobí faktorem v řádu zpravidla 5-12 (převrácená hodnota kalkulované úrokové míry).

Někdy je používán modifikovaný vzorec:

$$H = \frac{T\check{C}V}{i_k - g} \times 100,$$

Tento model se použije tehdy, když je možné očekávat trvalé tempo růstu g .

1.8.4.2. Metoda Diskontovaného Cash Flow

1.8.4.2.1. Základ metody

Mezi metodami založenými na analýze výnosů má jistě prioritu metoda Diskontovaného Cash Flow. V literatuře se často cituje, že toto je nejkompaktnější a základní metoda. Východiskem je produkce peněz v podniku (Cash Flow). Tato budoucí produkce peněz se přitom diskontuje diskontní sazbou (někdy nazývanou „kalkulovaná úroková míra“), která v sobě zahrnuje celou řadu faktorů jako je míra výnosnosti očekávaná investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat (viz 1).

Tato metoda se dle nejrozšířenějších modelů chování kapitálového trhu nejvíce blíží uvažování investorů, prospívá tedy nejvíce k správnému určení hodnoty analyzované společnosti a dále tato metoda zachycuje všechny prvky, které ovlivňují hodnotu společnosti komplexním a přitom přímočarým způsobem.

Základem metody je postup založený na následujícím vzorci

$$DCF = CF_0 + \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n}$$

kde

- DCF je diskontovaná čistá hodnota peněžních příjmů (dividendy a zpětný odkup akcií),
- CF jsou příslušné peněžní příjmy daného roku,
- k je diskontní sazba (či kalkulovaná úroková míra).

Pokud je k dispozici odhad řady budoucích peněžních příjmů pouze po omezenou dobu, lze použít vzorec např. při použití tzv. dvoufázové metody

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t * (1+i_k)^{-t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} * (1+i_k)^{-T}$$

kde:

- $\check{C}V_t$ je odhad příslušného peněžního příjmu pro jednotlivé roky 1. fáze výpočtu
- T je délka 1. fáze, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos,
- $T\check{C}V$ je trvalá velikost peněžního příjmu ve druhé fázi uvažovaného horizontu. Zde se předpokládá stabilní úroveň příjmů
- i_k je kalkulovaná úroková míra.

Jestliže má podnik omezenou životnost, používá se např. vzorec

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t * (1+i_k)^{-t} + \frac{L_T}{(1+i_k)^T}$$

kde:

- L_T je likvidační hodnota podniku na konci roku T , tj. hodnota fixních aktiv, oběžný kapitál a platby zbylých závazků.

1.8.4.2.2. Dva přístupy: Equity a Entity

Tyto dva přístupy se liší tím, co se diskontuje.

DCF entity - vychází se z peněžních toků pro vlastníky a věřitele – v tomto případě je nutné stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Výsledkem je celková hodnota společnosti jako hodnota aktiv. Od ní se pak odečte hodnota cizích zdrojů společnosti a obdrží se ocenění společnosti

DCF equity – vychází se z peněžního toků pro vlastníky – FCFE. Jako úroková míra se používají náklady na vlastní kapitál při konkrétní úrovni zadlužení.

Zvolený přístup v této studii je DCF Entity.

1.8.4.2.3. Náklady kapitálu - metoda WACC

Náklady kapitálu firmy se určují jako vážený průměr nákladů vlastního kapitálu a nákladů cizího úplatného kapitálu, kde jako váhy vystupují podíly vlastního a cizího úplatného kapitálu na součtu těchto dvou složek firemního kapitálu.

Průměrné vážené náklady kapitálu (weighted average capital costs – WACC) odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídajícímu riziku. Nejde ovšem o skutečné příjmy, ale o náklady ušlé příležitosti.

Používá se následující vzorec

$$WACC = n_v \cdot VK/K + n_c \cdot (1 - s_{dp}) \cdot CK/K$$

kde:

- WACC - vážené průměrné náklady kapitálu,
- n_v náklady vlastního kapitálu,
- n_c náklady cizího kapitálu,
- s_{dp} sazba daně z příjmů,
- CK cizí kapitál,
- VK vlastní kapitál,
- K celkový kapitál, tj. tržní hodnota pasiv

V dalších kapitolách si rozebereme jednotlivé části této metody, tj.

- kapitálovou strukturu firmy,
- náklady cizího kapitálu,
- náklady vlastního kapitálu.

1.8.4.2.3.1. Kapitálová struktura firmy

Podle převážné většiny odborné literatury se mají místo účetních hodnot použít tržní hodnoty.

Někteří autoři doporučují přesto účetní hodnoty z následujících důvodů:

Účetní hodnota je spolehlivější, neboť je relativně stabilní. Ve skutečnosti jde však spíše o nevýhodu, protože skutečná hodnota se naopak neustále mění.

Obtíže s odhadnutím tržní hodnoty jsou velké zejména v případě, že akcie nejsou veřejně obchodovatelné.

Hodnota vlastního kapitálu oceňované firmy

Do výše uvedeného vzorce je třeba použít kapitálovou strukturu oceňovaného podniku na základě tržních hodnot, tedy včetně tržní hodnoty vlastního kapitálu. Hodnota vlastního kapitálu je však teprve cílem výpočtu. Musí se tedy použít iterace nebo nějaký odhad.

Teorie není zcela jednoznačná, co se týče časového okamžiku kapitálové struktury firmy, zdali se má použít výchozí, či plánovaná struktura kapitálu.

Někteří autoři doporučují používat spíše cílové, plánované hodnoty podílu vlastních a cizích zdrojů než současnou strukturu kapitálu.

Cílová struktura kapitálu se získá jedním z těchto způsobů:

- a) odhad optimální struktury kapitálu pro oceňovaný podnik na základě modelů popsanych v literatuře
- b) porovnání se srovnatelnými podniky
- c) odhad optimální kapitálové struktury podle vedení společnosti
- d) odhad současné kapitálové struktury v tržní hodnotě.

Cizí kapitál zahrnuje všechny možné složky financování společnosti s výjimkou neúročených pasiv, jako jsou např. závazky vůči dodavatelům. Předpokládá se, že platby za tyto neúročené závazky jsou obsaženy v provozních peněžních tocích (jsou částí placených cen).

Položka rezerv zaujímá specifické postavení. Rezervy jsou sice účetně součástí cizích zdrojů, z hlediska oceňování podniku je však možné je zařadit (nebo jejich část) do vlastního kapitálu. Rezervy započtené do vlastního kapitálu by měly zahrnovat ty části rezerv, u kterých oceňovatel předpokládá, že nebudou využity, resp. účel jejich použití bude v rámci finančního plánu vyřešen jiným způsobem. Potom platí, že pokud byla tvorba rezerv v minulosti uznána jako daňový náklad, bude nyní třeba tuto rezervu rozpustit, čímž se zvýší daňový základ a následně vznikne daňový závazek. Čili rezervy daňově uznané jako nákladová položka je třeba dodatečně dodat. Naproti tomu rezervy, jejichž tvorba nebyla uznána jako daňově uznatelný náklad (byly fakticky vytvořeny ze zdaněných zdrojů), je možné k vlastnímu kapitálu přičíst v plné výši.

V cizích zdrojích vyvolávajících náklady není zahrnut finanční leasing. Vychází se z toho, že leasingové nájemné v období historie i v plánovacím období je součástí nákladů (v položce služby), takže základní výchozí veličina pro stanovení volného peněžního toku, kterou je korigovaný provozní hospodářský výsledek před zdaněním, již tuto nákladovou položku respektuje.

1.8.4.2.4. Náklady na cizí kapitál**1.8.4.2.4.1. Náklady emitovaných dluhopisů**

Náklady dluhopisů v podstatě odpovídají jejich výnosové míře do doby splatnosti. Pro její stanovení se užívají tyto dvě metody:

výpočet na základě vnitřního výnosového procenta,

výpočet aproximačním způsobem.

Výnos na základě vnitřního výnosového procenta:

Výnos do doby splatnosti (vnitřní výnosové procento dluhopisu) se počítá pomocí vztahu:

$$T = \sum_{t=1}^n \frac{U_t}{(1+n_d)^t} + \frac{N_n}{(1+n_d)^n}$$

kde:

- T tržní cena dluhopisu,
- N nominální cena dluhopisu (Kč),
- U_t úrokový výnos dluhopisu v roce t (Kč),
- N_n splátka nominální hodnoty dluhopisu v roce n (Kč),
- n_d výnos do doby splatnosti (%),
- n počet let od data oceňování k termínu splacení (roky).

Aproximativní vztah

Pro výpočet se v tomto případě užije aproximační vztah:

$$n_d = \frac{N \cdot u / 100 + \frac{N - T}{n}}{0,6 \cdot T + 0,4 N}$$

kde:

- nd náklad dluhopisu (%),

- u roční nominální výnosová míra (%).

1.8.4.2.4. Náklady dlouhodobých bankovních úvěrů

Zde se použijí úrokové sazby jednotlivých dlouhodobých bankovních úvěrů sjednaných v minulosti nebo uvažovaných čerpat v plánovacím období.

1.8.4.2.5. Náklady vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu jsou obtížně zjistitelné. Důvod spočívá v tom, že zatímco náklady cizího kapitálu jsou účetní kategorií (např. v podobě nákladových úroků), u nákladů vlastního kapitálu tomu tak není. Náklady vlastního kapitálu se obvykle chápou jako požadovaná výnosnost kapitálu vloženého do firmy, která je závislá na rizikovosti jejího podnikání. Čím je tato rizikovost vyšší, tím požadují vlastníci vyšší zhodnocení kapitálu vloženého do firmy, a tím jsou také náklady vlastního kapitálu vyšší.

Náklady na vlastní kapitál závisí na rizicích, spojených se strukturou pasiv společnosti, a proto je této otázce věnováno hodně místa.

Tato rizika mají rozhodující vliv na ocenění společnosti metodou diskontovaného Cash Flow, které je základní metodou oceňování společností.

Základním kritériem pro volbu kalkulované úrokové míry (diskontní míry) je zejména snaha vyjádřit požadavky investorů na výnosnost tak, aby tato výnosnost byla úměrná investičnímu riziku. Zatím se nepodařilo nalézt uspokojivé, obecné a objektivní řešení způsobu nalezení této veličiny. Většina modelů na zjištění diskontní míry je založena právě na odhadu jednotlivých rizik.

Diskontní míra je obtížně měřitelná. Představuje alternativní náklad daný tím, že akcionář investuje do analyzovaného projektu místo do jiných aktiv na kapitálovém trhu.

Diskontní míra je dána výnosem, který by akcionáři mohli získat, kdyby sami investovali své prostředky do srovnatelných finančních aktiv.

Určení „správné“ diskontní míry je největším problémem ocenění a je zpravidla založeno na zkušenosti znalce.

Z uvedeného vyplývá, že nejvhodnější je určit diskontní míru podnikatelského záměru oceňované společnosti srovnáním s dalšími obdobnými projekty a s individuálním uvážením rizik konkrétního projektu.

Existuje několik základních skupin metod pro odhad diskontní míry (kalkulované úrokové míry).

Následující přehled ukazuje základní metody zjištění nákladů na vlastní kapitál (6):

1.8.4.2.5.1. Odhad nákladů na vlastní kapitál

Základní metody

Tržní hodnota

CAPM

Historická beta

Metoda analogie

Nezávislá prognóza beta na základě zvolených faktorů

Investiční hodnota

Stavebnicová metoda

Pomocné metody

Dividendový model

Průměrná rentabilita

Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu

V následujících kapitolách budou podrobněji rozebrány některé používané metody:

- Náklady na vlastní kapitál metodou CAPM
- Model APT - model arbitrážního oceňování
- Stavebnicové metody
- Tržní model
- Dividendový model

1.8.4.2.5.2. Náklady na vlastní kapitál - model oceňování kapitálových aktiv CAPM (měření portfolia)

CAPM (capital asset pricing model) – používá se zejména na vyspělých kapitálových trzích. Je to model oceňování kapitálových aktiv (polovina 60 tých let, W.Sharpe, J. Lintner aj. Treylor).

Základní poučka zní: Na dokonale konkurenčním trhu se premie za očekávané riziko mění v přímém poměru k beta.

Model oceňování kapitálových aktiv stanovuje náklady vlastního kapitálu jako součet bezrizikové výnosové míry (výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů) a součinu beta koeficientu a rizikové premie (rozdíl výnosnosti kapitálového trhu a výnosnosti státních dluhopisů).

Model vychází z následujícího vzorce:

$$k = r_f + (r_m - r_f)\beta$$

kde:

- r_f je míra návratnosti bez rizika (státní pokladniční poukázky),
- r_m je očekávaná míra návratnosti celkové tržní zásoby cenných papírů (tržního portfolia),
- ($r_m - r_f$) je tržní odměna za riziko,
- β představuje stálé riziko konkrétního vlastního kapitálu (citlivost akcie na změny tržního portfolia) – tyto koeficienty je možné spočítat buď z chování konkrétních akcií na burze (jsou-li veřejně obchodovatelné) či srovnáním s dalšími společnostmi. První metoda je v ČR použitelná pouze informativně, a to jednak z toho důvodu, že kapitálový trh je dosud značně deformován, takže při jeho malé likviditě nelze z pohybů kurzů jednotlivých akcií určovat skutečně reprezentativní reakce investorů a jednak je deformován celý trh, nelze tedy věrohodně určit tržní odměnu za riziko celého tržního portfolia.

1.8.4.2.5.2.1.1. Bezriziková míra

Měla by odpovídat výnosnosti státních dluhopisů s délkou životnosti, která se přibližuje životnosti oceňovaných podnikových aktiv. Doporučuje se uplatnit výnosnost státních dluhopisů, jejichž doba splatnosti se blíží 10-ti letům.

1.8.4.2.5.2.1.2. Prémie za specifické riziko

Náklady vlastního kapitálu musí respektovat i specifické riziko, a proto se hodnota těchto nákladů stanovená podle vztahu pro WACC zvyšuje (kromě metody založené na expertním odhadu beta koeficientu) o premii za specifické riziko.

Systematické (tržní) riziko je takové riziko, které závisí na celkovém ekonomickém vývoji a postihuje proto ve stejné míře všechny firmy. Kromě toho však hospodářské výsledky určité firmy ovlivňují faktory, které jsou pro tuto firmu jedinečné (mezi tyto faktory patří např. stávky, odchod kvalitního managementu, havárie aj.). Tato složka rizika se označuje jako specifické riziko.

Při stanovení premie za specifické riziko je třeba expertní odhad na základě ocenění určitých interních firemních faktorů (např. kvalita výrobků a služeb, kvalita technologií, kvalita managementu aj.) i externích faktorů (situace na trhu, míra diverzifikace dodavatelů a odběratelů aj.).

„Specifické riziko je třeba zahrnout všude tam, kde nejde o akcie, které mohou tvořit součást portfolia. Jedině portfolio umožňuje zúžit riziko pouze na riziko systematické. Specifické riziko by tedy mělo vyjadřovat odchylky posuzovaného podniku od průměrných kvalitativních a kvantitativních stránek výkonnosti v odvětví nebo oboru. Ve světě je přírážka za specifické riziko záležitostí odhadu analytika. Základem jsou většinou postupy a metody finanční analýzy.

Jedná se především o tyto momenty:

- hodnoty ukazatelů finanční analýzy pro daný podnik k průměrům daného odvětví,
- výsledky mezipodnikového srovnání,
- hodnocení kvalitativních faktorů, jako například:

úroveň managementu,
postavení na trhu apod.

Výsledkem promítnutí těchto faktorů do diskontní míry je však záležitostí analytika a není pro ně žádný obecně přijímaný postup.

V českých podmínkách doporučujeme přírážku za specifické riziko v rozmezí 3 až 5%.“ (zdroj: "Diskontní míra v oceňování", Mařík a Maříková, vydal VŠE, IOM, Praha 2001).

1.8.4.2.5.2.1.3. Riziková premie

Tuto rizikovou premii tvoří rozdíl výnosnosti tržního portfolia a bezrizikové výnosové sazby,

1.8.4.2.5.2.1.4. Koeficient beta

Koeficient beta vyjadřuje citlivost výnosnosti akcií oceňované firmy na změny celého trhu, měřené určitým burzovním indexem:

Beta = 1 - výnosnost akcií s koeficientem beta rovným jedné se mění stejně jako výnosnost celého trhu, takže jejich rizikovost je stejná jako u celého trhu,

Beta > 1 - akcie s koeficientem beta větším než jedna reagují citlivěji na změny trhu (jejich riziko je větší než průměrné riziko trhu),

Beta < 1 - akcie s koeficientem beta menším než 1 reagují na změny trhu méně citlivě (jejich riziko je nižší než průměrné riziko trhu).

Beta koeficienty se určují třemi způsoby, a to

z údajů kapitálového trhu,

na základě ohodnocení obchodního a finančního rizika firmy a

expertně ohodnocením rizikovosti podnikatelské činnosti firmy pomocí několika vybraných faktorů.

1.8.4.2.5.2.1.5. Beta z údajů kapitálového trhu

Koeficienty beta se zjišťují hlavně z údajů na akciových trzích (bursy atd.)

Publikují se koeficienty:

$$beta_1 = \frac{beta_h}{1 + (1 - s_h) \cdot \frac{CK_h}{VK_h}} \cdot \left[1 + (1 - s_1) \cdot \frac{CK_1}{VK_1} \right],$$

beta při existujícím zadlužení společnosti

beta při nulovém zadlužení

Beta při existujícím zadlužení

Přitom se používá velikost beta koeficient ocenění firmy:

zjištěná na základě historických údajů,

kteřá je oceňované firmě velice blízka z hlediska vstupů, technologického procesu, výstupů aj..

Tento beta koeficient se vztahuje k určité existující míře zadlužení firmy. Pokud dojde v 1. fázi, resp. ve 2. fázi ke změně zadlužení firmy, je třeba beta koeficient korigovat. Korekce beta koeficientu pro 1. fázi proběhne podle vztahu:

kde:

- $beta_1$ beta koeficient pro 1. fázi,
- $beta_h$ beta koeficient stanovený z historických dat,
- CK_1/VK_1 poměr cizího a vlastního kapitálu v 1. fázi,
- CK_h/VK_h poměr cizího a vlastního kapitálu v historii,
- s_1 sazba daně z příjmů v 1. fázi,
- s_h sazba daně z příjmů v historii.

1.8.4.2.5.2.1.6. Bety při nulovém zadlužení

$$beta_1 = beta_h(0) \cdot \left[1 + (1 - s_1) \cdot \frac{CK_1}{VK_1} \right]$$

Jestliže jsou známy bety při nulovém zadlužení, pak přeměna této bety na skutečné zadlužení společnosti se provede takto:

kde:

- $beta_h(0)$ historický beta koeficient při nulovém zadlužení,
- s_1, CK_1, VK_1 již známé symboly.

Tento vztah se uplatní pro korekci beta koeficientu i pro 2. fázi, kde se opět veličiny s_1 a CK_1/VK_1 nahradí veličinami s_2 a CK_2/VK_2 .

Korigované beta koeficienty pro 1. a 2. fázi budou zřejmě, jak plyne ze vztahu vyšší, než historický beta koeficient při nulovém zadlužení (vyšší zadlužení na rozdíl od plného vlastního financování zvyšuje riziko oceňované firmy).

Stanovení beta koeficientu na základě obchodního a finančního rizika

Vychází se zde z korekce beta koeficientu “průměrné” společnosti, která má beta koeficient roven jedné, vzhledem k odlišnému obchodnímu a finančnímu riziku.

Zpracovaná verze této metody v systému Evalent:

V systému se předpokládá pět tříd tohoto rizika s rizikovými korekcemi:

Třídy systematického obchodního rizika

Třída systematického obchodního rizika	Korekce beta koeficientu
1	-0,5
2	-0,25
3	0
4	0,25
5	0,5

Do 3. třídy s nulovým koeficientem korekce spadají firmy s průměrným obchodním rizikem, do 1. třídy patří firmy s nejnižším rizikem, do 5. třídy firmy s nejvyšším rizikem.

Při začlenění oceňované firmy do určité třídy obchodního rizika by se měla zvažovat citlivost provozního zisku na změny základních národohospodářských ukazatelů (hrubý domácí produkt, ceny aj.). Systematické obchodní riziko bude vyšší v případě:

vyšší citlivosti prodeje firmy na výkyvy konjunktury a vyšší cenové pružnosti produktů,
vyššího podílu fixních nákladů,
menší velikosti firmy aj.

Korekce beta koeficientu vzhledem k finančnímu riziku je závislá na kapitálové struktuře oceňované firmy vyjádřené poměrem cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu. Při hodnotě tohoto ukazatele ve výši 40 % je korekce vzhledem k finančnímu riziku nulová, při plném vlastním financování má korekce hodnotu – 0,2 (finanční riziko se snížilo) a hodnotě ukazatele 140 % odpovídá korekce velikosti 0,5. Pro ostatní hodnoty ukazatele CK/VK se příslušná velikost korekce vzhledem k finančnímu riziku stanoví lineární interpolací. Pokud bude kapitálová struktura oceňované firmy v 1. fázi odlišná od této struktury v 2. fázi, budou i korekce vzhledem k finančnímu riziku a tím i hodnoty beta koeficientů v 1. i 2. fázi odlišné.

Náklady vlastního kapitálu pro 1. i 2. fázi se stanoví jako náklady respektující systematické riziko zvětšené o prémii za specifické riziko.

Poznámka: Pokud se při korekci beta koeficientu vzhledem k obchodnímu riziku respektuje riziko systematické i specifické, měla by být prémie za specifické riziko nulová, avšak velikosti korekcí vzhledem k obchodnímu riziku by měly být větší než hodnoty uvedené v tabulce.

1.8.4.2.5.2.2. Expertní stanovení beta koeficientu

Tento přístup je založen na expertním ohodnocení souboru osmi faktorů, které ovlivňují velikost beta koeficientu. Jsou to tyto faktory:

- citlivost na změnu hospodářského cyklu,
- vyjednávací síla vůči dodavatelům,
- vyjednávací síla vůči odběratelům,
- podíl fixních nákladů na celkových nákladech,
- míra zadlužení (poměr cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu),
- velikost podniku,
- diverzifikace územní,
- diverzifikace výrobová.

Přitom se ohodnocuje každý z těchto faktorů jedním ze tří stupňů,

Jednotlivým stupňům hodnocení odpovídají tyto velikosti beta koeficientu:

- nejnižší stupeň: beta koeficient 0,5,
- střední stupeň: beta koeficient 1,
- nejvyšší stupeň: beta koeficient 1,5

Výsledný beta koeficient oceňované firmy se pak stanoví jako aritmetický průměr hodnot beta koeficientu přes všechny faktory.

1.8.4.2.5.3. Stavebnicové modely

Specifickým rysem stavebnicových modelů je, že riziková prémie se vytváří jako součet určitých složek v závislosti na míře rizika oceňované firmy.

Dále uvádíme dvě v našich podmínkách nepoužívanější metody:

Komplexní stavebnicová metoda I je metoda autorů Mařík, M. – Maříková, P.¹,

Druhá metoda - Komplexní stavebnicová metoda II je založena na původním souboru rizikových faktorů firmy Garbett a Hill.

Společným rysem obou verzí těchto metod je, že riziková prémie se určuje na základě určitého počtu faktorů, které ve svém souhrnu charakterizují míru rizika podnikatelské činnosti oceňované firmy. Každý z těchto faktorů se ohodnocuje pomocí čtyřstupňové stupnice rizika:

stupeň 1 (nízké riziko),

stupeň 2 (přiměřené riziko),

stupeň 3 (zvýšené riziko),

stupeň 4 (vysoké riziko).

Celkové riziko oceňované firmy se stanoví jako vážený aritmetický průměr ohodnocení jednotlivých rizikových faktorů. Vzhledem k tomu se i celkové riziko (míra rizika, resp. stupeň rizika) oceňované firmy pohybuje v intervalu od jedné do čtyř.

Poznámka. Pokud by teoreticky byla podnikatelská činnost oceňované firmy zcela neriziková, bylo by i její celkové riziko nulové. To však u komplexní stavebnicové metody nemůže nastat, neboť neobsahuje stupeň hodnocení 0.

Dalším společným rysem obou verzí komplexní stavebnicové metody je způsob, jakým se převádí zjištěné celkové riziko oceňované firmy do rizikové premie. Tento převod vychází z bezrizikové výnosové sazby. V případě, že by podnikatelská činnost oceňované firmy byla zcela neriziková (tj. celkové ohodnocení rizika by bylo rovno nule), tak také její riziková prémie bude rovna nule. V případě, že by riziko oceňované firmy bylo ohodnoceno jako nejvyšší, tj. stupeň rizika by nabyl hodnotu čtyři, pak riziková prémie bude určitý násobek (např. trojnásobek) nerizikové výnosové sazby. Transformace celkového rizika (stupně rizika) oceňované firmy z intervalu mezi jednou a čtyřmi do rizikové premie probíhá podle mocninné funkce a^x , kde x je celkové riziko (stupeň rizika) oceňované firmy.

Stanovení parametrů mocninné funkce a^x , tj. základu a vychází z výše uvedených předpokladů. Pro zcela nerizikovou oceňovanou firmu se stupněm rizika 0 platí $a^0 = 1$. Vzhledem k tomu, že v tomto případě předpokládáme, že riziková prémie je nula násobkem nerizikové výnosové sazby, můžeme tento násobek vyjádřit jako $a^0 - 1$. Pokud v případě nejvyššího stupně rizika oceňované firmy velikosti 4 bude riziková prémie trojnásobkem nerizikové výnosové sazby, pak musí platit $a^4 - 1 = 3$. Z tohoto vztahu, který lze zapsat jako $a^4 = 4$, nyní stanovíme základ a mocninné funkce a dostaneme $a = 1,414$.

Pokud bychom chtěli, aby riziková prémie v případě celkového rizika oceňované firmy velikosti 4 byla ne trojnásobkem, ale čtyřnásobkem nerizikové výnosové sazby (tj. náklady vlastního kapitálu takovéto firmy by byly pětinasobkem nerizikové výnosové sazby), pak základ a mocninné funkce určíme ze vztahu $a^4 - 1 = 1$, nebo-li $a^4 = 5$. Potom dostaneme $a = 1,495$.

Závislost rizikové premie na stupni rizika firmy

Stupeň Rizika	A			B		
	RP _n	RP (%)	n _{vk} (%)	RP _n	RP (%)	n _{vk} (%)
0	0	0	6,5	0	0	6,5
1	0,414	2,69	9,19	0,495	3,22	9,71
2	1,0	6,5	13,0	1,236	8,03	14,53
3	1,828	11,88	18,38	2,344	15,24	21,74
4	3,0	19,5	26,0	4,0	26,0	32,50

- Vysv. RP_n ... riziková prémie vyjádřená jako násobek bezrizikové výnosové sazby,
 $RP_n = (a^x - 1)$, kde x je stupeň rizika (1 až 4),
 RP ... riziková prémie v absolutním vyjádření (%), $RP = RP_n \cdot r_0$
 n_{vk} ... náklady vlastního kapitálu (%), $n_{vk} = r_0 + RP$
 r₀ ... bezriziková výnosová míra.

Obecně můžeme velikost rizikové premie RP v závislosti na stupni rizika oceňované firmy vyjádřit vztahem:

$$RP = (a^x - 1) \cdot r_0$$

a náklady vlastního kapitálu z toho odvozené:

$$n_{vk} = r_0 + RP$$

Rizikové faktory u komplexních stavebnicových metod

¹ Blíže viz Mařík, M. – Maříková, P.: Diskontní míra v oceňování. Praha, VŠE 2001

Rizikové faktory u komplexní stavebnicové metody (metoda autorů Mařík, M. – Maříková, PI)

Tato verze komplexní stavebnicové metody stanovuje riziko oceňované firmy na základě 32 faktorů. Tyto faktory jsou rozděleny do dvou skupin, a to na faktory podnikatelského (obchodního) rizika a finančního rizika.

Skupina faktorů podnikatelského (obchodního) rizika je dále členěna do šesti dílčích skupin, a to na:

- rizika na úrovni oboru (čtyři faktory),
- rizika na úrovni trhu (tři faktory),
- rizika z konkurence (sedm faktorů),
- rizika managementu (tři faktory),
- rizika výrobního procesu (čtyři faktory),
- specifické faktory ziskových marží (čtyři faktory),

což představuje celkem 25 rizikových faktorů podnikatelského (obchodního rizika). Uživatel má však možnost rozšířit každou dílčí skupinu rizikových faktorů o jeden jím definovaný faktor (tzv. doplňkový faktor rizika).

Skupina faktorů finančního rizika obsahuje celkem sedm faktorů, které nejsou již dále členěny do dílčích skupin. Stejně jako u podnikatelského rizika může uživatel rozšířit skupinu faktorů finančního rizika o jeden doplňkový faktor. Celkový přehled všech rizikových faktorů v jejich členění do skupin uvádí příloha II.

Náklady vlastního kapitálu se určí jako součet bezrizikové výnosové míry a rizikové prémie - viz vztah (10 a). Zjištěná riziková prémie zahrnuje jak systematické (tržní), tak specifické riziko, takže již není třeba ji zvyšovat o specifické riziko.

Rizikové faktory u komplexní stavebnicové metody firmy Garbett a Hill.

Ve druhé verzi metody se pracuje s původním souborem rizikových faktorů, navrženým firmou Garnett a Hill. Tento soubor rizikových faktorů obsahuje celkem 36 faktorů, rozčleněných do čtyř skupin podnikatelského (obchodního) rizika a jedné skupiny faktorů finančního rizika:

- rizika trhu (dvanáct faktorů),
- výrobní rizika (šest faktorů),
- rizika oboru (čtyři faktory),
- rizika managementu (šest faktorů),
- finanční rizika (osm faktorů).

Stejně jako u první verze metody má uživatel možnost rozšířit každou ze skupin o jeden doplňkový faktor rizika.

Podrobný přehled náplně výše uvedených skupin rizikových faktorů uvádí příloha III.

Formulář pro hodnocení rizikových faktorů i výstupní tabulky obou verzí metod mají obdobnou strukturu popsanou v části věnované programovému řešení těchto metod.

Stanovení rizikové prémie

Pro stanovení rizikové prémie musí uživatel nejprve ohodnotit každý rizikový faktor, a to jedním ze čtyř výše uvedených stupňů, které tvoří:

- nízké riziko (stupeň 1),
- průměrné riziko (stupeň 2),
- zvýšené riziko (stupeň 3),
- vysoké riziko (stupeň 4).

Dále je třeba stanovit váhy rizikových faktorů. Stanovení vah jednotlivých faktorů vychází z předpokladu, že:

- uživatel zadává poměr vah podnikatelského a finančního rizika (standardně je zadána hodnota 4, uživatel ji však může upravovat),
- každý faktor skupiny podnikatelského rizika má stejnou váhu a stejně tak to platí pro faktory finančního rizika.

Platnost a úloha modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM)

Hlavní problémy modelu:

1. Metoda je zaměřena na budoucnost, zatímco my měříme jen skutečné výnosy. Výnosy akcií odrážejí očekávání
2. Tržní portfolio by mělo obsahovat všechny rizikové investice, včetně akcií, obligací, komodit, nemovitostí a dokonce i lidského kapitálu. Většina tržních indexů obsahuje jen vzorek obyčejných akcií
3. Platí za předpokladu dokonale konkurenčního trhu
4. Investoři si mohou vypůjčovat peníze za stejnou úrokovou sazbu, za jakou mohou peníze sami zapůjčovat. Přitom výpůjční sazby jsou obecně menší než zápůjční

1.8.4.2.5.4. Model APT (arbitrage pricing theory) – model arbitrážního oceňování

Tento model tvrdí, že očekávaný výnos akcionáře závisí na riziku (str 180 (3)). Na rozdíl od modelu CAPM, kde prémie za riziko je závislá na jediném faktoru, kterým je beta, pak v teorii APT tato prémie závisí na několika mikroekonomických faktorech. Např. dle Kislingerové (viz 2) Chen, Roll a Ross tvrdí, že existují čtyři dominantní faktory ovlivňující ceny akcií. Jsou to neočekávané změny úrovně ekonomické aktivity v odvětví, míra inflace, rozpětí mezi krátko - a dlouhodobými úrokovými sazbami a rozpětí mezi výnosy obligací podniků s nízkým a vysokým rizikem.

Tento model však vyžaduje použití relativně značně rozsáhlého informačního základu.

1.8.4.2.5.5. Dividendový model

Dividendový model stanovuje náklady vlastního kapitálu jakožto vnitřní výnosnost akcie na základě tržní ceny akcie, očekávané dividendy a tempa jejího růstu.

Tento model stanovuje náklady vlastního kapitálu jakožto očekávanou vnitřní výnosnost akcie podle vztahu:

$$n_v = \frac{D}{T} + g$$

kde

- n_v náklady vlastního kapitálu (očekávaná vnitřní výnosnost akcie v %),
- D očekávaná dividendy (Kč/akcii),
- T tržní cena akcie (Kč/akcii),
- g očekávané tempo růstu dividend (%).

Dividendový model (stejně jako stavebnicový model) stanovuje jedinou hodnotu nákladů vlastního kapitálu, platnou pro 1. i 2. fázi.

1.8.4.2.5.6. Tržní model

Tržní model – regresní model, orientovaný na změnu výnosu cenného papíru v závislosti na změně výnosu ovlivňujícího faktoru.

1.8.4.2.6. Úprava rozvahy plynoucí z potřeby určit náklady na kapitál

Pro výpočet se neuvažuje rozvaha tak jak je, ale z cizích zdrojů v rozvaze se uvažuje pouze cizí úročený kapitál.

Dále je třeba rozdělit majetek na majetek provozně nutný a provozně nepotřebný.

1.8.4.2.7. Co se diskontuje

Použije se provozní výsledek hospodaření před zdaněním. Dále je nutné odečíst investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti.

Tento korigovaný provozní výsledek by neměl obsahovat

- náklady na cizí kapitál v případě, že se uvažuje peněžní tok pro vlastníky a věřitele
- jednorázové položky
- výnosy a náklady související s majetkem provozně nepotřebným.

1.8.4.2.8. Pokračující hodnota

Volba metody by měla odpovídat situaci. Záleží na tom, zdali je jednodušší odhadovat budoucí peněžní toky přímo nebo prostřednictvím účinnosti investic. Spíše však prostřednictvím parametrického vzorce.

1.8.4.2.8.1. Gordonův model

Někdy se místo této metody používá metoda alternativní, kdy místo podělením i_k se trvale odnímatelný výnos násobí faktorem v řádu zpravidla 5-12 (převrácená hodnota kalkulované úrokové míry).

Někdy je používán modifikovaný vzorec:

$$H = \frac{TČV}{i_k - g} \times 100,$$

Tento model se použije tehdy, když je možné očekávat trvalé tempo růstu g .

1.8.4.2.8.2. Parametrický model

Model založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec – Mařík) je podoben modelu podle Gordonova vzorce s tím, že v Gordonově modelu se diskontuje FCF v roce následujícímu po ukončení první fáze a v parametrickém vzorci se diskontuje KPV, tj. korigovaný provozní výsledek hospodaření upravený o daně v prvním roce po uplynutí období prognózy. Tento je vynásoben $(1-g/ri)$, kde ri je rentabilita čistých investic.

G/ri je míra investic, což je podíl zisku věnovaný na čisté investice.

Předpokládá se stabilní míra zisku po celou dobu druhé fáze.

1.8.4.2.9. Závěrečný výpočet ocenění

V případě že se použije metoda DCF Entity výsledkem je ocenění aktiv. Od něj se odečte ocenění cizích úročených zdrojů. Když se použije metoda Equity, přímo se zjistí hodnota společnosti.

2. Posudek

2.1. Strategická analýza

Cílem strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výnosový potenciál podniku je závislý na potenciálu vnějším a vnitřním. Vnější potenciál je ovlivňován nabídkou podnikatelského prostředí (odvětví, obor, relevantní trh). Vnitřní potenciál je schopnost využít šance vnějšího prostředí a eliminovat jeho rizika.

2.1.1. Vnější potenciál

2.1.1.1. Národní hospodářství

2.1.1.2. Trendy ve vývoji ekonomiky ČR

Lze očekávat posun v tvorbě HDP ve prospěch služeb a pokles podílu průmyslu a zemědělství. Průmyslová výroba se bude dále posouvat k výrobkům s vyšší přidanou hodnotou. Bude růst produktivita práce a obtížně se bude snižovat nezaměstnanost. Daňová zátěž se pravděpodobně výrazně nesníží, přes deklarovanou snahu přenášet důraz z přímých daní na daně nepřímé. Úsilí o splnění maastrichtských kritérií pro vstup do Evropské měnové unie by mělo vést ke stabilizaci a postupnému snížení státního dluhu (resp. schodku veřejných rozpočtů), výhledově k tvorbě vyrovnaných rozpočtů. To vyžaduje reformu sociálního systému a úspory vlády. Do let 2007 - 2009 se kumuluje ukončení přechodných období se sníženou sazbou DPH (teplo, stavební práce v bytové výstavbě), plné otevření energetických trhů, ukončení zvýhodnění některých investičních pobídek, splnění maastrichtských kritérií a omezení možností využití národních monetárních nástrojů hospodářské politiky. V souladu s evropským trendem bude růst podíl obnovitelných zdrojů na primárních zdrojích energie.

Za **rizika** pro udržitelný rozvoj ekonomiky ČR a jejích nejvýznamnějších sektorů je nutno, nebudou-li realizována dodatečná opatření, považovat zejména:

- Reforma veřejných financí nebude provedena v dostatečném rozsahu.
- Rostoucí konkurence na světových trzích, neschopnost prosadit se na třetích trzích.
- Přetrvávající nedostatečná flexibilita trhu práce, nedostatečná podpora nehmotných faktorů konkurenceschopnosti (příprava nových pracovníků v potřebných oborech, zavádění výsledků vědy a výzkumu do praxe, nedostatečná *corporate governance*).
- Špatné načasování vstupu do Evropské hospodářské a měnové unie.
- Ohrožení existence malých a středních podniků nevhodnou strukturou ekonomického prostředí.
- Útlum železniční dopravy (zejména regionální) a pokles přepravních výkonů ve prospěch silniční dopravy.
- Zahlcení dopravních komunikací v obcích a aglomeracích převážně těžkou nákladní a individuální automobilovou dopravou.
- Nedostatek finančních prostředků na údržbu a rozvoj dopravní infrastruktury a oblast obměny vozidlového parku.
- Průchod transevropských multimodálních koridorů přes území ČR.
- Nedostatečný rozvoj služeb.
- Narůstající rozdíly mezi regiony.
- Ekonomické nedoceňování mimoprodukčních (ekologických a sociálních) funkcí lesů.
- Podceňování významu multifunkčního a nedostatečný rozvoj ekologického zemědělství.
- Zaostávání v oblasti informačních technologií.
- Soustředování investic a pracovních příležitostí do menšího počtu velkých podniků, slabé rozvíjení místní ekonomiky a malých podniků, vedoucí ke snižování sociální a ekonomické stability a zvyšování regionálních disparit.
- Z analýzy uvedených skutečností vyplývají následující **hlavní závěry**:
- Ekonomiku ČR lze v současné době považovat za stabilní s tím, že stabilita může být v krátko až střednědobém horizontu výrazně narušena určitými vnitřními riziky (předstih růstu spotřeby před růstem HDP, předstih růstu mezd před růstem produktivity práce, předstih růstu dluhu státu před růstem HDP).
- Z hlediska udržitelného rozvoje je negativním faktorem důraz kladený na kvantitativní aspekty růstu bez ohledu na jeho sociální a environmentální kvalitu.
- Ekonomika ČR je a bude zatížena vnitřním dluhem, zejména v oblasti infrastruktury.
- Sektory ekonomiky vytvářejí, i přes výrazné zlepšení v uplynulých letech, určité negativní tlaky na životní prostředí.

2.1.1.3. Monitoring predikcí

Údaje z předchozí predikce z ledna 2006 jsou vyznačeny kurzívou. Údaje vztahující se k rokem 2008 a 2009 jsou extrapolacním scénářem, který naznačuje směr možného vývoje a není v dalším textu komentován.

Vývoj hlavních makroekonomických indikátorů české ekonomiky a jejich predikce jsou shrnuty v následující tabulce.

Tabulka: **Hlavní makroekonomické indikátory**

		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2005	2006
						Predikce	Predikce	Minulá predikce	
Hrubý domácí produkt	<i>růst v %, s.c.</i>	1,5	3,2	4,7	6,0	5,6	5,0	4,9	4,6
Spotřeba domácností	<i>růst v %, s.c.</i>	2,8	4,6	3,3	2,6	3,1	3,6	2,7	3,5
Spotřeba vlády	<i>růst v %, s.c.</i>	4,5	3,8	-2,7	0,8	0,5	0,2	1,8	0,5
Hrubá tvorba fixního kapitálu	<i>růst v %, s.c.</i>	3,4	4,7	5,3	3,7	4,2	7,3	3,0	3,4
Příspěvek zahr.obchodu k růstu HDP	<i>proc.body, s.c.</i>	-2,0	-0,4	1,4	4,4	2,8	0,8	3,9	1,3
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	2,8	2,6	3,4	0,0	0,7	2,4	0,5	2,2
Průměrná míra inflace	<i>%</i>	1,8	0,1	2,8	1,9	2,6	2,7	1,9	2,6
Zaměstnanost (VŠPS)	<i>růst v %</i>	.	-0,7	-0,6	1,2	1,1	0,7	1,2	0,9
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	<i>průměr v %</i>	7,3	7,8	8,3	7,9	7,6	7,4	7,9	7,6
Objem mezd a platů (domácí koncept)	<i>růst v %, b.c.</i>	8,5	4,3	6,3	6,5	6,5	6,9	.	.
Podíl BÚ na HDP	<i>%</i>	-5,6	-6,3	-6,0	-2,1	-2,3	-1,6	-2,7	-2,3
<i>Předpoklady:</i>									
Směnný kurz CZK/EUR		30,8	31,8	31,9	29,8	28,5	28,0	29,8	28,9
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p.a.</i>	4,9	4,1	4,8	3,6	3,5	3,9	3,6	4,0
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	25,0	28,8	38,3	54,4	60,0	56,8	54,4	58,9
HDP eurozóny (EU-12)	<i>růst v %, s.c.</i>	0,9	0,7	2,1	1,3	1,9	2,1	1,3	1,8

2.1.1.4. Silné a slabé stránky ekonomiky ČR

Za **silné stránky** ekonomiky ČR a jejich nejvýznamnějších sektorů lze z hlediska udržitelnosti považovat:

- Stabilizaci finančního sektoru (bankovníctví, pojišťovnictví).
- Rostoucí podíl služeb na HDP, včetně služeb environmentálních a průmyslových.
- Posun průmyslové výroby k výrobkům s vyšší přidanou hodnotou.
- Tradice v některých odvětvích průmyslu, zejména zpracovatelského.
- Kvalifikovaná a relativně (vzhledem k EU-15) levná pracovní síla.
- Vysoký podíl uspokojení energetických potřeb z vlastních zdrojů a zlepšující se diverzifikace zdrojů.
- Klesající podíl tuhých paliv na spotřebě primárních energetických zdrojů.
- Postupné snižování energetické náročnosti tvorby HDP.
- Pokles negativního vlivu průmyslové a zemědělské činnosti na životní prostředí, zejména ovzduší a vody.
- Vysoká hustota železniční a silniční sítě.
- Systémový hromadný doprava ve městech s vysokým podílem na přepravních výkonech, zavádění integrovaných dopravních systémů ve velkých aglomeracích.
- Prudký nárůst podílu vozidel s katalyzátorem na celkovém počtu vozidel, obecně postupné zlepšování technického stavu vozidlového parku.
- Výrazně dynamický rozvoj komunikačních sítí (mobilní telefony a internet).
- Atraktivita ČR z hlediska přírodního i kulturního bohatství.
- Potenciál „živé“ kultury a regionálních specifik.

Za **slabé stránky** ekonomiky ČR a jejich nejvýznamnějších sektorů z hlediska udržitelnosti je nutno považovat zejména:

- Stav veřejných financí neudržitelný v dlouhodobém časovém horizontu.
- Nedostatečný výběr daní.
- V některých odvětvích nedostatek investičních zdrojů pro zavádění moderních technologií.
- Nižší produktivita práce oproti zahraniční konkurenci.
- Nízká intenzita inovací v průmyslu, jejich stále ještě nedostatečná podpora ze strany státu.
- Nízká flexibilita trhu práce.
- Energetická náročnost tvorby HDP vyšší než ve státech EU-15 (téměř dvojnásobná).
- V současné době stále ještě vysoký podíl tuhých paliv na spotřebě primárních energetických zdrojů (cca 50 %).
- Vysoká materiálová náročnost tvorby HDP – rozdíl oproti EU-15 je ještě vyšší než v případě energetické náročnosti.
- Nízký podíl obnovitelných zdrojů.
- Nízká institucionální a ekonomická podpora úspor energie na straně spotřeby.
- Rostoucí negativní vlivy sektoru dopravy, především automobilové, na životní prostředí, zejména kvalitu ovzduší.
- Nedostatečné zohlednění efektivnosti a environmentálních hledisek při tvorbě a nebo aplikaci ekonomických nástrojů (dotace, subvence, pobídky).
- Orientace nových investic na výstavbu „na zelené louce“ namísto na využívání zastavěných ale již nevyužívaných ploch (*brownfields*).
- Chybějící úseky dálnic a rychlostních silnic, absence silničních obchvatů obcí, nedostatečná údržba a nevyhovující stav dopravních cest, nedostatečné využití možností elektrické trakce v dopravě, nedostatečné využití kombinované dopravy.

- Neustálý růst přepravních výkonů silniční osobní i nákladní dopravy a pokles podílu železniční dopravy na celkových přepravních výkonech.
- Nedostatečně definovaný a podporovaný veřejný zájem kvalitní dopravní obslužnosti obcí a regionů, nerovné ekonomické podmínky pro hromadnou a individuální dopravu v důsledku nehrzení externích nákladů přímými uživateli, nízký zájem o hromadnou dopravu mezi veřejností.
- Více než polovina registrovaných vozidel dosud není vybavena katalyzátorem, průměrné stáří vozidlového parku je dosud vysoké.
- Nízká úroveň služeb v některých sektorech a v některých regionech.
- Významné ekonomické rozdíly mezi regiony.
- Významná část obyvatel dosud nemá přístup k internetu.
- Nedostatečná infrastruktura pro cestovní ruch z hlediska kvality. Nedocení kvality přírodního prostředí a harmonické krajiny jako atraktivity pro cestovní ruch.

2.1.1.5. Odvětví

Oceňovaná společnost podniká ve zpracování a výrobě plastů, to znamená v oblasti přímo navazující na suroviny vyráběné z ropy, tedy využívá komponenty, které v současné době se jeví jako cenově nestabilní se vzrůstající výchozí cenou pro výrobu.

2.1.2. Strategické informace týkající se vývojového potenciálu trhu

2.1.2.1. Legislativní rámec pro podnikání, novely, nařízení, směrnice EU a podnikání na trhu v ČR

Jednotný trh je ve zvýšené míře vysoce konkurenční prostředí. Úspěch nabídky zboží se netýká jen ceny, ale i inovací, služeb a reakcí na tlak různých lobby. Správné reakce podnikatelů jsou závislé na sledování legislativního procesu v EU ve snaze dozvědět se o nových předpisech a nákladech na jejich splnění.

Základními předpisy souvisejícími s obchodem se zeměmi mimo EU jsou:

- a) nařízení Rady EU č. 2913/1992 – celní kodex, ve znění pozdějších předpisů, neboť i ten je upravován, a to naposledy s přístupem nových členských států do EU,
- b) nařízení Komise č. 2454/1993 – prováděcí předpis celního kodexu,
- c) nařízení Rady č. 918/1983 – osvobození od cla,
- d) nařízení Rady č. 2658/1987 – o sazební statistické nomenklatuře a o společném celním sazebníku (pro rok 2004 vydán pod č. 1789/2003),

2.1.2.2. Rozbor relevantních trhů

V současné době je OKULA Nýrsko a.s. aktivní v ČR a v zemích EU

2.1.3. Vývojový potenciál relevantního trhu

2.1.3.1. Konkurence v oblasti standardních výrobků

2.1.3.1.1. Konkurence v ČR

- Organizační složky zahraničních výrobců a dodavatelů
- Tuzemské obchodní organizace

2.1.3.1.2. Konkurence v Evropě

- Itálie, SRN a další

2.1.3.1.3. Konkurence ve světě

- Několik stovek firem, především z Evropy

2.1.3.2. Konkurence v oblasti zákaznických výrobků a komponentů

2.1.3.2.1. Konkurence v ČR

- Tuzemské výrobní provozy zahraničních firem
- Tuzemské firmy poskytující především plastovou výrobu

2.1.3.2.2. Konkurence v zahraničí

- Firmy specializující se na dodávky spotřební elektroniky a elektroniky pro automobilový průmysl
- Specializovaní výrobci (nástroje, automaty)

2.1.3.3. Slabé stránky společnosti

- Konkurence má výrazně širší výrobní mix
- Konkurence klade vysoký důraz na technický rozvoj a má na něj levnější zdroje finančních prostředků
- Konkurence přesouvá výrobu do low – cost oblastí
- Konkurence se snaží vytvářet nekonkurenční prostředí (monopoly)

2.1.3.4. Silné stránky společnosti

- Dobrá technická úroveň pro výrobu
- Dlouholetý vztah s některými zákazníky

2.1.3.5. Perspektivy a budoucnost oboru

Výrobní sortiment vyráběný v oceňované společnosti je cca z 95 % úzce spojen s plasty, tedy obor výroby úzce navazující na ropné hospodářství a zvyšující se ceny základních surovin.

Celkový vývoj ovlivňují snahy výrobců vyspělých zemí o trvalé snižování nákladů pomocí přesouvání částí výrobního cyklu do zemí s „levnější pracovní silou“. Přitom se vytváří tlak na dodavatele dodržet termíny pro systém „just in time“ (právě včas). Má to mnohdy negativní dopady na pracovní podmínky u dodavatelů, kde se zejména vyžaduje větší pružnost pracovníků.

2.1.4. Zahraniční obchod

Hlavní příčiny možné stagnace prodejů jsou zejména následující faktory:

- Pokračující negativní vliv terorismu ve světě
- Špatná geopolitická situace na Blízkém východě
- Prohlubující se recese v Evropě
- Nemoc SARS v jihovýchodní Asii

Tyto okolnosti měly za následek stagnaci největších světových ekonomik, pokles turistického ruchu a pozastavení důležitých investičních akcí. Pro blízkou budoucnost je dalším negativním faktorem odbytu ropná krize a zvyšování světovým cen ropy a snižování odbytu automobilů.

2.1.5. Reakce tržeb na růst ekonomiky

Tuto prognózu je velmi obtížné určit, protože souvisí s celkovou liberalizací trhu. Obecně platí, že elasticita spotřebního trhu, ale především investice do výstavby a rekonstrukcí objektů je v případě růstu HDP v jeho blízkosti (především oblast investic). Za poslední roky postupné liberalizace cen se na zvyšující inflaci podílela cena strojírenství a jeho výrobků průměrnou výší. Vzhledem k poměrně vysoké energetické náročnosti výroby je předpoklad, že v budoucnu by se mohla oceňovaná společnost pohybovat v meziročním nárůstu ve výši cca poloviny předpokládaného HDP.

2.1.6. Závěry strategické analýzy k perspektivnosti podniku

Konečné závěry znalcem provedených zkoumání jsou shrnuty na tomto místě znaleckého posudku formou identifikace Příležitostí a Hrozeb, Silných a Slabých stránek.

Příležitosti:

Dobré strategické vyhlídky

Hrozby:

Rostoucí ceny ropy a zemního plynu v celosvětovém a evropském měřítku

Závislost EU na importu těchto surovin

Nutnost investic do rozšířené reprodukce staveb a technologií

Silné stránky:

Historie a tradice

Kvalifikované lidské zdroje

Výzkum a vývoj

Slabé stránky:

Investičně náročné řešení nových příležitostí

Závěrem strategické analýzy lze konstatovat, že oceňovaná společnost naplňuje předpoklad going concern působení na Relevantním trhu. Nebyly tedy identifikovány žádné Hrozby a Slabé stránky, které by objektivním způsobem k datu provedené strategické analýzy svědčily o významném ohrožení oceňovaného podniku, protože jsou především z kategorie vnějšího potenciálu. Zároveň oceňovaná společnost disponuje dostatečným vnitřním potenciálem v podobě Silných stránek, který jí umožní působit na Relevantním trhu.

2.2. Výběr vhodných metodik pro toto ocenění

Při volbě způsobu ocenění jmění a akcií byla nejprve analyzována finanční pozice oceňované společnosti a byla zkoumána podstata její ekonomické činnosti.

Vzhledem k typu podnikání, dostupným údajům o oceňované společnosti i jejích konkurentech, dosahované dynamice tržeb i hospodářských výsledků byla zvolena pro ocenění akcií společnosti OKULA Nýrsko a.s. metoda kombinující následující tři dílčí ocenění:

- Ocenění na základě účetní hodnoty vlastního kapitálu
- Ocenění na základě analýzy výnosů - metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Ocenění zjištěním likvidační hodnoty
- Ocenění společnosti OKULA Nýrsko a.s. zjištěné na základě diskontovaného volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele na základě podnikatelského plánu společnosti upravené znalci a zvýšené o hodnotu majetku, který není provozně nutný pro podnikatelskou činnost

2.3. Ocenění na základě účetní hodnoty vlastního kapitálu

V kapitole 1.6.3. uvedena rozvaha k 30. 6. 2006. Podle této rozvahy činil vlastní kapitál 220 181 tis Kč.

2.3.1. Výsledek ocenění na základě hodnoty vlastního kapitálu vykazovaného v účetnictví

Metodou ocenění na základě hodnoty vlastního kapitálu vykazovaného v účetnictví byla stanovena hodnota společnosti OKULA Nýrsko a.s. k 30.6. 2006 na

220 181 tis. Kč

2.4. Ocenění na základě analýzy výnosů - metoda kapitalizovaných čistých výnosů

2.4.1. Použití metody kapitalizovaných čistých výnosů

Pro ocenění byla použita metoda kapitalizovaných čistých výnosů vycházející z váženého průměru hospodářských výsledků dosažených oceňovanou společností v minulosti.

	2002	2003	2004	2005
Hospodářský výsledek před zdaněním (v tis. Kč)	17 559	8 304	6 309	12 194

Z uvedených hospodářských výsledků se provede výpočet trvale odnímatelného výnosu úpravou o některé mimořádné položky a přepočítáním na současnou hodnotu a vypočítá se vážený průměr. Váhy pro jednotlivé roky jsou stanoveny tak, že váha postupně klesá od 50 % v roce 2005 až na 0 % v roce 2002.

2.4.2. Výpočet na základě dosavadních hospodářských výsledků oceňované společnosti

	2002	2003	2004	2005	30.6.2006	CELKEM
Hospodářský výsledek před zdaněním (tis Kč)	17 559	8 304	6 309	12 194		
Úprava o mimořádné vlivy (tis Kč)	8 398	14 651	3 567	2 574		
Upravený hospodářský výsledek před zdaněním (tis Kč)	9 161	-6 347	2 742	9 620		
Inflace (v %)	1,8	0,1	2,8	1,9	2,2	
Inflační faktor	1,08136783	1,06120494				
	6	2	1,041418	1,022		
Přepočítaný zisk na současnou cenovou úroveň (tis Kč)	9 906,411	-6 735,468	2 855,568	9 831,640		
Váha	0%	20%	30%	50%		100%
Příspěvek (tis Kč)	0,000	-1 347,094	856,670	4 915,820		4 425,396

Vážený průměr hospodářského výsledku před zdaněním(tis Kč)	4 425,396
Daň roku 2005	24%
Snížený průměrný zisk	3 363,301

Odpisy	4 888,000
Investice	5 865,600
Snížený průměrný zisk (tis Kč)	2 385,701
Diskontní míra	0,080
Ocenění (tis Kč)	29 821,262

Poznámky:

Úprava zisku na stejnou cenovou hladinu byla provedena na základě oficiálních údajů o dosahované inflaci v ČR do 30. 6. 2006.

Ze zkušenosti bylo odvozeno, že při pořizování nového technologického vybavení nestačí úroveň odpisů, která je odvozena z minulých historických cen. V minulosti rovněž docházelo k rozšířené reprodukci, tj. novými investicemi (o vyšší jmenovité hodnotě) se neprováděla jen prostá reprodukce. Z tohoto důvodu by byl trvale odnímatelný výnos ještě snížen, protože bylo uvažováno s investicemi ve výši 120 % odpisů.

Úprava hospodářských výsledků o mimořádné vlivy nebo nepravidelně se opakující vlivy nebo vlivy, které jsou dlouhodobě neutrální (např. tvorba a zúčtování opravných položek) byla provedena dle následujících tabulek.

	2002	2003	2004	2005
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	22395	10650	9252	11190
Zůstatková cena prodaného majetku a materiálu	12934	6870	9141	8536
Změna stavu rezerv a opravných položek	0	-1892	-2938	715
Změna stavu rezerv a opravných položek	0	0	0	0
Finanční výnosy	2 985	2 737	4 467	1 816
Finanční náklady	4 987	3 968	5 985	3 035
Mimořádný hospodářský výsledek	118	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	821	813	1 018	927
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	9000	0	0
Prodané cenné papíry a podíly	0	416	0	0
Výnosy z ostatního dlouhodob. fin. majetku	819	813	1018	927
Mimořádné vlivy	8 398	14 651	3 567	2 574

Údaje v tis. Kč

Pro odhadnutí diskontní míry byl zvolen shodný stavebnicový model jako v kapitole 1.8.4.

Diskontní míra r_c byla tedy stanovena na 8,00 %.

Vliv inflace na vyšší diskontní míry byl zahrnut do snížení bezrizikového faktoru diskontní míry o inflaci při uvážení vlivu časových faktorů (jedná se tedy o bezinflační diskontní míru).

2.4.3. Popis a ocenění provozně nepotřebného majetku

Oceňovaná společnost vlastní dlouhodobý finanční majetek a lze ho teoreticky považovat jako provozně nepotřebný a předpokládat jeho odprodej. Podíl na podniku s rozhodujícím vlivem je 100 % a jedná se o společnost OKULA SLOVAKIA S.R.O. Vlastní historické výsledky společnosti se postupně zlepšují a i když do roku 2005 byl podíl vlastního kapitálu téměř poloviční proti kapitálu základnímu, byla společnost oceněna vzhledem k předpokládanému vývoji ve vyšší nominální hodnoty podílu. Ostatní cenné papíry a půjčky podnikům ve skupině byly oceněny ve vyšší účetní hodnoty.

Společnost OKULA Nýrsko a.s. evidovala k 30. 6. 2006 dlouhodobý finanční majetek ve výši 59 813 tis. Kč. Tento majetek je oceněn z důvodu opatrnosti dle následující tabulky:

	brutto	netto	koefficient	ocenění
Podíly v podnicích s rozhodujícím vlivem	8 713	8 713	1	8 713
Podíly v podnicích s podstatným vlivem				
Ostatní dlouhodobé cenné papíry	100	100	1	100
Půjčky podnikům ve skupině	51 000	51 000	1,00	51 000
Jiný dlouhodobý finanční majetek				
Celkem	59 813	59 813		59 813

Celkem tedy majetek nepotřebný k podnikání byl oceněn na 59 813 tis. Kč a byl započítán k výsledku ocenění metodou čistých kapitalizovaných výnosů.

	Ocenění v tis Kč
Ocenění bez vlivu nepotřebného majetku	29 821
Ocenění nepotřebného majetku	59 813
Ocenění celkem	89 634

2.4.4. Výsledek ocenění na základě analýzy výnosů metody čistých kapitalizovaných výnosů

Metodou kapitalizovaných čistých výnosů byla stanovena hodnota společnosti OKULA Nýrsko a.s. po zaokrouhlení na

89 634 tis. Kč

2.5. Ocenění metodou zjištění likvidační hodnoty

2.5.1. Ocenění aktiv

Shrnutí ocenění jednotlivých položek majetku likvidační metodou:

	30. 6. 2006		koeficient	ocenění	likv. koef.	ocenění při likvidaci
	Brutto	Netto				
Aktiva celkem	783 086	452 023		401 104		401 104
Dlouhodobý majetek	544 092	216 212		183 578		183 578
Dlouhodobý nehmotný majetek	13 524	494		247		247
Zřizovací výdaje						
Nehmotné výsledky výzkumné a obdobné činnosti						
Software	13 524	494	0,50	247	1,00	247
Ocenitelná práva	0	0	0,50	0	1,00	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek						
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek						
Poskytnuté zálohy na nehmotný majetek						
Dlouhodobý hmotný majetek	470 755	155 905		123 518		123 518
Pozemky	4 137	4 137	1,00	4 137	1,00	4 137
Stavby	116 938	61 270	0,75	45 953	1,00	45 953
Samostatné movité věci a soubory	321 810	62 794	0,75	47 096	1,00	47 096
Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0				
Základní stádo a tažná zvířata	0	0				
Jiný dlouhodobý majetek	444	278	1,00	278	1,00	278
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	27 426	27 426	0,95	26 055	1,00	26 055
Poskytnuté zálohy						0
Opravná položka k nabytému majetku						
Dlouhodobý finanční majetek	59 813	59 813		59 813		59 813
Podíly v podnicích s rozhodujícím vlivem	8 713	8 713	1,00	8 713	1,00	8 713
Podíly v podnicích s podstatným vlivem						

Ostatní dlouhodobé cenné papíry	100	100	1,00	100	1,00	100
Půjčky podnikům ve skupině	51 000	51 000	1,00	51 000	1,00	51 000
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0		0	1,00	0
Oběžná aktiva	231 393	228 210		209 925		209 925
Zásoby	62 884	62 884		59 740		59 740
Materiál	23 384	23 384	0,95	22 215	1,00	22 215
Nedokončená výroba a polotovary	11 626	11 626	0,95	11 045	1,00	11 045
Výrobky	26 760	26 760	0,95	25 422	1,00	25 422
Zvířata	0	0		0		0
Zboží	1 114	1 114	0,95	1 058	1,00	1 058
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0		0	1,00	0
Dlouhodobé pohledávky	87	87		87		87
Pohledávky z obchodního styku	0	0		0		
Pohledávky ke společníkům a sdružení	0	0		0		
Pohledávky v podnicích s rozhodujícím vlivem	0	0		0		
Pohledávky v podnicích s podstatným vlivem	0	0		0		
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	87	87	1	87	1,00	87
Jiné pohledávky	0	0		0	1,00	0
Odložená daňová pohledávka						
Krátkodobé pohledávky	156 984	153 801		138 660		138 660
Pohledávky z obchodního styku	153 941	150 758	0,90	135 682	1,00	135 682
Pohledávky ke společníkům a sdružení						
Sociální zabezpečení						
Stát - daňové pohledávky	1 745	1 745	1,00	1 745	1,00	1 745
Odložená daňová pohledávka						
Pohledávky v podnicích s rozhodujícím vlivem						
Pohledávky v podnicích s podstatným vlivem						
Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0	0,00	0	1,00	0
Jiné pohledávky	1 298	1 298	0,95	1 233	1,00	1 233
Krátkodobý finanční majetek	11 438	11 438		11 438		11 438
Peníze	176	176	1,00	176	1,00	176
Účty v bankách	11 262	11 262	1,00	11 262	1,00	11 262
Krátkodobý finanční majetek						
Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	7 601	7 601		7 601		7 601
Časové rozlišení	5 714	5 714	1	5 714	1	5 714
Náklady příštích období	5 714	5 714	1	5 714	1	5 714
Příjmy příštích období						
Kursové rozdíly aktivní						
Dohadné účty aktivní	1 887	1 887	1	1 887	1	1 887
Aktiva celkem	783 086	452 023		401 104		401 104
Cizí zdroje	231 844	231 844		231 844		230 394
Rezervy	0	0		0		0
Rezervy zákonné	0	0		0	1	0
Rezerva na kursové ztráty						
Rezerva na daň z příjmu	0	0		0	1	0
Ostatní rezervy	0	0		0	1	0
Odložený daňový závazek						

Dlouhodobé závazky	1 450	1 450		1 450		0
Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem	0	0				
Závazky k podnikům s podstatným vlivem	0	0				
Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0				
Dohadné účty pasivní	0	0				
Emitované dluhopisy	0	0				
Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0				
Jiné dlouhodobé závazky	0	0				
Odložený daňový závazek	1 450	1 450	1,00	1 450	0	0
Krátkodobé závazky	104 955	104 955	1	104 955	1	104 955
Závazky z obchodního styku	87 285	87 285				
Závazky ke společníkům a sdružení						
Závazky k zaměstnancům	145	145				
Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. poj.	0	0				
Stát daňové závazky a dotace	4 318	4 318				
Odložený daňový závazek						
Závazky k podnikatelům s rozhodujícím vlivem						
Závazky k podnikatelům s podstatným vlivem						
Krátkodobé přijaté zálohy	-1	-1				
Dohadné účty pasivní	8 654	8 654				
Jiné závazky	4 554	4 554				
Bankovní úvěry a výpomoci	125 439	125 439	1	125 439	1	125 439
Bankovní úvěry dlouhodobé	77 523	77 523				
Běžné bankovní úvěry	47 916	47 916				
Krátkodobé finanční výpomoci						
Časové rozlišení	0	0		0		0
Výdaje příštích období						
Výnosy příštích období						
Kursově rozdíly pasivní						
Dohadné účty pasivní						
Čistý obchodní kapitál	551 242	220 179		169 260		170 710

Poznámky k ocenění:

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek tvoří:

- Software
- Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek
- Pozemky
- Stavby
- Samostatné movité věci a soubory movitých věcí
- Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek

Určení likvidační hodnoty dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku je potřeba věnovat velkou pozornost. Obecně platí, že likvidační hodnota bývá často nízká. Platí to zejména pro majetek starší tak pro majetek specializovaný.

Ocenění dlouhodobého nehmotného majetku

Software evidovaný společností k 30. 6. 2006 ve výši 494 tis. Kč byl přeceněn ve výši 50%. Zakoupený software je nepřenositelný a jeho další prodej by byl možný pouze se souhlasem prodávajícího. Běžně tento souhlas není vydáván, přesto je kalkulováno, že bude s hardwarem prodán ve 1, 2, 3 a 4 roce likvidace, protože je součástí linek a bude prodán ve stejném poměru jako dlouhodobý hmotný majetek.

Celkem byl dlouhodobý nehmotný majetek pro potřeby předpokládané likvidace oceněn ve výši 247 tis. Kč.

Ocenění dlouhodobého hmotného majetku

Skladba tohoto majetku:

- Pozemky
- Budovy, haly a stavby

Movité věci a soubory movitých věcí

Jiný dlouhodobý hmotný majetek

Nedokončený dlouhodobý majetek

Pro ocenění likvidační hodnotou je jednou z cenotvorných kategorií dlouhodobý hmotný majetek.

Prodej tohoto majetku lze teoreticky posuzovat ze tří hledisek. Může to být prodej majetku konkurenční firmě, prodej zájemci o areály se změnou výrobního sortimentu a prodej jednotlivých položek majetku různým zájemcům. Všechny tyto varianty prodeje vedou k poměrně nízké ceně.

Z pozice konkurence je cílem obsadit především trh oceňované společnosti. Výrobních kapacit v podnikání oceňované společnosti je nadbytek, proto by konkurence nemusela tento majetek ani odkupovat, aby dosáhla svého cíle. Konkurence bude tedy chtít koupit za minimální cenu nebo nekoupit vůbec.

U zájemce o nákup areálů s předpokládanou změnou výroby by šlo o snížení ceny z důvodů nepotřebnosti jak strojů tak některých budov.

Třetí možností je odprodej jednotlivých nemovitostí a jednotlivých strojů, ale tento způsob prodeje by předpokládal dobu likvidace podstatně delší než je uvažována v tomto posudku s vyššími náklady na daně z nemovitostí, demontáž strojů, ostrahu a správu. Při tomto způsobu odprodeje majetku by došlo i k částečné likvidaci neprodejného strojového vybavení, protože stroje jsou téměř odepsané, energeticky náročné a kvalitativně zastaralé. Mnohé z nich jsou součástí staveb a náklady na jejich demontáž by převýšily tržby z jejich prodeje. Lze říci, že jejich hodnota by se rovnala hodnotě šrotu. Prodej jednotlivých staveb by způsobil jejich problematické oddělování, problematický prodej inženýrských sítí a opět by bylo možné předpokládat tento prodej v období podstatně delším, než je předpokládaný v modelu likvidace.

Dlouhodobý majetek, předpokládaný k teoretickému odprodeji není běžně prodáván na trhu. Při zpracování tohoto znaleckého posudku se nepodařilo pro srovnání najít realizovaný podobný majetek.

Všechny tyto varianty ukazují, že by výnos z prodeje dlouhodobého hmotného majetku byl pravděpodobně nižší než zůstatková účetní hodnota.

Nebylo provedeno přecenění staveb provedené individuálně ze vstupní ceny přepočítáním pomocí cenového indexu nárůstu cen ve stavebnictví na cenu reprodukční, která je koeficientem opotřeбенí snížena na cenu věcnou a koeficientem tržního očekávání na cenu obvyklou. Důvodem byla skutečnost, že nebyly k dispozici podklady a že v letošním roce byla zařazena do stavu rozhodující nová stavba.

Obdobná situace nastala v letošním roce pořízením nových strojů do nové haly.

Vzhledem k tomu, že zůstatková hodnota staveb a strojů je tvořena především nově pořízenými objekty a stroji, lze je ocenit v souladu s prodejem použitých věcí, to je se srážkou 25 %.

Pozemky by šlo rovněž přecenit individuálně, ale zjištěná cena by byla pouze orientační a nereflektovala by na konkrétní tržní situaci. Pozemky jsou částečně pod stavbami budov a pod inženýrskými stavbami. Srovnávací metodou, která je nejobektivnějším měřítkem tržní ceny, lze úspěšně posuzovat pozemky zasíťované a ke stavbě připravené. Pozemky zastavěné jsou pro kupujícího obsaženy v ceně objektu. Pokud by byly pozemky oceněny pomocí Naegeliho metody byla by cena pozemků podílem na ceně stavby oceněné dle předpisu. Pozemky byly oceněny ve výši účetní hodnoty.

Jiný dlouhodobý hmotný majetek byl oceněn ve výši účetní hodnoty.

Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek byl z důvodu opatrnosti oceněn na 100 % svoji účetní hodnoty.

Dlouhodobý finanční majetek

Společnost OKULA Nýrsko a.s. evidovala k 30. 6. 2006 dlouhodobý finanční majetek ve výši 59 813 tis. Kč. Tento majetek je oceněn z důvodu opatrnosti dle následující tabulky:

	Brutto (tis. Kč)	Netto (tis. Kč)	Koeficient (tis. Kč)	Ocenění (tis. Kč)
Podíly v podnicích s rozhodujícím vlivem	8 713	8 713	1	8 713
Podíly v podnicích s podstatným vlivem				
Ostatní dlouhodobé cenné papíry	100	100	1	100
Půjčky podnikům ve skupině	51 000	51 000	1	51 000
Jiný dlouhodobý finanční majetek				
Celkem	59 813	59 813		59 813

Celkem byl dlouhodobý finanční majetek na 59 813 tis. Kč.

Zásoby

Realizace zásob proběhne 70 % v prvním roce a 30 % ve druhém roce.

Materiál

Materiál byl oceněn ve výši 95 % své účetní hodnoty.

Výrobky, zboží a nedokončená výroba

Výrobky, zboží a nedokončená výroba byly oceněny na 95 % své účetní hodnoty.

Dlouhodobé pohledávky

Oceňovaná společnost eviduje ve svém účetnictví k 30. 06. 2006 dlouhodobé pohledávky ve výši 87 tis. Kč a tyto pohledávky byly oceněny ve výši účetní hodnoty.

Krátkodobé pohledávky

Oceňovaná společnost eviduje ve svém účetnictví k 30. 06. 2006 krátkodobé pohledávky v netto cenách ve výši 153 801 tis. Kč. Nebyla upřesněna jejich specifikace, byly proto krátkodobé pohledávky z obchodního styku a jiné pohledávky oceněny odhadem ve výši 90 % účetní hodnoty, která koresponduje s metodikou M. Mařík: Metody oceňování podniku. Celkem byly krátkodobé pohledávky oceněny na 138 660 tis. Kč

Pro případ likvidace byly krátkodobé pohledávky oceněny na 138 660 tis. Kč s tím, že budou při likvidaci realizovány 80 % v prvním roce a 20 % ve druhém roce likvidace.

Krátkodobý finanční majetek

Krátkodobý finanční majetek byl oceněn na svoji účetní hodnotu, tj. na 11 438 tis. Kč.

Časové rozlišení aktiv

Časové rozlišení aktiv je tvořeno náklady na příští období, které tvoří především leasing dopravních prostředků a strojů a zařízení a dohadné účty aktivní. Časové rozlišení bylo oceněno na svoji účetní hodnotu a v případě likvidace rovněž na 100 % svojí účetní hodnoty, to je na 7 601 tis. Kč.

Předpokládaný průběh likvidace

Likvidace společnosti je předpokládána na 4 roky, jako nejkratší možné časové období s rozdělením prodejů jednotlivých aktiv dle následující tabulky.

	ZC k 31.5.2006	% prodeje 1 rok	Tržby z prodeje 1 rok	% prodeje 2 rok	Tržby z prodeje 2 rok	% prodeje 3 rok	Tržby z prodeje 3 rok	% prodeje 4 rok	Tržby z prodeje 4 rok
Aktiva celkem									
Dlouhodobý majetek									
Dlouhodobý nehmotný majetek	494	30	74,10	30	74	20	49	20	49
Dlouhodobý hmotný majetek	155 905								
Pozemky	4 137	30	1 241	30	1 241	20	827	20	827
Budovy, haly a stavby	61 270	30	13 786	30	13 786	20	9 191	20	9 191
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	62 794	30	14 129	30	14 129	20	9 419	20	9 419
Základní stádo a tažná zvířata	0	0	1						
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	27 704	100	26 333						
Dlouhodobý finanční majetek	59 813	100	59 813						
Oběžná aktiva	228 210		164 254						
Zásoby	62 884	70	41 818	30	17 922				
Pohledávky	153 888	80	110 998	20	27 749				
Finanční majetek	11 438	100	11 438						
Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	7 601	100	7 601						

Předpokládá se prodej dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku 1, 2, 3, a 4 roku v poměru 30 %, 30 %, 20% a 20 %. Jde o majetek, který je navzájem propojen. Předpokládá se, že zásoby budou postupně odprodávány během prvního roku 70 % a druhého roku 30 %. Pohledávky se předpokládají odprodat během prvních dvou let v poměru 80 % a 20 %.

Všechna ostatní aktiva se předpokládají zpeněžit v prvním roce likvidace.

Příjmy a náklady v souvislosti s likvidací

	1 rok	2 rok	3 rok	4 rok
Příjmy z prodeje nemovitostí	41 360	15 027	10 018	10 018
Náklady spojené s prodejem nemovitostí	4 136	1 503	1 002	1 002
Daň z převodu nemovitostí 3 %	1 420	589	392	392
Příjmy z prodeje strojů	14 129	14 129	9 419	9 419
Náklady spojené s prodejem strojů	1 413	1 413	942	942
Příjmy z prodeje ostatních aktiv	231 668	45 671	0	0
Náklady na ostrahu objektů	650	350	200	80
Náklady spojené s prodejem ostatních aktiv	2 730	1 800	1 100	650
Příjmy po dani	276 372	69 173	15 801	16 371
Splátka úvěru	125 439			
Splátka úroku 4,5 %	2 822			
Odstupné zaměstnancům	15 787			
Příjmy po přednostních platbách ze zákona	132 759	69 173	15 801	16 371
	1,417	1,417	1,417	1,417
Úročení při termínovaném vkladu na 3 měsíce	941	2 385	2 497	2 613
Úrok po srážkové dani z úroků ve výši 15 %	800	2 027	2 122	2 221
Celkem po úročení	133 559	71 200	17 923	18 592

Jednotlivé zpeněžené položky aktiv jsou vyjádřeny v předchozí tabulce.

Náklady spojené s prodejem nemovitostí jsou kalkulovány ve výši 10 % z docílené ceny při dražbě. Jedná se o náklady pro vykonavatele dražby včetně s ní spojených nákladů na informace, ocenění, vklady do katastrů apod. Předpis umožňuje tuto hodnotu stanovit ve výši do deseti procent a je dražebními kanceláři využíván do krajnosti.

Daň z převodu nemovitostí je vyčíslena z předpokládané zůstatkové ceny, jak ji vyžaduje finanční úřad. Je kalkulovaná ve výši 3 %.

Náklady spojené s prodejem strojů jsou kalkulovány ve výši 10 % z docílené ceny při dražbě. Jedná se o náklady pro vykonavatele dražby včetně s ní spojených nákladů na informace, ocenění, apod.. Předpis umožňuje tuto hodnotu stanovit ve výši do deseti procent a je dražebními kanceláři využíván do krajnosti.

Náklady na ostrahu objektů jsou kalkulovány jako náklady ve výši 120,- Kč/hod. na pracovníka ochranky, která je běžně používána s tím, že se snižuje podle počtu odprodáných areálů.

Náklady spojené s prodejem ostatních aktiv v prvním roce v tis. Kč

480	ostatní náklady na mzdu v průměru 2 pracovníků
450	ostatní náklady na energie
350	mzdy ostatní
1 450	cestovné , ušlá doba jednání administrativa, poštovné telefony, vzorkování, atesty, silniční daň, daň z nemovitostí a pod
2 730	celkem náklady spojené s prodejem ostatních aktiv

Největší položkou nákladů jsou daně z nemovitostí a mzdové náklady na likvidační skupinu. Předpokládají se 2 pracovníci cca na tři čtvrtě roku a jedna účetní celoročně.

Náklady spojené s prodejem ostatních aktiv ve druhém roce v tis. Kč

650	cestovné + administrativní náklady
350	náklady na energie
250	mzdy
300	odměna při dražbách 3 000 tis. Kč pohledávek nad rok
250	daň z nemovitostí
1 800	celkem náklady spojené s prodejem ost. aktiv druhým rokem

Odměna při dražbách se předpokládá z prodeje pohledávek ve výši 3 000 tis. Kč ve druhém roce likvidace při výši 10 % z vydražené částky.

Náklady spojené s prodejem ostatních aktiv ve třetím roce v tis. Kč

450	cestovné + administrativní náklady
250	náklady na energie
250	mzdy
150	daň z nemovitostí
1 100	celkem náklady spojené s prodejem ost. aktiv druhým rokem

Náklady spojené s prodejem ostatních aktiv ve třetím roce v tis. Kč

250	cestovné + administrativní náklady
150	náklady na energie
150	mzdy
100	daň z nemovitostí
650	celkem náklady spojené s prodejem ost. aktiv druhým rokem

Byla kalkulována přednostní úhrada úvěru bance v průběhu prvního pololetí prvního roku.

Bylo předpokládáno, že bude zaplacen ještě úrok z úvěrů za jedno pololetí prvního roku ve výši 4,5 %.

Druhou přednostní platbou ze zákona je odstupné zaměstnancům, které je kalkulováno ve výši dvou měsíčních platů.

Zbytek peněžních prostředků se předpokládá uložit na opakující se termínovaný vklad na tři měsíce až do úplné likvidace. První rok se předpokládá úročení celé částky za druhé pololetí.

Ik	6,0	6,0	6,0	6,0
odúročitel	1,00	1,060	1,124	1,191
Současná hodnota	133 559	67 169	15 951	15 610
Současná hodnota celkem	232 289			

Stanovení diskontní míry

Rizikové faktory u komplexní stavebnicové metody (metoda autorů Mařík, M. – Maříková, PI)

Tato verze komplexní stavebnicové metody stanovuje riziko oceňované firmy na základě 32 faktorů. Tyto faktory jsou rozděleny do dvou skupin, a to na faktory podnikatelského (obchodního) rizika a finančního rizika.

Skupina faktorů podnikatelského (obchodního) rizika je dále členěna do šesti dílčích skupin, a to na:

- rizika na úrovni oboru (čtyři faktory),
- rizika na úrovni trhu (tři faktory),
- rizika z konkurence (sedm faktorů),
- rizika managementu (tři faktory),
- rizika výrobního procesu (čtyři faktory),
- specifické faktory ziskových marží (čtyři faktory),

což představuje celkem 25 rizikových faktorů podnikatelského (obchodního rizika). Uživatel má však možnost rozšířit každou dílčí skupinu rizikových faktorů o jeden jím definovaný faktor (tzv. doplňkový faktor rizika).

Systematické (tržní) riziko je takové riziko, které závisí na celkovém ekonomickém vývoji a postihuje proto ve stejné míře všechny firmy. Kromě toho však hospodářské výsledky určité firmy ovlivňují faktory, které jsou pro tuto firmu jedinečné (mezi tyto faktory patří např. stávky, odchod kvalitního managementu, havárie aj.). Tato složka rizika se označuje jako specifické riziko.

Při stanovení prémie za specifické riziko je třeba expertní odhad na základě ocenění určitých interních firemních faktorů (např. kvalita výrobků a služeb, kvalita technologií, kvalita managementu aj.) i externích faktorů (situace na trhu, míra diverzifikace dodavatelů a odběratelů aj).

„Specifické riziko je třeba zahrnout všude tam, kde nejde o akcie, které mohou tvořit součást portfolia. Jedině portfolio umožňuje zúžit riziko pouze na riziko systematické. Specifické riziko by tedy mělo vyjadřovat odchylky posuzovaného podniku od průměrných kvalitativních a kvantitativních stránek výkonnosti v odvětví nebo oboru. Ve světě je přírůžka za specifické riziko záležitost odhadu analytika. Základem jsou většinou postupy a metody finanční analýzy.

V případě likvidace společnosti je třeba se zabývat rizikem na úrovni trhu, oboru a konkurence, riziko managementu nemusíme posuzovat, pokud předpokládáme, že likvidátor se bude snažit o co nejvyšší výnos z prodeje aktiv. Kromě toho je v tomto případě další riziko, že se nepodaří zpeněžit aktiva za cenu a tak rychle, jak se předpokládá.

Za základ diskontní sazby byla zvolen bezrizikový výnos státního dluhopisu na 10 let ve výši 4,0 %

Vzhledem k tomu, že předpokládáme proběhnutí likvidace, bude nejvyšším rizikem úroveň trhu a úroveň konkurence, která může vyvolávat zvýšený tlak na odstranění konkurence z trhu, může ovlivnit především ceny nemovitostí.

Stanovení diskontní míry ve výši 6 %

4,0 % bezriziková míra

2 % specifické riziko spočívající dle publikace „Likvidace obchodních společností“ (Adamík, Pilátová, Richter 2005) v následujících vlivech:

- změny trhu týkající se cen za nabízené skladové zásoby výrobků, či materiálů a dalších zpeněžitelných movitých věcí
- náhlý pokles tržních cen komerčních nemovitostí a pozemků v majetku likvidované společnosti
- dříve nezjištěná ekologická závadnost nemovitostí a pozemků (dá se předpokládat, že ekologická závadnost je ve všech stanicích, které se zabývaly mořením osiv již v minulosti)
- nesouhlas věřitelů s konečným vypořádáním
- nemoc či smrt likvidátora

Úhrada ostatních cizích zdrojů a odměna likvidátora

Dále bylo nutné uhradit ostatní závazky, které jsou uvedeny v následující tabulce. Případné penále za opožděné platby dodavatelům nebyly uvažovány.

Suma příjmů	232 289
Ostatní dluhy	104 955
Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	0
Celkem přepočtený likvidační zůstatek	127 334
Odměna likvidátora	6 407
Současná likvidační hodnota společnosti	120 928

Odměna likvidátora byla stanovena dle vyhlášky Ministerstva spravedlnosti ze dne 12. 12. 2000 č. 479/2000 Sb. ve výši 90 tis. Kč a dále 5 % z částky přesahující 1 milion Kč z majetkového zůstatku, celkem tedy na částku 11 777 tis. Kč. Nebyla uvažována možnost zálohových plateb odměny likvidátora, která by ještě snížila úložky vkladů a došlo by k nižšímu zúročení.

Dle §36 odst. 2 písmeno a) bod 6 ZDP je nutné zdanit likvidační zůstatek zvláštní daní a to ve výši 15 % z rozdílu podílu na likvidační hodnotě a nabývací ceny podílu. Stanovení pořizovací hodnoty jednotlivých akcií nebylo ale uvažováno, bylo předpokládáno, že jejich držitelé je mají ve svém držení delší časové období.

Rozdíl likvidačního zůstatku a ceny pořízení je daňovým základem, který je zdaňován 15 % zvláštní daní z likvidačního zůstatku. Poplatník daně, tedy akcionář musí tuto skutečnost plátcí daně to je likvidátorovi prokázat, pokud tak neučiní je zdaněn celý likvidační zůstatek. Předpokládáme, že by k tomuto zdanění nedošlo.

K rozdělení mezi akcionáře zůstává 120 928 tis. Kč.

2.5.2. Výsledek ocenění na základě likvidační metody

Hodnota 100 % podílu společnosti OKULA Nýrsko a.s. zjištěná na základě likvidační hodnoty činí k datu ocenění po zaokrouhlení

120 928 tis. Kč.

2.6. Ocenění společnosti OKULA Nýrsko a.s. zjištěné na základě diskontovaného volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele na základě upraveného znalci podnikatelského plánu společnosti zvýšené o hodnotu majetku, který není provozně nutný pro podnikatelskou činnost

2.6.1. Použitý software

Ocenění v této i následující kapitole je kalkulováno s využitím programového vybavení STRATEX R (systém pro dlouhodobé finanční plánování a hodnocení investičních projektů) společnosti VALEX s.r.o., Velflíkova 10, Praha 6 a programového vybavení EVALENT od téže společnosti. Toto programové vybavení bylo vypracováno ve spolupráci s Vysokou školou ekonomickou v Praze.

2.6.2. Předpoklady ocenění

Existují různé prognózy vývoje cen výrobků z plastických nebo jejich polotovarů pro další výrobu a s tím spojené předpokládané ceny v budoucnosti. Je několik velmi důležitých, ale obtížně uchopitelných vlivů, jako je vývoj cen ropy a plynu na světových trzích, podíl atomové energie a obnovitelných zdrojů atp. Tyto skutečnosti však ocenění společnosti OKULA Nýrsko a.s. příliš neovlivní. Tyto vstupy budou působit na všechny konkurenty obdobně. Úplná liberalizace trhu povede v dalších letech k určité cenové válce mezi jednotlivými výrobci komponentů pro elektrotechnický průmysl a oceňovaná společnost se bude muset vyrovnat s tlakem odběratelů na snižování marže a s cenou vstupních komponentů, které jsou především výrobky ropného a navazujícího průmyslu. Získat podíl na trhu bude znamenat docilování poměrně nízké provozní marže.

Prognóza výkonů a nákladů a rozvahy – vychází z očekávané skutečnosti k 30. 6. 2006 převzaté od společnosti a dále je prognózována na základě podnikatelského záměru, který vychází ze strategické analýzy.

2.6.2.1. Výkaz zisku a ztrát

Oceňovaná společnost předala plán na rok 2006 a 2007. Výkaz zisku a ztrát plánu na rok 2006 byl znalci upraven vzhledem k výkazu zisku a ztrát k 30. 6. 2006. Byly zohledněny prodeje majetku a zůstatkové ceny, upraveny tržby a náklady dle stávajícího a předpokládaného vývoje do konce roku 2006, výkonová spotřeba, ostatní provozní výnosy a náklady, výnosové a nákladové úroky, finanční výnosy a finanční náklady a mimořádné výnosy.

Vývoj položek v dalších letech:

Pro další roky byl předaný plán upraven tak, aby podle znalců lépe vyjadřoval budoucí možnosti společnosti, od roku 2008 se předpokládá nárůst ve výši inflace. Nepočítá se již se skokovým zvyšováním výroby, z toho důvodu jsou již od roku 2008 investice pouze do prosté reprodukce povýšené o inflaci, to je na 1,3 násobek původní pořizovací ceny.

2.6.2.2. Rozvaha

Pro vstupní rozvahu byly ve výpočetním modelu použity údaje z roční účetní závěrky k 31. 12. 2005, jako výchozího roku činnosti společnosti. V dalších letech se rozvaha odvíjí na základě podnikatelského záměru sestaveného standardním způsobem s využitím dob obrátů tak aby navazovala na minulost bez nezdůvodnitelných skoků. Skokový nárůst tržeb v roce 2007 je podmíněn rozsáhlou stavebně technickou investicí, a podíl nárůstu tržeb je využit u dob obrátů u nákladů

Pro podrobnější zadání bylo použito výsledků z mezitímní uzávěrky k 30. 6. 2006.

2.6.3. Vymezení neprovozního majetku

Dlouhodobý finanční majetek

Oceňovaná společnost vlastní podíly na základním kapitálu ve společnosti OKULA SLOVAKIA S.R.O. (viz kapitola 2.5.1.)

I.15. Horizontální analýza rozvahy

	2006/2005	2007/2006	2008/2007	2009/2008	2010/2009	2010/2005	2010/2006
AKTIVA CELKEM	61,5%	29,8%	6,8%	0,0%	4,6%	134,1%	45,0%
Pohled. za upsaný vlastní kapitál	x	x	x	x	x	x	x
Stálá aktiva	374,6%	3,7%	3,5%	3,3%	3,2%	443,7%	14,6%
Oběžná aktiva	-25,4%	74,7%	10,3%	-3,3%	6,2%	47,7%	97,9%
Zásoby	2 872,1%	90,3%	2,5%	2,5%	2,5%	5 992,0%	105,0%
Materiál	1 809,2%	91,4%	2,5%	2,5%	2,5%	3 835,5%	106,1%
Nedokončená výroba a polotovary	x	91,4%	2,5%	2,5%	2,5%	x	106,1%
Výrobky	x	91,4%	2,5%	2,5%	2,5%	x	106,1%
Zvířata	x	x	x	x	x	x	x
Zboží	0,0%	-63,3%	2,5%	2,5%	2,5%	-60,5%	-60,5%
Poskytnuté zálohy na zásoby	x	x	x	x	x	x	x
Dlouhodobé pohledávky	-99,9%	0,0%	-100,0%	x	x	-100,0%	-100,0%
Pohledávky z obchodního styku	x	x	x	x	x	x	x
Pohled. ke společníkům a sdružení	x	x	x	x	x	x	x
Pohled. v podn. s rozhod. vlivem	x	x	x	x	x	x	x
Pohled. v podn. s podstat. vlivem	x	x	x	x	x	x	x
Jiné pohledávky	-99,9%	0,0%	-100,0%	x	x	-100,0%	-100,0%
Krátkodobé pohledávky	4,4%	90,0%	3,9%	1,3%	2,3%	113,6%	104,5%
Pohledávky z obchodního styku	4,5%	91,4%	2,5%	2,5%	2,5%	115,5%	106,1%
Pohled. ke společníkům a sdružení	x	x	x	x	x	x	x
Sociální zabezpečení	x	x	x	x	x	x	x
Stát - daňové pohledávky a dotace	0,0%	0,0%	431,7%	-68,6%	-40,2%	0,0%	0,0%
Pohled. v podn. s rozhod. vlivem	x	x	x	x	x	x	x
Pohled. v podn. s podstat. vlivem	x	x	x	x	x	x	x
Jiné pohledávky	0,0%	0,0%	2,5%	2,5%	2,5%	7,7%	7,7%
Finanční majetek	-61,6%	-90,3%	1 435,4%	-73,5%	219,9%	-51,4%	26,4%
Peníze	0,0%	0,0%	2,5%	2,5%	2,5%	7,7%	7,7%
Účty v bankách	-61,8%	-91,1%	1 578,9%	-73,9%	225,1%	-51,6%	26,6%
Krátkodobý finanční majetek	x	x	x	x	x	x	x
Ostatní aktiva - přechod. účty aktiv	0,0%	91,4%	2,5%	2,5%	2,5%	106,1%	106,1%
Časové rozlišení	0,0%	91,4%	2,5%	2,5%	2,5%	106,1%	106,1%
Náklady příštích období	0,0%	91,4%	2,5%	2,5%	2,5%	106,1%	106,1%
Příjmy příštích období	x	x	x	x	x	x	x
Dohadné účty aktivní	x	x	x	x	x	x	x
PASIVA CELKEM	61,5%	29,8%	6,8%	0,0%	4,6%	134,1%	45,0%
Vlastní kapitál	18,2%	15,7%	8,7%	9,7%	10,3%	79,9%	52,2%
Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VI. akcie a vlastní obchodní podíl	x	x	x	x	x	x	x
Kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Emisní ažio	x	x	x	x	x	x	x
Ostatní kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Oceň. rozdíl z přecenění maj. a závazků	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Oceň. rozdíl z přecenění při přeměnách	x	x	x	x	x	x	x
Fondy ze zisku	2,6%	10,2%	9,4%	5,5%	6,4%	38,9%	35,4%
Zákonný rezervní fond	2,6%	10,2%	9,4%	5,5%	6,4%	38,9%	35,4%
Nedělitelný fond	x	x	x	x	x	x	x
Statutární a ostatní fondy	x	x	x	x	x	x	x
Výsl. hospodaření minulých let	25,9%	83,1%	46,2%	20,3%	20,4%	388,6%	288,1%
Nerozdělený zisk minulých let	25,9%	83,1%	46,2%	20,3%	20,4%	388,6%	288,1%

	2006/2005	2007/2006	2008/2007	2009/2008	2010/2009	2010/2005	2010/2006
Neuhrazená ztráta minulých let	x	x	x	x	x	x	x
Výsl.hospod. běžného obd. (+-)	304,3%	1,9%	-35,7%	20,8%	17,1%	274,6%	-7,3%
Cizí zdroje	111,6%	38,9%	5,7%	-5,3%	1,0%	197,0%	40,3%
Rezervy	x	x	x	x	x	x	x
Rezervy zákonné	x	x	x	x	x	x	x
Rezerva na daň z příjmu	x	x	x	x	x	x	x
Ostatní rezervy	x	x	x	x	x	x	x
Odložený daňový závazek (pohled. -)	x	x	x	x	x	x	x
Dlouhodobé závazky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Závazky k podnikům s rozhod. vlivem	x	x	x	x	x	x	x
Závazky k podnikům s podstat. vlivem	x	x	x	x	x	x	x
Dlouhodobé přijaté zálohy	x	x	x	x	x	x	x
Emitované dluhopisy	x	x	x	x	x	x	x
Dlouhodobé směny k úhradě	x	x	x	x	x	x	x
Jiné dlouhodobé závazky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Krátkodobé závazky	2,2%	64,5%	-2,1%	2,5%	4,6%	76,5%	72,7%
Závazky z obchodního styku	-13,3%	91,4%	2,5%	2,5%	2,5%	78,7%	106,1%
Závazky ke společníkům a sdružení	x	x	x	x	x	x	x
Závazky k zaměstnancům	0,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	10,4%	10,4%
Závazky ze sociálního zabezpečení	0,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	10,4%	10,4%
Stát - daňové závazky a dotace	4 997,0%	-53,8%	-100,0%	x	x	1 019,0%	-78,0%
Závazky k podnikům s rozhod. vlivem	x	x	x	x	x	x	x
Závazky k podnikům s podstat. vlivem	x	x	x	x	x	x	x
Jiné závazky	-31,2%	0,0%	2,5%	2,5%	2,5%	-25,9%	7,7%
Bankovní úvěry a výpomoci	177,8%	33,5%	7,8%	-7,3%	0,0%	270,8%	33,5%
Bankovní úvěry dlouhodobé	312,0%	38,2%	8,1%	-7,5%	0,0%	469,4%	38,2%
Běžné bankovní úvěry	-50,8%	-33,4%	0,0%	0,0%	0,0%	-67,2%	-33,4%
Krátkodobé finanční výpomoci	x	x	x	x	x	x	x
Ost. pasiva – přechod. účty pasiv	x	x	x	x	x	x	x
Časové rozlišení	x	x	x	x	x	x	x
Výdaje příštích období	x	x	x	x	x	x	x
Výnosy příštích období	x	x	x	x	x	x	x
Dohadné účty pasivní	x	x	x	x	x	x	x

V provedené analýze je vidět podstatný vliv přechodu společnosti z obchodní činnosti na činnost obchodní ale i výrobní. Je patrné skokové navýšení tržeb a s tím souvisejících oběžných aktiv v roce 2007.

Poměrové ukazatele finančního zdraví za období 2006 – 2010

	2006	2007	2008	2009	2010
ABSOLUTNÍ UKAZATELE					
I. Majetková oblast					
Celková aktiva	577 020	748 684	799 398	799 547	836 676
Stálá aktiva	366 748	380 498	393 998	407 153	420 143
Oběžná aktiva	205 407	358 874	395 855	382 610	406 505
Vlastní kapitál	226 878	262 460	285 345	312 992	345 363
Cizí zdroje	350 142	486 224	514 053	486 555	491 313
Krátkodobý cizí kapitál	80 950	114 774	112 603	115 105	119 863
Dlouhodobý cizí kapitál	269 192	371 450	401 450	371 450	371 450
Dlouhodobý kapitál	496 070	633 910	686 795	684 442	716 813
Prac. kapitál	124 457	244 100	283 252	267 505	286 642
II. Provozní oblast					
Celkové výkony	729 765	1 374 876	1 389 687	1 424 429	1 460 040
Celkové tržby	720 365	1 367 615	1 401 805	1 436 851	1 472 772
Příd. hodnota	171 057	286 868	276 671	285 780	295 117
Prov. hospod. výsledek (HV)	56 086	73 088	60 392	66 382	71 893
HV z finan. operací	-9 979	-26 127	-30 135	-29 968	-29 259
HV z mimofádných operací	0	0	0	0	0
HV před zdaněním	46 106	46 961	30 257	36 415	42 634
Účetní hospodářský výsledek	34 936	35 582	22 885	27 647	32 371
POMĚROVÉ UKAZATELE					
I. Ukazatele zadluženosti					
Stupeň fin. nezávislosti	39,32%	35,06%	35,69%	39,15%	41,28%
Stupeň zadluženosti	60,68%	64,94%	64,31%	60,85%	58,72%
Stupeň samofinancování	42,25%	68,14%	94,51%	111,47%	131,96%
Úrokové krytí	509,33%	336,73%	227,87%	253,89%	287,30%
Krytí splátek úvěrů provozním CF	0,00%	0,00%	0,00%	44,16%	0,00%
II. Ukazatele krytí stálých aktiv					
I. st. krytí stálých aktiv	61,86%	68,98%	72,42%	76,87%	82,20%
II. st. krytí stálých aktiv	135,26%	166,60%	174,31%	168,10%	170,61%
Poměr odpisů k ZH dlouhodobého majetku	7,05	13,44	12,48	11,73	11,20
Míra reprodukce dlouhodobého majetku	13,32	1,29	1,30	1,30	1,30
III. Likvidita					
Okamžitá likvidita	21,53%	1,47%	23,06%	5,98%	18,38%
Rychlá likvidita	197,37%	237,08%	272,66%	253,30%	261,28%
Běžná likvidita	253,74%	312,68%	351,55%	332,40%	339,14%
IV. Ukazatelé obratu					
Obrat zásob	30,61	20,69	15,98	15,98	15,98
Obrat celkových pohledávek	3,89	6,62	5,08	5,08	5,12
Obrat celkových závazků	11,44	16,35	13,66	13,98	13,84
Obrat vlastního kapitálu	3,44	5,59	5,12	4,80	4,47
Obrat celkového kapitálu	1,54	2,06	1,81	1,80	1,80
V. Ukazatelé rentability					
Rentabilita tržeb	4,85%	2,60%	1,63%	1,92%	2,20%
Rentabilita vlastního kapitálu	16,68%	14,54%	8,36%	9,24%	9,83%
Rentabilita celkového kapitálu	9,31%	7,64%	5,28%	5,71%	6,07%
Rentabilita celkového kapitálu	12,28%	10,08%	6,97%	7,51%	7,99%
VI. Ukazatelé produktivity					
Produktivita z výkonů (tis.Kč/prac)	x	x	x	x	x
Produktivita z přidané hodnoty (tis.Kč/prac)	x	x	x	x	x
VII. Náročnost tržeb na náklady					
Nákladovost tržeb	98,47%	98,25%	98,12%	97,77%	97,41%
Náročnost tržeb na výkonovou spotřebu	77,77%	79,69%	79,53%	79,38%	79,23%
Náročnost tržeb na materiál a energii	64,66%	66,22%	66,22%	66,22%	66,22%
Náročnost tržeb na služby	13,12%	13,47%	13,31%	13,16%	13,01%
Náročnost tržeb na osobní náklady	12,14%	11,40%	11,40%	11,40%	11,40%
Náročnost tržeb na odpisy	3,26%	3,41%	3,21%	3,05%	2,94%
Náročnost tržeb na úroky	1,56%	1,45%	1,69%	1,65%	1,55%
Náročnost tržeb na ostatních náklady	3,73%	2,30%	2,30%	2,30%	2,29%
VIII. Struktura nákladů					
Podíl výkonové spotřeby	78,98%	81,11%	81,05%	81,19%	81,34%
Podíl spotřeby materiálu a energie	65,66%	67,40%	67,48%	67,73%	67,98%
Podíl služeb	13,32%	13,71%	13,57%	13,46%	13,36%
Podíl osobních nákladů	12,33%	11,60%	11,62%	11,66%	11,70%
Podíl odpisů	3,31%	3,47%	3,27%	3,12%	3,02%
Podíl úroků	1,59%	1,48%	1,72%	1,68%	1,59%

	2006	2007	2008	2009	2010
Podíl ostatních nákladů	3,79%	2,34%	2,34%	2,35%	2,36%
IX. Ukazatele kapitálového trhu					
Zisk na 1 000 Kč akciového kap.	258,80	263,58	169,52	204,80	239,80
Dividendy na 1 000 Kč akciového kap.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Podíl dividend ze zisku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Všechny důležité ukazatele finančního zdraví podniku, tj. aktivita, likvidita, zadluženost, mají zlepšující se tendenci, pouze rentabilita přechodně klesá. Konec plánovaného období je již stabilizovaný.

2.6.4.1. Závěry znalce k analýze generátorů hodnoty

Na základě provedené analýzy generátorů hodnoty znalci činí následující závěry:

Pozitivní úroveň tří základních oblastí ukazatelů finančního zdraví oceňované společnosti (aktivita, likvidita, zadluženost) je i přes úpravu o nadbytečnou likviditu zachována. I čtvrtý ukazatel je pozitivní.

V období plánu počítá oceňovaná společnost s jednorázovými investicemi v roce 2006 a 2007 do zvýšení výrobních kapacit. Od roku 2008 se již počítá s prostou reprodukcí, ale s inflačním zvýšením pořizovacích cen ve výši 1,3 násobku odpisů.

S ohledem na závěry Strategické analýzy, na investiční politiku a s ohledem na tendence spojené s plánovaným vývojem provozní ziskové marže lze přijmout předpoklad, že společnost bude v roce 2010 stabilizovaná a podnikání oceňované společnosti nebude z pohledu going concernu ohroženo.

2.6.5. Vypočtené údaje

Rozvaha

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AKTIVA CELKEM	357 387	577 020	748 684	799 398	799 547	836 676
Pohledávky za upsaný vlastní kapitál						
Stálá aktiva	77 272	366 748	380 498	393 998	407 153	420 143
Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek	623	623	623	623	623	623
Dlouhodobý finanční majetek	33 386	33 386	33 386	33 386	33 386	33 386
Oběžná aktiva	275 250	205 407	358 874	395 855	382 610	406 505
Zásoby	1 532	45 532	86 666	88 833	91 053	93 330
Materiál	1 216	23 216	44 439	45 550	46 689	47 856
Nedokončená výroba a polotovary	0	7 000	13 399	13 734	14 077	14 429
Výrobky	0	15 000	28 712	29 430	30 166	30 920
Zvřátá	0					
Zboží	316	316	116	119	122	125
Poskytnuté zálohy na zásoby						
Dlouhodobé pohled.	92 077	100	100	0	0	0
Krátkodobé pohled.	136 281	142 345	270 417	281 057	284 668	291 140
Pohledávky z obchodního styku	134 036	140 100	268 172	274 876	281 748	288 792
Pohledávky ke společ. a sdružení						
Sociální zabezpečení	134 036	140 100	268 172	274 876	281 748	288 792
Stát - daňové pohledávky						
Stát - odložená daňová pohledávka						
Pohled. v podnicích s rozhod. vlivem	904	904	904	4 806	1 512	904
Pohled. v podnicích s podstatným vlivem		0	0	3 902	608	0
Jiné pohledávky	904	904	904	904	904	904
Finanční majetek						
Peníze		0	0	0	0	0
Účty v bankách						
Krátkodobý finanční majetek						
Nedok. krátkodobý finanční majetek	1 341	1 341	1 341	1 375	1 409	1 444
Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	45 360	17 430	1 691	25 965	6 888	22 035
Časové rozlišení	154	154	154	158	162	166
Náklady př. období	45 206	17 276	1 537	25 807	6 727	21 869
Příjmy příštích období		0	0	0	0	0
Kursové rozdíly aktivní						
Dohadné účty aktivní	4 865	4 865	9 312	9 545	9 784	10 028
PASIVA CELKEM	357 387	577 020	748 684	799 398	799 547	836 676
Vlastní kapitál	191 942	226 878	262 460	285 345	312 992	345 363
Základní kapitál	134 994	134 994	134 994	134 994	134 994	134 994
Základní kapitál	134 994	134 994	134 994	134 994	134 994	134 994
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly		0	0	0	0	0
Změny zákł. kapitálu						
Kapitálové fondy	-58	-58	-58	-58	-58	-58
Emisní ažio		0	0	0	0	0
Ostatní kapitálové fondy	142	142	142	142	142	142
Oceň. rozdíly z přecenění maj. a záv.	-200	-200	-200	-200	-200	-200
Oceň. rozdíly z přecenění při přeměnách						
Fondy ze zisku	16 659	17 091	18 838	20 617	21 761	23 144
Zák. rezervní fond	16 659	17 091	18 838	20 617	21 761	23 144
Nedělitelný fond		0	0	0	0	0
Statut. a ostatní fondy		0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	31 705	39 915	73 104	106 907	128 648	154 913
Nerozdělený zisk minulých let	31 705	39 915	73 104	106 907	128 648	154 913
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného období (+)	8 642	34 936	35 582	22 885	27 647	32 371
Cizí zdroje	165 445	350 142	486 224	514 053	486 555	491 313
Rezervy	0	0	0	0	0	0
Rezervy zákonné		0	0	0	0	0
Rezerva na kurzové ztráty						
Rezerva na daň z příjmu		0	0	0	0	0
Ostatní rezervy		0	0	0	0	0
Odložený daňový závazek (pohledávka)		0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	1 450	1 450	1 450	1 450	1 450	1 450
Krátkodobé závazky	60 834	62 149	102 261	100 090	102 592	107 350
Závazky z obch. styku	57 398	49 746	95 221	97 602	100 042	102 543
Záv. ke spol. a sdruž.						
Závazky k zaměstnancům	37	37	38	39	40	41
Závazky ze sociálního zabezpečení	549	549	563	577	591	606
Stát - daňové závazky a dotace	196	9 990	4 612	0	0	2 193
Stát - odložený daňový závazek	196	9 990	4 612	0	0	2 193
Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem						
Závazky k podnikům s podstatným						

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
vlivem						
Jiné závazky		0	0	0	0	0
Bankovní úvěry a výpomoci						
Bankovní úvěry dlouhodobé						
Běžné bankovní úvěry	2 654	1 827	1 827	1 873	1 919	1 967
Krátkodobé finanční výpomoci	103 161	286 543	382 513	412 513	382 513	382 513
Ostatní pasíva – přechod. účty pasiv	64 984	267 742	370 000	400 000	370 000	370 000
Časové rozlišení	38 177	18 801	12 513	12 513	12 513	12 513
Výdaje př. období	0					
Výnosy př. období	0	0	0	0	0	0
Kurzové rozdíly pasivní	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	0					

údaje v tis. Kč

Výkaz zisku a ztrát

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tržby za prodej zboží	824 672	12 600	12 850	13 171	13 501	13 838
Náklady vynaložené na prodané zboží	823 652	11 065	11 065	11 342	11 625	11 916
Obchodní marže	1 020	1 535	1 785	1 830	1 875	1 922
Výkony						1 460
	76 944	729 765	1 374 876	1 389 687	1 424 429	040
Tržby za prodej vlastních vyr. a služeb						1 458
	76 944	707 765	1 354 765	1 388 634	1 423 350	934
Zm. stavu vnitropodnik. zásob vl. výroby	0	22 000	20 111	1 053	1 079	1 106
Aktivace	0	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba						1 166
	39 524	560 243	1 089 793	1 114 845	1 140 524	845
Spotřeba materiálu a energie	2 211	465 755	905 605	928 245	951 451	975 238
Služby	37 313	94 488	184 188	186 600	189 073	191 607
Přidaná hodnota	38 440	171 057	286 868	276 671	285 780	295 117
Osobní náklady	19 318	87 476	155 919	159 817	163 812	167 907
Mzdové náklady	13 668	63 229	113 919	116 767	119 686	122 678
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	438	438	449	460	472	483
Náklady na sociální zabezpečení	4 773	22 130	39 872	40 868	41 890	42 937
Sociální náklady	439	1 679	1 679	1 721	1 764	1 808
Daně a poplatky	391	504	504	504	504	504
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	4 888	23 500	46 667	45 000	43 850	43 300
Tržby z prodeje dlouhodobého maj. a mat.	11 190	10 300	0	0	0	0
Zůstatková cena prod. dlouhod. majetku a materiálu	8 536	8 000	0	0	0	0
Zúčtování rezerv a čas. rozliš. prov. výnosů	-715	0	0	0	0	0
Tvorba rezerv a čas. rozliš. prov. nákladů	0	0	0	0	0	0
Zúčtování oprav.položek do prov. výnosů	0	0	0	0	0	0
Zúčtování oprav.položek do prov. nákladů	0	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	3 719	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	4 653	5 791	10 691	10 958	11 232	11 513
Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0
Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0
Provozní výsledek hospodaření	14 848	56 086	73 088	60 392	66 382	71 893
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0
Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	927	0	0	0	355	355
Výnosové úroky	1 776	1 820	1 866	1 913	1 960	2 009
Nákladové úroky	4 138	11 264	19 837	23 663	23 663	22 763
Ostatní finanční výnosy	1 816	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Ostatní finanční náklady	3 035	1 536	9 156	9 385	9 620	9 860
Převod finančních výnosů						
Převod finančních nákladů						
Finanční výsledek hospodaření	-2 654	-9 979	-26 127	-30 135	-29 968	-29 259
Daň z příjmů za běžnou činnost	3 552	11 171	11 378	7 372	8 768	10 263
- splatná	2 361	11 171	11 378	7 372	8 768	10 263
- odložená	1 191	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	8 642	34 936	35 582	22 885	27 647	32 371
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0
- splatná	0	0	0	0	0	0
- odložená	0	0	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0
Převod podílu na výsledku hospod.	0	0	0	0	0	0

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
společníkům						
Hospodářský výsledek za účetní období	8 642	34 936	35 582	22 885	27 647	32 371
Hospodářský výsledek před zdaněním	12 194	46 106	46 961	30 257	36 415	42 634

údaje v tis. Kč

Plánovaný peněžní tok oceňované společnosti

	2006	2007	2008	2009	2010
Stav peněžních prostředků a jejich ekvivalentů na počátku období	45 360	17 430	1 691	25 965	6 888
Účetní hospodářský výsledek před zdaněním	46 106	46 961	30 257	36 415	42 634
PENĚŽNÍ TOKY Z PROVOZNÍ ČINNOSTI					
Úpravy o nepeněžní operace	32 943	64 638	66 751	65 198	63 699
Odpisy stálých aktiv a pohledávek	23 500	46 667	45 000	43 850	43 300
Změny stavu opr. položek a rezerv bez ODZ	0	0	0	0	0
Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv včetně oceň. rozdílů z kap. úč.	0	0	0	0	0
Výnosy z dividend a podílů na zisku	0	0	0	-355	-355
Vyúčtované výnosové a nákladové úroky	9 443	17 971	21 751	21 703	20 754
Čistý pen.tok z prov.čin. před zdan. a změnami prac.kap.	79 050	111 599	97 007	101 613	106 333
Změny pracovního kapitálu	33 434	-128	-6 596	-6 863	-7 035
Změna stavu pohledávek a přech.úctů aktiv	85 913	-132	-6 871	-7 145	-7 324
Změna stavu krátkodobých závazků a přech.úctů pasiv	-8 479	45 490	2 441	2 502	2 565
Změna stavu zásob	-44 000	-41 134	-2 167	-2 221	-2 276
Čistý pen.tok z prov.čin. před zdaněním a mimoř. položkami	112 484	-16 565	90 411	94 749	99 298
Výdaje z plateb úroků	-11 264	-19 837	-23 663	663	-22 763
Přijaté úroky	1 820	1 866	1 913	1 960	2 009
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-11 171	-11 378	-7 372	-8 768	-10 263
Příjmy a výdaje spojené s mimoř. účetními případy	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	101 664	-51 292	52 774	67 574	71 082
PENĚŽNÍ TOKY Z INVESTIČNÍ ČINNOSTI					
Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	-312	-60 417	-58 500	-57	-56
	976			005	290
Příjmy z prodeje stálých aktiv	0	0	0	0	0
Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-312	-60 417	-58 500	-57	-56
	976			005	290
PENĚŽNÍ TOKY Z FINANČNÍ ČINNOSTI					
Změna stavu dlouhodobých, příp. krátkodobých závazků	183 382	95 970	30 000	-30	0
Dopady změn vlastního kapitálu	0	0	0	0	-0
Zvýšení peněžních prostředků z titulu zvýšení základního kapitálu	0	0	0	0	0
Vyplacení podílu na vlastním kapitálu společníkům	0	0	0	0	0
Peněžní dary a dotace do vlastního kapitálu	0	0	0	0	0
Úhrada ztráty společnosti	0	0	0	0	0
Přímé platby na vrub fondům	0	0	0	0	-0
Vyplacené dividendy a podíly na zisku	0	0	0	0	0
Přijaté dividendy a podíly na zisku	0	0	0	355	355
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	183 382	95 970	30 000	645	355
Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostř. a jejich ekviv.	-27 930	-15 739	24 274	-19	15 147
077					
Stav peněžních prostředků a jejich ekvivalentů na konci období	17 430	1 691	25 965	6 888	22 035

údaje v tis. Kč

Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele

	1. 6. 2006-30. 6. 2006				
	2006	2007	2008	2009	2010
Korigovaný provozní HV před zdaněním	25 752	73 088	60 392	66 382	71 893
Zdanění korigovaného provozního HV	6 180	17 541	14 494	15 932	17 254
Korigovaný provozní HV po zdanění	19 571	55 547	45 898	50 451	54 639
Úpravy o nepeněžní operace celkem	13 189	42 220	44 767	43 611	43 055
Odpisy stálých aktiv bez odpisů provozně nepotřebných aktiv	12 340	46 667	45 000	43 850	43 300

Změna zůstatků rezerv (bez odloř.dañ. pohl./zāv.)	0	0	0	0	0
Změna zůstatků časového rozlišení a dohadných účtů	849	-4 447	-233	-239	-245
Změna zůstatků opravných položek ke SA	0	0	0	0	0
Peněžní tok z provoz.činnosti před změnami prac.kap.	32 760	97 766	90 665	94 062	97 694
Změny pracovního kapitálu	-1 321	-134 167	-14 652	-3 705	-4 703
Peněžní tok z provozní činnosti	31 440	-36 401	76 013	90 357	92 991
Změna provozně nutných stálých aktiv	-189 173	-60 330	-58 500	-57 005	-56 290
Volný peněžní tok - vypočtený	-157 733	-96 731	17 513	33 352	36 701
Volný peněžní tok užitý pro ocenění ř15(14)	-157 733	-96 731	17 513	33 352	36 701
Diskontovaný volný peněžní tok ř16*ř19	-151 711	-86 481	14 551	25 653	26 072
Kumulovaný diskontovaný volný peněžní tok	-151 711	-238 192	-223 641	-197 988	-171 916
Diskontní faktor	0,962	0,894	0,831	0,769	0,710
Vážené průměrné náklady kapitálu	4,0%	7,6%	7,6%	8,0%	8,3%

údaje v tis. Kč

Korigovaný provozní HV před zdaněním vzniká z provozního hospodářského výsledku v souladu s metodikou používanou v programu EVALENT úpravou² o zisk či ztrátu z prodeje dlouhodobého hmotného majetku a materiálu a výnosy z provozně nutného dlouhodobého finančního majetku.

Diskuse pokračující hodnoty jako základu pro druhou fázi ocenění

Po roce 2010 dochází k určité stabilizaci volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele.

Vzhledem k tomu, že:

- se budou náklady vyvíjet v přímé návaznosti na předpokládanou inflaci je zřejmé, že výkony, potažmo tržby by se měly chovat obdobně.
- předpokládáme, že fyzický objem oceňované společnosti na celém trhu dodavatelů zůstane zachován, jako dosud (ve skutečnosti může dojít k určitému výkyvu zásluhou očekávaného tlaku konkurence)

v dalších letech je uvažováno s tempem růstu volného peněžního toku v druhé fázi ve výši 2 % ročně tj. o očekávanou inflaci.

V prvním roce druhé fáze je volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele o 2 % vyšší (o tempo růstu volného peněžního toku ve druhé fázi), než volný peněžní tok v posledním roce první fáze

Investice ve druhé fázi:

Aby bylo možné udržet tempo růstu provozního výsledku hospodaření resp. volného peněžního toku tak, jak je prognózováno, je nutné provádět alespoň reprodukci stálých investic, jako investice od roku 2008. To v praxi znamená, že je nutné, aby dlouhodobě investice přesahovaly odpisy, neboť odpisy jsou počítány z cen, kdy byla investice pořízena, zatímco investice probíhají v cenách budoucích, tj. výrazně vyšších (indexy cen stavebních prací, inflace atd.). V plánu jsou investice ve výši cca 1,3 násobku odpisů. To je podle názoru zpracovatele tohoto posudku z hlediska dlouhé perspektivy dostatečné a proto je zde předpoklad, že i volný peněžní tok pro druhou fázi odvozený z volného peněžního toku v první fázi je odpovídající i z hlediska reprodukce stálých aktiv.

Podíl vlastního kapitálu ve druhé fázi a náklady cizího kapitálu

Oceňovaná společnost používá investiční úvěr na pořízení investic. Po jeho částečné úhradě je předpokládáno, že i průběžné obnovovací investice budou pořizovány touto formou. Tento stav předpokládá společnost zachovat i v budoucím období, proto bylo pro II. fázi předpokládáno využití vlastního kapitálu ve výši 70 %.

Náklady cizího kapitálu

V souladu s použitou metodikou byly jednotlivé úročené cizí zdroje přímo zadávány ve výpočetním systému STRATEX, přičemž EVALENT na jejich základě stanovil vážený náklad kapitálu automaticky.

Náklady cizího úročeného kapitálu byly uvažovány ve výši 4,5 % ročně.

Odhad kalkulované úrokové míry

Kalkulovaná míra byla odhadnuta na základě použitého modelu 3.1 C při znalosti bezrizikové výnosové míry ve výši 4,0 % odpovídá Dluhopisům České republiky 2005-2015 s výnosem 3,80 % a obchodovaných v současné době až do výše 4,20% rizikové prémie ve výši 5,7 %, které byly získány z dat na internetových stránkách

A. Damodarana. Prémie za specifické riziko bylo stanoveno ve výši 0 %.

² Celkový výsledek nebyl ovlivněn rozdílem mezi finančními výnosy z provozně nepotřebného majetku a provozně nutnými finančními náklady, protože jsou téměř shodné po celou dobu první fáze a jejich přesná výše je obtížně odhadnutelná.

Znalcům se nepodařilo nalézt na serveru Damodarana ani na serveru Bloomberg obor činnosti, který by mohl přesně odpovídat oboru, ve kterém společnost působí, proto bylo vzhledem k nové neověřené struktuře výroby použito třídy systematického rizika (obchodního a finančního) ve výši 4.

Výsledky ocenění

Ocenění bylo provedeno výnosovými metodami na základě finančního plánu

za období 2006 - 2010

Podnik je oceňován k datu 1. 7. 2006

K ocenění byla použita metoda *Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele*
s oceněním 3. fáze *na základě perpetuity*

Struktura financování podniku a náklady použitého kapitálu

Náklady vlastního kapitálu *Na základě odhadu obchodního a finančního rizika*

Náklady cizího kapitálu *Diferencované úrokové míry*

položka	jedn.	2006	2007	2008	2009	2010
Náklady vlastního kapitálu	%	6,82	13,65	13,65	13,65	13,65
Náklady cizího kapitálu	%	2,25	4,50	4,50	4,50	4,50
Podíl vlastního kapitálu	%	44,19	40,69	40,89	45,00	47,45
Sazba daně z příjmů	%	24,00	24,00	24,00	24,00	24,00
Vážené průměrné náklady kapitálu	%	3,97	7,58	7,60	8,02	8,27

Parametry pro odhad hodnoty 3. fáze

Vážené průměrné náklady kapitálu	%	8,87
Zadaný volný peněžní tok v roce 2011 (v 1. roce 3. fáze)	tis.Kč	37 435
Zadané tempo růstu VPT ve 2. fázi	%	2,00

Ocenění neprovozních aktiv a cizí kapitál – údaje v tis. Kč

Dlouhodobý majetek provozně nepotřebný	0
Dlouhodobý finanční majetek bez fin. maj. provozně nutného	59 813
Zásoby nesouvisející s hlavní (provozní) činností	0
Pohledávky nesouvisející s hlavní (provozní) činností	0
Uvolněný (vázaný) finanční majetek (dle zadané OL)	-11 493
Závazky nesouvisející s hlavní (provozní) činností	0
Hodnota neprovozních aktiv celkem	48 321
Cizí úročený kapitál	125 439

Výsledky ocenění

Hodnota 1. fáze	-171 916
Hodnota 2. fáze	
Hodnota 3. fáze	387 066
. Provozní hodnota firmy (1+2)	215 150
Hodnota neprovozních aktiv	48 321
Výsledná hodnota firmy (3+4)	263 471
Cizí úročený kapitál	125 439
Hodnota vlastního kapitálu (5-6)	138 032
Finanční údaje jsou v tis. Kč	

18. 8. 2006 PROSCON, s.r.o. Určení ceny akcií společnosti OKULA Nýrsko a.s. pro účely zjištění ceny předmětu dražby dle § 13 odst. 1 zákona o veřejných dražbách	48
--	----

2.6.6. Výsledek ocenění metodou diskontovaných volných peněžních toků (DCF) pro vlastníky a věřitele dle upraveného plánu OKULA Nýrsko a.s. s rozdělením roku 2006

Metodou ocenění diskontovaných volných peněžních toků (DCF) dle upraveného plánu OKULA Nýrsko a.s. s rozdělením roku 2006 byla stanovena hodnota společnosti OKULA Nýrsko a.s. pro vlastníky a věřitele na

138 032 tis. Kč.

3. Výsledné ocenění

3.1. Znalecké určení hodnoty akcií

Při vypracování tohoto ocenění se uvažovalo, že oceňovaná společnost bude dále pokračovat ve svém podnikání s jinými druhy výrobků z plastických hmot.

Ocenění na základě vlastního kapitálu evidovaného v účetnictví nebylo do celkového ocenění zahrnuto, neboť nedává obraz o výkonnosti společnosti.

Ocenění na základě analýzy výnosů metodou čistých kapitalizovaných výnosů nebylo do ocenění zahrnuto, protože hospodářské výsledky v minulosti byly docilovány při jiném sortimentu výrobků a bylo jich docilováno pouze z obchodní a ne výrobní činnosti.

Ocenění na základě likvidační hodnoty nebylo zahrnuto do celkového ocenění, ale stanovuje minimální přípustnou hranici výkonnosti podniku, kdy by již bylo efektivnější z hlediska akcionářů realizovat likvidaci.

Ocenění na základě diskontovaných volných peněžních toků dle opraveného plánu společnosti OKULA Nýrsko a.s. s rozdělením roku 2006 bylo použito, jako nejobektivnějšího způsobu stanovení hodnoty oceňované společnosti a byla mu přiřazena váha 100 %.

3.2. Výsledná hodnota společnosti OKULA Nýrsko a.s.

Následující tabulka uvádí shrnutí výsledků dílčích ocenění a jejich vážený průměr:

	Ocenění (v tis. Kč)	Váha	Příspěvek (v tis. Kč)
Ocenění na základě vlastního kapitálu v účetnictví	220 181	0	0
Ocenění na základě likvidační hodnoty	120 928	0	0
Ocenění na základě analýzy výnosů metody čistých kapitalizovaných výnosů	89 634	0	0
Ocenění metodou diskontovaných volných peněžních toků	138 032	100	138 032
CELKEM			138 032

Hodnota 100 % obchodního podílu společnosti OKULA Nýrsko a.s. byla stanovena na

138 032 tis. Kč

3.3. Určení hodnoty jedné akcie o jmenovité hodnotě 1000,- Kč emitované společností OKULA Nýrsko a.s. pro účely zjištění ceny předmětu dražby dle § 13 odst. 1 zákona o veřejných dražbách

Objednatel byl požadován určení ceny akcií společnosti OKULA Nýrsko a.s. pro účely zjištění ceny předmětu dražby dle § 13 odst. 1 zákona o veřejných dražbách.

Výpočet:

Ocenění společnosti/ počet akcií

138 032/134 994 =1 022,50

Každá akcie společnosti OKULA Nýrsko a.s. o jmenovité hodnotě 1 000,- Kč, určená pro dražbu, byla oceněna po zaokrouhlení na

1 023,- Kč.

18. 8. 2006 PROSCON, s.r.o.

Určení ceny akcií společnosti OKULA Nýrsko a.s. pro účely zjištění ceny předmětu dražby
dle § 13 odst. 1 zákona o veřejných dražbách

50

4. Závěrečný výrok

Hodnota 1 kusu akcie o jmenovité hodnotě 1000,- Kč emitované společností OKULA Nýrsko a.s. určené pro dražbu dle § 13 odst. 1 zákona o veřejných dražbách byla stanovena po zaokrouhlení na

1 023,- Kč

(slovy: jeden tisíc dvacet tři koruny české)

Hodnocení a ocenění bylo provedeno ke dni 30. 6. 2006.

Ing. Naděžda Krátká

RNDr. Václav Šubrta, CSc.

Praha 18. 8. 2006

18. 8. 2006 PROSCON, s.r.o.

Určení ceny akcií společnosti OKULA Nýrsko a.s. pro účely zjištění ceny předmětu dražby
dle § 13 odst. 1 zákona o veřejných dražbách

51

5. Přílohy:

1. Výpis z obchodního rejstříku
2. Rozvaha a výkaz zisků a ztrát z mezitímní účetní závěrky k 30. 6. 2006