



Ing. Petr Šmíd
Tomášková 1175
332 02 Starý Plzeňec
Tel: 731 182 297
email: psmid2001@volny.cz

ZADAVATEL : WEST BROKERS a.s.

ZNALECKÝ POSUDEK

č. 065

Ocenění akcií společnosti : REPROGEN, a.s.

Počet stran: 72
Počet předaných vyhotovení: 3

listopad 2007

OBSAH

I. ÚVOD

1.1 Účel ocenění	3
1.2 Prohlášení zadavatele	3
1.3 Předmět posudku	3
1.4 Datum ocenění	3
1.5 Zdroje informací	3
1.6 Vymezení pojmu "srážka za minoritu" a její aplikace	3

II. POPIS PŘEDMĚTU OCENĚNÍ

2.1 Údaje o emitentovi akcie	4
2.2 Základní údaje o cenném papíru (dále jen „CP“)	4
2.3 Vlastnická struktura akciové společnosti	4
2.4 Popis akciové společnosti	4
2.5 Přehled majetku a jeho zdrojů	5
2.5.1 <i>Ochranné známky</i>	7
2.5.2 <i>Patenty a užité vzory</i>	7
2.5.3 <i>Průmyslové vzory</i>	7
2.5.4 <i>Další (minobližní) majetek</i>	7
2.5.5 <i>Úvěry a finanční výpomoci</i>	7
2.6 Ostatní skutečnosti	7
2.6.1 <i>Zástaní práva a břemena</i>	8
2.6.2 <i>Leasing</i>	8
2.6.3 <i>Poskytnuté záruky</i>	8
2.6.4 <i>Ochrana životního prostředí</i>	8
2.6.5 <i>Soudní spory</i>	8
2.6.6 <i>Lidské zdroje</i>	8
2.6.7 <i>Struktura tržeb a nákladů a jejich vývoj</i>	8
2.6.8 <i>Investice</i>	10
2.6.9 <i>Údaje na výzkum a vývoj</i>	11
2.7 Vymezení provozně nepořehbných aktiv	11
2.8 Použití informační zdroje	11

III. ANALYTICKÁ ČÁST

3.1 Makroekonomická analýza	12
3.2 Strategická analýza	25
3.3 Finanční analýza	35

IV. METODY OCENĚNÍ

4.1 Základní skutečnosti a pojmy	36
4.2 Majetkové ocenění	37
4.3 Výnosové metody	39
4.3.1 <i>Metoda kapitalizovaných čistých výnosů</i>	39
4.3.2 <i>Metody diskontovaných peněžních toků</i>	39
4.4 Porovnávací způsob ocenění	41
4.5 Tržní metody	42
4.6 Ocenění podle zákona o oceňování majetku	43

V. VOLBA POUŽITÉ METODY OCENĚNÍ – NÁLEZ, ZDŮVODNĚNÍ

44	44
----	----

VI. STANOVENÍ HODNOTY CENNÉHO PAPÍRU

6.1 Majetkové ocenění – stanovení substanční hodnoty	44
6.2 Porovnávací metoda	44
6.3 Tržní hodnota akcie	45
6.4 Výnosová metoda	45
6.4.1 <i>Finanční plán</i>	45
6.4.2 <i>Výpočet hodnoty akcie</i>	45

VII. ZÁVĚREČNÝ VÝROK ZPRACOVATELE

7.1 Prohlášení zpracovatele	49
7.2 Závěrečný výrok	49

VIII. PŘÍLOHY

50	50
----	----

ZNALECKÁ DOLOŽKA

72

I. ÚVOD

1.1 Účel ocenění

Na základě požadavku společnosti WEST BROKERS a.s., se sídlem Plzeň, Slovanská 100, PSČ 326 00, IČO 64832341, jsem zpracoval posudek na hodnotu akcie společnosti REPROGEN, a.s., se sídlem Planá nad Lužnicí, Husova 607, okres Tábor, PSČ 391 11, IČO 466 78 450 (dále jen „Společnost“).

Posudek je zpracován jako podpůrný materiál při stanovení výchozí ceny akcie při veřejné dražbě obchodníkem s cennými papíry. Dražené akcie nebyly vyzvednuty při změně podoby akcií společnosti.

1.2 Prohlášení zadavatele

V rámci zadání zpracování tohoto Dokumentu prohlásil zadavatel, že Dokument výslovně neslouží pro vklad do základního kapitálu jiné právnické osoby ani není zpracován pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů, ani pro posouzení přiměřeného vyrovnání v rámci práva odkupu účastnických cenných papírů z důvodu tzv. „squeeze out“ ani neslouží pro jiné obdobné účely. Jedná se tedy o podpůrný materiál při stanovení ceny akcie pro dražbu nevyzvednutých akcií.

1.3 Předmět posudku

Ocenění kmenových akcií Společnosti.

1.4 Datum ocenění

Zadavatel požádal, aby rozhodným dnem pro ocenění akcie byl 30. září 2007. K tomuto datu také zadavatel prostřednictvím určených zástupců Společnosti předložil neauditované měsíční účetní závěrky, o kterých prohlásil, že plně a pravdivě zobrazují stav a situaci Společnosti.

Podstatná podnikání a struktura majetku Společnosti jež mají na ocenění podstatný vliv je rozobraána v dalším textu tohoto Dokumentu.

1.5 Zdroje informací

Tento dokument je zpracován na základě údajů poskytnutých zadavatelem v rámci zadání a dále pak zástupci Společnosti. Tito zástupci poskytli při zpracování dokumentu zpracovateli součinnost v oblasti poskytování vysvětlení (například k podnikatelským záměrům, plánům, aktivitám, stavu majetku apod.). Dále je tento dokument zpracován na základě informací dostupných z veřejných informačních zdrojů (zejména internet). Pro zpracování Dokumentu byly použity i informace důvěrného charakteru, které nejsou veřejně dostupné a jsou předemtem obchodního tajemství Společnosti. Jedná se o údaje finančního plánu, prognózy vývoje trhu, investiční záměry apod. Zadavatel ani Společnost neposkytli zpracovateli souhlas s jejich uváděním v tomto Dokumentu, jsou však zohledněny v jednotlivých použitých metodách ocenění.

1.6 Vymezení pojmu „srážka za minoritu“ a její aplikace

V oceňovací praxi, která je na kapitálových trzích s dostatečnou likviditou (což bohužel není český kapitálový trh) používána existuje tzv. srážka za minoritu, což znamená, že ten, kdo oceňuje akcii následně ještě zjišťuje, jak „velký balík akcií“ vzhledem k celkovému základnímu kapitálu je předemtem ocenění, resp. prodeje. Pokud je předemtem ocenění „balík akcií“ s významně malým podílem na celkové nominální hodnotě základního kapitálu společnosti, uplatní se při stanovení hodnoty její následně snížení.

Obdobně pak je používán postup při stanovení ceny akcií pro účely získání kontroly nad společností (majoritního „balíku akcií“), tedy tyto ceny jsou obvykle cenami za „majoritu“ a vyjadřují tak hodnotu celé společnosti.

Bohužel, tuto otázku Obchodní zákoník (nebo příslušná judikatura) neřeší a česká oceňovací praxe je v této problematice prozatím nejednotná.

II. POPIS PŘEDMĚTU OCENĚNÍ

2.1 Údaje o emitentovi akcie

Obchodní název	:	REPROGEN, a.s.
IČ	:	466 78 450
Sídlo	:	Planá nad Lužnicí, Husova 607, okres Tábor, PSČ 391 11
Datum založení	:	1.května 1992
VOR vedený	:	Krajským soudem v Plzni oddíl B, vložka 516
Právní forma	:	akciová společnost
Základní kapitál	:	161 932 000,- Kč
Splaceno	:	100 %

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

Společnost emitovala tyto kmenové akcie:

Druh CP	:	akcie
Forma CP	:	na majitele
Podoba CP	:	listinná
Právo na dividendu	:	dle obecně platných norem a stanov společnosti
Registrace CP	:	není kótován
Převoditelnost CP	:	bez omezení

2.3 Základní kapitál a aktuální vlastnická struktura akciové společnosti

Základní jmění je splaceno v celém rozsahu.

Podle vyjádření zástupců zadavatele jsou hlavní akcionářské podíly v současnosti relativně stabilizované. Konkrétní podíly nebyly pro účely ocenění sděleny.

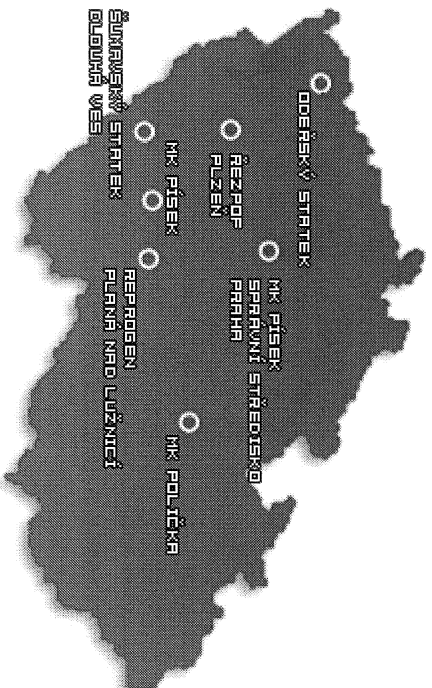
2.4 Popis akciové společnosti

Historie a současnost

REPROGEN, a.s., vznikla dne 1.5. 1992 v rámci kupónové privatizace z odštěpného závodu Státního plemenářského podniku v Táboře, a to na základě privatizačního projektu. Přednětlem činnosti nově vzniklé firmy byla zemědělská prvovýroba zaměřená zejména na provozování testačních a prověřovacích zařízení v chovu skotu, plemenářské služby v oblasti provádění kontroly uživatelských skotu a prasat, inseminace skotu a obchodní činnosti s chovnými a plemennými zvířaty. V současné době firma provozuje zemědělskou prvovýrobu, která je zaměřená v oblasti rostlinné výroby na zajištění potřeb vlastní živočišné výroby a částečně je produkce obilovin určena i pro potravinářské účely. Mimo klasické krmné obiloviny Společnost dále pěstuje řepku, a to na ploše cca 200 ha. Oproti původním záměrům došlo ke snížení rozsahu testování hospodářských zvířat. V oblasti plemenářských

služeb v současné době REPROGEN, a.s., zajišťuje kontrolu užítkovosti skotu a prasat a inseminaci skotu a prasat v oblasti Jihočeského kraje – zejména pak v okresech Tábor, Písek, Pelhřimov a Jindřichův Hradec.

Společnost REPROGEN, a.s. patří do skupiny podniků zemědělských provozyrbců i zpracovatelů, které jsou vyobrazeny na následujícím obrázku:



Předmětem činnosti těchto organizací je zemědělská provozyřba a následně zpracování výrobků v potravinářském komplexu.

Opis aktuálního výpisu z obchodního rejstříku je předmětem přílohy.

2.5 Přehled majetku a jeho zdrojů

REPROGEN a.s.	Stav k datu: 30.9.2007	[tis. Kč]
A. Dlouhodobá aktiva		117 189
B. Oběžná aktiva		95 662
C. Ostatní aktiva		187
AKTIVA CELKEM		213 038
		[tis. Kč]
A. Vlastní kapitál		164 621
B. Cizí zdroje		48 299
C. Ostatní pasiva		118
PASIVA CELKEM		213 038

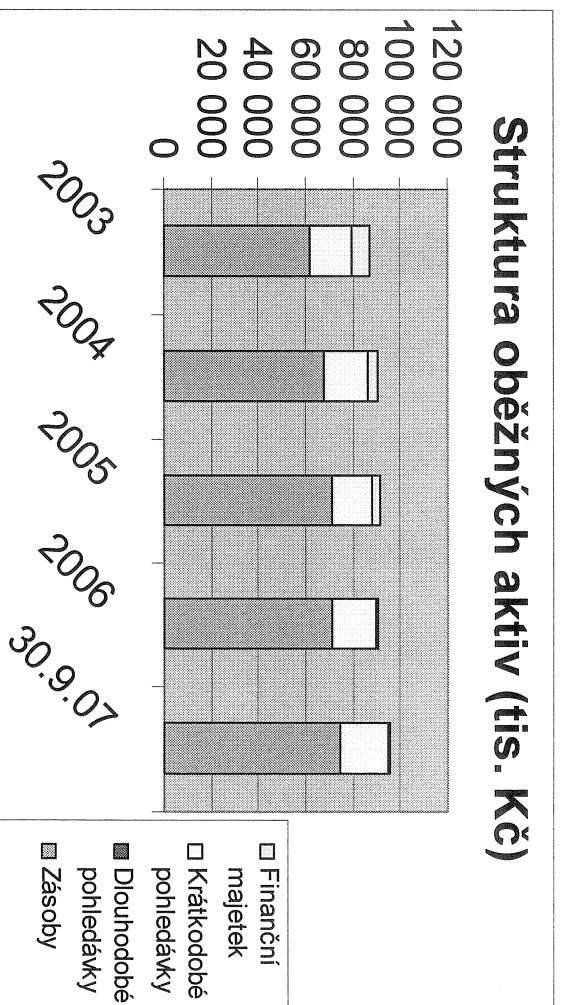
Dlouhodobá aktiva představují 55% na celkovém majetku Společnosti. Ta jsou tvořena dlouhodobým majetkem (pozemky, budovy, samostatné movité věci a zviřata). Účetní hodnota jednotlivých složek aktiv ve sledovaném období se příliš nebo skokově neměnila. Došlo k nárůstu pozemků mírnému poklesu účetní hodnoty budov a staveb a k nárůstu samostatných movitých věcí. Oběžná aktiva se zejména od poslední roční účetní závěrky mírně zvýšila, přičemž největší nárůst je registrován v zásobách. Nehmotný majetek není ve Společnosti ve významné míře evidován. Konkrétní popis jednotlivých složek aktiv i pasiv Společnosti je předmětem dalšího textu.

Struktura aktiv (v tis. Kč)



Oběžná aktiva jsou tvořena zásobami, krátkodobými pohledávkami a finančním majetkem. Největší podíl představují zásoby, které jsou dále představovány výrobky a zvířaty.

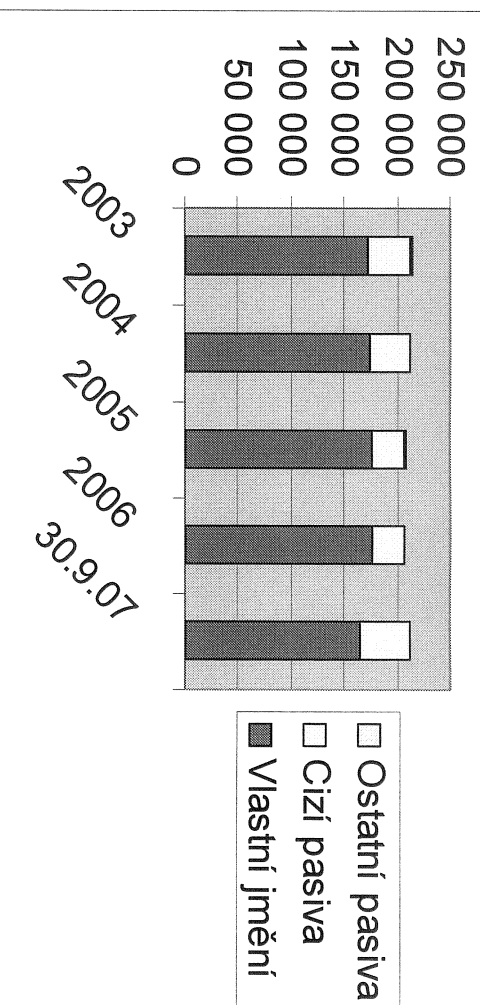
Struktura oběžných aktiv (tis. Kč)



Analýza aktiv je obsažena v dalším textu tohoto dokumentu.

Na druhé straně pasiva Společnosti tvoří převážně vlastní kapitál. Ten je tvořen základním kapitálem. Cizí zdroje představují 23% celkových pasiv. Rezervy mají podíl 3,79% na cizích zdrojích. 48% podíl pak představují krátkodobé závazky. Uročené cizí zdroje, tedy bankovní úvěry tvoří 44% podíl na celkových cizích zdrojích.

Struktura pasiv (v tis. Kč)



2.5.1 Ochranné známky

REPROGEN, a.s., je vlastníkem 2 ochranných známek.

- 1) kombinovaná ochranná známka REPROGEN a.s.
číslo známky: 191980
spisová značka: 88855
datum podání: 21.04.1994
platnost: do 21.04.2014

- 2) kombinovaná ochranná známka REPROGEN, a.s.

číslo známky: 275726

spisová značka: 424180

datum podání: 14.03.2005

platnost: do 14.03.2015

2.5.2 Patenty a užitné vzory

Firma není vlastníkem žádného patentu a užitného vzoru.

2.5.3 Průmyslové vzory

Firma není vlastníkem žádného průmyslového vzoru.

2.5.4 Další (mimobilanční) majetek

Žádný takový majetek nemá firma ve svém vlastnictví.

2.5.5 Úvěry a finanční výpomoci

Ke dni ocenění společnost čerpala bankovní úvěry ve vykazované výši 21 249 tisíc Kč.

2.6 Ostatní skutečnosti

2.6.1 Zástavní práva a břemena

Společnost čerpá úročené cizí zdroje formou bankovních úvěrů. Zajištění těchto úvěrových smluv probíhá formou zástavy nemovitostmi, movitými věcmi, zástavním právem k pohledávkám z obchodního styku a pohledávkám z případného pojistného plnění, zástavou ke vkladu na vkladní knižce, a také formou blakosměnky.

Vesměs se podle dostupných údajů jedná o zajištění předmětů, na něž byl úvěr poskytnut nebo v případě provozních úvěrů, zástavy provozního majetku Společnosti. Jedná se o běžné formy poskytnutí jistění a zástav, které nevybočují z běžného rámce a v případě plnění smluvních podmínek ze strany Společnosti, Společnost samotnou neohrožují.

Konkrétní seznam poskytnutých zástav a jistění předložili v rámci šetření zástupci Společnosti zpracovateli posudku, avšak tyto informace jsou předmětem obchodního tajemství Společnosti a nebylo tak umožněno jejich zveřejnění. Jsou však součástí archivu znalce.

2.6.2 Leasing

Společnost má uzavřenou leasingovou smlouvu číslo 1550340 ze dne 29.7.2005, ukončení 29.6.2008. K rozhodnému dni 30.9.2007 chybí doplatit 57 502 Kč včetně DPH. Smlouva je jistěna vlastnictvím předmětu leasingu.

2.6.3 Poskytnuté záruky

Žádné záruky ke dni ocenění nebyly poskytnuty.

2.6.4 Ochrana životního prostředí

Společnost nemá žádné zvláštní závazky z hlediska ochrany životního prostředí nad rámec „šetrného zacházení“ v kategorii ochrany vod, ochrany ovzduší a odpadového hospodářství, a to ke dni ocenění.

2.6.5 Soudní spory

K 30.9.2007 není Společnost účastníkem žádného soudního sporu. Do budoucna očekává 1 soudní spor na úhradu nákladů spojených s užíváním bytu a s jistou pravděpodobností i několik soudních sporů ohledně úhrady pohledávek od odběratelů. Nejedná se však o zásadní soudní spory, které by mohly ohrozit podstatu nebo podnikání Společnosti.

2.6.6 Lidské zdroje

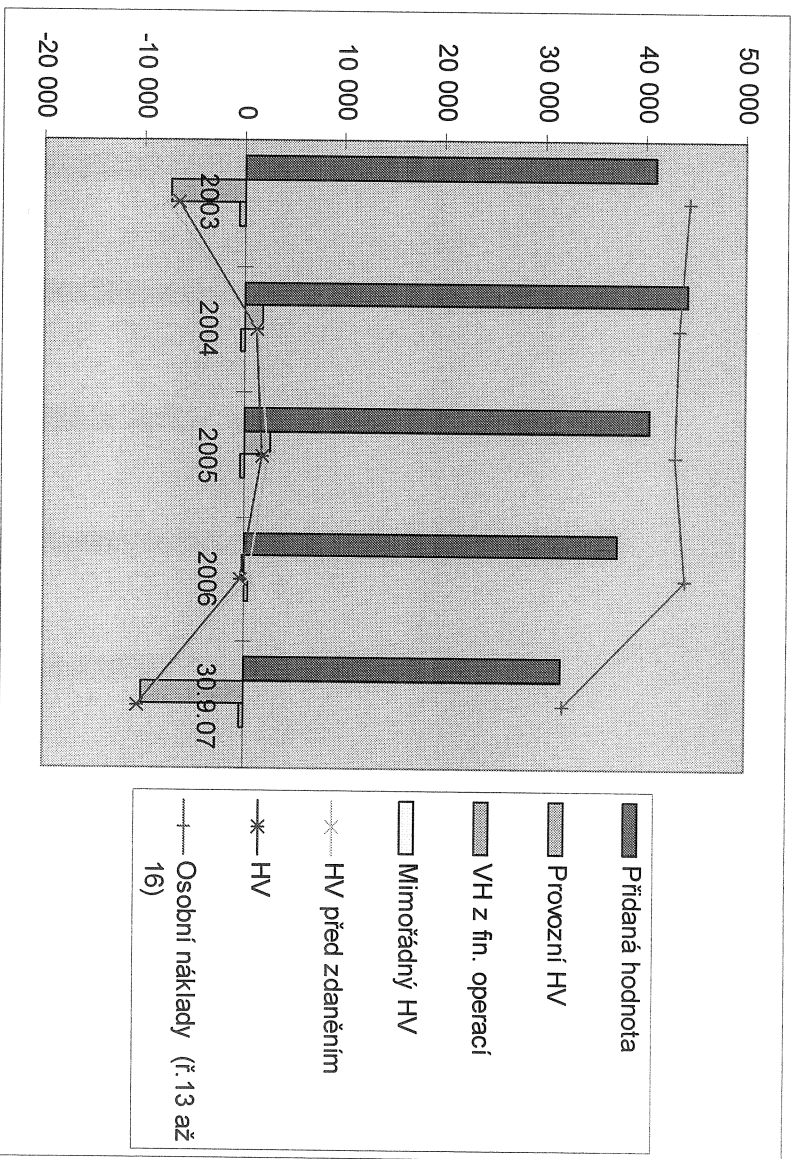
Společnost patří do kategorie společností do 200 zaměstnanců. V současné době dochází k postupnému snižování počtu zaměstnanců. Vývoj mzdových nákladů a produktivity práce je předmětem dalšího textu v rámci finanční analýzy. Do budoucna Společnost počítá s mírným dalším snížením stavu zaměstnanců. Jednotlivé činnosti ve Společnosti nepředstavují výjma několika pracovníků a pracovních pozic žádné specifické a speciální znalosti a dovednosti. Nicméně, Společnost by měla poněkud zvýšit investice do oblasti vzdělávání.

2.6.7 Struktura tržeb a nákladů a jejich vývoj

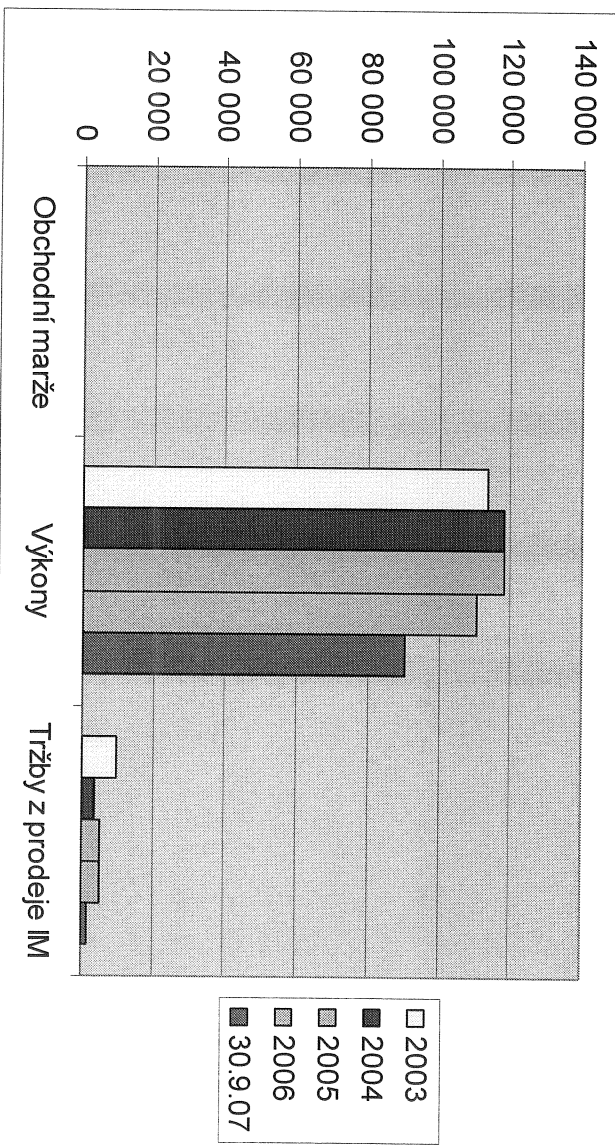
Tržby mají v době ocenění čtyři složky: plemenářskou činnost (inseminace skotu a prasat, kontrola užitkovosti skotu a prasat a ostatní plemenářské činnosti), rostlinnou (obiloviny včetně řepky) a živočišnou (mléko, výkrm skotu – červenostřakatá) výrobu a ostatní činnosti, které představují různé druhy pronájmů a další vesměs zabezpečovací služby (laboratoř, závodní kuchyně, rekreační zařízení a pronájem bytů a ubytovny).

Nejvýznamnější podíl představuje zemědělská výroba (59% celkových tržeb), plemenářská činnost má zhruba třetinový podíl na celkových tržbách a zbytek představují ostatní činnosti.

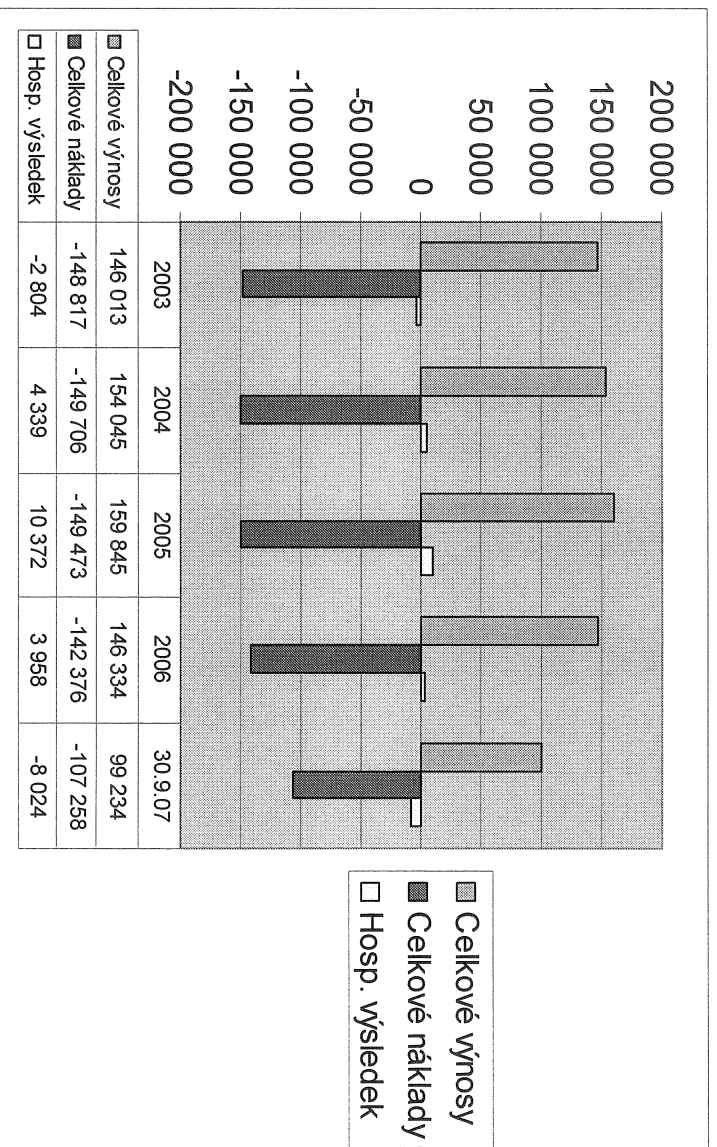
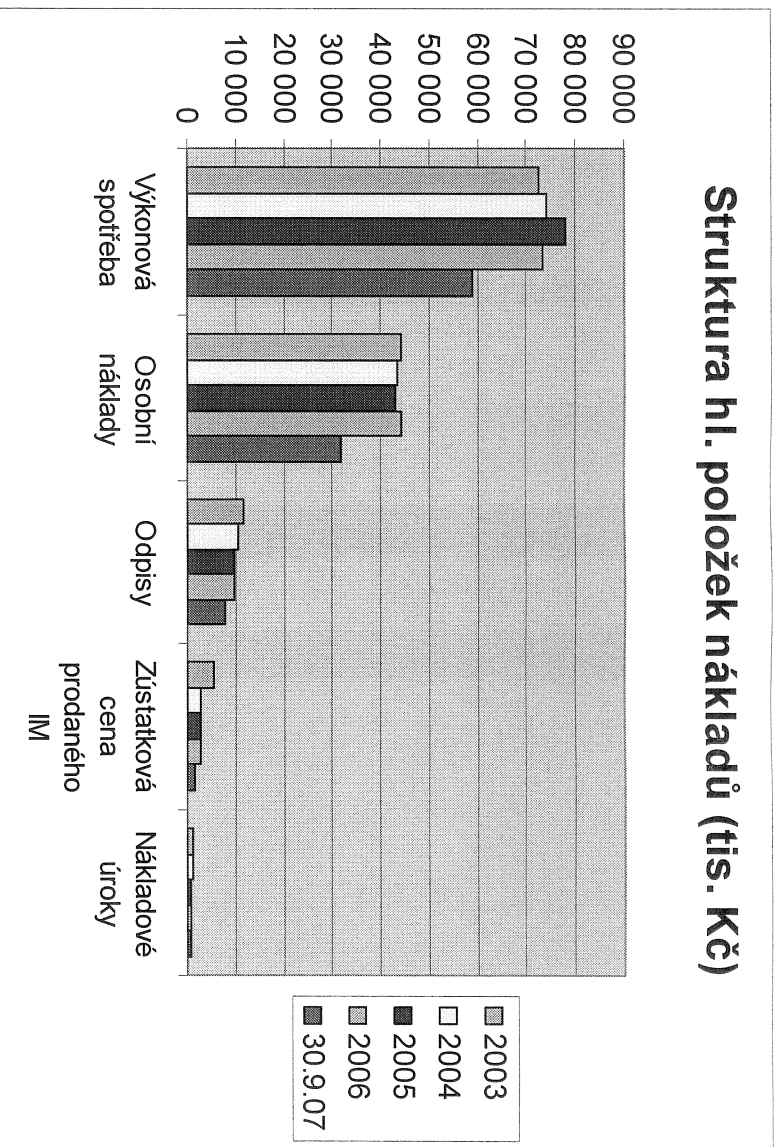
Současně s těmito tržbami byly proporcionálně generovány i náklady a tomu pochopitelně odpovídají i průběhy jednotlivých složek hospodářského výsledku v minulosti:



Struktura hl. položek výnosů (v tis. Kč)



Struktura hl. položek nákladů (tis. Kč)



2.6.8 Investice

Investiční prostředky do budoucna budou využívány obdobně jako v minulosti zejména pro rekonstrukce provozů v živočišné výrobě, zajištění odpovídajících podmínek z hlediska dopadu výroby na životní prostředí, welfare zvířat s cílem zvyšování užítkovosti.

V oblasti rostlinné výroby budou investice použity na nákup nových moderních technologií s cílem zajistit zvyšování produktivity práce a efektivnosti celé výroby.

Představitelé Společnosti pro účely ocenění uvedli následující předpokládané investice:

2008	8 500 000 Kč
2009	9 200 000 Kč
2010	10 000 000 Kč
2011	10 000 000 Kč

Tento předpoklad byl zohledněn ve finančním plánu pro ocenění.

Finanční investice Společnost v době ocenění nemá a do budoucna je prozatím ani neplánuje. Tento předpoklad také zohledňuje zmíněný finanční plán.

2.6.9 Výdaje na výzkum a vývoj

Společnost tyto druhy výdajů v minulosti nerealizovala.

2.7 Vymezení provozně nepotřebných aktiv Společnosti

Ocenění Společnosti musí zohledňovat provozně nepotřebná aktiva, tzn. majetek, který nepřispívá k tvorbě hodnoty, tedy netvoří tržby. Provozně nepotřebná aktiva se proto ocení zcela samostatně. Taktó zjištěná hodnota se pak přičítá k hodnotě provozní části podniku.

Při rozdělení se vychází z předpokladu, že podnik pro své základní podnikatelské zaměření potřebuje aktiva určité velikosti a struktury, včetně přiměřených kapacitních rezerv. Nicméně, toto vymezení se týká především výrobních kapacit výrobních podniků nebo společností nabízejících reálné služby.

Společnost rozděluje majetek na provozní a neprovozní. Nicméně, vzhledem k tomu, že z neprovozního majetku plynou společností reálné příjmy, nepřistoupil jsem pro ocenění k oddělení tohoto majetku a jeho samostatnému ocenění. Jako provozně nepotřebný majetek byl pro účely ocenění pouze majetek „opuštěný“, tedy objekt nazvaný Bezděčín. Roční odpisy na tento majetek představují 47.340,- Kč, což bylo v rámci finančního plánu od plánovaných celkových ročních odpisů odečteno. Vlivem zaokrouhlení a nepodstatnosti výše těchto odpisů vzhledem k celkovým, není z finančního plánu odečet odpisů patrný. Celková cena provozně nepotřebného majetku tedy byla stanovena ve výši 926 tis. Kč.

2.8 Použité informační zdroje

2.8.1 Předané podklady zadavatelem

- Výkazy zisků a ztrát za roky 2003 – 2006 společnosti REPROGEN, a.s.
- Rozvaha za roky 2003 – 2006 společnosti REPROGEN, a.s.
- Přílohy ročních účetních závětek za roky 2003 - 2006
- Měsíční výkazy k datu ocenění, tj. ke 31.9.2007

2.8.2 Použitá literatura

- Miliš Marík a kolektiv: *Metody oceňování podniku*, Vyd. I., Ekopress, Praha 2003
- Eva Kislingarová: *Oceňování podniku*, Vyd. II., C.H.Beck, Praha 2001
- R.A.Brealey, S.C.Myers: *Teorie a praxe firemních financí*, Victoria Publishing, Praha 1992
- Günwald, R., Holečková, J.: *Finanční analýzy a plánování podniku*, *Economia*, Praha 2001

2.8.3 Obchodní rejstřík

- Úplný výpis z obchodního rejstříku akciové společnosti REPROGEN, a.s.
- Aktuální výpis z obchodního rejstříku akciové společnosti REPROGEN, a.s.

2.8.4 Internetové zdroje

- Makroekonomická predikce ČR (MF ČR)
 - Zpráva o inflaci ČNB 07_2007
 - Sledování cen zemědělských komodit ve vybraných zemích EU ve čtvrtletních intervalech VÚZE 07_2007
 - Zpráva o trhu obilovin, olejnin a krmiv SIZE ČR_09_2007
http://www.szif.cz/hjt/go/km/docs/apd_anon/cs/zpravy/his/zpravy_o_trhu/05/1191577784401.pdf
 - Použití Internetové stránky: www.imned.cz; www.onb.cz; www.mpo.cz; www.mfer.cz; www.czso.cz; www.patrida.cz; www.justice.cz; www.ekonomicke-analzyv.cz; www.finance.cz; www.business.center.cz; www.info.mfer.cz/ares/ares.html; www.szif.cz; www.vize.cz; www.mze.cz; www.kurzv.cz; www.ztrud.cz
- ### 2.8.5 Další informace
- Zákon č. 513/1991 Sb., obehodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
 - Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech ve znění pozdějších předpisů
 - Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku), ve znění pozdějších předpisů
 - Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů
 - Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů
 - Vyhláška č. 37/1967 Sb., o provedení zákona o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů

III. ANALYTICKÁ ČÁST

3.1 Makroekonomická analýza

Následující tabulkový přehled vybraných základních ukazatelů vývoje české ekonomiky za roky 2003-2006 dokládá pozitivní změnu v celkových vývojových trendech základních národohospodářských ukazatelů. Dále existuje poměrně optimistická predikce pro další vývoj české ekonomiky:

Tabulka 0.1: Hlavní makroekonomické indikátory

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2007	2008
	<i>Aktuální predikce</i>						<i>Mimulá predikce</i>	
Hrubý domácí produkt	3,6	4,6	6,5	6,4	5,8	5,0	5,3	4,9
Spořeba domácností	6,0	3,0	2,5	4,4	6,6	4,2	5,4	3,8
Spořeba vlády	7,1	-3,1	2,3	1,1	0,2	-0,4	0,3	-0,5
Tvorba hrubého fixního kapitálu	0,4	3,9	2,3	7,6	6,2	9,1	8,2	9,0
Prís přívěvek ZO k růstu HDP	-0,6	1,3	4,8	1,0	-0,2	0,1	0,1	0,2
Deflátor HDP	0,9	4,5	-0,2	1,1	3,2	2,8	2,7	2,8
Průměrná míra inflace	%	%	%	%	%	%	2,1	3,2
Zaměstnanost (VŠPS)	0,1	2,8	1,9	2,5	2,3	3,4	2,1	3,2
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	-0,7	-0,6	1,2	1,3	1,1	1,0	1,1	1,0
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	7,8	8,3	7,9	7,1	5,8	5,5	6,4	6,0
Objem mezd a platů (dom.koncept)	6,0	6,3	6,8	7,4	9,4	7,4	7,5	7,1
Podíl BÚ na HDP ¹⁾	%	%	%	%	%	%	.	.
<i>Předpoklady:</i>								
Směnný kurz CZK/EUR	31,8	31,9	29,8	28,3	28,0	27,4	27,9	27,3
Dlouhodobé úrokové sazby	4,1	4,8	3,5	3,8	4,2	4,8	3,8	3,9
Ropa Brent	28,8	38,3	54,4	65,4	65,0	66,8	57,3	55,5
HDP eurozóny (EA-12)	růst v %, s.c.	2,0	1,5	2,8	2,6	2,4	2,2	2,2

Zdroj: Makroekonomická predikce ČR; MF ČR

Následující makroekonomické informace jsou čerpany ze zprávy ČNB:

3.1.1 Ekonomický výkon

Česká ekonomika se pohybuje po růstové trajektorii nad úrovní potenciálního produktu.

Meziroční přírůstek reálného HDP podle posledních platných údajů ČSÚ dosáhl v 1. čtvrtletí 2007 hodnoty 6,1 % (proti odhadu z dubna 2007 ve výši 5,6 %).

V následujícím období ČNB očekává postupně uzavírání kladné produkční mezery a návrat k potenciálnímu produktu spojený s mírným zpomalením růstu HDP.

Pro rok 2007 je pak odhadován přírůstek HDP na 5,8 % (proti 5,3 %), na rok 2008 pak 5,0 % (proti 4,9 %).

Struktura růstu HDP se v čase mění. V současné době je tažen zejména spotřebou domácností a změnou zásob, přičemž vysoký příspěvek změny zásob k růstu HDP je obtížné ekonomicky interpretovat. Růst vývozu je sledován rostoucími dovozy a tak i přes dynamický růst vývozu klesá příspěvek salda zahraničního obchodu se zbožím i službami k růstu HDP.

Od počátku roku 2008 se postupně začne projevovat reforma veřejných rozpočtů poklesem reálné spotřeby vlády a přesunem od spotřeby domácností k investicím. Růst investic bude stimulován také přísunem prostředků z fondů EU.

Do konce roku 2007 se budou domácnosti snažit urychlit investice do bydlení i opravy a rekonstrukce bytů jako reakci na navrhovaný růst snížené sazby DPH od počátku roku 2008.

Ostatní komodity patřící do snížené sazby umožňují jen omezené předzásobení. V prvním a částečně i ve 2. čtvrtletí 2008 lze očekávat komplementární efekt.

3.1.2 Ceny zboží a služeb

V porovnání s rokem 2006 došlo ke zpomalení meziročního růstu hladiny spotřebitelských cen, avšak její růst byl větší, než předpokládala dubnová predikce. V květnu 2007 dosáhl meziroční růst 2,4 % (proti 1,8 %) při příspěvku administrativních opatření ve výši 1,1 p.b. (proti 1,0 p.b.).

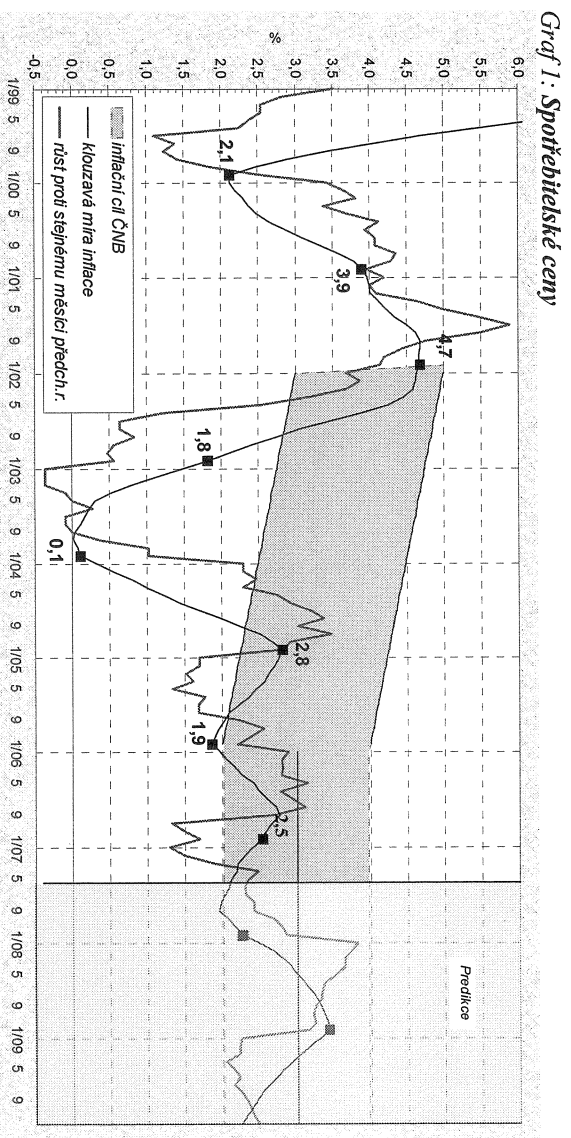
Odehylka od predikce byla způsobena vyššími korunovými cenami ropy, které se projevíly v cenách pohonných hmot, a větší dynamikou růstu u jiných tržních cen, zejména cen potravin a některých služeb.

Dlouhodobě je inflace tažena zejména cenami elektřiny a plynu pro domácnosti. To se projevuje v růstu nákladů na bydlení. V roce 2007 je ČNB předpokládán jejich příspěvek k celkovému meziročnímu růstu cen ve výši 0,6 až 0,8 p.b. V současné době k meziročnímu růstu cen přispívají přibližně stejně ceny alkoholu a tabákových výrobků (0,7 p.b.) a ceny potravin a nealkoholických nápojů (0,6 p.b.)

Pro rok 2007 by měla průměrná míra inflace dosáhnout 2,3 % (proti 2,1 %). Důvodem zvýšení inflace v roce 2008 bude značně ovlivněna reformou veřejných financí. Je proto předpokládáno, že dojde oproti předchozímu roku k jejímu zrychlení na 3,4 % (proti 3,2 %). Od 1. 1. 2008 by mělo dojít ke změně snížené sazby DPH z 5 % na 9 %, což se dotkne cca 28 % objemu položek spotřebního koše.

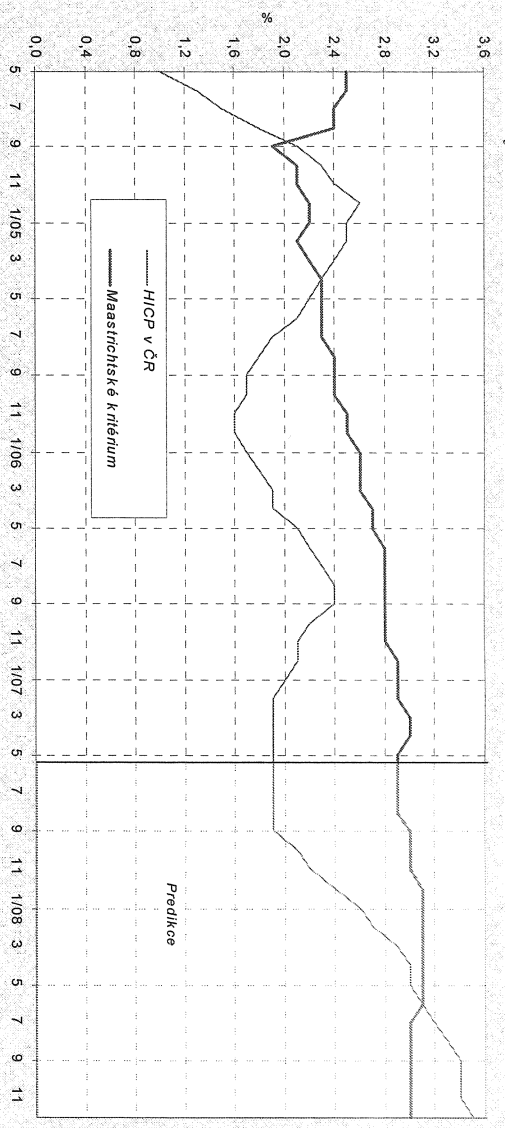
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Spotřebitelské ceny								<i>Predice</i>	<i>Predice</i>	<i>Yshled</i>
průměr roku	průměr 2005=100 89,5	93,7	95,4	95,5	98,2	100,0	102,5	104,9	108,5	110,9
- průměrná míra inflace	míra v % 3,9	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,3	3,4	2,3
konec roku	průměr 2005=100 90,6	94,3	94,8	95,8	98,5	100,6	102,3	105,3	108,6	111,3
- zvýšení cen v průběhu roku	míra v % 4,0	4,1	0,6	1,0	2,8	2,2	1,7	2,9	3,2	2,5
- z toho příspevek administrativních opatření	proc. body 1,8	2,3	0,7	0,3	1,7	1,9	0,8	1,7	2,6	1,5
HICP ²⁾	průměr 2005=100 90,6	94,7	96,1	96,0	98,4	100,0	102,1	104,5	108,1	110,6
	míra v % 3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	2,1	2,4	3,5	2,3
Deflátory										
HDP	průměr 2000=100 100,0	104,9	107,8	108,8	113,8	113,6	114,8	118,5	121,8	124,8
	přech.r.=100 101,5	104,9	102,8	100,9	104,5	99,8	101,1	103,2	102,8	102,4
Hrubé domácí výdaje	průměr 2000=100 100,0	103,1	103,6	104,2	107,8	109,2	111,1	113,1	115,8	118,5
	přech.r.=100 103,4	103,1	100,5	100,6	103,5	101,2	101,8	101,8	102,4	102,3
Spotřeba domácností (vč. NZJ)	průměr 2000=100 100,0	103,9	105,2	104,8	108,2	109,2	111,0	112,9	116,5	119,0
	přech.r.=100 103,1	103,9	101,2	99,6	103,3	100,9	101,6	101,8	105,1	102,2
Spotřeba vlády	průměr 2000=100 100,0	104,0	107,8	110,5	118,0	122,2	125,9	130,7	135,2	140,4
	přech.r.=100 103,9	104,0	103,7	102,4	106,8	103,5	103,1	103,8	103,5	103,8
Tvorba fixního kapitálu	průměr 2000=100 100,0	101,0	98,8	99,8	101,5	101,8	103,1	104,6	105,3	106,0
	přech.r.=100 103,7	101,0	97,8	101,0	101,8	100,3	101,3	101,4	100,7	100,7
Vývoz zboží a služeb	průměr 2000=100 100,0	99,7	94,2	94,3	96,9	94,6	92,7	93,8	93,7	93,4
	přech.r.=100 103,2	99,7	94,5	100,1	102,7	97,6	98,0	101,1	99,9	99,7
Dovoz zboží a služeb	průměr 2000=100 100,0	97,4	89,2	88,8	90,0	89,5	88,4	87,8	87,2	86,6
	přech.r.=100 106,1	97,4	91,6	99,6	101,3	99,5	98,8	99,3	99,3	99,3
Směnné relace	průměr 2000=100 100,0	102,4	105,6	106,2	107,7	105,7	104,9	106,8	107,5	107,9
	přech.r.=100 97,2	102,4	103,2	100,5	101,4	98,2	99,2	101,8	100,7	100,4

Zdroj: Makroekonomická predikce ČR; MF ČR



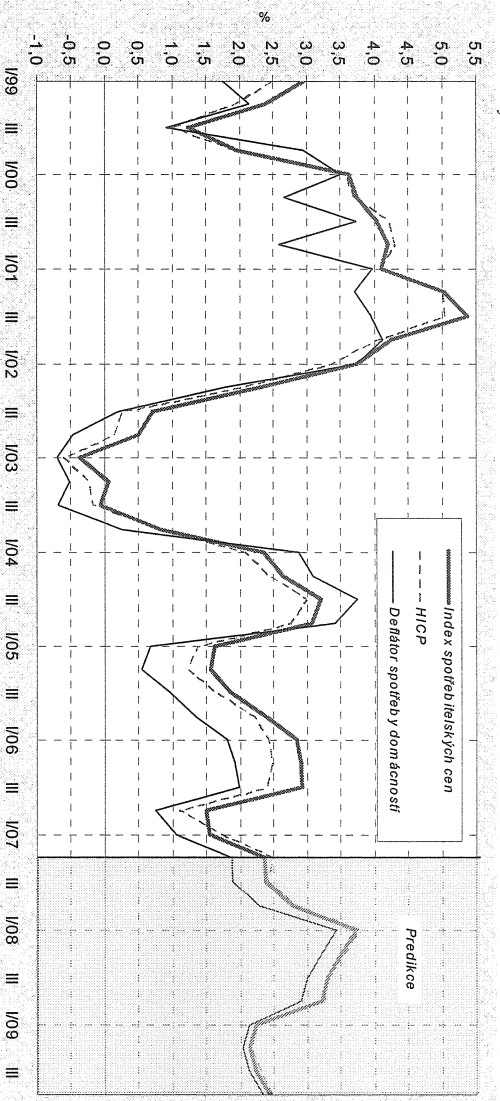
Zdroj: Makroekonomická predikce ČR; MF ČR

Graf 2: HICP a Maastrichtské kritérium inflace
 klauzurní míra inflace z HICP



Zdroj: Makroekonomická predikce ČR; MF ČR

Graf 2.4: Indikátory spotřebitelských cen
 meziroční tržby cen



3.1.3 Trh práce

Zaměstnanost nadále rostla, ale ne tak intenzivně, aby (v bilanci VŠPS) vyrovnala úbytek nezaměstnanosti, růst průměrné mzdy již nevyplučuje možnost zakládání inflačních tlaků. Nárůst počtu ekonomicky neaktivních osob se zvýraznil. Díky ekonomickému růstu vznikají nová pracovní místa, která jsou však obtížně obsazována a mnohá mohou být využita jen díky narůstajícímu počtu zaměstnávaných cizinců.

Růst zaměstnanosti v 1. čtvrtletí 2007 (meziročně o 80 tis. osob) v zásadě odpovídal cyklické pozici ekonomiky. Nadále se nejvíce projevoval v průmyslu a v oblasti nemovitostí, pronájem a podnikatelských činností. Nejvýraznější úbytek byl nadále zaznamenán ve školství.

Z pohledu postavení v zaměstnání pokračoval meziroční přírůstek počtu podnikatelů i zaměstnanců.

Na růstu zaměstnanosti se i v 1. čtvrtletí 2007 nadále významnou měrou podíleli zahraniční pracovníci, jejichž počet ke konci období vzrostl o 15,9 % a dosáhl 270 tisíc osob.

Vzhledem k cyklické pozici ekonomiky i různým formám podpory zaměstnanosti ČNB očekává v průběhu let 2007 i 2008 další růst zaměstnanosti, a to o 1,1 % a o 1,0 % (v obou případech beze změny). V roce 2008 by se měl pozitivně projevit vliv reformních opatření vyšší motivací k práci a usnadněním podnikatelských aktivit.

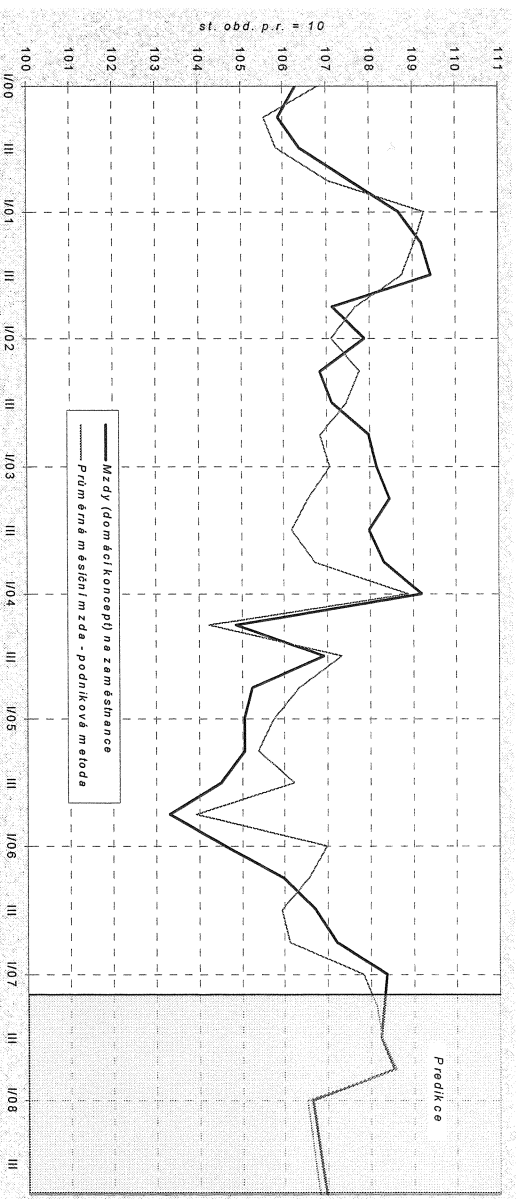
Mezinárodně srovnatelná obecná míra nezaměstnanosti podle VŠPS by se měla v roce 2007 snížit na 5,8 % (proti 6,4 %), v roce 2008 by měla dále klesnout na 5,5 % (proti 6,0 %) Průměrná míra registrované nezaměstnanosti by měla poklesnout na 6,9 % (proti 7,1 %) v roce 2007 a na 6,3 % (proti 6,7 %) v roce 2008.

Úplné jednotkové náklady práce by se za podmínek uvažovaných v predikci měly v roce 2007 zvýšit o 3,5 % (proti 2,1%) a v roce 2008 o 2,1 % (proti 2,0%). Pro rok 2007 jde o rychlejší růst oproti deflátoru HDP, a je tak naznačeno riziko inflačních tlaků.

Průměrná hrubá měsíční mzda by při pokračujícím růstu mezd v podnikatelském sektoru měla dosáhnout cca 21 900 Kč v roce 2007 a 23 300 Kč v roce 2008.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
								Predikce	Predikce	Výhled
Výbětové šetření pracovních sil - ČSÚ:										
Zaměstnanost ¹⁾	Průměr v tis osob	4728	4765	4733	4707	4764	4828	4882	4932	4956
	Předch. r.=100	100,4	(100,8)	99,3	99,4	101,2	101,3	101,1	101,0	100,5
- zaměstnanci ²⁾	Průměr v tis osob	4014	4002	3922	3914	4001	4048	4088	4110	4115
	Předch. r.=100	100,2	(99,7)	98,0	99,8	102,2	101,2	101,0	100,5	100,1
- podnikatelé ³⁾	Průměr v tis osob	714	763	811	792	763	780	795	822	840
	Předch. r.=100	100,8	(106,8)	106,4	97,6	96,3	102,2	101,9	103,5	102,2
Makroekonom. produktivita práce ⁴⁾	Předch. r.=100	104,4	102,1	(101,1)	104,3	105,2	105,2	105,0	104,6	104,6
Nezaměstnanost	Průměr v tis osob	421	374	399	424	410	371	302	285	268
Míra nezaměstnanosti	Průměr v %	8,8	8,1	7,3	7,8	8,3	7,9	7,1	5,8	5,1
Pracovní síla	Průměr v tis osob	5149	5139	5132	5131	5174	5199	5185	5217	5224
	Předch. r.=100	99,4	99,7	99,8	100,0	100,8	100,5	99,7	100,6	100,1
Počet obyvatel ve věku 15 - 64 let	Průměr v tis osob	7165	7183	7214	7247	7270	7307	7328	7331	7319
	Předch. r.=100	100,4	100,3	100,4	100,4	100,3	100,5	100,3	100,0	99,8
Míra zaměstnanosti ⁵⁾	Průměr v %	66,0	66,0	66,3	65,6	64,9	65,5	66,1	66,6	67,3
Míra participace ⁶⁾	Průměr v %	72,4	71,9	71,5	71,1	70,8	71,2	71,2	70,8	71,4
Registrovaná nezaměstnanost - MPSV:										
Nezaměstnanost	Průměr v tis osob	4700,0	443,8	477,5	521,6	537,4	514,3	474,8	407	379
Míra nezaměstnanosti ⁷⁾	Průměr v %	9,02	8,54	9,16	9,90	10,24	9,79	9,9	6,9	6,3
	Průměr v %	.	.	.	.	9,2	8,97	8,13	6,9	6,0
Registrovaní zahraniční pracovníci - MPSV, MPO										
Celkem	Průměr v tis osob	155,1	166,7	167,6	163,2	169,4	195,2	233,2	.	.
	Předch. r.=100	103,3	107,5	100,5	97,4	103,8	115,3	119,4	.	.
- zaměstnanci	Průměr v tis osob	95,7	105,1	106,0	102,3	106,1	131,2	165,5	.	.
	Předch. r.=100	96,0	109,8	100,9	96,5	103,7	123,7	126,1	.	.
- podnikatelé	Průměr v tis osob	59,4	61,7	61,6	60,9	63,3	64,0	67,7	.	.
	Předch. r.=100	117,9	103,8	99,9	98,9	103,9	101,2	105,7	.	.

Graf 5: Průměrná mzda - nominální



3.1.4 Vztahy k zahraničí

Podíl salda běžného účtu (BÚ) na HDP se od roku 2005, kdy dosáhl nejlepšího výsledku ve výši -1,6 % HDP, postupně zhoršoval a v 1. čtvrtletí 2007 (v ročním vyjádření) dosáhl -3,2 % HDP. Zvětšení deficitu BÚ souviselo především s nárůstem schodku bilance výnosů a v roce 2006 i běžných převodů. Bilance výnosů bude i v následujících letech tlačit BÚ do deficitu.

Obrat zahraničního obchodu dosahuje stále vysoké dynamiky a i při nevelkém předstihu tempa růstu vývozu před dovozem se přebytek obchodní bilance bude zvyšovat. Tento trend by měl být podporován zastavením růstu cen paliv na světových trzích i příznivou konjunkturální situací v zemích EU 15. Předpokládaná stabilizace cen ropy a plynu a apreciacie koruny k dolaru se projeví ve snížení schodku palivové části obchodní bilance.

Pozitivní vývoj obchodní bilance vyplývá z příznivého působení volného pohybu zboží v rámci EU a z náběhu nových exportních kapacit odvětví zpracovatelského, zejména automobilového průmyslu. Navíc tyto kapacity ve stále větší míře využívají služeb tuzemských subdodavatelů, což vede k substituci dovozu. Příznivě působí zlepšení ekonomické situace zemí eurozóny a ostatních rozhodujících obchodních partnerů ČR. V této souvislosti došlo již čtvrtý rok po sobě k růstu exportních trhů (na 12,0 % v roce 2006). Jejich dynamický růst okolo 8 % by měl pokračovat také v následujících letech, a to i přes předpokládaný mírný pokles tempa růstu ekonomik zemí EU. Vedle tradičních trhů český vývoz využívá výhod plynoucích z dynamického růstu ekonomik evropských tranzitivních zemí a zemí SNS.

Trvajícím zlepšováním exportní výkonnosti (o cca 6,7 % v roce 2007), které indikuje zvyšování podílu českého zboží na exportních trzích, pravděpodobně umožní dosažení tempa růstu reálného vývozu zboží nad hodnotou 14 % v roce 2007. Na druhé straně zrychlení domácí poptávky udrží na vysoké hladině dynamiku růstu reálného i nominálního dovozu zboží.

V roce 2007 pravděpodobně dosáhne podíl schodku běžného účtu na HDP 2,1 %. Predikce ČNB na rok 2008 činí 1,6 % HDP s tím, že v delším horizontu by se měla projevit tendence k vyrovnávání běžného účtu.

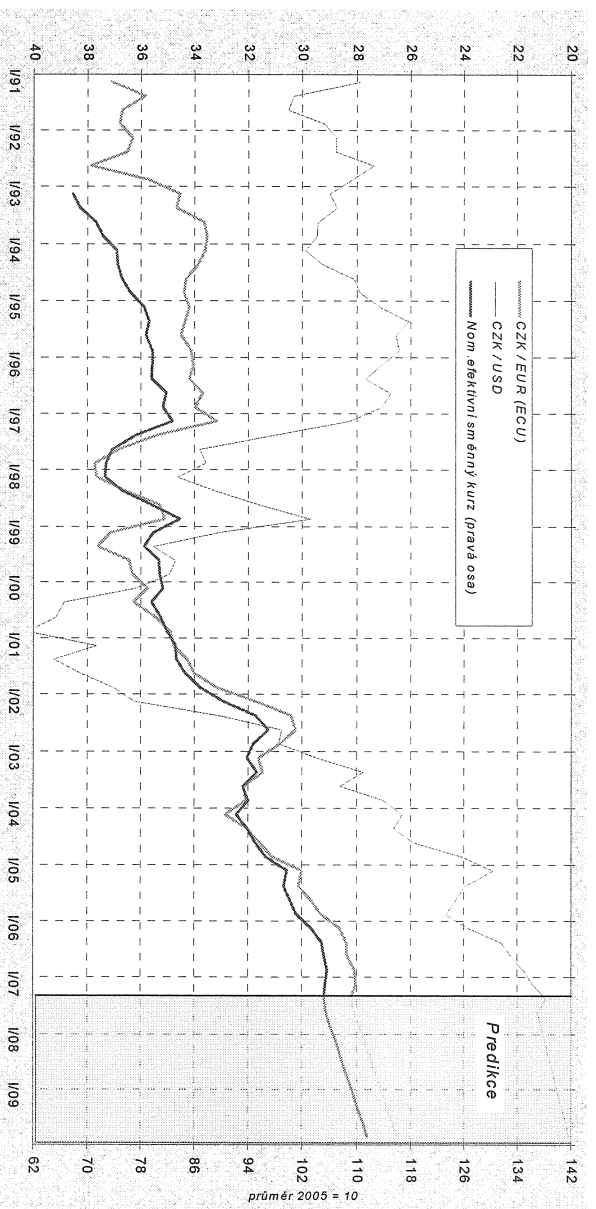
Tabulka: *Směnné kurzy – roční*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Směnné kurzy nominální:								<i>Predikce</i>	<i>Predikce</i>	<i>Ujhléd</i>
CZK / EUR	35,61	34,08	30,81	31,84	31,90	29,78	28,34	28,0	27,4	26,8
<i>index zhodoceni</i>	<i>předch. r. = 100</i>	103,6	104,5	110,6	96,8	99,8	107,1	105,1	101,1	102,2
CZK / USD	38,59	38,04	32,74	28,23	25,70	23,95	22,61	21,2	20,8	20,3
<i>index zhodoceni</i>	<i>předch. r. = 100</i>	89,7	101,5	116,2	116,0	109,8	107,3	105,9	106,8	102,6
NEER ¹⁾	80,9	84,4	94,3	94,0	94,4	100,0	104,8	106	108	111
<i>index zhodoceni</i>	<i>předch. r. = 100</i>	101,2	104,3	111,7	99,7	100,4	105,9	104,8	100,7	102,2
Reálný směnný kurz ²⁾										
všET EA-12	100,0	107,0	118,6	113,5	116,2	122,0	127,3	130	134	138
<i>index zhodoceni</i>	<i>předch. r. = 100</i>	103,7	107,0	110,9	95,7	102,4	105,0	104,4	102,0	103,2

¹⁾ Nominální efektivní směnný kurz – index agregující směnné kurzy na základě vah zahraničního obchodu.

²⁾ Index popisuje meziroční reálné zhodocení CZK proti EUR, dělovaná deflátory HDP.

Graf.3: *Nominální směnné kurzy*
čtyřletní průměry



3.1.5 Úspory a investice

Dynamický růst investic do tvorby hrubého fixního kapitálu i zvýšený přírůstek zásob a rezerv kladou zvýšené nároky na financování úsporami. Tvorba úspor v sektorech vlády i domácností má dlouhodobě klesající tendenci, úspory se zvyšují pouze v sektorech finančních a nefinančních institucí. Výsledkem bylo zvýšení deficitu běžného účtu platební bilance v roce 2006.

Tato situace by se měla v budoucích letech zlepšit vlivem zásadní změny v hospodaření veřejných rozpočtů a odvrátit tak riziko tzv. dvojitého deficitu běžného účtu platební bilance a rozpočtového schodku.

3.1.6 Demografie

Budoucí vývoj je zpracován na základě demografické projekce ČSÚ z konce roku 2003, jejíž výsledky se začínají významně odlišovat od aktuálních údajů o vývoji populace. Podstatně více se zvyšuje porodnost a snižuje úmrtnost. Aktivní saldo migrace je rovněž výrazně vyšší, což se projevuje v podstatně rychlejším růstu populace oproti projekci ČSÚ. ČR je na počátku procesu stárnutí obyvatelstva. Vzhledem k hlubokému poklesu míry porodnosti v devadesátých letech se podíl mladých věkových kategorií bude nadále snižovat. V roce 2006 sice úhrnná plodnost vzrostla na 1,33 (proti minimu 1,13 v roce 1999), ale tato hodnota je stále velmi vzdálená referenční hodnotě 2,04, která zajišťuje dlouhodobou stabilitu populace.

Naopak počet i podíl seniorů v populaci poroste v důsledku demografické struktury a prodlužování střední délky života. Nepříznivý vývoj může být pouze částečně přitlumen imigrací. Demografický vývoj představuje riziko pro vývoj ekonomiky ve středním a dlouhém období.

Ke zmiřnění nepříznivých dopadů stárnutí obyvatelstva na veřejné rozpočty byla zatím přijata opatření typu parametrické reformy. Do roku 2016 je legislativně stanoveno postupné prodlužování zákonného věku odchodu do důchodu.

Od konce roku 2003 počet starobních důchodců opět zvyšuje. V budoucnosti tak bude důchodový účet v tradičním průběžném systému vystaven deficitním tendencím.

Ministerstvo práce a sociálních věcí proto v červnu 2007 představilo další záměry v oblasti změn důchodového systému.

V rámci 1. etapy by měly být provedeny parametrické změny – další prodloužení věkové hranice pro nárok na starobní důchod na 65 let pro muže i ženy po roce 2030, prodloužení potřebné doby pojištění z 25 na 35 let, zvýšení motivace starobních důchodců k práci a parametrické změny invalidních a pozůstalostních důchodů. Opatření 1. etapy by měla být legislativně projednána a schválena v roce 2008.

Druhá etapa by měla změnit strukturu financování základního důchodového systému a provést změny podmínek penzijního připojištění a životního pojištění. V rámci 3. etapy by pojištěnci měli mít možnost částečného dobrovolného vyvázání (opt-out) ze základního důchodového pojištění a individuálního spoření na důchod.

3.1.7 Úrokové sazby

V květnu byly referenční úrokové sazby zvýšeny na následující úroveň: 2T repo sazba na 2,50 %, diskontní sazba na 1,50 % a lombardní sazba na 3,50 %. Mezi hlavní inflační rizika, která ovlivnila toto rozhodnutí, patří vyšší než očekávaná inflace, vyšší očekávané tlaky plynoucí z reálné ekonomiky (produkční mezera, trh práce a mzdy), vývoj ekonomické aktivity a úrokových sazeb v eurozóně a slabší kurz koruny k euru. Jelikož na červnovém zasedání se sazby neměnily a inflační rizika jsou opravdu výrazná, expandující ekonomika a obavy z inflačních tlaků přiměly Evropskou centrální banku v červnu opět zvýšit referenční úrokové sazby o 0,25 p.b. Základní úroková sazba EMU je na 4,00 % a je tak o 1,25 p.b. vyšší než v ČR. V USA ke změnám nastavení měnové politiky dosud nedošlo a referenční úroková sazba setrvává na 5,25 %. Základní úrokové sazby v USA převyšují sazby ČNB o 2,50 p.b.

Zvýšení základních úrokových sazeb se přirozeně promítlo i do sazeb mezibankovního trhu s delší splatností. Krátkodobá výnosová křivka se adekvátně posunula nahoru. Nicméně její sklon se v důsledku obav ze sílících inflačních rizik a očekávání dalšího zpřísnění měnové politiky ještě zvýšil. Průměrná hodnota tříměsíční sazby PRIBOR dosáhla ve 2. čtvrtletí 2007

hodnoty 2,77 %. V průměru za celý rok 2007 ji odhadujeme na úrovni 2,9 % (proti 2,7 %), v roce 2008 potom na 3,3 % (proti 2,9 %).

Výnosy do doby splatnosti 10letých státních dluhopisů pro konvergenční účely nabraly v březnu rostoucí trend, ve kterém pokračují až do současnosti. Vzestup výnosů, resp. pokles cen dluhopisů, souvisí nejen s navýšením základních úrokových sazeb, ale zejména se zhoršeným vnímáním středoevropského regionu a očekáváním růstu úrokových sazeb v EMU a USA. Pro rok 2007 ČNB odhaduje průměrný výnos 10letých státních dluhopisů na 4,2 % (oproti 3,8 %), pro rok 2008 vzestup na 4,8 % (oproti 3,9 %).

Průměrné sazby z vkladů domácností dosáhly v 1. čtvrtletí 2007 hodnoty 1,27 %. Sazby z úvěrů nefinančních podniků se posunuly na 4,54 %. Vzhledem k již realizovanému a dále očekávanému růstu základních úrokových sazeb předpokládáme ve 2. pololetí 2007 jejich pozvolný vzestup. Pro rok 2007 odhadujeme, že se sazby z vkladů domácnostem budou pohybovat okolo úrovně 1,4 % (odhad neměníme) a v roce 2008 okolo 1,6 % (také bez změny). U úrokových sazeb z celkového stavu úvěrů nefinančním podnikům předpokládáme vzestup na 4,7 % v roce 2007, resp. 5,0 % v roce 2008 (oproti 4,6 %, resp. 4,7 %).

Tabulka 2: Úrokové sazby – roční průměrné sazby - v % p. a.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Diskontní sazba (konec roku)	5,00	3,75	1,75	1,00	1,50	1,00	1,50			
Repo 2T (konec roku)	5,25	4,75	2,75	2,00	2,50	2,00	2,50			
Lombardní sazba (konec roku)	7,50	5,75	3,75	3,00	3,50	3,00	3,50			
PRIBOR 3M ¹⁾	5,36	5,18	3,55	2,28	2,36	2,01	2,30	2,9	3,3	3,0
Výnos do doby splatnosti státních dluhopisů pro konvergenční účely ²⁾ 10R	6,77	5,97	.	.	.	.	.	4,2	4,8	4,2
Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům	.	6,83	5,82	4,57	4,51	4,27	4,29	4,7	5,0	4,9
Úrokové sazby z vkladů domácností	.	2,90	2,06	1,40	1,33	1,24	1,22	1,4	1,6	1,7
Reálné sazby z úvěrů nefinančním podnikům ³⁾	.	6,3	5,2	1,0	3,2	2,4	2,5	2,2	2,7	2,8
Čisté reálné sazby z vkladů domácností s dohodnutou splatností ⁴⁾	.	-2,1	-0,1	1,1	-1,6	-0,8	-1,5	-1,1	-2,0	-0,8

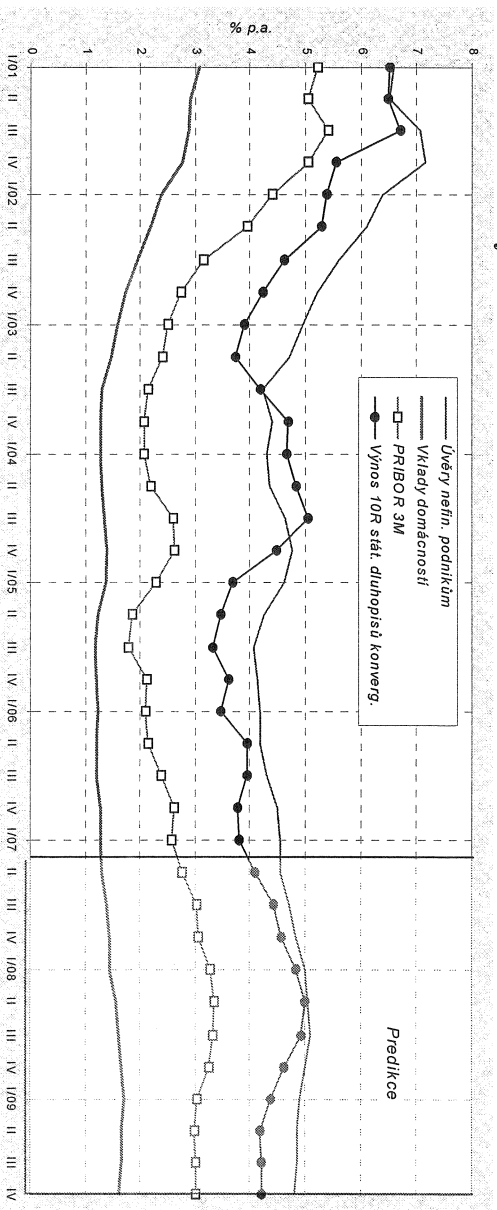
¹⁾ 3měsíční sazba PRIBOR na mezbankovním trhu

²⁾ Výnos 10letých státních dluhopisů pro konvergenční účely podle statistiky ČNB. Slouží k posouzení výše dlouhodobých úrokových sazeb podle Maastrichtských kritérií.

³⁾ Deflačně mezníročním růstem deflatoru domácí poplady ve 4. čtvrtletí.

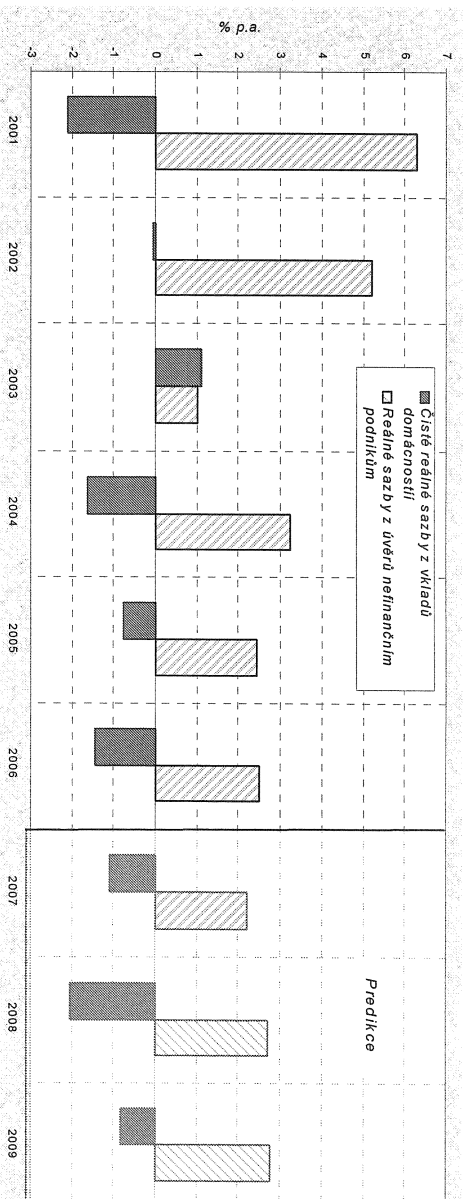
⁴⁾ Deflačno růstem spotřebitelských cen v průběhu roka, uvažována jednoráz 15% daň z kapitálových výnosů.

Graf 4: Úrokové sazby



Graf 5. Průměrné reálné sazby z úvěrů a termínovaných vkladů

Sazby z úvěrů přepočteny řísem deflatoru domácího užití v průběhu roku, sazby z termínovaných vkladů po zdanění deflovaný řísem indexu spotřebitelských cen v průběhu roku.



3.1.8 Světová ekonomika

Světová ekonomika patrně v roce 2007 mírně zpomalí proti předchozímu roku, a to mimo jiné v důsledku zpomalení americké ekonomiky. Ke globální dynamice stále výrazněji přispívají asijské ekonomiky, zejména Čína a Indie. Ekonomika EU by měla solidně růst na podobné úrovni jako v předchozím roce. Na vysoké úrovni zůstanou ceny surovin, zejména ropy.

Americká ekonomika vzrostla v roce 2006 o 3,3 %. V 1. čtvrtletí 2007 se už objevilo očekávané zpomalení růstu, ekonomika rosla mezitím jen o 1,9 % (proti 2,8 %), což byl nejpomalejší růst od pololetí 2003. Růst je jako obvykle tažen soukromou spotřebou. Ochlazení na trhu s nemovitostmi, který silně ovlivňuje spotřební výdaje, nemělo zatím tak silný vliv, jak se čekalo. Soukromá spotřeba a vládní spotřeba na úrovni států a municipalit překryla výpadek soukromých investic a federálních výdajů. Slabší dolar napomohl exportu a deficit platební bilance se zúžil, i když stále představuje výraznou nerovnováhu (přes 6 % HDP). Podle převládajícího názoru zpomalení už dosáhlo nejnižšího bodu a ekonomika se postupně vrátí k vyššímu růstu. Dolar od začátku roku 2007 prodělal další periodu postupného znehodnocování vůči euru. Fed ponechal koncem června hlavní úrokovou míru na 5,25 %. Přes poměrně silné inflační tlaky zřejmě nechce dále přiškrtnit růst. Pro rok 2007 je očekáván v USA růst o 2,2 % (proti 2,5 %), v roce 2008 o 2,7 % (proti 2,9 %).

Ekonomika eurozóny (EA-12) po nejvyšším růstu od roku 2000 (2,8 % v roce 2006) rosla dynamicky i v 1. čtvrtletí, a to o 3,0 % (proti našemu odhadu 2,3 %). Rostl export, investice a posílila i spotřeba domácností (po výrazném růstu koncem roku v 1. čtvrtletí stagnovala vzhledem k vývoji v SRN). Růst v EA-12 dodal potřebnou robustnost silný růst v Německu. Německá ekonomika vzrostla v roce 2006 o 2,8 %, v posledním čtvrtletí rosla dokonce o 3,9 % a v 1. čtvrtletí 2007 o 3,6 % (proti 2,2 %). Zatímco expanze spotřeby domácností před zvýšením DPH koncem roku zvedla růst, v 1. čtvrtletí byl negativní vliv zvýšení DPH v Německu na spotřebu absorbován nárůstem investic a ekonomika byla tradičně tažena vysokou dynamikou exportu. Navíc předstihové indikátory poskytují výhled na další zesilování růstu v dalším průběhu roku.

Domácí poptávku v eurozóně posílily dva milióny nových pracovních míst. Podle Komise se už projevují výsledky strukturálních reforem, a to zejména na trhu práce. EK očekává v letech 2007-08 v Unii vytvoření 5,5 mil. nových míst.

Inflační tlaky vyvolávané růstem cen surovin vedou ECB k vyšším sazbám. ECB reagovala zvýšením úrokové sazby na nyníjší 4,0 %.

Rizikem pro pokračující oživení zůstávají dopady možného hlubšího zpomalení americké ekonomiky. Také se může ještě projevit dopad případného dalšího růstu cen surovin, ač zatím se s ním evropské ekonomiky vyrovnávaly celkem dobře.

V roce 2007 pravděpodobně dojde v EA-12 k růstu HDP na 2,6 % (proti 2,2 %) a na 2,4 % (proti 2,2 %) pro rok 2008.

Středoevropské ekonomiky dlouhodobě rostou rychleji než západní Evropa.

Slovenská ekonomika dále zvýšila tempo růstu na 8,3 % za rok 2006 a v 1. čtvrtletí 2007 rostla o 9 % (proti 8,6 %). Růst HDP byl tažen vysokým exportem, investicemi, a i nadále spotřebou domácností. Poměrně vysoká inflace (4,5 % za rok 2006) v posledních měsících klesla na květnových 2,3 %. Vzhledem k cili zavést od roku 2009 euro je však potřebné nízkou úroveň inflace také dlouhodobě udržet. Ke zřetelnému zlepšení došlo i na trhu práce, kde nezaměstnanost mezitím klesla o 3,4 p.b. na 11,5 %. Problémem zůstává zejména snížení počtu dlouhodobě nezaměstnaných.

Pro rok 2007 zde ČNB předpokládá, také s ohledem na náběh výroby dvou nových automobilů, akceleraci růstu HDP na 8,7 % (beze změny), v roce 2008 korekci na 8,0 %.

V Polsku se růst HDP v roce 2006 zrychlil na 5,8 % a v 1. čtvrtletí 2007 na 7,4 % (proti 5,7 %). Byl tažen hlavně investicemi a i nadále domácí spotřebou. Během roku 2006 i počátku roku 2007 rapidně poklesla nezaměstnanost díky dynamické tvorbě míst a částečně i vlivem obnovené emigrace.

Pro rok 2007 je predikován růst HDP o 6,0 % (proti 5,4 %), pro rok 2008 potom 5,4 % (proti 5,0 %).

Dolarová cena ropy Brent dosáhla za rok 2006 rekordních 65,4 USD za barel. Po dočasné relaxaci v 1. čtvrtletí 2007 dochází k novému nárůstu a cena za 2. čtvrtletí se dostane k hodnotě kolem 68 USD (proti 57,5 USD). Trvajícím vysoká poptávka (Čína, Indie) nasvědčuje tomu, že je třeba nadále počítat s vysokou cenou. OPEC navíc oznámil svůj úmysl udržet cenu nad úrovní 50 USD. Geopolitické napětí v oblasti Blízkého a Středního východu (iránský jaderný program, situace v Palestině apod.) vytváří nejistotu, která vyhání cenu ropy ještě výrazně výše.

Pro rok 2007 byl odhad dosti výrazně zvýšen na 65,0 USD za barel (proti 57,3 USD) a pro rok 2008 na 66,8 USD. Rizika odhadu ČNB považuje v současné chvíli za zhruba vyrovnaná.

3.1.9 Mezinárodní srovnání

Při přepočtu pomocí běžné parity kupní síly má od roku 2000 proces přiblížování ekonomické úrovně ČR směrem k průměru eurozóny, podobně jako v ostatních středoevropských ekonomikách, setrvalou tendenci. Průměrné „tempo přiblížování“ činí 2 p.b. ročně.

V roce 2007 dosáhne HDP České republiky na obyvatele cca 24 100 USD, což odpovídá dosažení 74 % ekonomického výkonu eurozóny a v roce 2008 by měla být překonána hranice tří čtvrtin.

Alternativní přepočet prostřednictvím běžného směnného kurzu bere v úvahu tržní ocenění měny jako důsledek ekonomické konkurenceschopnosti a z něho vyplývající různou úroveň cenových hladin. HDP na obyvatele v tomto vyjádření by mohl v roce 2007 dosáhnout úrovně 16 200 USD, což odpovídá cca 44 % úrovně EA-12.

Podíl běžné parity kupní síly a směnného kurzu vyjadřuje komparativní cenovou hladinu HDP. V roce 2007 by mohla dosáhnout k 59 % průměru EA-12. Je zajímavé, že komparativní cenová úroveň všech čtyř středoevropských nových členských zemí se nachází v úzkém koridoru 56 až 63 % průměru EA-12.

3.1.10 Očekávání ekonomických subjektů

Budoucí inflace očekávaná účastníky finančního trhu se v ročním horizontu pohybovala mírně nad 3% cílem ČNB. Analytici předpokládají, že k hlavním faktorům inflačního vývoje budou patřit poplávkové inflační tlaky (růst mezd, spotřeba domácností). Inflační očekávání podniků se nezměnila a nadále odpovídala inflačnímu cíli. V tříletém horizontu se inflační očekávání finančního trhu i podniků pohybují pod 3% inflačním cílem ČNB, avšak nad nově vyhlášeným cílem platným pro období do ledna 2010.

Hodnoty budoucích úrokových sazeb očekávané finančními analytiky se v průběhu druhého čtvrtletí zvýšily ve všech sledovaných splatnostech. Trajektorie úrokových sazeb se v nejbližším období pohybovala na mírně vyšší hladině v porovnání s očekávaním analytiků finančního trhu. V delším horizontu se tato trajektorie pohybovala na vyšší hladině.

3.1.11 Inflační očekávání ČNB

Tlaky z reálné ekonomiky – zachycené mezerou reálných mezních nákladů – budou ve zbytku letošního roku proinflační. V roce 2008 proinflační působení reálné ekonomiky postupně zeslabí.

Působení první složky reálných mezních nákladů – mezery výstupu – bude na celé prognóze proinflační. Ve zbytku letošního roku dojde k dalšímu rozevření mezery výstupu do kladných hodnot především z důvodu uvolněných měnových podmínek v kurzové složce. K vyššímu ekonomickému růstu v letošním roce přispěje i fiskální politika. Zahraniční poptávka bude působit na domácí mezeru výstupu zhruba neutrálně, resp. jen mírně protinflačně. Za těchto předpokladů růst reálného HDP v letošním roce dosáhne 6,2 %. V roce 2008 se mezera výstupu začne uzavírat vlivem zpřísňování měnové i fiskální politiky. Při naplnění těchto předpokladů prognózy růst HDP v roce 2008 zpomalí na 5,4 %.

Z hlediska jednotlivých složek ekonomického růstu bude v letošním roce hrát nejvýznamnější roli spotřeba domácností, která poroste tempem 6,1%. Za vysokou dynamikou spotřeby bude stát vysoké tempo zvyšování reálných mezd a růst sociálních transferů, plynoucí ze zákonné úpravy výše rodičovského příspěvku a ze změn v systému sociálních dávek. Růst spotřeby bude též podporován pokračujícím růstem zaměstnanosti.

Červencová prognóza inflace se nachází oproti dubnové prognóze výše. Toto přehodnocení odráží souběh proinflačních signálů přicházejících v posledním čtvrtletí z domácí i zahraniční ekonomiky. V nejbližších čtvrtletích se projeví zvýšení prognózy dovozních cen a v delším období zpožděné dopady inflačního působení reálné ekonomiky. Ve druhém pololetí letošního roku bude celková inflace zrychlovat vlivem všech svých složek a ke konci roku 2007 dosáhne 3,8 %. Inflační tlaky z reálné ekonomiky se v průběhu roku 2008 sice poněkud zmírní, budou však nadále přispívat k růstu inflace. Příspěvek administrativních vlivů do inflace vyvrcholí v prvním čtvrtletí 2008. Ke zrychlení celkové inflace v roce 2008 mírně nad 4 % přispěje i nárůst inflačních očekávání ovlivněný zpožděnými dopady těchto faktorů.

K inflačnímu cíli se inflace začne vracet až v roce 2009, kdy se projeví posilování kurzu a mírný pokles tlaků z reálné ekonomiky. V horizontu ménové politiky, tj. ve druhém pololetí roku 2008, se inflace bude pohybovat nad horním okrajem tolerančního pásma pro inflační cíl. Vývoj inflace bude v následujících letech, stejně jako v letošním roce, významně ovlivněn dopady daňových změn plynoucích z potřeby harmonizace nepřímých daní s pravidly EU. Vedle již v předchozích prognózách uvažovaných změn spotřebních daní na tabákové výrobky bylo do prognózy nově zapracováno zavedení tzv. ekologických daní. Průměrný primární

dopad změn nepřímých daní do meziroční inflace bude v horizontu měnové politiky 0,7 procentního bodu. Na primární dopady změn nepřímých daní je standardně aplikován institut výjimek. Po očištění o tyto vlivy se měnověpolitická inflace pohybuje v horizontu měnové politiky v horní polovině tolerančního pásma pro inflační cíl na průměrné hodnotě 3,6 %.

S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní růst nominálních úrokových sazeb.

V rámci sestavení prognózy byl zpracován standardní citlivostní scénář dopadu odchylky měnového kurzu do prognózy a diskutován alternativní scénář zachycující nejistotu týkající se inflačních očekávání.

Základní scénář prognózy předpokládá poměrně rychlý nárůst inflačních očekávání. Alternativní scénář uvažuje situaci, kdy jsou inflační očekávání ovlivněna dlouhodobou zkušeností spotřebitelů s nízkou korigovanou inflací bez pohonných hmot a nízkou inflací cen potravin. Tato zkušenost může vést k nižší očekávané inflaci než je v základním scénáři prognózy a k nepromítání daňových změn do inflačních očekávání.

Díky nižším inflačním očekáváním dochází v alternativním scénáři k pomalejšímu růstu měnověpolitické inflace, celkové inflace a k poněkud mírnější reakci úrokových sazeb oproti základnímu scénáři. Mezera v reálných mezních nákladech je mírně více otevřená do kladných hodnot v důsledku rychlejšího růstu reálných mezd.

Její v porovnání se základním scénářem více proinflační vliv je však převážen nižšími inflačními očekáváním.

3.1.12 Situace na relevantním trhu z makroekonomického hlediska a srovnání s nezemědělskou produkcí

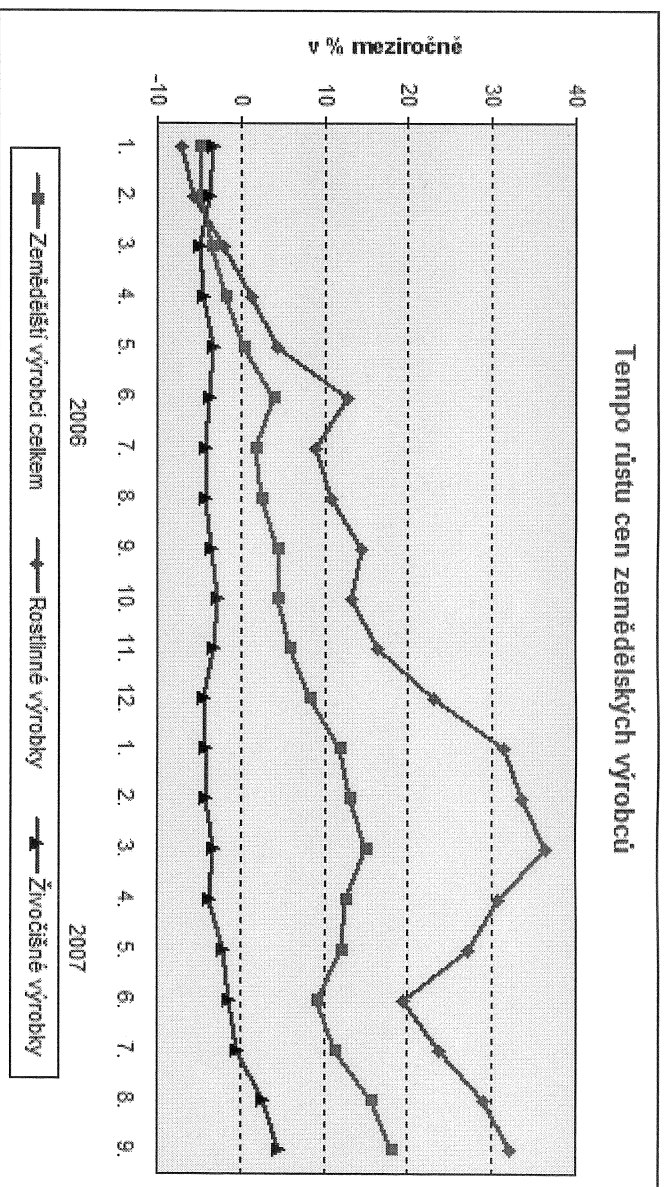
Vývoj indexů cen výrobců ve 3. čtvrtletí 2007

Ceny zemědělských výrobců ve 3. čtvrtletí 2007 oproti 2. čtvrtletí 2007 vzrostly o 4,9 %.

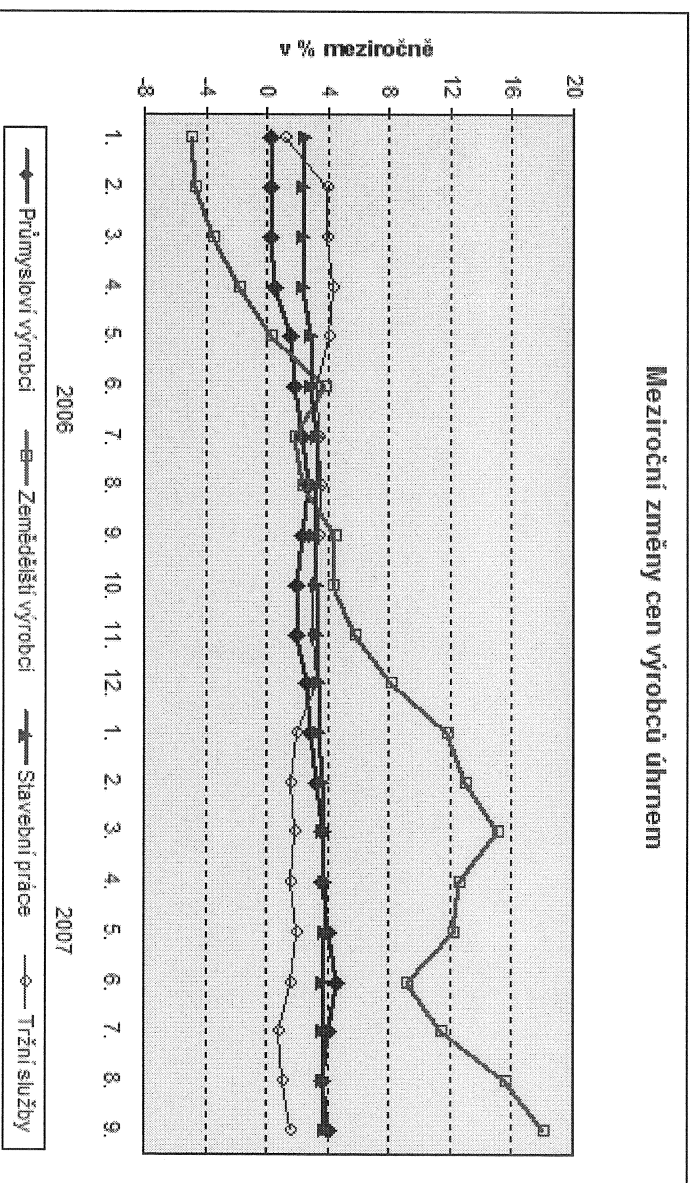
Ceny rostlinných výrobků se zvýšily o 4,3 %, živočišných o 5,6 %. Ceny obilovin se zvýšily o 11,4 %, olejnin o 7,0 %, ovoce o 8,7 % a zeleniny o 4,4 %. Klesly ceny brambor, a to o 24,3 %.

Ceny prasat se zvýšily o 16,4 % a drůbeže o 6,0 %. Ceny vajec vzrostly o 3,4 % a mléka o 2,0 %.

Ceny **zemědělských výrobců** byly ve **3. čtvrtletí 2007 meziročně** vyšší o 15,0 % (ve 2. čtvrtletí o 10,9 %). Vliv na růst měly ceny rostlinných výrobků, které se zvýšily o 28,3 %, ceny živočišných výrobků byly vyšší o 2,2 % (ve 2. čtvrtletí pokles o 2,4 %). Růst cen rostlinných výrobků ovlivnily především vyšší ceny obilovin (o 50,6 %). Dále vzrostly ceny ovoce o 30,3 % (jablka) a olejnin o 18,4 % (především mák). Nižší byly ceny brambor o 8,4 %. Ceny živočišných výrobků byly vyšší v důsledku zvýšení cen vajec o 18,7 %, drůbeže o 13,5 % a mléka o 3,5 % (ve 2. čtvrtletí ceny klesly o 1,9 %). Ceny prasat byly nižší o 4,9 % a skotu o 3,9 %.



Meziroční změny cen výrobců úhrnem



Pramen: ČSÚ

Tato situace dokládá celkově silně vzestupnou cenovou tendenci zemědělství.

3.2 Strategická analýza cílové společnosti

Základním úkolem strategické analýzy je vymezení celkového výnosového potenciálu Společnosti. V konkrétním vyjádření pak ze závěru strategické analýzy vyplyne perspektiva podniku z dlouhodobého hlediska, tedy předpoklad vývoje trhu, konkurence a v těchto podmínkách má strategická analýza ověřit realnost vývoje tržeb podniku do budoucna. Zároveň pak, jaká rizika jsou s podnikem spojena.

Výnosový potenciál má dva základní parametry: vnější a vnitřní potenciál. Vnější potenciál se skládá z analýzy národního hospodářství a zároveň z analýzy odvětví a trhu. Vnitřní potenciál je zkoumán zejména z pohledu konkurence.

3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu

3.2.1.1 Relevantní trh

Obor zemědělské produkce v době ocenění prožívá veliký nárůst cen. Důvodů je několik najednou. Mezinárodní situace představuje zřejmě nejzákladnější důvod tohoto stavu, kdy poptávka zejména Indie a Číny po mléce a mléčných produktech značně roste, zároveň se zvyšuje poptávka i po obilí, a to i z důvodu obilí jako náhradního energetického zdroje. Tlak na ceny mléka a mléčných výrobků v ČR způsobuje zejména poptávka na Německém trhu. Vedle toho začíná růst poptávka po drůbežím maso, se kterým je v kladné korelaci i maso rybí. Růst ceny obilí bude mít značný vliv na vývoj cen drůbežního masa, kde obilí je vlastně jediným zdrojem potravy. Současně s drůbežím masem pochopitelně poroste i cena vajec. Z masných produktů tedy v současné době neroste vepřové maso, kterého je na trhu prozatím nadbytek, je však otázkou, jaká bude situace v několika příštích letech. Vlivem tohoto nadbytku, a zároveň růstu ceny obilí, které je pro prasata zdrojem potravy, již v současné době dochází ke snižování stavů chovu prasat. Vedle těchto fundamentálních celosvětových důvodů existují ještě další efekty, posilující růst ceny zemědělských produktů v ČR. Jedná se o dlouhodobě uměle stlačované ceny zemědělské produkce ze strany řetězců, kdy v současné době bude zapotřebí dorovnat předchozí ztráty vzniklé tomuto oboru. Dalším důvodem k růstu je pak i rostoucí cena vstupů z důvodu rostoucích cen ropy, a to všem zúčastněným ekonomickým subjektům. Kromě toho v české ekonomice dochází k prudkým nárůstům cen energií a vláda přijala základní část ekonomické reformy, která bude mít za následek zvýšení DPH. Z rostlinných produktů je očekáván i další nárůst cen brambor a to přes skutečnost, že v ČR došlo v letošním roce ke zvýšení výnosů o cca 9 tis. tun. Důvodem je předchozí neúroda. V součtu působí všechny tyto efekty téměř pákově na finální ceny zemědělských produktů a pravděpodobně budou jedním z důvodů zvýšené inflace českého hospodářství.

Reakce Evropské komise se očekává, a to na základě podkladů, které jí byly předloženy v září. Pravděpodobně budou zvýšeny kvóty pro výrobu mléka, a to podle návrhu o 3 až 5%.

Rizika tohoto stavu jsou zcela obecná a mohou způsobit po prudkém, skokovém zvýšení cen náhlé snížení poptávky, což může opětovně výrazně snížit ceny. V těchto regulovaných odvětvích může pak stejnými skoky, například vlivem opětovného tlaku obchodních řetězců, dojít ke snížení cen pod výrobní náklady prvovýrobců. Důvodem tohoto chování spotřebitelů zejména v České republice může být výrazné zvýšení životních nákladů a snaha je alespoň částečně snížit.

V regionu nemá firma dominantní postavení. Podle jednotlivých činností zaujímá cca 30 – 50 % trhu. Úzce spolupracuje s ostatními plemenářskými organizacemi při programech šlechtění, zejména u skotu. Tato spolupráce je nutná s ohledem na počty chovných zvířat v rámci celé České republiky a z důvodu možností jejich testování.

V rámci České republiky je poměrně značná konkurence mezi plemenářskými firmami. Dle našeho názoru se REPROGEN, a.s., řadí mezi 10 největších firem působících v této oblasti.

3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu

Cílem společnosti je udržet rozsah zemědělské prvovýroby. To jednak u rostlinné produkce a stejně tak i pro oblast plemenářských služeb.

K celkovému popisu zemědělského subjektu, který se zabývá i rostlinnou výrobou je ještě potřeba uvést, na jak velké ploše Společnost hospodáří. V případě REPROGENU, a.s. je to celkem na 1 962,16 ha půdy, z toho 200 ha je vlastních. Podíl 10,12% vlastní a pronajaté obdělávané půdy odpovídá zcela českému standardu. Nájemní smlouvy na půdu jsou standardně uzavírány na dobu určitou 7 let s dvouletou výpovědní opcí. Pokud tedy nájemce výpověď nepodá 2 roky před koncem sedmiletého období, prodlužuje se smlouva na další období. V nájemních smlouvách obecně nejsou uvedeny inflační doložky, přičemž Společnost platí za nájemce daň z nemovitosti. Nájemné může být poskytováno jak finančním, tak nefinančním plněním (naturálie).

Tato konstrukce je opětovně sice neobvyklá v obchodním styku v jiných oborech, ale v oboru zemědělství se nejedná o netypickou konstrukci a z hlediska ocenění Společnosti jednoznačně tyto smluvní vztahy vzhledem ke klíčovému výrobnímu prostředku neohrožují její budoucí vývoj. Rizikem do budoucna v těchto smlouvách však může být, zda není tyto smluvní vztahy možné prohlásit za nevyrovnané. Vzhledem k výraznému přiblížování českého trhu k EU a postupnému narovnávání obchodních vazeb se tato otázka může v budoucnu vlivem konkurence ze zahraničí (riziko nákupu zemědělské půdy zahraničními subjekty od současných nájemců) stát velice aktuální a přijít velmi nečekaně a rychle.

Z obecného pohledu však nelze toto riziko v dnešní situaci přeceňovat.

Oblast plemenářských služeb má pravděpodobně poněkud více úskalí. Jednak je to reálná vysoká konkurence na relevantním trhu a jednak je to situace na trhu s červeným masem obecně. Z hlediska dosavadních tržeb Společnosti se jedná o třetinovou část produkce, která rozhodně z hlediska budoucího vývoje není bezriziková.

Oblast živočišné produkce výkrm hovězího skotu bude velmi citlivý na vývoj na trhu.

Oblast výroby mléka je v současné době na značném vzestupu a podle současných analýz vlivem výrazně sílící poptávky bude tato oblast značně posilovat.

3.2.3 Závěr strategické analýzy

S ohledem na výše popsané makroekonomické parametry a situaci českého zemědělství (tedy relevantního trhu) je pro Společnost situace pro blízkou budoucnost v oblasti rostlinné výroby velice pozitivní. Pravděpodobně dojde také k významnému růstu celého odvětví. Z dlouhodobého pohledu je možné očekávat jistý „výkyv“ nicméně, situace z minulosti, kdy zemědělci, zejména pak prvovýroba byly v celkovém pohledu na české hospodářství ve značné ztrátě, se již pravděpodobně opakovat nebude. Avšak v rámci rentability zemědělského trhu v ČR jsou významnými hráči obchodní řetězce. Z obecného pohledu se právě tyto čisté obchodní subjekty s nadnárodním kapitálem velmi výrazně podílely na ne zcela příznivé situaci českých zemědělských prvovýrobců. Nicméně, celoevropský a celosvětový vývoj na trhu známenal v posledních měsících značný kladný posun, ale na současném výrazném zdražení finálních zemědělských produktů v super a hypermarketech v ČR nemá výrazný podíl zvýšení výkupních cen surovin prvovýrobců, ale zvýšení marží zpracovatelů a zejména pak obchodníků. JE otázkou, jak zareagují finální spotřebitelé na další výrazné očekávané zdražení po novém roce, kdy dojde ještě v ceně finálního produktu k absorpci zvýšení DPH u potravinářských výrobků. Odborná veřejnost se v názoru různí, kdy na jedné straně se objevují názory, že v SRN došlo k nárůstu cen již před zvýšením sazby DPH a na druhé straně někteří odborníci ještě očekávají opětovné zneužití monopolního

postavení obchodníků na trhu ve prospěch jejich marží. Analýzu situace navíc značně komplikují i dlouhodobé fixní nákupní ceny mezi zpracovateli a obchodními řetězci. Nicméně, za příležitost lze jednoznačně v současnosti označit situaci na trhu zemědělských komodit, zejména pak obilovin. Změna celkového vnímání zemědělských prvovýrobců může mít na hospodáření Společnosti velmi pozitivní vliv.

Na základě výše uvedených poznatků a také skutečností shromážděných v rámci šetření, které nebyly pro účely posudku Společností povoleny znalci zveřejnit, bylo dále sestaveno hodnocení trhu do následujících tabulek.

a) Analýza vnějšího potenciálu

Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity						Váha x body
		0	1	2	3	4	5		6
Růst trhu	3					x		12
Velikost trhu	2			x				4
Intenzita konkurence	3			x				6
Průměrná rentabilita	1			x				2
Bariéry vstupu	1			x				2
Možnost substitute	2					x		8
Citlivost na konjunkturu	1					x		4
Struktura zákazníků	3			x				6
Vlivy prostředí	1				x			3
CELKEM	17							47

Maximální počet bodů: 102

Dosažené hodnocení: 46,08%

Závěr: Atraktivita analyzovaného trhu pohybuje dosud mírně pod průměrem českých investičních příležitostí.

Z analýzy vnějšího potenciálu vyplývají pro Společnost zejména následující příležitosti, ale i ohrožení:

Příležitosti
nárůst cenových hladin v oblasti rostlinné produkce
nárůst cenových hladin v oblasti produkce mléka
růst rozvíjejících se trhů v Asii

Hrozby
řízka změny chování finálních spotřebitelů po další vlně zdražení základních potravin
řízka nárůstu marží zpracovatelů a řetězců
růst ceny vstupů (nafta, energetické zdroje, apod.)

b) Analýza vnitřního potenciálu

Analýza vnitřního potenciálu navazuje na předchozí analýzu vnějšího potenciálu a měla by prokázat, že Společnost je schopna realizovat příležitosti definované tmem a naopak omezit externí hrozby. Stejně jako v případě předcházející analýzy byly výsledky šetření sestaveny do následujících tabulek:

Hodnocení kvality managementu

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5		6
1. Schopnost tvorby vizí	Žádné						X	Vedení má jasnou vizi
2. Schopnost tvorby strategie	Žádná				X			Vedení jasnou strategii
3. Schopnost prognózy	Špatná				X			Mimořádná
4. Schopnost rozpoznat šance a rizika	Příliš optimistické cíle					X		Realistické pohledy
5. Plánování běžné činnosti	Žádné				X			Pravidelně, obsáhle
6. Styl vedení	Nejasné kompetence, přetěžné vedení				X			Jasná kompetence a hodnoty
7. Osobní kvalifikace	Nedostatečná						X	Vysoce kvalifikovaný
8. Schopnost se učit	Ztrnulost v minulosti				X			Vysoká, zájem o nové
9. Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování						X	Schopnost rychle nalézt řešení
10. Vzájemnost technických a ekonomických hledisek	Jednostrannost				X			Ovládá obě oblasti
Četnost bodů		0	0	0	5	2	3	0
Body x četnost		0	0	0	15	8	15	0

Získaný počet bodů = 38

Průměrný počet bodů = 3,8

Závěr: Management Společnosti vykazuje mírně nadprůměrnou kvalitu

Hodnocení kvality personálu

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5		6
A. Kvalifikace a fluktuce								
1. Závislost na klíčových odbornostech	Provoz podniku je vysoce závislý na pracovnicích se specifickou odborností			X				Provoz nevyžaduje speciální odbornost
2. Kvalifikace personálu	Podnik nemá tak kvalifikovaný personál, jak by provoz vyžadoval					X		Podnik má personál s potřebnou kvalifikací
3. Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace, podnik nevěnuje pozornost klíčovým pracovním místům				X			Zatím nízká fluktuace, klíčové kvalifikace jsou identifikovány a vhodně řízeny
B. Klima v podniku								
4. Obecné hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra, nespokojenost			X				Spokojenost, důvěra v budoucnost
5. Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota k výkonům, pracovníci podali "vnitřní výpověď"			X				Iniciativnost, ochota přebírat odpovědnost
C. Osobní náklady								
6. Relativní vývoj osobních nákladů	Náklady rostou rychleji než produktivita práce, nebo naopak růstu mezd je věnována malá pozornost					X		Osobní náklady se vyvíjí přiměřeně
7. Náklady na školení	Minimální		X					Vysoké, srovnatelné s konkurencí
Četnost bodů		0	1	3	0	2	1	0
Body x četnost		0	1	6	0	8	5	0

Získaný počet bodů = 20

Průměrný počet bodů = 2,86

Závěr: Stav v oblasti personálu je průměrně uspokojivý

Hodnocení inovační síly a výzkumu a vývoje

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení		
		0	1	2	3	4	5		6	
A. Inovační síla										
1. Množství registrovaných práv průmyslového vlastnictví	Malé množství, podnik již delší dobu nepodal žádnu novou přihlášku k registraci			X					Vysoký počet registrovaných práv a průběžně nové přihlášky	
2. Podíl na nových produktech na trhu	Minimální podíl na trhu nových produktů			X					Nadprůměrný podíl	
3. Podíl nových produktů na tržbách (příspěvek na krytí, cash flow)	Nizký, tržby (příspěvek na krytí, cash flow) plynou především ze zavedených produktů			X					Vysoký	
4. Využití informací z reklamaci	Informace nejsou využívány						X		Propracovaný systém sledování a využívání informací z reklamaci	
B. Organizace výzkumu a vývoje										
5. Motivace pracovníků na inovacích	Zádné motivací systém					X			Propracovaný motivací systém	
6. Podíl úspěšných výzkumných projektů	Malý				X				Vysoký	
7. Strategie výzkumných prací	Zádný výzkum nebo improvizované řízení					X			Jasně cíle a strategie, propracované vazby mezi výzkumem a marketingem	
8. Podíl nákladů na výzkum a vývoj na tržbách	Nizký podíl			X					Nadprůměrný podíl	
Četnost bodů		0	0	4	0	0	3	1	0	
Body x četnost		0	0	8	0	0	12	5	0	

Získaný počet bodů = 25
 Průměrný počet bodů = 3,13

Závěr: Inovace a výzkum je ve Společnosti na průměrné úrovni

Hodnocení dlouhodobého majetku a investic

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
1. Přiměřenost kapacit k datu ocenění	Nedostatečné kapacity, nebo naopak příliš mnoho nevyužitých kapacit				X				Kapacity optimálně využité
2. Technická úroveň dlouhodobého majetku	Velmi zastaralá		X						Modernější vybavení než u konkurence
3. Stav údržby (podle celkového dojmu)	Nedostatečná údržba, zanedbanost				X				Pečlivá údržba
4. Fundovanost posuzování investic	Rozhodování "od oka"					X			Standardní kritéria hodnocení investic, scénáře
5. Investiční controlling	Žádné prvky investičního controllingu				X				Průběžná kontrola a zpětné hodnocení významných investic
6. Přiměřenost investic	Investiční činnost zcela nedostatečná			X					Investice jsou přiměřené konkrétní situaci a rozvojovým záměrům
Četnost bodů		0	1	1	3	1	0	0	
Body x četnost		0	1	2	9	4	0	0	

Získaný počet bodů = 16

Průměrný počet bodů = 2,67

Závěr: Dlouhodobý majetek a investice jsou ve Společnosti na podprůměrné úrovni

Výše uvedené hodnocení zvolených kritérií ukazuje na skutečnost, že problematika ohrožení vyplývající z předchozí analýzy vnějšího potenciálu není pro Společnost významným nebezpečím. Uvedené příležitosti trhu je schopna Společnost z objektivního pohledu využít.

Z analýzy vnitřního potenciálu vyplývají pro Společnost dále zejména následující příležitosti, ale i ohrožení:

Příležitosti

zčásti uzavřený cyklus výroby (rostlinná produkce pro živočišnou)
široké "výrobní portfolio" (rostlinná, živočišná, plemenařská)
zázemi skupiny

Hrozby

nizká míra investic
podkapitalizace
nizká produktivita práce

c) Analýza konkurenční síly Společnosti

Kritérium	Hodnocení						
	Konkurence má převahu			Průměr		Podnik má převahu	
	0	1	2	3	4	5	6
Kvalita výrobků					X		
Technická úroveň výrobků				X			
Genová úroveň					X		
Intenzita reklamy			X				
Výhody místa					X		
Výhody distribuce				X			
Image firmy			X				
Servis a služby				X			
Kvalita managementu				X			
Výkonný personál				X			
Výzkum a vývoj				X			
Majetek a investice		X					
Finanční situace			X				
Četnost bodů	0	1	3	6	3	0	0
CELKEM	0	1	6	18	12	0	0

Maximální počet bodů

13

6

78

Získaný počet bodů

37

Hodnocení

47,44%

Komentář k tabulce:

Zvolený systém bodování

Systém hodnocení vychází z poznatků analýzy vnitřního potenciálu. Byl diskutován s představiteli Společnosti a je založena na komparativním principu se stavem Společnosti vůči trhu nebo jejím potřebám. Analogie školního známkování, přičemž bylo z důvodů potřeby přehlednějšího hodnocení zvoleno šestibodová hodnotící stupnice, kde průměr představují tři stupně. Průměr může být tedy mírně nadprůměrný nebo naopak mírně podprůměrný.

Analogicky bylo přistoupeno k volbě stupnice a hodnocení pro následující tabulku, a to zejména z důvodu potřeby využití výsledků obou hodnocení pro stanovení jednoznačného závěru v rámci matice (viz dále).

Analyza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení						Váha x body	
		Negativní		Průměr		Positivní			
		0	1	2	3	4	5		6
Cenová úroveň	4					X			16
Šíře sortimentu	1					X			4
Hloubka sortimentu	1					X			4
Kvalita zboží	2					X			6
Běžná dostupnost	1						X		5
Možnost množstevních slev	2					X			4
Rychlost dodání	1					X			3
Účinnost reklamy	1		X						1
Image firmy	1			X					2
Q managementu	1					X			3
Výkonný personál	1					X			3
Systém řízení oběhu zboží	1					X			3
Majetek a investice	2		X						2
Finanční situace	2		X						2
CELKEM	21								58

Maximální počet bodů

126

Hodnocení

46,03%

Komentář k tabulce:

Pro sestavení byly využity předcházející hodnocení managementu, personálu, majetku a investic. Dále je potřeba upozornit na skutečnost, že na rozdíl od předcházející tabulky, kde byla použita pouze šesistupňová hodnotící škála, byla v tomto případě doplněna pětážením vah jednotlivým kritériím. Volbou vahy byl zohledněn význam jednotlivých kritérií z hlediska atraktivit trhu. Kritérium finanční situace bylo hodnoceno na základě finanční analýzy (viz dále).

2.7.6 Závěr strategické analýzy

Matice perspektivnosti podniku (Bostonská matice)

Konkurenční síla		Atraktivita trhu		
Velká	3 Podniky, které by měly měnit zaměření svého podnikání	2 Podniky s dobrou perspektivou	1 Podniky s jednoznačnou perspektivou	
Střední	6 Podniky, které by měly měnit zaměření svého podnikání	5 Podniky s přijatelnou perspektivou	4 Podniky s dobrou perspektivou	
Malá	9 Podniky téměř bez perspektivy	8 Podniky s malou perspektivou	7 Podniky s omezenou perspektivou	
	Nizká	Střední	Vysoká	

Závěr: REPROGEN a.s. je společností s přijatelnou perspektivou.

Společnost byla založena na dobu neurčitou. Ze závěrů strategické analýzy vyplývá, že není nijak zpochybněn předpoklad dalšího trvání podniku v budoucnosti, tedy, je zde zachován předpoklad tzv. „**going concern principu**“.

3.3 Finanční analýza společnosti

Finanční analýza společnosti vychází z auditovaných výsledků společnosti až do 30.12.2006 a z měsíční účetní závěrky (neauditované) k datu 31.9.2007. Podrobný přehled této analýzy je součástí bodu Přílohy tohoto dokumentu, a to v tabulkové části (poslední období k rozhodnému dni je zkrácené o neuplné roční hospodářské výsledky; uvedeno je tedy pouze pro orientaci, byť je přepočítáno na roční bázi.

3.3.1 Rentabilita

Společnost vykazuje ve sledovaném období rentabilitu s prorůstovým trendem. Důvodem je vývoj hospodářského výsledku. Ten je tvořen u Společnosti v oblasti provozního zisku, což znamená, že příspěvek hospodářského výsledku z finančních operací je relativně malý a ostatní druhy HV Společnost ve sledovaném období (vyjma jednoho nevýznamného HV z mimořádných výnosů) nemá. Provozní zisk je tvořen z významné části dotacemi, které jsou zobrazeny v ostatních provozních výnosech. Tato situace je v zemědělství již standardní. Rentabilita celkových aktiv (ROA) se zvýší od -3,16% až do 1,54% v roce 2005 a 0,55% v posledním uzavřeném roce 2006. K rozhodnému dni vykazovala hodnotu -4,69%, avšak jedná se o dosud nezavřený hospodářský rok, kde se dosud a vzhledem k hospodářskému cyklu zemědělství a zejména poskytováním dotacím se nejedná o relevantní údaj. Lze předpokládat, že hospodaření roku 2007 dopadne v kladném výsledku. Rentabilita vlastního jmění (ROE) logicky kopíruje vývoj ukazatele ROA a ke dni ocenění dosahuje hodnoty -11,04%. S přihlédnutím k nedokončenému hospodářskému období posledního roku, však rentabilita dosahuje v rámci sledovaného velmi nízkých hodnot, což je bohužel pro oblast českého zemědělství standardem.

3.3.2 Aktivity

Ve sledovaném období Společnost vykazovala nízký obrat aktiv. Důvodem je značná potřeba aktiv pro obor, ve kterém Společnost působí. Pokud by k tomu byl poměr vlastněné a celkově obdělávané půdy jaký je ve světě běžný, byl by tento obrat výrazně odlišný. Lze předpokládat, že v roce 2007 se tato situace může ještě poněkud zhoršit, protože do rozhodného dne vzrostla celková aktiva a je otázkou, zda dosud nerealizované výnosy (zejména dotace) vyrovnají poměrově nárůst aktiv. Analogicky pak vyznívají ostatní ukazatele aktivity, které hledají souvislost mezi tržbami a aktivy. Poněkud odlišná je situace u ukazatele obratu zásob, kde dochází k protisměrnému trendu, tedy poklesu tržeb oproti postupnému nárůstu zásob. Důvodem jsou jednak nedokončená výroba (sezónní cyklus zemědělské výroby v oblasti rostlinné výroby, kdy konec kalendářního roku neznamenaá konec hospodářského cyklu této prvovýroby) a vysoká hodnota zásob v podobě zvířat a hotových výrobků. Nicméně, celkový vývoj v oblasti ukazatele obratu zásob zobrazuje nevýhodný trend. Odpovídající hodnotu pak vykazují doby obratu aktiv i zásob. Doba inkasa pohledávek má mírně rostoucí tendenci. Obdobně mírně roste i doba obratu závazků Společnosti. Důvodem je trendový nárůst závazků z obchodního styku a jeví se, že Společnost právě v oblasti pracovního kapitálu bude muset postupně přistoupit k řešení tohoto stavu.

3.3.3 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

Poměr vlastního kapitálu a celkových aktiv je ve sledovaném období relativně vyrovnaný. Objem cizích zdrojů v posledním období průběžně roste s výrazným skokem ke dni ocenění. Důvodem je tvorba nárůst závazků z obchodního styku (které se mohou ještě do konce roku 2007 změnit), ale také nárůst bankovních úvěrů. Tomu odpovídají i příslušné ukazatele, kde dochází k rozhodnému dni ke skokovému růstu dlouhových ukazatelů. Rozhodující pro Společnost z dlouhodobého hlediska v rámci cizích zdrojů není jejich absolutní výše, ale jednak jejich poměrně rychlý nárůst ke dni ocenění (pokud od konce roku nedojde k výraznému snížení krátkodobých závazků a bankovních úvěrů). Z hlediska cizích zdrojů tedy Společnost není dlouhodobě ohrožena, avšak další nárůst by bez další výrazné expanze nebyl pro Společnost příliš bezpečný. Vzhledem k očekávaným nárůstům tržeb z dividend objektivního růstu trhu, však v absolutním vyjádření cizí zdroje skutečně nepředstavují bezprostřední riziko.

3.3.4 Likvidita

Vývoj pracovního kapitálu zaznamenal ke dni ocenění značný nárůst pasivní strany. Vývoj na straně závazků i pohledávek a zejména zásob si zasluhuje velmi opatrný přístup manažerů Společnosti. Společnost je schopna hradit svoje krátkodobé závazky, což zaručuje její finanční stabilitu. Vykazované hodnoty celkové likvidity jsou uspokojivé. Nicméně, zejména běžná likvidita potřebuje značně posílit. Lze prohlásit, že z obecného pohledu je pravděpodobně vývoj pracovního kapitálu pro Společnost do budoucna klíčovou oblastí.

3.3.5 Produktivita práce

Přidaná hodnota má vyjma meziročního růstu 2003/2004 klesající tendenci. Produktivita práce z přidané hodnoty má poněkud kolísavý charakter. Důvodem je pokles počtu zaměstnanců. Produktivita práce z tržeb má rostoucí trend. Nicméně, opětovně se zde projevuje snižování počtu pracovníků. Problémem ve Společnosti může do budoucna být průměrný růst průměrné mzdy, tedy mzdových nákladů a přidané hodnoty.

3.3.6 Ukazatele kapitálového trhu

Tyto ukazatele nelze stanovit, protože akcie nejsou kótované na veřejném trhu.

3.3.7 Závěr finanční analýzy

Celková ekonomická situace společnosti REPROGEN, a.s. se jeví jako stabilní, avšak existuje zde řada disproporcí a úskalí do budoucna. Podrobnější rozbor (numericky) významných ekonomických aspektů je uveden příloze v tabulkové části představující finanční analýzu společnosti. Nicméně lze prohlásit, že z finančního hlediska není důvod předpokládat bezprostřední ohrožení existence Společnosti.

IV. Metody ocenění

4.1 Základní skutečnosti a pojmy

Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, stanovuje v §2, že majetek a služba se oceňují obvyklou cenou, pokud zákon nestanoví jiný způsob oceňování.

Obvyklou cenou se rozumí cena, která by byla dosažena při prodeji stejného, popřípadě obdobného majetku se stejnou užitnou hodnotou, nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Takto stanovená obvyklá cena je v tržním oceňování synonymem mezinárodně používaného pojmu **tržní hodnota**.

Pojem tržní hodnota je v souladu se standardy evropského sdružení odhadců majetku TEGANOVA a americké společnosti odhadců majetku ASA definován jako odhadní suma peněz nebo jiného směnného ekvivalentu, kterou by kupec zaplatil za majetek se stejnou užitnou hodnotou jako je majetek oceňovaný. Předpokládá se, že kupec i prodávající jsou k uskutečnění transakce obvykle motivováni, jednájí v souladu s platnými právními předpisy, jsou seznámeni se všemi podstatnými okolnostmi vážícími se k oceňovanému majetku a jednájí svobodně a bez nátlaku. Při ocenění je třeba zvážit všechny známé skutečnosti, které mají na ocenění vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumějí zejména stav finanční tísně prodávajícího nebo kupujícího.

V případě oceňování akcií obchodovaných na veřejných trzích Zákon o oceňování majetku stanovuje v §19:

„Registrované cenné papíry, tuzemské nebo zahraniční, obchodované na tuzemském veřejném trhu nebo současně na tuzemském i zahraničním veřejném trhu, se oceňují kurzem vyhlášeným na tuzemské burze v den ocenění. Pokud nebylo v den ocenění cenným papírem na tuzemské burze obchodováno, ocení se posledním kurzem vyhlášeným na tuzemské burze v období předcházejících 30 dnů přede dnem ocenění, pokud byl tento papír obchodován. Nebyl-li cenný papír obchodován na tuzemské burze v těchto posledních 30-ti dnech, ocení se nejnižším dosaženým kurzem vyhlášeným ve stejném období u ostatních organizátorů mimoburzovního trhu cenných papírů.“

Vzhledem ke skutečnosti, že předmětná akcie nebyla registrována na výše uvedených trzích v období 30 dní před rozhodným datem ocenění, je úkolem znalce v tomto případě posoudit hodnotu akcie jako hodnotu podílu na celé společnosti. V případě stanovení hodnoty podniku jsou standardně využívány níže uvedené oceňovací přístupy:

- Majetkové metody
- Výnosové metody
- Porovnávací metody
- Tržní metody

Pokud je majetek oceněn za předpokladu pokračování jeho současné formy užití, vychází ocenění z předpokladu, že majetek, který je předmětem ocenění, bude i nadále využíván ke stejnému účelům, a to v místě, ve kterém se nachází.

Šetření zahrnovalo majetek oceňované společnosti. Toto šetření jsem provedl pro stanovení odhadu tržní hodnoty akcie společnosti, při němž jsem vycházel z informací a ze skutečností, které byly platné k datu ocenění, tj. 31.8. 2007, s tím, že v době ocenění mi byly k dispozici auditované výsledky společnosti za rok 2006. Akcie byla oceněna za předpokladu pokračování stávající podnikatelské činnosti společnosti a současné formy užití majetku společnosti. Tento předpoklad byl ověřen v rámci šetření.

Majetek, který tvořil předmět ocenění, sestával z investičního majetku evidovaného v účetnictví, finančních investic, zásob, pohledávek a finančního majetku.

Veškeré skutečnosti a závěry uváděné v tomto posudku, jsou založeny na poskytnutých dokumentech a informacích o majetku. Neověřoval jsem, kromě veřejných informačních zdrojů, pravost ani pravdivost poskytnutých dokumentů a informací předávaných mi druhými osobami. V předkládaných materiálech jsem nenalezl rozpor vedoucí ke zpochybnění těchto materiálů.

4.2 Majetkové ocenění

Tyto metody vycházejí z předpokladu, že hodnota podniku je totožná s hodnotou majetku, který je v tomto podniku obsažen.

Metody jsou tedy založeny na analýze jednotlivých složek aktiv. Odečteme-li od celkové hodnoty aktiv podniku všechny její závazky, dostaneme hodnotu oceňovaného podniku. Podle užitých cen jednotlivého majetku lze tyto metody dělit:

- Účetní ceny účetní hodnota (hodnota vlastního kapitálu)
- Likvidační ceny likvidační hodnota
- Reprodukční ceny substanční hodnota

4.2.1 Metoda účetní hodnoty

Přes řadu výhrad, které provázejí použití této metody, dává postup ocenění na bázi účetních cen informaci o rozsahu původně investovaného kapitálu v nominálním vyjádření. Touto metodou je tedy možné stanovit tzv. „vnitřní hodnotu“. Je-li totiž *book value* – „BV“ nižší než aktuální tržní cena akcie na kapitálovém trhu, vzniká pro akcionáře tzv. MVA, tedy hodnota přidaná trhem. V daném případě není akcie oceněná reálným kapitálovým trhem (veřejně obchodovaným).

Nicméně, tato metoda je založena mj. i na průkaznosti účetnictví, což může být značně relativní pojem pro účely ocenění. Tato metoda tedy v české oceňovací praxi není příliš používána. Nebyla tedy použita ani v případě tohoto ocenění. Metoda účetní hodnoty tedy v případě tohoto ocenění použita nebyla.

4.2.2 Metoda likvidační hodnoty

Na rozdíl od všech ostatních oceňovacích metod je tato metoda jako jediná založena na předpokladu, že oceňovaný podnik již dále nebude pokračovat ve svojí podnikatelské aktivitě, tedy bude použitelná pouze tam, kde neexistuje reálný předpoklad pokračování podniku. Jedná se tedy o sumu, kterou lze získat prodejem veškerých jednotlivých aktiv podniku, poníženou o odměnu likvidátora. Podstatné pro zpeněžení aktiv a tedy maximalizaci dosažené prodejní ceny bývá skutečnost, zda prodávající je v časové tísní, či nikoli a zároveň i schopnost relevantního trhu vsítřebat podnikový majetek. Současně lze říci, že likvidační hodnota podniku představuje dolní hranici hodnoty podniku.

Vzhledem k situaci Společnosti tedy není předpoklad pro použití této oceňovací metody a tato metoda tedy také nebyla pro ocenění akcie Společnosti použita.

4.2.3 Metoda substanční hodnoty

Substanční hodnota reaguje na nedostatky vyplývající při použití historických cen převzatých z účetnictví a pracuje s tzv. reprodukčními cenami. Těžiště této metody spočívá v ocenění stálých aktiv, u kterých je problematika historických, resp. čistých reprodukčních nákladů. Druhou složku pak tvoří oběžný majetek, u něhož se pak vzhledem k ocenění nejedná o náklady na znovupořízení, tedy reprodukční náklady, ale o posouzení, zda částky uváděné v účetnictví jsou schopny reálně přeměny v pohotové, likvidní prostředky. Podstatou substanční hodnoty je tedy získání aktuálních reprodukčních (v případě oběžných aktiv likvidních) cen, které jsou v součtu poníženy o aktuální hodnotu dluhů podniku.

Oceňovací teorie v rámci substanční hodnoty definuje ještě tzv. „úplnou a neúplnou substanční hodnotu“. Jedná se o zohlednění problematiky, že podnik nemůže být chápán jako pouhý soubor věcí, ale že obsahuje ještě identifikovatelný nehmotný majetek (patenty, licence) a zejména know how (vztahy k dodavatelům, odběratelům, pracovní postupy, kvalifikace personálu, apod.). Úplnou substanční hodnotu podniku však v praxi lze zjistit velmi těžko. Při racionálním přístupu by pravděpodobně nebyl nikdo ochoten zaplatit za podnik více, než by stálo jeho znovuvybudování.

Tato metoda nebyla v konkrétním případě pro stanovení hodnoty akcie použita.

4.3 Výnosové metody

Nejpoužívanějším způsobem ocenění akcii je skupina výnosových metod. Tato skupina metod vychází z důsledného využívání poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik (akcie, obchodní podíl), jsou tímto užitekem v budoucnu očekávané příjmy. Základní otázkou těchto metod je tedy určení možných příjmů (užiků) plynoucích z držení oceňovaného aktiva. Součet všech příjmů plynoucích z držení aktiva diskontovaných v čase tvoří hodnotu aktiva.

Největším úskalím těchto metod je proto přesný odhad vývoje velkého množství ekonomických veličin na několik let dopředu (5-10 let). Jedná se převážně o prognózy vývoje trhu a postavení podniku na tomto trhu, prognózy budoucích tržeb a nákladů, daní a mnoha dalších faktorů. Přesný odhad těchto údajů v České republice, kde existuje celá řada nestabilních veličin a podstatných změn (častá změna legislativy, změny přístupu státu k dotační politice v zemědělství), ale také začínající vlivy globálních změn světové ekonomiky, je značně obtížný. Stejný problém pak můžeme nalézt i v historických datech, kde vlivem rychle se měnících podmínek dochází ke změnám, které je třeba složitě určit a odfiltrovat při analýze ekonomických dat.

Nejrozšířenějšími výnosovými metodami jsou:

- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Skupina metod diskontovaných peněžních toků
- Kombinované metody

4.3.1 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Jedná se o metodu uplatňovanou zvláště v německy mluvících zemích. Více než metody diskontovaných peněžních toků se opírá o historická data podniku (za 3-5 let zpět). Základní myšlenkou kapitalizace výnosů je, že hodnota podniku je stanovena na základě tzv. Udržitelné úrovně zisku odvozené od výkonnosti podniku v minulých letech. Vlastní výpočet hodnoty společnosti je možné odvodit podle vztahu:

$$HP = TZ/r$$

kde

HPhodnota podniku

TZ.....trvale dosažitelný zisk

r.....kalkulovaná úroková míra (diskontní míra)

V této nejjednodušší verzi jde tedy o součet nekonečné řady konstantních výnosů. Metodu je možno zpřesnit rozdělením sledovaného období na části s 2 (nebo 3) časové úseky s rozdílným odhadovaným výnosem či výnosem narůstajícím $(1+g)$ krát.

Metodu kapitalizovaných čistých výnosů můžeme považovat za výraz německého přístupu k oceňování. Na rozdíl od anglosaských pohledů se vyznačuje větší snahou o objektivitu a opatrnost.

4.3.2 Metoda diskontovaných peněžních toků

Z hlediska principu je základní výnosovou metodou metoda diskontovaných peněžních toků (DCF – discounted cash flow). Tato metoda má více variant lišících se v několika ohledech:

Podle způsobu kalkulace daní:

- Nekalkulují daně

- Kalkulují daně pouze na úrovni příjmů oceňované společnosti. Nejužívanější způsob.
- Kalkulují daně na úrovni oceňované společnosti i na úrovni majitele podniku. Tento přístup již lze považovat za „subjektivní“ ocenění, protože souvisí přímo s konkrétní osobou vlastníka.

Podle použitých cen:

- Pracuje s inflací a peněžními toky vyjadřuje v budoucích nominálních cenách – běžné ceny. Přesnější způsob při kalkulaci různých inflačních trendů u různých odhadovaných veličin.

- Pracuje se stálými cenami

Podle kalkulace peněžního toku:

- Metoda „entity“. Metoda hledá hodnotu podniku jako celku diskontováním celkových peněžních toků ze společnosti a v druhém kroku odčítá hodnotu úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění. Výsledkem je pak hodnota podniku pro vlastníka.
- Metoda „equity“. Vychází pouze z diskontovaných peněžních toků, které jsou určeny pro vlastníky podniku.
- Metoda APV (upravený vlastní kapitál). Metoda v prvním kroku zjišťuje hodnotu podniku jako celku ve dvou položkách hodnoty nezadluženého podniku a současné hodnoty daňových úspor. V druhém kroku je odečtena hodnota cizího kapitálu.

Nejužívanějším přístupem je metoda „entity“ kalkulovaná s daněmi na úrovni podniku a v běžných cenách.

Postup užití této metody lze rozdělit do několika kroků:

1. **Vymezení úkolu pro ocenění.** V našem případě se jedná o ocenění akcie, jakožto podílu na hodnotě podniku.
2. **Strategická analýza oceňovaného podniku.** Tento krok má odpovědět na otázku současného tržního a vnitřního potenciálu podniku a vývoje těchto hodnot, při respektování stavu a vývoje oboru, trhů a konkurence.
3. **Finanční analýza oceňovaného podniku.** V tomto kroku je třeba analyzovat finanční zdraví společnosti. Tato analýza byla provedena již v kapitole 2.7 tohoto dokumentu a je součástí tabulkové části.
4. **Sestavení finančního plánu** Bezprostřední základem pro ocenění je finanční plán sestávající zejména z plánů prodeje, plánu nákladů a pracovních sil, plánů provozního hospodářského výsledku a z něho plynoucích daní a podílů na HV, plánu provozního a plánu celkového peněžního toku. Tvorba tohoto finančního plánu musí vycházet ze záměrů a informací jak ze samotné společnosti, tak i ze situace v oboru a na relevantním trhu. Plány též musí zohledňovat celkovou hospodářskou situaci společnosti s ohledem na její možný vývoj. Vzhledem k neexistenci písemných plánů společnosti byla tato část zjednodušena na odhad provozního zisku a odpisů, jakožto zdroje možného volného peněžního toku.
5. **Vlastní ocenění.** V tomto kroku vymezíme cash-flow pro vlastní ocenění, tj. pro každý rok množství peněz, které je možné odejmout z podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. Tím se rozumí peněžní tok, který je k dispozici, jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Volný peněžní tok se vztahuje pouze k provozní činnosti podniku, proto neprovozni aktiva je třeba oddělit, neuvazovat s jejich výnosy v budoucnu, ale jejich současnou tržní hodnotu přičíst k hodnotě podniku. Diskontováním všech finančních toků získáme hrubou hodnotu podniku.

Odečtením hodnoty cizích zdrojů a přičtením tržní hodnoty neprovozních aktiv získáme hodnotu podniku. Vydělením hodnoty podniku počtem emitovaných akcií získáme hodnotu jedné akcie.

Standardně se používá dvoufázová varianta DCF. Vychází z jednoduchého předpokladu, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, po které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku v jednotlivých letech. Druhá fáze sahající od konce první fáze do nekonečna představuje období s obtížnou predikcí vývoje, a je proto charakterizováno „trvalou“ pokračující hodnotou. Základní přístup pro určení pokračující hodnoty vychází z modelu stabilního ročního cash-flow s trvalým růstem (g). Pokračující hodnota pak je součtem nekonečné řady příjmů (Gordonův vzorec).

Důležitým prvkem této metody je správné určení kalkulované úrokové míry (diskontní míra). Dle definice se jedná o „Míru výnosnosti očekávané investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat“. Kalkulovaná výnosnost tudíž musí korespondovat s rizikem spojeným s odhadovanými budoucími výnosy.

V rámci metody DCF „entity“ je třeba obecně vycházet z „průměrných vážených nákladů kapitálu“, tj. nákladů, které odpovídají rizikovosti příjmů, při určitém poměru cizích a vlastních zdrojů v podniku. Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu je:

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

kde:

n_{CK} náklady na cizí kapitál
 $n_{VK(z)}$ náklady na vlastní kapitál při daném zadlužení podniku
d sazba daně z příjmu oceňovaného podniku
CK hodnota úročeného cizího kapitálu
VK hodnota vlastního kapitálu
K celková výše kapitálu ($K = CK + VK$)

Nejužší způsobem určení nákladů vlastního kapitálu je stavebnicový model. Ten předpokládá, že tato veličina má dvě složky. První složka představuje bezrizikovou úrokovou míru a druhá pak rizikovou příirážku.

Bezriziková úroková míra vychází z výnosu nejméně rizikového aktiva – dlouhodobých státních dluhopisů. Splatnost použitých dluhopisů by měla v co největší míře korespondovat s plánovanou životností podniku nebo by měla být alespoň co největší.

Riziková příirážka pak odráží charakteristiku podniku. V prostředí České republiky je, dle mého názoru, vhodnější přistoupit k expertnímu odhadu této hodnoty, protože výpočtově složitější metody narážejí na problematické charakteristiky akciových trhu (beta) či na nesnadnost nalezení podobných podniků. Riziková příirážka proto bývá stanovena na základě kvantifikace rizikových faktorů ovlivňujících společnost. Metoda DCF byla zvolena jako určující pro stanovení hodnoty akcie, protože nejlépe odráží důvody držení této akcie, tj, budoucí výnosy, resp. dividendy, vyplácené společností akcionářům.

4.4 Porovnávací způsob ocenění

Použitím těchto metod srovnáváme oceňovaný podnik s podniky, jejichž ceně papíry jsou v určitém období běžně obchodovány na veřejných trzích nebo jejichž tržní hodnoty jsou známé. I přes některá specifika tohoto ocenění, zvláště se týkajících mnohdy neúplných či

zkreslených informací o cenách zaplacených za jednotlivé podniky, je možné i tyto metody použít.

Pro úspěšné použití těchto metod je třeba postupovat v následujících krocích:

- Výběr srovnatelných podniků
- Analýza srovnatelných podniků a její konfrontace s podnikem oceňovaným
- Výběr vhodných multiplikátorů
- Volba hodnot multiplikátorů pro daný případ
- Výpočet hodnoty akcie s použitím různých multiplikátorů
- Odvození konečné hodnoty akcie

Jedním z nejdůležitějších kroků je stanovení vhodných multiplikátorů, které zohledňují rozdíl mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného podniku a porovnávaných podniků.

Propočet tržní hodnoty oceňované akcie na základě multiplikace můžeme vyjádřit tímto vztahem:

$$TH_{OS} = M_{OS} / M_A \times TH_A$$

Kde:

TH_{OS} tržní hodnota oceňované společnosti
 M_{OS} multiplikátor oceňované společnosti

M_A multiplikátor vybrané společnosti

TH_A tržní hodnota vybrané společnosti

Nejvíce používané multiplikátory pro ocenění akcie těmito metodami jsou:

- EBIT na akcii
- Cash-flow na akcii
- Vlastní kapitál na akcii
- Přidaná hodnota na akcii
- Tržby na akcii

Předpokladem úspěšného použití této metody je kromě zjištění reálné tržní hodnoty srovnatelných podniků také použití většího počtu jednotlivých multiplikátorů ve zvoleném časovém období.

Ke společnosti REPROGEN, a.s. se mi nepodařilo nalézt vhodné srovnatelné podniky se shodným předmětem podnikání a obdobnou strukturou majetku, u kterých by byla známa jejich objektivní cena na veřejných trzích. Porovnávací metody proto nebylo možno při ocenění použít.

4.5 Tržní metody

Tržní metody vycházejí z předpokladu, že veřejný trh určuje cenu akcie na úrovni její skutečné hodnoty. Tento předpoklad je splněn při existenci silné nabídky a poptávky na trhu. Dalším omezujícím předpokladem je zde i rovnoměrnost rozložení akcií mezi jednotlivými akcionáři, kde při existenci velkého akcionáře se cena na trzích odvíjí od jeho zájmu nenakupovat nebo za určitou cenu nakupovat další akcie, a tím značně zkresluje cenu na trhu. V České republice tyto základní předpoklady splňuje jen několik málo společností. Akcie společnosti REPROGEN, a.s. tyto předpoklady nespĺňují.

Takto získané hodnoty lze považovat pouze jako pomocné, a proto nebyla těmto hodnotám přiřazena žádná váha v celkovém hodnocení.

4.6 Oceňení podle zákona o oceňování majetku

Zákon č. 151/1997 Sb., oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku) upravuje způsoby oceňování věcí, práv a jiných majetkových hodnot a služeb pro účely stanovené zvláštními předpisy. Zákon platí i pro účely stanovené zvláštními předpisy a dále tehdy, stanoví-li tak příslušný orgán v rámci svého oprávnění nebo dohodnou-li se tak strany.

Majetek a služba se oceňují obvyklou cenou, pokud tento zákon nestanoví jiný způsob oceňování. Obvyklou cenou se pro účely tohoto zákona rozumí cena, která by byla dosažena při prodejích stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní obliby. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládána majetku nebo službě vyplývající z osobního vztahu k nim.

Službou je poskytování činností nebo hmotně zachytitelných výsledků činností.

Jiným způsobem oceňování stanoveným tímto zákonem nebo na jeho základě je:

- a) nákladový způsob, který vychází z nákladů, které by bylo nutno vynaložit na pořízení předmětu ocenění v místě ocenění a podle jeho stavu ke dni ocenění,
- b) výnosový způsob, který vychází z výnosu z předmětu ocenění skutečně dosažovaného nebo z výnosu, který lze z předmětu ocenění za daných podmínek obvykle získat, a z kapitalizace tohoto výnosu (úrokové míry),
- c) porovnávací způsob, který vychází z porovnání předmětu ocenění se stejným nebo obdobným předmětem a cenou sjednanou při jeho prodeji; je jím též ocenění věci odvozením z ceny jiné funkčně související věci,
- d) oceňování podle jmenovité hodnoty, které vychází z částky, na kterou předmět ocenění zní nebo která je jinak zřejmá,
- e) oceňování podle účetní hodnoty, které vychází ze způsobů oceňování stanovených na základě předpisů o účetnictví,
- f) oceňování podle kurzové hodnoty, které vychází z ceny předmětu ocenění zaznamenané ve stanoveném období na trhu,
- g) oceňování sjednanou cenou, kterou je cena předmětu ocenění sjednaná při jeho prodeji, popřípadě cena odvozená ze sjednaných cen.

4.6.1 Oceňování kótovaných cenných papírů obchodovaných na regulovaném trhu

§19, odst. 1, písm. a) zákona o oceňování majetku se tuzemské nebo zahraniční cenné papíry, obchodované na tuzemském regulovaném trhu nebo současně na tuzemském i zahraničním regulovaném trhu, se oceňují kurzem vyhlášeným na tuzemské burze v den ocenění. Pokud nebylo v den ocenění cenným papírem na tuzemské burze obchodováno, ocení se posledním kurzem vyhlášeným na tuzemské burze v období předcházejících 30 dnů přede dnem ocenění, pokud byl v tomto dni cenný papír obchodován. Nebyl-li cenný papír obchodován na tuzemské burze v těchto posledních 30 dnech, ocení se nejnižším dosaženým kurzem vyhlášeným ve stejném období u ostatních organizátorů tuzemského mimoburzovního trhu cenných papírů.

4.6.2 Oceňování kótovaných cenných papírů neobchodovaných na regulovaném trhu a nekótovaných cenných papírů

V případě kótovaných cenných papírů neobchodovaných na regulovaném trhu a nekótovaných cenných papírů taxativně nevymezených zákonem v §20, odst.1 zákona o oceňování majetku tedy, tzv. „ostatní cenné papíry“ se oceňuje cenou obvyklou.

4.6.3 Oceňování podniku

V souladu s ustanovení § 24 odst. 1 zákona o oceňování majetku se podnik nebo jeho část oceňuje součtem cen jednotlivých druhů majetků zjištěných podle tohoto zákona sníženým o ceny závazků.

V. VOLBA POUŽITÉ METODY OCENĚNÍ – NÁLEZ, ZDŮVODNĚNÍ

Z výše popsaných oceňovacích metod lze jednoznačně pro daný účel ocenění vyloučit:

- aplikaci postupu podle zákona o oceňování majetku, protože žádný zvláštní předpis nestanovuje použití způsobu ocenění podle tohoto zákona a rovněž tak mezi stranami nebylo (a ani z podstaty věci být nemohlo) dohodnuto jinak;
- ocenění Společnosti jako podniku na základě analýzy trhu z důvodu, že trh s podniky v České republice je velmi omezený, veřejně dostupné informace o cenách zaplacených nebo nabídnutých neobsahují údaje o konkrétních podmínkách transakcí, proto ani informace tohoto trhu nemožno být relevantní pro ocenění srovnatelného podniku;

Společnost dosahuje kladných ekonomických výsledků, a proto jsou takto vytvářené hodnoty nejrealističtější měřítkem hodnoty samotné společnosti. Hodnota akcie je tedy dána především budoucími příjmy z dividend tvořených společností. Tato skutečnost předpokládá použití výnosové metody. Zároveň i podle teoretických pramenů i rozšířené praxe jsou výnosové metody chápány jako základní pro určení hodnoty fungující společnosti.

Předmětná akcie není registrována na trhu a ani ceny převodů akcie z poslední doby nejsou dostatečným měřítkem hodnoty této akcie. Při zkoumání stavu společnosti jsem nenalezl podobnou společnost s jasnou hodnotou, která by sloužila jako etalon pro ocenění.

Srovnávací ani tržní metody proto nelze použít.

Použití metod majetkových u společností s nízkým podílem likvidních aktiv a silným předpokladem dlouhodobého fungování je neopodstatněné. Společnost nepředpokládá svou likvidaci nebo jinou významnou změnu, která by vedla ke zhodnocení akcie formou podílu na zůstatku společnosti. Majetkové metody proto nebyly pro určení hodnoty akcie použity.

Tyto skutečnosti mají vliv na volbu metody pro ocenění. Jako oceňovací metoda byla zvolena metoda výnosová. Pro ocenění akcie byla použita metoda DCF.

VI. STANOVENÍ HODNOTY CENNÉHO PAPÍRU

6.1 Majetkové ocenění – stanovení substanční hodnoty

Touto metodou nebyla akcie oceněna.

6.2 Porovnávací metoda

Touto metodou nebyla akcie oceněna.

6.3 Tržní hodnota akcie

Touto metodou nebyla akcie oceněna.

6.4 Výnosová metoda

6.4.1 Finanční plán

Pro výpočet metodou DCF byl stanoven finanční plán do roku 2011. Ve spolupráci s managementem společnosti byly pro sestavení finančního plánu použity vlastní prognózy. Pro jejich ověření byly použity výsledky společnosti za rok 2003 až 2006 a výsledky za 9/2007.

6.4.2. Výpočet hodnoty akcie

6.4.2.1 Stanovení diskontní míry

Vzhledem k tomu, že pro stanovení výsledné hodnoty je v rámci výnosové metody použita metoda DCF entity, „...*je třeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)*.“ (Miloš Marík a kolektiv, Metody oceňování podniku, Ekopress, Praha 2003).

Pro stanovení vah jednotlivých složek kapitálu na celkově investovaném kapitálu byl za účelem potřeby přesnosti určení skutečné tržní struktury kapitálu použit iterací postup stanovení WACC.

6.4.2.1.1 Náklady na cizí kapitál

Jedinečnost podmíněk, které může Společnost při získávání cizích zdrojů (pouze bankovních úvěrů) mít nemusí být v budoucnu, zejména pak s ohledem na dlouhodobost, opakovatelná. Proto pro stanovení nákladů na cizí kapitál nebyl pro výpočet WACC použit aktuální úrok získaný od úvěrující banky. Náklady na cizí kapitál byly stanoveny na základě ukazatele úrokového krytí, protože tzv. alternativní postup založený na tržních datech není v době zpracování posudku k dispozici a odhad zařídění by mohl vést ke značnému ztrestlení. Pro zjištění rizikové přírážky byla použita data z níže uvedených informačních zdrojů.

Rizikové přírážky nákladů cizího kapitálu v závislosti na odhadnutém ratingu

For large manufacturing firms			
If interest coverage ratio is:			
>	? to	Rating is	Spread is
-100000	0,199999	D	20,00%
0,2	0,649999	C	12,00%
0,65	0,799999	CC	10,00%
0,8	1,249999	CCC	8,00%
1,25	1,499999	B-	6,00%
1,5	1,749999	B	4,00%
1,75	1,999999	B+	3,25%
2	2,249999	BB	2,50%
2,25	2,499999	BB+	2,00%
2,5	2,999999	BBB	1,50%
3	4,249999	A-	1,00%
4,25	5,499999	A	0,85%
5,5	6,499999	A+	0,70%
6,5	8,499999	AA	0,50%
8,5	100000	AAA	0,35%

Information sources: www.damodaran.com; www.bondsonline.com

Updated: February 2004

Vzhledem k celkové finanční situaci Společnosti a možnému růstu úrokových sazeb, byl pro upřesnění použít rating o jeden stupeň horší, než by Společnosti vycházelo podle ukazatele úrokového krytí.

Náklady na cizí kapitál byly tímto způsobem stanoveny na **6,91%**.

6.4.2.1.1 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál byly určeny na základě standardně využívané technice modelu CAMP, kde:

$$n_{VK(\mathcal{Z})} = r_f + \beta * RPT + RP_{mp} + RP_{nb} + RP_l$$

$n_{VK(\mathcal{Z})} = \dots\dots\dots$	náklady na vlastní kapitál při daném zadlužení
$r_f \dots\dots\dots$	akt. výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů ČR (více než 10 let)
$\beta \dots\dots\dots$	systematické riziko cenného papíru při dané míře zadlužení
$RPT \dots\dots\dots$	riziková prémie kapitálového trhu
$RP_{mp} \dots\dots\dots$	přirážka za malé podniky
$RP_{nb} \dots\dots\dots$	přirážka za nejasnou budoucnost
$RP_l \dots\dots\dots$	přirážka za likviditu

Aktuální výnosnost státních dluhopisů

ISIN	Kupon (ročně)	Datum aukce	Datum vyprořádání	Splatnost	Prům. výnos	Prodávý objem (mil Kč)	Objem prostředku (mil Kč)
CZ0001001317	4,20%	14.03.07	19.03.07	04.12.36	4,290%	7 000	6 980
CZ0001001317	4,20%	29.11.06	04.12.06	04.12.36	4,223%	13 075	13 023
CZ0001001945	4,70%	13.06.07	18.06.07	12.09.22	4,820%	7 000	6 909
CZ0001001317	3,75%	21.03.07	26.03.07	12.09.20	4,158%	7 932	7 762
CZ0001001317	3,75%	07.02.07	12.02.07	12.09.20	4,121%	6 437	6 292
CZ0001001317	3,75%	06.12.06	11.12.06	12.09.20	3,905%	7 664	7 608
CZ0001001317	3,75%	15.11.06	20.11.06	12.09.20	4,067%	6 329	6 165
CZ0001001317	3,75%	13.09.06	18.09.06	12.09.20	4,210%	5 346	5 093
CZ0001001317	3,75%	24.05.06	29.05.06	12.09.20	4,200%	6 857	6 713
CZ0001001317	3,75%	22.03.06	27.03.06	12.09.20	3,913%	5 988	6 003
CZ0001001317	3,75%	08.02.06	13.02.06	12.09.20	3,779%	5 626	5 696
CZ0001001317	3,75%	09.11.05	14.11.05	12.09.20	4,181%	7 498	7 194
CZ0001001317	3,75%	07.09.05	12.09.05	12.09.20	3,664%	8 370	8 452
CZ0001000822	4,60%	16.02.05	21.02.05	18.08.18	3,883%	2 983	3 273
CZ0001000822	4,60%	08.12.04	13.12.04	18.08.18	4,573%	4 205	4 277
CZ0001000822	4,60%	06.10.04	11.10.04	18.08.18	5,300%	6 353	5 967
CZ0001000822	4,60%	25.08.04	30.08.04	18.08.18	5,42%	4 000	3 691
CZ0001000822	4,60%	02.06.04	07.06.04	18.08.18	5,37%	2 893	2 783
CZ0001000822	4,60%	31.03.04	05.04.04	18.08.18	4,99%	6 000	5 936
CZ0001000822	4,60%	04.02.04	09.02.04	18.08.18	5,22%	5 601	5 375
CZ0001001903	4,00%	13.08.03	18.08.03	18.08.18	4,79%	15 000	14 701
CZ0001001903	4,00%	06.06.07	11.06.07	11.04.17	4,470%	6 775	6 557
CZ0001001903	4,00%	16.05.07	21.05.07	11.04.17	4,289%	7 000	6 856
CZ0001001903	4,00%	25.04.07	30.04.07	11.04.17	4,094%	9 100	9 032
Průměrná výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů					4,414%		

Zdroj: http://www.cnb.cz/wwww.cnb.cz/cz/financi/_thny/th_statnich_dluhopisu/sd/

Aktuální výnosnost státních dluhopisů ČR byla stanovena již výše, a to na úrovni **4,414%**.

Beta (zadlužené) faktor společnosti lze určit pro dané zadlužení podniku podle vzorce:

$$\beta = \beta_N * (1+(1-d)*CK/VK), \text{ kde:}$$

β_N systematické riziko cenného papíru při nulovém zadlužení
 d sazba daně z příjmu oceňovaného podniku
 CK/VK poměr tržních hodnot cizího a vlastního kapitálu
 β_N faktor byl použit na základě použití průměrné hodnoty beta faktoru pro obor zemědělské prvovýroby na trhu při reálném zadlužení (viz www.damodar.com). Pak tento vztah stanoví hodnotu $\beta_{zadlužené}$ pro rok 2007 takto:

$$\beta_{zadlužené} = 1,41 * (1+(1-0,24)*21.249/164.621) = \mathbf{1,55}$$

Tržní riziková prémie (základní riziková přírážka trhu) RPT byla stanovena na základě zveřejněné aktuální tržní rizikové prémie pro ČR na internetových stránkách A. Domodarana na **5,96%**.

Přirážka za malé podniky RP_{mp} byla zvolena **1,0%**.

Přirážka RP_{nb} odrážející vliv nejasné budoucnosti na odhadovaný finanční plán byla volena na hranici **1,0%**.

Přirážka za likviditu RP_l byla zvolena **1,0%**.

Náklady na vlastní kapitál jsou určeny v jednotlivých letech iterací podle vývoje poměru vlastního a cizího kapitálu a s vlivem zdanění 24%, 21%, 20% a 19%. Výsledné hodnoty $n_{VK(Z)}$ odrážejí vliv nákladů na cizí kapitál.

Celková diskontní míra $WACC$ je vypočtena následně:

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

Celkový postup je patrný z tabulky „Kalkulace FCFE – metoda DCF Entity“, která je přílohou posudku.

6.4.2 Volný peněžní tok

Model volného peněžního toku společnosti byl rozdělen na dvě fáze. V první fázi (2007-2011) jsou finanční toky explicitně plánovány finančním plánem. Z finančního plánu proto sestavíme volné finanční toky pro první fázi. Sečtením diskontovaných volných peněžních toků získáme hodnotu první fáze.

V druhé fázi po roce 2011 byl modelován stav, kdy společnost dosahuje výsledků odvozených od výsledku 2011 s konstantním nárůstem v každém roce ($g = 1,8\%$). Zvolená míra růstu je určitým kompromisem mezi makroekonomickými předpoklady růstu celé ekonomiky v ČR a předpokladem nižší rentability cílové společnosti v dlouhém období.

Součtem nekonečné geometrické řady volných peněžních toků po roce 2011 lze za pomoci Gordonova modelu stanovit celkovou hodnotu těchto toků pro druhou fázi.

$$D = \frac{H}{k - g}$$

kde:

H.....hodnota všech volných toků v druhé fázi diskontovaná k jejímu počátku (Kč)

D.....volný peněžní tok v druhém období druhé fáze (Kč)

k..... diskontní míra

g..... konstantní míra růstu volného peněžního toku

Hodnotu druhé fáze je třeba diskontovat z jejího počátku (2011) do současnosti. Pro tento převod byla použita diskontní míra na úrovni roku 2011.

Zpracovatel při odhadu hodnoty neprovozních aktiv vycházel ze skutečností zjištěných při analýze rozvahy společnosti. Hodnota neprovozních aktiv byla uvažována v účetní hodnotě, neboť se jedná o poskytnutou zálohu. Vydělením této hodnoty počtem emitovaných akcií je získána hodnota akcie společnosti. Celý postup je zřejmý z tabulky „Prognóza volného peněžního toku“, která je nedílnou součástí tohoto Dokumentu.

Touto metodou byla stanovena hodnota jedné akcie 249,- Kč (zaokrouhleno).

VII. ZÁVĚREČNÝ VÝROK ZPRACOVATELE

7.1 Prohlášení zpracovatele

- Předmětem ocenění není duševní majetek, který není součástí účetních aktiv společnosti.
- Neověřoval jsem, zda na aktivech společnosti neváznou žádná další omezení, jakožto práva třetích osob omezujících vlastnická práva.
- Prohlašuji, že v současné době ani blízké budoucnosti nebudu mít účast ani prospěch z prodeje předmětných akcií.
- Dokument nesmí být ani jako celek ani jeho jednotlivé části kopírovány nebo rozmnožovány pro jiné účely bez písemného souhlasu zpracovatele.
- Interpretace a použití výsledku těsně souvisí s účelem jeho zpracování.

7.2 Závěrečný výrok

Výše uvedeným způsobem byla stanovena hodnota 1 akcie společnosti REPROGEN a.s. na 24,9 % nominální hodnoty, což představuje částku 249,- Kč (slovy: dvě stě čtyřicet devět korun českých).

VIII. PŘÍLOHY

SEZNAM PŘÍLOH:

Příloha č. 1

- Aktuální výpis z obchodního rejstříku akciové společnosti REPROGEN, a.s.

Příloha č. 2 – tabulková část

- Tabulka 1 - Výkaz zisku a ztrát společnosti REPROGEN, a.s.
- Tabulka 2 - Rozvaha – Aktiva společnosti REPROGEN, a.s.
- Tabulka 3 - Rozvaha – Pasiva společnosti REPROGEN, a.s.
- Graf . - Pracovní kapitál společnosti REPROGEN, a.s.
- Tabulka 4 - Výkaz zisků a ztrát - meziroční změny podle položek
- Tabulka 5 - Rozvaha - Meziroční změna v jednotlivých aktivech
- Tabulka 6 - Rozvaha - Meziroční změna v jednotlivých pasivech
- Tabulka 7 - Podíl na tržbách společnosti
- Tabulka 8 - Rozvaha - Podíl jednotlivých aktiv na celkových aktivech
- Tabulka 9 - Rozvaha - Podíl jednotlivých pasiv na celkových pasivech
- Tabulka 10- Finanční analýza; poměrové ukazatele REPROGEN, a.s.
- Tabulka 11- Prognóza výkazu zisků a ztrát
- Tabulka 12- Prognóza výkazu rozvahy

Příloha č. 3

- Analýza VŮZE - Sledování cen zemědělských komodit

Příloha č. 4

- Analýza VŮZE - Sledování cen zemědělských komodit

Příloha č. 1

V ý p i s

z obchodního rejstříku, vedeného
Krajským soudem v Českých Budějovicích
oddíl B, vložka 516

!!!!POZORNĚNÍ!!!!

Tento výpis má pouze **informativní** charakter.
Data pro jeho vytvoření byla získána z počítačové sítě INTERNET. V případě, že se domníváte, že obsahuje chyby, obraťte se prosím na rejstříkový soud.

Datum zápisu: 1.května 1992

Obchodní firma: REPROGEN, a.s.

Sídlo: Planá nad Lužnicí, Husova 607, okres Tábor, PSČ 391 11

Identifikační číslo: 466 78
450

Právní forma: Akciová společnost

Předmět podnikání:

- řešení výzkumných a vývojových úkolů
- jateční činnost pro potřeby kontroly masné užitkovosti hospodářských zvířat
- nákup plemenného, chovného a užitkového skotu, prasat, ovcí, koz, hříbat, selat a běhounů
- obchodní činnost
- výroba a prodej účelových tiskovin
- poskytování služeb prostřednictvím informačních středisek, nevyžadujících zvláštní oprávnění
- poskytování prací a služeb laboratoří společnosti
- ubytovací služby
- poskytování prací a služeb v rámci předmětu podnikání společnosti
- zemědělská výroba
- zkoušení vlastností výrobků, měření, ověřování kvality
- hostinská činnost
- zámečnictví
- pronájem nemovitostí, bytových a nebytových prostor, spojený s poskytováním služeb
- pronájem movitých věcí
- plnění úkolů státní péče o rozvoj plemenářství v chovu skotu, prasat, koní, ovcí, koz a drůbeže, ve smyslu zákona č. 154/2000 Sb., o šlechtění, plemenitbě a evidenci hospodářských zvířat, v rozsahu uděleného oprávnění
- opravy pracovních strojů
- opravy silničních vozidel
- silniční motorová doprava nákladní
- výroba strojů a zařízení pro určitá hospodářská odvětví

**Statutární orgán -
představenstvo:**

předseda představenstva:

Ing. Antonín Sviták, r.č. 500703/387
Planá nad Lužnicí, Strkovská 43, PSČ 391 11
den vzniku funkce: 19.června 2007
den vzniku členství v představenstvu: 19.června 2007

Ocenění akcie: REPROGEN, a.s.

Vytvořil: Petr Šmíd

člen představenstva:

Ing. František Zobal, r.č. 430116/077
Planá nad Lužnicí, ČSA 568, PSČ 391 11
den vzniku členství v představenstvu: 19.června 2007

člen představenstva:

Jiří Pěchota, r.č. 570301/1072
Tábor, Přátelství 2801, PSČ 390 05
den vzniku členství v představenstvu: 19.června 2007

Za představenstvo jedná navenek jménem společnosti samostatně
předseda představenstva nebo společně místopředseda s dalším
členem představenstva.

Podpisování za společnost se děje tak, že k vyřízené nebo
vypsané obchodní firmě společností připojí svůj podpis s
uvedením funkce předseda představenstva nebo společně
místopředseda s dalším členem představenstva.

Dozorčí**rada:****předseda dozorčí rady:**

Ing. Milan Beránek, r.č. 640909/0314
Švihov, Na záhumnici 377, PSČ 340 12
den vzniku funkce: 18.června 2007
den vzniku členství v dozorčí radě: 14.června 2007

člen dozorčí rady:

Karel Mráček, r.č. 390826/088
Švihov 377, PSČ 340 12
den vzniku členství v dozorčí radě: 14.června 2007

člen dozorčí rady:

Ing. Jiří Klíma, r.č. 650822/2061
Soběslav, Polní 808/III, PSČ 392 01
den vzniku členství v dozorčí radě: 14.června 2007

Akcie:

161 932 ks kmenové akcie na majitele ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč
v listinné podobě

Základní kapitál:

161 932 000,-
Kč

Ostatní skutečnosti:

- Zakladatel splatí 100% základního jmění společnosti, které je
představováno cenou vkladného hmotného a dalšího majetku
uvedeného v zakladatelské listině. Ocenění tohoto majetku je
obsaženo ve schváleném privatizačním projektu státního podniku
Státní plemenářský podnik Planá nad Lužnicí.

- Založení společnosti: Akciová společnost byla založena podle par.
172 Obchodního zákoníku. Jediným zakladatelem společnosti je
Fond národního majetku České republiky se sídlem v Praze 1,
Gorkého nám. 32., na který přešel majetek státního podniku Státní
plemenářský podnik Planá nad Lužnicí ve smyslu par. 11 odst. 3
zák. č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné
osoby.

- V zakladatelské listině učiněné ve formě notářského zápisu ze dne
3.5.1992 bylo rozhodnuto o schválení jejich stanov a jmenování
členů představenstva a dozorčí rady.

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

Dne: 18.11.07 09:52:31

Údaje platné ke dni 16.11.2007, 6:00

Příloha č. 2 – tabulková část

Ocenění akcie: REPROGEN, a.s.

Vytvořil: Petr Smíd

Výkaz zisků a ztrát (v celých Kč) k:
REPROGEN, a.s.

Účetní období

	Text b	řad. c	2003					2004					2005					2006					30.9.07
I.	Tržby za prodej zboží	01	12 848	16 603	13 289	9 789	5 804																
A.	Náklady vynaložené na prodej zboží	02	12 744	16 513	13 174	9 695	5 766																
+	Ochození marže (ř.01-02)	03	104	90	115	94	38																
II.	Výkony (ř.05+06+07)	04	113 431	118 077	118 366	110 360	90 601																
II.1.	Tržby za prod. vlastních výrobků a služeb	05	113 410	109 109	106 559	107 289	84 739																
II.2.	Změna st. vnitř. zás. vlastní výroby	06	-3 274	6 348	8 345	274	3 116																
II.3.	Aktivace	07	3 295	2 620	3 492	2 797	2 746																
B.	Výkonová spotřeba (ř.09+10)	08	72 439	74 045	78 044	73 247	59 134																
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	09	54 196	54 990	58 153	53 988	46 627																
B.2.	Služby	10	18 243	19 055	19 891	19 259	12 507																
+	Přidaná hodnota (ř.03+04-09)	11	41 096	44 122	40 467	37 207	31 505																
C.	Osobní náklady (ř.13 až 16)	12	44 392	43 414	43 004	44 042	31 891																
C.1.	Mzdové náklady	13	32 236	31 487	31 002	31 821	22 960																
C.2.	Odměny členům orgánů společenosti a družstva	14	408	408	408	408	306																
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení	15	11 420	11 143	11 202	11 451	8 413																
C.4.	Sociální náklady	16	328	376	392	362	212																
D.	Dané a poplatky	17	1 908	1 281	1 211	1 184	662																
E.	Odpisy dlouhodob.němot. a hmot. majetku	18	11 702	10 423	9 791	9 828	7 674																
III.	Tržby z prodeje dlouhodob.majetku a materiálu	19	10 045	3 418	5 075	5 154	1 741																
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodob.majetku a mater.	20	5 494	2 598	2 740	2 667	1 401																
IV.	Zúčtování rezerv a časového rozl. prov. výnosů	21																					
G.	Tvorba rezerv a časového rozl. prov. nákladů	22	145	296	421	267	-20																
V.	Zúčtování opravných položek do prov. výnosů	23																					
H.	Zúčtování opravných položek do prov. výnosů	24																					
VI.	Ostatní provozní výnosy	25	8 809	15 014	22 356	19 610	756																
I.	Ostatní provozní náklady	26	3 704	2 747	8 089	4 114	2 611																
VII.	Převod provozních výnosů	27																					
J.	Převod provozních nákladů	28																					
*	Provozní hospodářský výsledek [ř.11-12-17-18+19-20+21-22+23-24+25-26+(-27)-(-28)]	29	-7 395	1 815	2 642	-131	-10 217																
VIII.	Tržby z prodeje cenných papírů a vkladů	30																					
K.	Prodané cenné papíry a vklady	31																					
IX.	Výnosy z dlouhodob. finančního majetku (ř.33+34+35)	32	0	0	0	0	0																
IX.1.	Výnosy z CP a vkladů v podnicích ve skupině	33																					
IX.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých CP a vkladů	34																					
IX.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	35																					
X.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	36																					
XI.	Zúčtování rezerv na finančních náklady	37																					
L.	Tvorba rezerv na finanční náklady	38																					
XII.	Zúčtování opravných položek do finančních výnosů	39																					
M.	Zúčtování opravných položek do finančních nákladů	40																					
XIII.	Výnosové úroky	41	22	17	14	14	14																
XIV.	Nákladové úroky	42	1 148	1 155	892	795	620																
XV.	Ostatní finanční výnosy	43	847	916	715	1 407	332																
O.	Ostatní finanční náklady	44	229	216	175	142	110																
XV.	Převod finančních výnosů	45																					
P.	Převod finančních nákladů	46																					
*	Hospodářský výsledek z finančních operací [ř.30-31+32-36+37-38+39-40+41-42+43-44+(-45)-(-46)]	47	-508	-438	-338	484	-398																
R.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř.49+50)	48	-1 239	81	442	776	0																
R.1.	Splátná	49																					
R.2.	Odožená	50	-1 239	81	442	776	0																
**	Hospodářský výsledek za běžnou činnost (ř.29+47-48)	51																					
XVI.	Mimoriádné výnosy	52	-6 664	1 296	1 862	-423	-10 615																
S.	Mimoriádné náklady	53	11																				
T.	Daň z příjmů z mimoriádné činnosti (ř.56+57)	54																					
T.1.	splátná	55	0	0	0	0	0																
T.2.	odložená	56																					
*	Mimoriádný hospodářský výsledek (ř.53-54-55)	58	11	0	0	0	0																
U.	Převod podílu na hospodářském výsledku společníkům (+/-)	59																					
***	Hospodářský výsledek za účetní období (+/-) (ř.52+58-59)	60	-6 653	1 296	1 862	-423	-10 615																
	Hospodářský výsledek před zdaněním (+/-) (ř.29+47+53-54)	61	-7 892	1 377	2 304	353	-10 615																
	Kontrolní číslo (ř.01 až 61)	99	539 601	591 969	606 628	558 677	379 792																

**Rozvaha - PASIVA (v celých Kč) k:
REPROGEN, a.s.**

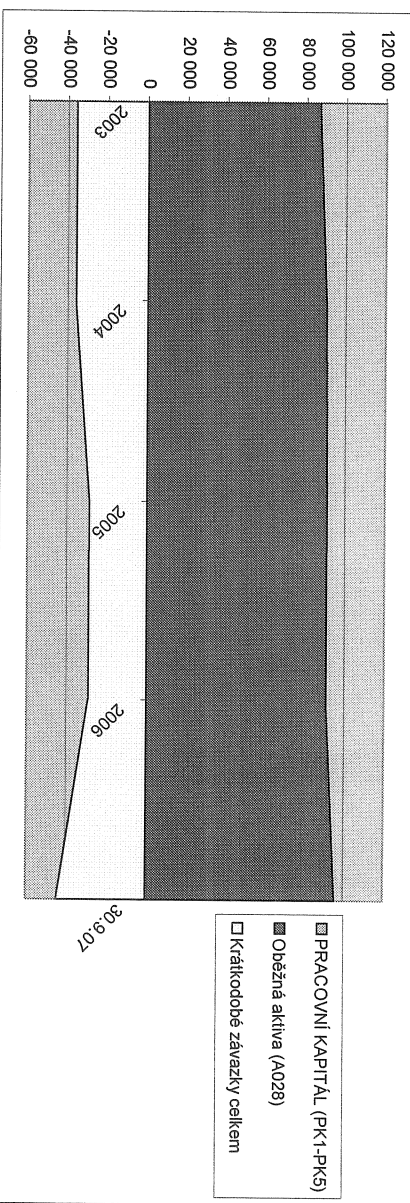
označ.	PASIVA a	řad. c	2003	2004	2005	2006	30.9.07
	b						
A.	Pasiva celkem (ř. 62+79+105)	061	213 143	213 013	207 814	207 066	213 038
A.1.	Vlastní kapitál (ř. 63+66+71+75+78)	062	172 965	174 261	176 123	175 236	164 621
A.1.1.	Základní kapitál (ř. 64+65)	063	161 932	161 932	161 932	161 468	161 468
A.1.1.	Základní kapitál	064	161 932	161 932	161 932	161 932	161 932
A.1.2.	Vlastní akcie	065				-464	-464
A.1.1.	Kapitálové fondy (ř.67 až 70)	066	4 903	4 903	4 903	4 903	4 903
A.1.1.1.	Emissní ážio	067					
A.1.1.2.	Ostatní kapitálové fondy	068	5 197	5 197	5 197	5 197	5 197
A.1.1.3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku	069	-294	-294	-294	-294	-294
A.1.3.		070					
A.1.1.	Fondy ze zisku (ř. 72+73+74)	071	12 712	6 130	7 426	9 288	8 865
A.1.1.1.	Zákonný rezervní fond	072	12 712	6 130	7 426	9 288	8 865
A.1.1.2.	Nedělitelný fond	073					
A.1.1.3.	Statutární a ostatní fondy	074					
A.1.4.	Hospodářský výsledek minulých let (ř.76+77)	075	71	0	0	0	0
A.1.4.1.	Nerozdělený zisk minulých let	076	71				
A.1.4.2.	Neuhrazená ztráta minulých let	077					
A.V.	Hospodářský výsledek běžného úč. období (+/-) [ř. 01 -(+63+66+71+75+79+105)]	078	-6 653	1 296	1 862	-423	-10 615
B.	Cizí zdroje (ř. 80+84+91+101)	079	39 252	37 782	30 650	30 887	48 299
B.1.	Rezervy (ř. 81+82+83)	080	1 830	1 830	1 830	1 830	1 830
B.1.1.	Rezervy zákonné	081					
B.1.2.	Rezerva na kursové ztráty	082					
B.1.3.	Ostatní rezervy (odlož. Daň závazek)	083	1 830	1 830	1 830	1 830	1 830
B.1.1.	Dlouhodobé závazky (ř. 85 až 90)	084	1 430	0	0	0	1 820
B.1.1.1.	Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem	085	1 430				
B.1.1.2.	Závazky k podnikům s podstatným vlivem	086					
B.1.1.3.	Dlouhodobé přijaté zálohy	087					
B.1.1.4.	Emitované dluhopisy	088					
B.1.1.5.	Dlouhodobé směnky k úhradě	089					
B.1.1.6.	Jiné dlouhodobé závazky	090					1 820
B.1.1.	Krátkodobé závazky (ř. 92 až 100)	091	19 057	21 086	14 976	16 539	23 400
B.1.1.1.	Závazky z obchodního styku	092	11 732	14 438	8 299	9 291	18 392
B.1.1.2.	Závazky ke společníkům a sdružení	093	931	931	931		
B.1.1.3.	Závazky k zaměstnancům	094	3 097	2 482	2 407	2 438	2 205
B.1.1.4.	Závazky ze sociálního zabezpečení	095	1 698	1 257	1 191	1 285	1 130
B.1.1.5.	Stát- daňové závazky a dotace	096	680	887	547	870	270
B.1.1.6.	Odložený daňový závazek	097	521	602	1 044	1 820	
B.1.1.7.	Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem	098					
B.1.1.8.	Závazky k podnikům s podstatným vlivem	099					
B.1.1.9.	Jiné závazky	100	398	489	557	835	1 403
B.1.4.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř. 102 až 104)	101	16 935	14 866	13 844	12 518	21 249
B.1.4.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	102	6 866	7 497	1 999	4 540	12 918
B.1.4.2.	Běžné bankovní úvěry	103	10 069	7 369	11 845	7 978	8 331
B.1.4.3.	Krátkodobé finanční výpomoci	104					
C.	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv (ř. 106+110)	105	926	970	1 041	973	118
C.1.	Časové rozlišení (ř. 107 až 109)	106	0	13	142	0	0
C.1.1.	Výdaje příštích období	107		13	142		
C.1.2.	Výnosy příštích období	108					
C.1.3.	Kursové rozdíly pasivní	109					
C.1.1.	Dohadné účty pasivní	110	926	957	899	973	118
	Kontrolní číslo (ř.61 až 110)	999	858 299	849 799	828 495	827 854	862 649

Vývoj pracovního kapitálu

REPROGEN, a.s.

	Dosažené hodnoty				Mezitroční poměry				
	2003	2004	2005	2006	30.9.07	2004/2003	2005/2004	2006/2005	
Oběžná aktiva (A028)	PK1	86 628	90 439	91 173	90 808	95 662	4%	1%	0%
Zásoby (A029)	PK2	61 990	67 906	70 846	70 698	74 465	10%	4%	0%
Pohledávky (A036+A042)	PK3	17 029	18 340	16 645	19 189	20 270	8%	-9%	15%
Finanční majetek (A051)	PK4	7 609	4 193	3 692	941	927	-45%	-12%	-74%
Krátkodobé závazky celkem	PK5	35 982	35 962	28 820	29 067	44 649	0%	-20%	1%
Krátkodobé závazky (P091)		19 057	21 086	14 976	16 539	23 400	11%	-29%	10%
Krátkodobé bankovní úvěry a fin. výp. (P103+P104)		16 935	14 886	13 844	12 518	21 249	-12%	-7%	-10%
PRACOVNÍ KAPITÁL (PK1-PK5)	PK6	50 636	54 467	62 353	61 751	51 013	8%	14%	-1%

Vývoj pracovního kapitálu



Výkaz zisků a ztrát - meziroční změny podle položek (v celých tisících Kč) k:
REPROGEN, a.s.

	Text b	řád. c	2004	2005	2006	30.9.2007
I.	Tržby za prodej zboží	01	3 755	-3 314	-3 500	5 804
A.	Náklady vynaložené na prodej zboží	02	3 769	-3 339	-3 479	5 766
+	Obchodní marže (ř:01-02)	03	-14	25	-21	38
II.	Výkony (ř:05+06+07)	04	4 646	319	-8 036	-178 934
II.1.	Tržby za prod. vlastních výrobků a služeb	05	-4 301	-2 550	1 997	730
II.2.	Změna st. vnitr. zás. vlastní výroby	06	9 622	1 987	-8 071	1 736
II.3.	Aktivace	07	-675	872	-695	2 746
B.	Výkonová spotřeba (ř:09+10)	08	1 606	3 989	-4 797	-122 540
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	09	794	3 163	-4 165	-113 821
B.2.	Služby	10	812	836	-632	-8 719
+	Přidaná hodnota (ř:03+04-08)	11	3 026	-3 655	-3 280	-56 356
C.	Osobní náklady (ř:13 až 16)	12	-978	-410	1 038	-20 812
C.1.	Mzdové náklady	13	-749	-485	819	-14 860
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14	0	0	0	7 048
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení	15	-277	59	249	-13 049
C.4.	Sociální náklady	16	48	16	-30	405
D.	Dané a poplatky	17	-647	-50	-27	5 547
E.	Odpsisy dlouhodob. nehmot. a hmot. majetku	18	-1 279	-632	37	-5 607
III.	Tržby z prodeje dlouhodob. majetku a materiálu	19	-6 627	1 657	79	-6 459
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodob. majetku a mater.	20	-2 986	142	-73	4 916
IV.	Zúčtování rezerv a časového rozl. prov. výnosů	21				
G.	Tvorba rezerv a časového rozl. prov. nákladů	22	151	125	-154	3 326
V.	Zúčtování opravných položek do prov. výnosů	23				
H.	Zúčtování opravných položek do prov. nákladů	24				
VI.	Ostatní provozní výnosy	25	-8 809	-15 014	-22 356	756
I.	Ostatní provozní náklady	26	11 310	19 609	11 521	-2 742
VII.	Převod provozních výnosů	27				
J.	Převod provozních nákladů	28				
*	Provozní hospodářský výsledek [ř:11-12-17-18+19-20+21-22+23-24+25-26+(-27)-(-28)]	29	9 210	827	-2 773	-28 289
VIII.	Tržby z prodeje cenných papírů a vkladů	30				
K.	Prodané cenné papíry a vklady	31				
IX.	Výnosy z dlouhodob. finančního majetku (ř:33+34+35)	32				-58
IX.1.	Výnosy z GP a vkladů v podnicích ve skupině	33				
IX.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých GP a vkladů	34				
IX.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	35				-58
X.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	36				
XI.	Zúčtování rezerv do finančních výnosů	37				
L.	Tvorba rezerv na finanční náklady	38				
XII.	Zúčtování opravných položek do finančních výnosů	39				-128
M.	Zúčtování opravných položek do finančních nákladů	40				
XIII.	Výnosové úroky	41	-5	-3	0	-307
N.	Nákladové úroky	42	7	-263	-97	-5 612
XIV.	Ostatní finanční výnosy	43	69	-201	692	-4 510
O.	Ostatní finanční náklady	44	-13	41	-33	-6 146
XV.	Převod finančních výnosů	45				
P.	Převod finančních nákladů	46				
*	Hospodářský výsledek z finančních operací [ř:30-31+32+36+37-38+39-40+41-42+43-44+(-45)-(-46)]	47	70	100	822	6 756
R.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř:49+50)	48	1 320	361	334	
R.1.	Splatná	49				
R.2.	Odloužená	50	1 320	361	334	
**	Hospodářský výsledek za běžnou činnost (ř:29+47-48)	51				
XVI.	Mimořádné výnosy	52	7 960	566	-2 285	-21 534
S.	Mimořádné náklady	53	-11			-1 388
T.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř:56+57)	54				
T.1.	splatná	55				
T.2.	odložená	56				
*	Mimořádný hospodářský výsledek (ř:53-54-55)	57				-1 388
U.	Převod podílu na hospodářském výsledku společníkům (+/-)	58	-11			
***	Hospodářský výsledek za účetní období (+/-) (ř:52+58-59)	59	7 949	566	-2 285	-22 922
	Hospodářský výsledek před zdaněním (+/-) (ř:29+47+53-54)	60	9 269	927	-1 951	-22 922
	Kontrolní číslo (ř:01 až 61)	61	52 168	14 659	-47 951	-827 194

Ocenění akcie: REPROGEN, a.s.

Vytvořil: Petr Šmíd

**Rozvaha - Meziroční změna v jednotlivých aktivech (v tisících Kč) k:
REPROGEN, a.s.**

označ.	AKTIVA	b	řád. c	2004	2005	2006	30.9.2007
A.	Aktiva celkem (ř. 02+03+-28+55)		001	-130	-5199	-718	-29593
	Pohledávky za upsaný vlastní kapitál		002				
B.	Stálá aktiva (ř. 04+12+22)		003	-6371	-5401	393	-21985
B.1.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05 až 11)		004			125	-94
B.1.1.	Zřizovací výdaje		005				
B.1.2.	Nehmotné výsledky výzkumné a obdobné činnosti		006				
B.1.3.	Software		007			125	-94
B.1.4.	Oceňitelná práva		008				
B.1.5.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek		009				
B.1.6.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek		010				
B.1.7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek		011				
B.11.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 13 až 21)		012	-6371	-5401	268	-21891
B.11.1.	Podzemky		013	101	110	8	7163
B.11.2.	Budovy, haly a stavby		014	1770	3587	2719	6255
B.11.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí		015	3121	2379	-2788	14955
B.11.4.	Pěstičské celky trvalých porostů		016				
B.11.5.	Základní stádo a tažná zvířata		017	473	-597	257	-6551
B.11.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek		018				160
B.11.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek		019	906	-78	-464	-91
B.11.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek		020				
B.11.9.	Opravná položka k nabytému majetku		021				
B.111.	Dlouhodobý finanční majetek (ř. 23 až 27)		022				
B.111.1.	Podílové CP a vklady v podn. s rozhod. vlivem		023				
B.111.2.	Podílové CP a vklady v podn. s podstat. vlivem		024				
B.111.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a vklady		025				
B.111.4.	Půjčky podnikům ve skupině		026				
B.111.5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek		027				
C.	Obežná aktiva (ř. 29+36+42+51)		028	3811	734	-365	-3874
C.1.	Zásoby (ř. 30 až 35)		029	5916	2940	-148	22953
C.1.1.	Materiál		030	69	707	369	-17149
C.1.2.	Nedokončená výroba a polotovary		031	387	-908	324	-19800
C.1.3.	Výrobky		032	4955	1531	76	20683
C.1.4.	Zvířata		033	505	1610	-917	39219
C.1.5.	Zboží		034				
C.1.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby		035				
C.11.	Dlouhodobé pohledávky (ř.37 až 41)		036				
C.11.1.	Pohledávky z obchodního styku		037				
C.11.2.	Pohledávky ke společníkům a sdružení		038				
C.11.3.	Pohledávky v podnicích s rozhodujícím vlivem		039				
C.11.4.	Pohledávky v podnicích s podstatným vlivem		040				
C.11.5.	Jiné pohledávky		041				
C.111.	Krátkodobé pohledávky (ř.43 až 50)		042	1311	-1695	2524	890
C.111.1.	Pohledávky z obchodního styku		043	1379	-1821	2696	1422
C.111.2.	Pohledávky ke společníkům a sdružení		044				
C.111.3.	Sociální zabezpečení		045				
C.111.4.	Stát - daňové pohledávky		046				12
C.111.5.	Cdložená daňová pohledávka		047				
C.111.6.	Pohledávky v podnicích s rozhodujícím vlivem		048				
C.111.7.	Pohledávky v podnicích s podstatným vlivem		049				
C.111.8.	Jiné pohledávky		050	-68	126	-172	-544
C.111.	Finanční majetek (ř. 52 až 54)		051	-3416	-511	-2741	-27717
C.111.1.	Peníze		052	-27	20	-19	44
C.111.2.	Účty v bankách		053	-3389	-531	-2722	-27761
C.111.3.	Krátkodobý finanční majetek		054				
D.	Ostatní aktiva- přechodné účty aktiv (ř. 56 a 60)		055	2430	-532	-746	-3734
D.1.	Časové rozlišení (ř. 57 až 59)		056	2605	-532	-746	-3729
D.1.1.	Náklady příštích období		057	1816	-641	-588	-3729
D.1.2.	Příjmy příštích období		058	789	109	-156	
D.1.3.	Kursově rozdíly aktivní		059				
D.11.	Dohadné účty aktivní		060	-175			-5

Ocenění akcie: REPROGEN, a.s.

Vytvořil: Petr Šmíd

**Rozvaha - Meziroční změna v jednotlivých pasivech (v tisících Kč) k:
REPROGEN, a.s.**

označ.	a	b	řad.	2004	2005	2006	30.9.2007
			c				
	PASIVA						
	Pasiva celkem (ř: 62+79+105)		061	-130	-5 199	-718	-29 593
A.	Vlastní kapitál (ř: 63+66+71+75+78)		062	1 296	1 862	-887	3 534
A.I.	Základní kapitál (ř: 64+65)		063	0	0	-664	-164 447
A.I.1.	Základní kapitál		064	0	0	0	-163 983
A.I.2.	Vlastní akcie		065			-464	-464
A.II.	Kapitálové fondy (ř:67 až 70)		066	0	0	0	4 849
A.II.1.	Emisní ážio		067				
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy		068	0	0	0	5 143
A.II.3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku		069	0	0	0	-294
			070				
A.III.	Fondy ze zisku (ř: 72+73+74)		071	-6 582	1 296	1 862	-21 602
A.III.1.	Zákonný rezervní fond		072	-6 582	1 296	1 862	-21 138
A.III.2.	Nedělitelný fond		073				
A.III.3.	Statutární a ostatní fondy		074				-464
A.IV.	Hospodářský výsledek minulých let (ř:76+77)		075	-71			271 746
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let		076	-71			
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let		077				271 746
A.V.	Hospodářský výsledek běžného úč. období (+/-) ř: 01- (+63+66+71+75+79+105)		078	7 949	566	-2 285	-87 012
B.	Cizí zdroje (ř: 80+84+91+101)		079	-1 470	-7 132	237	-30 780
B.I.	Rezervy (ř: 81+82+83)		080	0	0	0	1 830
B.I.1.	Rezervy zákonné		081				
B.I.2.	Rezervy na kursové ztráty		082				
B.I.3.	Ostatní rezervy		083	0	0	0	1 830
B.II.	Dlouhodobé závazky (ř: 85 až 90)		084	-1 430		0	1 820
B.II.1.	Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem		085	-1 430			
B.II.2.	Závazky k podnikům s podstatným vlivem		086				
B.II.3.	Dlouhodobé přijaté zálohy		087				
B.II.4.	Emitované dluhopisy		088				
B.II.5.	Dlouhodobé směnky k úhradě		089				
B.II.6.	Jiné dlouhodobé závazky		090				1 820
B.III.	Krátkodobé závazky (ř: 92 až 100)		091	2 029	-6 110	1 563	-37 592
B.III.1.	Závazky z obchodního styku		092	2 706	-6 139	992	-14 783
B.III.2.	Závazky ke společníkům a sdružení		093	0	0	-931	
B.III.3.	Závazky k zaměstnancům		094	-615	-75	31	2 180
B.III.4.	Závazky ze sociálního zabezpečení		095	-441	-66	94	-205
B.III.5.	Stát- daňové závazky a dotace		096	207	-340	323	52
B.III.6.	Odišlený daňový závazek		097	81	442	776	
B.III.7.	Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem		098				
B.III.8.	Závazky k podnikům s podstatným vlivem		099				
B.III.9.	Jiné závazky		100	91	68	278	-24 836
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř: 102 až 104)		101	-2 069	-1 022	-1 326	3 162
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé		102	631	-5 498	2 541	12 918
B.IV.2.	Běžné bankovní úvěry		103	-2 700	4 476	-3 867	-9 756
B.IV.3.	Krátkodobé finanční výpomoci		104				
C.	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv (ř: 106+110)		105	44	71	-68	-2 347
C.I.	Časové rozlišení (ř: 107 až 109)		106	13	129	-142	
C.I.1.	Výdaje příštích období		107	13	129	-142	
C.I.2.	Výnosy příštích období		108				
C.I.3.	Kurové rozdíly pasivní		109				
C.II.	Dohadné účty pasivní		110	31	-58	74	-2 347
	Kontrolní číslo (ř:61 až 110)		999	-8 500	-21 304	-661	-29 013

Ocenění akcie: REPROGEN, a.s.

Vytvořil: Petr Smíd

Podíl na tržbách společnosti (V01+V05) (%):
REPROGEN, a.s.

	Text b	řád. c	2004				2005				2006				30.9.2007			
I.	Tržby za prodej zboží	01																
A.	Náklady vynaložené na prodej zboží	02	13%			14%			8%									6%
+	Obchodní marže (ř.01-02)	03	13%			11%			8%									6%
II.	Výkony (ř.05+06+07)	04	0%			0%			0%									0%
II.1.	Tržby za prod. vlastních výrobků a služeb	05	94%			99%			94%									100%
II.2.	Změna st. vnitř.zás.vlastní výroby	06	87%			89%			92%									94%
II.3.	Aktivace	07	5%			7%			0%									3%
B.	Výkonová spotřeba (ř.09+10)	08	2%			3%			2%									3%
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	09	59%			65%			63%									65%
B.2.	Služby	10	44%			49%			46%									51%
+	Přidaná hodnota (ř.03+04-08)	11	15%			17%			16%									14%
C.	Osobní náklady (ř.13 až 16)	12	35%			34%			32%									35%
C.1.	Mzdové náklady	13	35%			36%			38%									35%
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14	25%			26%			27%									0%
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení	15	0%			0%			0%									0%
C.4.	Sociální náklady	16	9%			9%			10%									0%
D.	Dané a poplatky	17	0%			0%			0%									1%
E.	Odpsy dlouhodob.nehmot. a hmot. majetku	18	1%			1%			1%									8%
F.	Tržby z prodeje dlouhodob.majetku a materiálu	19	8%			8%			8%									8%
G.	Zůstatková cena prodaného dlouhodob.majetku a mater.	20	3%			4%			4%									2%
H.	Zúčtování rezerv a časového rozl. prov. výnosů	21	2%			2%			2%									2%
I.	Zúčtování rezerv a časového rozl. prov. nákladů	22	0%			0%			0%									0%
J.	Ostatní provozní výnosy	23	0%			0%			0%									0%
K.	Zúčtování opravných položek do prov. výnosů	24	0%			0%			0%									0%
L.	Ostatní provozní náklady	25	2%			2%			2%									2%
M.	Provozní provozní náklady	26	12%			19%			17%									1%
N.	Provozní provozních nákladů	27	2%			2%			2%									3%
O.	Provozní provozních nákladů	28	0%			0%			0%									0%
P.	Provozní provozních nákladů	29	1%			2%			0%									-11%
Q.	Tržby z prodeje cenných papírů a vkladů	30	0%			0%			0%									0%
R.	Prodané cenné papíry a vklady	31	0%			0%			0%									1%
S.	Výnosy z dlouhodob. finančního majetku (ř.33+34+35)	32	1%			1%			1%									1%
T.	Výnosy z CP a vkladů v podnicích ve skupině	33	1%			1%			1%									0%
U.	Výnosy z ostatních dlouhodobých CP a vkladů	34	0%			0%			0%									0%
V.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	35	0%			0%			0%									0%
W.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	36	0%			0%			0%									0%
X.	Zúčtování rezerv do finančních výnosů	37	0%			0%			0%									0%
Y.	Tvorba rezerv na finanční náklady	38	0%			0%			0%									0%
Z.	Zúčtování opravných položek do finančních výnosů	39	0%			0%			0%									0%
AA.	Zúčtování opravných položek do finančních nákladů	40	0%			0%			0%									0%
AB.	Výnosové úroky	41	0%			0%			0%									0%
AC.	Nákladové úroky	42	1%			1%			1%									1%
AD.	Ostatní finanční výnosy	43	1%			1%			1%									0%
AE.	Ostatní finanční náklady	44	0%			0%			0%									0%
AF.	Převod finančních výnosů	45	0%			0%			0%									0%
AG.	Převod finančních nákladů	46	0%			0%			0%									0%
AH.	Hospodářský výsledek z finančních operací	47	0%			0%			0%									0%
AI.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř.49+50)	48	0%			0%			0%									0%
AJ.	Splacená	49	0%			0%			0%									1%
AK.	Odloužená	50	0%			0%			0%									1%
AL.	Hospodářský výsledek za běžnou činnost (ř.29+47-48)	51	0%			0%			0%									0%
AM.	Mimořádné výnosy	52	1%			2%			0%									-12%
AN.	Mimořádné náklady	53	0%			0%			0%									0%
AO.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř.56+57)	54	0%			0%			0%									0%
AP.	Splacená	55	0%			0%			0%									0%
AQ.	odložená	56	0%			0%			0%									0%
AR.	Mimořádný hospodářský výsledek (ř.53-54-55)	57	0%			0%			0%									0%
AS.	Preved podílů na hospodářském výsledku společníkům (+/-)	58	0%			0%			0%									0%
AT.	Hospodářský výsledek za účetní období (+/-) (ř.52+58-59)	59	1%			2%			0%									-12%
AU.	Hospodářský výsledek před zdaněním (+/-) (ř.29+47+53-54)	60	1%			2%			0%									-12%
AV.	Kontrolní číslo (ř.01 až 61)	61	1%			2%			0%									-12%
AW.	Kontrolní číslo (ř.01 až 61)	99	0%			0%			0%									0%

Ocenění akcie: REPROGEN, a.s.

- 60 -

Vyvořil: Petr Šmíd

Rozvaha - Podíl jednotlivých aktiv na celkových aktivech (%) k:
REPROGEN, a.s.

označ.	a	b	řád. c	řád.			
				2004	2005	2006	30.9.2007
	AKTIVA						
	Aktiva celkem (ř. 02+03+28+55)	001		100%	100%	100%	100%
A.	Pohledávky za upsany vlastní kapitál	002					
B.	Státa aktiva (ř. 04+12+22)	003					
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05 až 11)	004		56%	55%	55%	55%
B.I.1.	Zřizovací výdaje	005				0%	0%
B.I.2.	Nehmotné výsledky výzkumné a obdobné činnosti	006					
B.I.3.	Software	007				0%	0%
B.I.4.	Ocenitelná práva	008					
B.I.5.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	009					
B.I.6.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	010					
B.I.7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	011					
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 13 až 21)	012		56%	55%	55%	55%
B.II.1.	Pozemky	013		7%	8%	8%	9%
B.II.2.	Budovy, haly a stavby	014		37%	37%	35%	34%
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	015		8%	7%	9%	9%
B.II.4.	Pěstičské celky trvalých porostů	016					
B.II.5.	Základní stádo a tažná zvířata	017		3%	3%	3%	3%
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	018					
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	019			0%	0%	0%
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	020					
B.II.9.	Opravná položka k nabytému majetku	021					
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř. 23 až 27)	022					
B.III.1.	Podílové GP a vklady v podn. s rozhod. vlivem	023					
B.III.2.	Podílové GP a vklady v podn. s podstat. vlivem	024					
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a vklady	025					
B.III.4.	Půjčky podnikům ve skupině	026					
B.III.5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	027					
C.	Oběžná aktiva (ř. 29+36+42+51)	028		42%	44%	44%	45%
C.I.	Zásoby (ř. 30 až 35)	029		32%	34%	34%	35%
C.I.1.	Material	030		1%	2%	2%	2%
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	031		5%	4%	5%	3%
C.I.3.	Výrobky	032		8%	9%	9%	11%
C.I.4.	Zvířata	033		18%	19%	19%	18%
C.I.5.	Zboží	034					
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	035					
C.II.	Dlouhodobé pohledávky (ř.37 až 41)	036					
C.II.1.	Pohledávky z obchodního styku	037					
C.II.2.	Pohledávky ke společníkům a sdružení	038					
C.II.3.	Pohledávky v podnicích s rozhodujícím vlivem	039					
C.II.4.	Pohledávky v podnicích s podstatným vlivem	040					
C.II.5.	Jiné pohledávky	041					
C.III.	Krátkodobé pohledávky (ř.43 až 50)	042		9%	8%	9%	10%
C.III.1.	Pohledávky z obchodního styku	043		8%	7%	9%	9%
C.III.2.	Pohledávky ke společníkům a sdružení	044					
C.III.3.	Sociální zabezpečení	045					
C.III.4.	Stát - daňové pohledávky	046					0%
C.III.5.	Odloužená daňová pohledávka	047					
C.III.6.	Pohledávky v podnicích s rozhodujícím vlivem	048					
C.III.7.	Pohledávky v podnicích s podstatným vlivem	049					
C.III.8.	Jiné pohledávky	050		1%	1%	1%	0%
C.IV.	Finanční majetek (ř. 52 až 54)	051		2%	2%	0%	0%
C.IV.1.	Peníze	052		0%	0%	0%	0%
C.IV.2.	Účty v bankách	053		2%	2%	0%	0%
C.IV.3.	Krátkodobý finanční majetek	054					
D.	Ostatní aktiva- přechodné účty aktiv (ř. 56 a 60)	055		1%	1%	1%	0%
D.I.	Časové rozlišení (ř. 57 až 59)	056		1%	1%	1%	0%
D.I.1.	Náklady příštích období	057		1%	1%	0%	0%
D.I.2.	Příjmy příštích období	058		0%	0%	0%	0%
D.I.3.	Kursově rozdíly aktivní	059					
D.II.	Dohadné účty aktivní	060					
	Kontrolní číslo (ř. 1až 60)	999		400%	400%	400%	400%

Ocenění akcie: REPROGEN, a.s.

Vyvořil: Petr Smíd

**Rozvaha - Podíl jednotlivých pasiv na celkových pasivech (%) k:
REPROGEN, a.s.**

označ. a	PASIVA	b	řád. c	2004	2005	2006	30.9.2007
	Pasiva celkem (ř. 62+79+105)		061	100%	100%	100%	100%
A.	Vlastní kapitál (ř. 63+66+71+75+78)		062	82%	85%	85%	77%
A.1.	Základní kapitál (ř. 64+65)		063	76%	78%	78%	76%
A.1.1.	Základní kapitál		064	76%	78%	78%	76%
A.1.2.	Vlastní akcie		065			0%	0%
A.1.1.	Kapitálové fondy (ř.67 až 70)		066	2%	2%	2%	2%
A.1.1.1.	Emisní ážio		067				
A.1.1.2.	Ostatní kapitálové fondy		068	2%	3%	3%	2%
A.1.1.3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku		069	0%	0%	0%	0%
A.1.1.3.			070				
A.1.1.1.	Fondy ze zisku (ř. 72+73+74)		071	3%	4%	4%	4%
A.1.1.1.	Zakonný rezervní fond		072	3%	4%	4%	4%
A.1.1.2.	Nedělitelný fond		073				
A.1.1.3.	Statutární a ostatní fondy		074				
A.1.4.	Hospodářský výsledek minulých let (ř.76+77)		075				
A.1.4.1.	Nerozdělený zisk minulých let		076				
A.1.4.2.	Neuhrazená ztráta minulých let		077				
A.V.	Hospodářský výsledek běžného úč. období (+/-) [ř. 01- (+63+66+71+75+79+105)]		078	1%	1%	0%	-5%
B.	Cizí zdroje (ř. 80+84+91+101)		079	18%	15%	15%	23%
B.1.	Rezervy (ř. 81+82+83)		080	1%	1%	1%	1%
B.1.1.	Rezervy zákonné		081				
B.1.2.	Rezerva na kursové ztráty		082				
B.1.3.	Ostatní rezervy		083	1%	1%	1%	1%
B.1.1.	Dlouhodobé závazky (ř. 85 až 90)		084				
B.1.1.1.	Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem		085				
B.1.1.2.	Závazky k podnikům s podstatným vlivem		086				
B.1.1.3.	Dlouhodobé přijaté zálohy		087				
B.1.1.4.	Emilované dluhopisy		088				
B.1.1.5.	Dlouhodobé směnky k úhradě		089				
B.1.1.6.	Jiné dlouhodobé závazky		090				1%
B.1.1.1.	Krátkodobé závazky (ř. 92 až 100)		091	10%	7%	8%	11%
B.1.1.1.1.	Závazky z obchodního styku		092	7%	4%	4%	9%
B.1.1.1.2.	Závazky ke společníkům a sdružení		093	0%	0%		
B.1.1.1.3.	Závazky k zaměstnancům		094	1%	1%	1%	1%
B.1.1.1.4.	Závazky ze sociálního zabezpečení		095	1%	1%	1%	1%
B.1.1.1.5.	Stát- daňové závazky a dotace		096	0%	0%	0%	0%
B.1.1.1.6.	Odloužený daňový závazek		097	0%	1%	1%	
B.1.1.1.7.	Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem		098				
B.1.1.1.8.	Závazky k podnikům s podstatným vlivem		099				
B.1.1.1.9.	Jiné závazky		100	0%	0%	0%	1%
B.1.1.1.1.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř. 102 až 104)		101	7%	7%	6%	10%
B.1.1.1.2.	Bankovní úvěry dlouhodobé		102	4%	1%	2%	6%
B.1.1.1.3.	Běžné bankovní úvěry		103	3%	6%	4%	4%
B.1.1.1.3.	Krátkodobé finanční výpomoci		104				
C.	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv (ř. 106+110)		105	0%	1%	0%	0%
C.1.	Časové rozlišení (ř. 107 až 109)		106	0%	0%		
C.1.1.	Výdaje příštích období		107	0%	0%		
C.1.2.	Výnosy příštích období		108				
C.1.3.	Kursové rozdíly pasivní		109				
C.1.1.	Dohadné účty pasivní		110	0%	0%	0%	0%
	Kontrolní číslo (ř.61 až 110)		999	399%	399%	400%	405%

Ocenění akcie: REPROGEN, a.s.

Vytvořil: Petr Šmíd

FINANČNÍ ANALÝZA
REPROGEN, a.s.

UKAZATELE rentability	2003	2004	2005	2006	30.9.07
ROA (rentabilita celkových aktiv) (EBIT/CA)	-3,16%	1,19%	1,54%	0,55%	-4,69%
Rentabilita tržeb(EBIT/T)	-5,34%	2,01%	2,67%	0,98%	-11,04%
Rentabilita tržeb(Z/T)	-5,27%	1,03%	1,55%	-0,36%	-11,72%
ROCE Rentabilita kapitálu(EBIT/VJ+DI)	-3,68%	1,38%	1,78%	0,63%	-5,52%
ROE rentabilita vlnění (Z/VJ)	-3,85%	0,74%	1,06%	-0,24%	-6,45%
Rentabilita z vlastních fin. zdrojů (CF/VJ)	2,92%	6,72%	6,62%	5,37%	-1,79%
Finanční páka (CA/VJ)	1,23	1,22	1,18	1,18	1,29
Nákladovost tržeb	1,18	1,19	1,25	1,22	1,18
Mzdová náročnost	0,26	0,25	0,26	0,27	0,25

UKAZATELE aktivity(doby obratu)					
Obrat celkových aktiv (T/CA)	0,59	0,59	0,58	0,57	0,43
Obrat zásob (T/Z)	2,04	1,85	1,69	1,66	1,22
Doba obratu aktiv(CA/T/360)	608	610	624	637	847
Doba obratu zásob(Z/T/360)	177	194	213	217	296
Doba inkasa pohledávek (P/(T/360))	49	53	50	59	81
Doba splatnosti krátk. Závazků (KZ/T/360)	54	60	45	51	93

UKAZATELE dlouhodobé finanční rovnováhy (zadluženosti)					
Equity Ratio (VJ/CA)	81%	82%	85%	85%	77%
Debt Ratio I. (CZ/CA)	18%	18%	15%	15%	23%
Debt Ratio II. ((CZ+OP)/CA)	19%	18%	15%	15%	23%
Debt Equity Ratio (CZ/VJ)	0,23	0,22	0,17	0,18	0,29
Úrokové krytí I. (EBIT/úroky)	-5,9	2,2	3,6	1,4	-16,1
Úrokové krytí II. ((EBIT+odpisy)/úroky)	4,3	11,2	14,6	13,8	-3,7
Cash Flow / ((Cizí zdroje - Rezervy)/360)	49	117	146	117	-23

UKAZATELE platební schopnosti (likvidity)					
Pracovní kapitál, Working Capital (OA - KI)	57 502	61 984	64 352	66 291	63 931
Pracovní kapitál na aktiva ((OA-KI)/CA)	0,27	0,29	0,31	0,32	0,30
Ukazatel kapitalizace (SA/DI,K)	0,69	0,65	0,64	0,63	0,65
Celková likvidita (OAK/D)	2,97	3,18	3,40	3,70	3,01
Běžná likvidita ((KIP+M)/KD)	0,85	0,79	0,76	0,82	0,67
Peněžní likvidita (FM/KD)	0,26	0,15	0,14	0,04	0,03
Intervalová míra ((KIP+FM)/(Provoz.N/360)	63	54	46	49	78
Doba splatnosti krátk. Závazků (KZ/T/360)	54	60	45	51	93

UKAZATELE produktivity práce					
	197	192	185	169	165
Osobní náklady ku přidané hodnotě	1,08	0,98	1,06	1,18	1,01
Produktivita práce z přidané hodnoty	209	230	219	220	255
Produktivita práce z tržeb	641	655	648	693	732
Průměrná mzda - roční (Kč)	163 635	163 995	167 578	188 290	185 535
- měsíční (Kč)	13 636	13 666	13 965	15 691	15 461

UKAZATELE kapitálového trhu (tržní hodnoty)					
počet akcií	161 932	161 932	161 932	161 932	161 932
cena akcie na trhu (Kč)					
dividenda v daném roce (Kč)					
VJ na akcii (VJ/p.a.) (Kč)	1 068	1 076	1 088	1 082	1 017
EPS - Účetní zisk na akcii (Z/p.a.) (Kč)	ZTRÁTA	8	11	ZTRÁTA	ZTRÁTA
PE - Návratnost akcie ze zisku (TC/Z)					
Market Ratio (TC/VJ)					
DY - Dividendový výnos (Div./TC)					
Výplatní poměr (Div./Z)					

Ocenění akcie: REPROGEN, a.s.

Vytvořil: Petr Šmíd

**Prognóza Výkazu zisku a ztrát
REPROGEN, a.s.**

	2007	2008	2009	2010	2011
Obchodní marže	38	50	75	100	100
Výkony	126 570	138 598	140 244	147 313	152 319
Výkonová spotřeba	79 838	88 870	94 125	97 640	100 568
Přidaná hodnota	46 770	49 778	46 194	49 773	51 851
Osobní náklady	41 999	40 579	40 309	41 810	45 091
Daně a poplatky	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200
Odpisy dlouhodob. nehmot. a hmot. majetku	10 000	9 000	9 000	9 000	9 000
Tržby z prodeje dlouhodob. majetku a materiálu	2 785	3 000	2 500	2 300	2 100
Zůstatková cena prodaného dlouhodob. majetku	1 480	1 260	1 000	1 000	1 000
Ostatní provozní výnosy - dotace	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000
Ostatní provozní náklady	4 400	4 200	4 200	4 200	4 200

Provozní hospodářský výsledek

5 477	11 539	7 985	9 863	8 460
--------------	---------------	--------------	--------------	--------------

Výnosové úroky	20	20	20	20	20
Nákladové úroky	1 056	910	910	910	910
Ostatní finanční výnosy	400	300	220	220	220
Ostatní finanční náklady	200	200	200	200	200
Hospodářský výsledek z finančních operací	-836	-790	-870	-870	-870
procento daně z příjmu	24%	24%	24%	24%	24%
Dañ z příjmů v tis. Kč		2 580	1 708	2 158	1 822
Hospodářský výsledek za účetní období	4 641	8 169	5 407	6 834	5 768
Hospodářský výsledek před zdaněním	4 641	10 749	7 115	8 993	7 590

**Prognóza Výkazu rozvahy
REPROGEN, a.s.**

Aktiva celkem	Prognóza				
	2007	2008	2009	2010	2011
217 256	220 614	224 424	230 759	236 027	

Státa aktiva	116 044	116 494	116 764	126 034	135 304
Neprůvozní aktiva (fin. investice)					
Oběžná aktiva	101 212	104 120	107 660	104 725	100 723
Zásoby	74 000	71 000	70 000	69 000	68 000
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	20 000	19 000	18 500	18 000	17 000
Finanční majetek	7 212	14 120	19 160	17 725	15 723

Pasiva celkem	217 256	220 614	224 424	230 759	236 027
----------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Vlastní kapitál	181 177	187 035	192 594	199 429	205 197
Základní kapitál	161 932	161 932	161 932	161 932	161 932
Kapitálové fondy	4 903	4 903	4 903	4 903	4 903
Fondy ze zisku	8 865	6 554	6 706	6 706	6 706
Hospodářský výsledek minulých let		5 477	13 646	19 053	25 888
Hospodářský výsledek	5 477	8 169	5 407	6 834	5 768

Cizí zdroje	36 079	33 579	31 830	31 330	30 830
Rezervy	1 830	1 830	1 830	1 830	1 830
Dlouhodobé závazky					
Krátkodobé závazky	18 000	17 500	17 000	16 500	16 000
Bankovní úvěry a výpomoci	16 249	14 249	13 000	13 000	13 000

Kalkulace FCFF - metoda DCF Entity

REPROGEN, a.s.

	2007	2008	2009	2010	2011	2.fáze
korigovaný provozní HV	5 477	11 539	7 985	9 863	8 460	8 629
korigovaný prov. HV po dani	5 477	9 116	6 388	7 989	6 852	6 989
odpisy	-10 000	-9 000	-9 000	-9 000	-9 000	
investice	10 300	9 450	9 270	9 270	9 270	
změna pracovního kapitálu	3 000	-4 000	-1 000	-1 000	-2 000	
FCFF	2 177	12 666	7 118	8 719	8 582	6 989
FCFF poměrná část roku g (2.fáze)	549					2,00%
	2007	2008	2009	2010	2011	2.fáze
sazba daně z příjmu právnických osob	24,00%	21,00%	20,00%	19,00%	19,00%	19,00%
náklady cizího kapitálu	6,91%	6,91%	6,91%	6,91%	6,91%	6,91%
r_f	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%
β zadlužené	1,55	1,55	1,55	1,55	1,55	1,55
RPT	5,96%	5,96%	5,96%	5,44%	5,44%	5,44%
RP-malá společnost	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
RP-nejasná budoucnost	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
RP-likvidita	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
	2007	2008	2009	2010	2011	2.fáze
podíl CK	29,23%	24,96%	24,36%	23,79%	24,01%	24,21%
podíl VK	70,77%	75,04%	75,64%	76,21%	75,99%	75,79%
podíl CK/VK	41%	33%	32,21%	31,21%	31,59%	31,94%
náklady CK po dani	5,25%	5,46%	5,53%	5,60%	5,60%	5,60%
náklady VK (zadluž.)	19,56%	19,09%	19,04%	17,97%	18,00%	18,02%
WACC	15,38%	15,68%	15,75%	15,03%	15,02%	15,02%
	30.9.2007	1.1.2008	1.1.2009	1.1.2010	1.1.2011	1.1.2012
FCFF	549	12 666	7 118	8 719	8 582	6 989
Hodnota brutto	55 588	57 080	53 366	54 652	54 148	53 700
CK	16 249	14 249	13 000	13 000	13 000	13 000
Hodnota netto	39 339	42 831	40 366	41 652	41 148	40 700
Výsledný podíl CK/K	29,23%	24,96%	24,36%	23,79%	24,01%	24,21%

Hodnota podniku netto (mil. Kč) 39 339
neprovozní majetek (mil. Kč) 926

počet akcií (ks) 161 932

hodnota 1 akcie 249 Kč (zaokrouhleno)

Příloha č. 3

Výzkumný ústav zemědělské ekonomiky



Sledování cen zemědělských komodit ve vybraných zemích EU ve čtvrtletních intervalech

Rok: 2007

Číslo: 2

Odpovědný řešitel:

Ing. Josefina Menzlová

Spoluřešitel:

Ing. Jiřina Šlaisová, Csc

Redakční uzávěrka :

15. 7. 2007

✉ Mánesova 75, PSČ 120 58 Praha 2, 📠 222 000 111, FAX 222 000 423

1. Obiloviny

Exportní cena americké pšenice (U.S., No. 2, SRW, FOB Gulf) během dubna až srpna 2007 vzrostla ze 161 USD/t na 232 USD/t, tj. z 3 368 na 4 941 Kč/t. Ve stejném období roku 2006 se cena pohybovala od 140 USD/t do 166 USD/t, tj. od 3 174 Kč/t do 3 669 Kč/t).

Cena **pšenice** obchodovaná na **CBOT** pro červencový termín 2007 ve sledovaném období roku 2007 posílila ze 176 USD/t na 221 USD/t, tj. z 3 678 na 4 711 Kč/t. Cena pšenice pro zářijový termín 2007 se také zvýšila a to ze 180 USD/t na 227 USD/t, tj. z 3 768 na 4 828 Kč/t.

Exportní cena americké kukurice (U.S., No. 3, Yellow, FOB Gulf) v druhém čtvrtletí roku 2007 kolísala mezi 150 až 178 USD/t, tj. mezi 3 138 až 3 811 Kč/t. Ve stejném období roku 2007 cena kolísala mezi 108 USD/t až 113 USD/t, tj. mezi 2 510 Kč/t až 2 495 Kč/t.

Cena **kukurice** obchodovaná na **CBOT** pro červencový termín 2007 se pohybovala ve sledovaném období mezi 130 USD/t až 165 USD/t, tj. mezi 2 762 až 3 532 Kč/t. Cena kukurice pro zářijový termín 2007 v dubnu až červnu 2007 kolísala mezi 134 USD/t až 168 USD/t, tj. mezi 2 851 až 3 591 Kč/t.

Průměrná cena zemědělských výrobců chlebové pšenice v SRN během druhého čtvrtletí roku 2007 vzrostla z 13,87 EUR/100 kg na 14,89 EUR/100 kg, tj. z 3 875 Kč/t na 4 270 Kč/t. V rámci uvedeného průměru byly zaznamenány cenové rozdíly mezi jednotlivými spolkovými zeměmi. Nejnižší průměrná cena byla v druhém dubnovém týdnu roku 2007 zaznamenána ve Westfalen – Lippe (13,42 EUR/100 kg, tj. 3 754 Kč/t) a nejvyšší v Niedersachsen – Ost (14,71 EUR/100 kg, tj. 4 115 Kč/t). Ve třetím červenovém týdnu 2007 byla vykázána nejnižší cena v Bayern (13,98 EUR/100 kg, tj. 4 002 Kč/t) a nejvyšší opět v Niedersachsen – Ost (16,07 EUR/100 kg, tj. 4 602 Kč/t).

Průměrná CZV krmné pšenice v SRN během dubna až června 2007 posílila z 13,73 EUR/100 kg na 14,90 EUR/100 kg, tj. z 3 838 Kč/t na 4 274 Kč/t. Ve druhém dubnovém týdnu roku 2007 byla nejnižší cena v Südbaden (13,00 EUR/100 kg, tj. 3 636 Kč/t) a nejvyšší v Niedersachsen – West (14,56 EUR/100 kg, tj. 4 073 Kč/t). Ve třetím červenovém týdnu 2007 uváděl nejnižší cenu Bayern (13,33 EUR/100 kg, tj. 3 817 Kč/t) a nejvyšší Niedersachsen – Ost (15,90 EUR/100 kg, tj. 4 553 Kč/t).

Průměrná CZV krmného ječmene v SRN v průběhu dubna až června 2007 vzrostla z 13,09 EUR/100 kg na 14,80 EUR/100 kg, tj. z 3 659 Kč/t na 4 246 Kč/t. Ve 2. dubnovém týdnu roku 2007 uváděl nejnižší cenu Rheinland – Pfalz (12,40 EUR/100 kg, tj. 3 469 Kč/t) a nejvyšší v Niedersachsen – Ost (13,72 EUR/100 kg, tj. 3 838 Kč/t). Ve třetím červenovém týdnu roku 2007 vykázal nejnižší cenu Bayern (13,40 EUR/100 kg, tj. 3 837 Kč/t) a nejvyšší se cena opět dostala v Niedersachsen – Ost (15,10 EUR/100 kg, tj. 4 324 Kč/t).

Průměrná CZV sladovnického ječmene v SRN se v průběhu 2. čtvrtletí 2007 zvýšila z 20,29 EUR/100 kg, na 21,19 EUR/100 kg, tj. z 5 671 Kč/t na 6 078 Kč/t. V druhém dubnovém týdnu roku 2007 byla nejnižší cena v Nordrhein (18,30 EUR/100 kg, tj. 5 874 Kč/t) a nejvyšší v Niedersachsen – Ost (21,00 EUR/100 kg, tj. 5 874 Kč/t). Ve třetím červenovém týdnu vykázal nejnižší cenu Nordrhein (18,75 EUR/100 kg, tj. 5 369 Kč/t) a nejvyšší se cena opět dostala v Niedersachsen – Ost (23,26 EUR/100 kg, tj. 6 661 Kč/t).

Cena pšenice na komoditní burze MATIF v Paříži se pro záříjový termín 2007 během 2. čtvrtletí 2007 zvýšila ze 132,00 na 179,00 EUR/t, tj. z 3 689 na 5 134 Kč/t. Pro listopadový termín 2007 vzrostla ve stejném období cena ze 137,00 EUR/t na 179,00 EUR/t, tj. z 3 829 na 5 134 Kč/t.

CZV obilovin v ČR byly sledovány v měsíčních intervalech. **Ceny zemědělských výrobců** v průběhu dubna a května 2007 posílily u pšenice krmné z 3 344 Kč/t na 3 495 Kč/t a ječmene krmného z 3 175 Kč/t na 3 234 Kč/t. Ceny poklesly u pšenice potravinářské z 4 154 Kč/t na 4 089 Kč/t, kukuřice z 3 744 Kč/t na 3 715 Kč/t a ječmene sladovnického z 4 309 Kč/t na 4 124 Kč/t.

Na Plodinové burze Brno během dubna až června 2007 poklesly ceny sledovaných komodit v paritě FCA u pšenice potravinářské z 4 132 na 4 048 Kč/t a pšenice krmné z 3 626 na 3 560 Kč/t. Kolísání cen bylo zaznamenáno u ječmene sladovnického a to mezi 4 255 až 4 293 Kč/t a kukuřice mezi 3 819 až 3 874 Kč/t. Ceny ječmene krmného posílily z 3 291 na 3 403 Kč/t.

2. Olejniný

V průběhu dubna až června 2007 se **cena evropské řepky** („00“, CIF Hamburg) zvýšila z 335 USD/t na 375 USD/t, tj. ze 7 007 na 7 986 Kč/t. Ve stejném období roku 2006 cena řepky stoupla z 288 USD/t na 323 USD/t, tj. z 6 732 na 7 123 Kč/t, v červnu pak cena řepky oslabila na 305 USD/t k 2. 7., tj. na 6 901 Kč/t.

Cena řepky na komoditní burze MATIF v Paříži pro srpnový termín 2007 během 2. čtvrtletí 2007 vzrostla z 257,75 na 280,25 EUR/t, tj. ze 7 203 na 8 038 Kč/t. Pro listopadový termín 2007 se cena pohybovala mezi 263,00 až 286,75 EUR/t, tj. mezi 7 350 až 8 211 Kč/t.

CZV řepky v SRN v průběhu dubna až června 2007 vykazovala rostoucí tendenci a to z 23,80 EUR/100 kg na 25,59 EUR/100 kg, tj. z 6 652 Kč/t na 7 338 Kč/t.

Na vybraných burzách SRN cena řepky během 2. čtvrtletí roku 2007 posilovala z 24,98 EUR/100 kg na 27,26 EUR/100 kg, tj. ze 6 981 Kč/t na 7 819 Kč/t.

Průměrná měsíční CZV řepky v ČR během dubna až května 2007 mírně oslabila z 6 974 Kč/t na 6 877 Kč/t.

Na Plodinové burze Brno měla cena řepky v paritě FCA během dubna až června 2007 spíše rostoucí tendenci a to z 6 783 Kč/t na 6 843 Kč/t. **Cena řepky** v paritě A na **Plodinové burze Hradec Králové** stagnovala na 6 500 Kč/t.

3. Brambory

Měsíční **CZV konzumních pozdních a polopozdních brambor ve Velké Británii** během dubna a května 2007 poklesly z 25,61 EUR/100 kg na 24,57 EUR/100 kg, tj. z 7 171 Kč/t na 6 930 Kč/t.

CZV konzumních brambor pozdních a polopozdních v **Belgii** se během dubna a května 2007 snížily z 28,28 EUR/100 kg na 22,44 EUR/100 kg, tj. z 7 919 Kč/t na 6 329 Kč/t.

V **Rakousku CZV** konzumních brambor pozdních a polopozdních ve sledovaném období stagnovaly na 24,00 EUR/100 kg, tj. mezi 6 720 Kč/t až 6 769 Kč/t.

Na burze v **Hannoveru** cena pro nespécifikovanou odrůdu pro listopadový termín 2007 během dubna až června 2007 oscillovala mezi 8,50 EUR/100 kg až 10,60 EUR/100 kg, tj. mezi 2 424 Kč/t až 2 993 Kč/t, cena pro únorový termín 2008 kolísala mezi 9,00 EUR/100 kg až 12,00 EUR/100 kg, tj. mezi 2 567 Kč/t až 3 371 Kč/t.

Na **londýnské burze** se cena pro nespécifikovanou odrůdu brambor pro dubnový termín 2008 během sledovaného období pohybovala mezi 13,80 EUR/100 kg až 18,40 EUR/100 kg, tj. mezi 3 952 Kč/t až 5 147 Kč/t.

CZV brambor konzumních pozdních a polopozdních během dubna a května 2007 v Estonsku (7 614 – 7 586 Kč/t) a Lotyšsku (6 388 – 7 499 Kč/t) nedosáhly cenové úrovně v ČR (8 490 – 8 600 Kč/t). V Litvě byly CZV brambor vyšší a pohybovaly se v rozmezí 8 904 – 11 897 Kč/t. Ceny na Slovensku oscillovaly mezi 8 248 Kč/t až 9 247 Kč/t. **Ceny brambor raných** ve sledovaných zemích se na konci června roku 2007 pohybovaly na vyšší úrovni ve srovnání s CZV brambor pozdních.

CZV brambor konzumních ostatních v ČR během dubna a května 2007 kolísaly mezi 8 490 až 8 600 Kč/t a **spotřebitelské ceny** posílily z 17 310 na 17 650 Kč/t.

CZV brambor raných v ČR byly sledovány od 22. týdne, kdy dosáhly 10 500 Kč/t, následně ceny poklesly na 8 980 Kč/t, k 1. 7. však opět posílily na 9 300 Kč/t.

4. Cukr

Termínové ceny bílého cukru na Londýnské burze pro srpnový termín 2007 během dubna až června 2007 oscillovaly mezi 309,9 USD/t až 341,9 USD/t, tj. mezi 6 391 Kč/t až 7 174 Kč/t. Pro říjnový termín téhož roku ceny cukru na Londýnské burze vykazují rovněž oscilující tendenci a to mezi 296,0 USD/t až 324,6 USD/t, tj. mezi 6 112 až 6 811 Kč/t.

Denní cena surového cukru na New Yorkské burze se od dubna do června 2007 pohybovala mezi 190,5 USD/t až 258,6 USD/t, tj. mezi 3 973 a 5 507 Kč/t.

Pro červencový termín 2007 **ceny surového cukru na New Yorkské burze** kolísaly mezi 190,3 USD/t až 218,3 USD/t, tj. mezi 3 968 Kč/t až 4 565 Kč/t. Pro říjnový termín 2007 cena oscillovala mezi 195,1 USD/t až 225,5 USD/t, tj. mezi 4 113 Kč/t až 4 686 Kč/t.

5. Jatečná zvířata a maso

5. 1. Jatečný skot

Ceny jatečných byků (ž. hm.) na reprezentativních trzích EU během dubna až června 2007 poklesly z 1 601 EUR/t na 1 475 EUR/t, tj. z 44 749 na 42 295 Kč/t.

Ve **Velké Británii průměrná cena jatečných byků (ž. hm.) na reprezentativních trzích** během dubna až června 2007 kolísala mezi 1 484 až 1 546 EUR/t, tj. mezi 42 143 až 43 271 Kč/t.

v SRN během dubna až června 2007 průměrné ceny jatečných býků (ž. hm.) na reprezentativních trzích poklesly z 1 568 na 1 373 EUR/t, tj. z 43 824 na 39 389 Kč/t.

Ceny zemědělských výrobců jatečných býků (ž. hm.) v SRN v průběhu dubna až června 2007 poklesly z 1,67 na 1,46 EUR/kg, tj. z 46,67 na 41,85 Kč/kg.

CZV jatečných krav (ž. hm.) v SRN během dubna až června 2007 vykazovaly spíše rostoucí tendenci a to z 1,15 na 1,18 EUR/kg, tj. z 32,26 na 33,71 Kč/kg.

CZV jalovic (ž. hm.) v SRN během dubna až června 2007 oslabily z 1,43 na 1,39 EUR/kg, tj. z 40,05 na 39,93 Kč/kg.

CZV jatečných býků (ž. hm.) v ČR během dubna až června 2007 kolísaly mezi 40,26 až 41,82 Kč/kg.

CZV jatečných krav (ž. hm.) v ČR se během dubna až června 2007 pohybovaly mezi 26,41 až 27,54 Kč/kg.

Ceny zemědělských výrobců jatečných býků ve sledovaných zemích SVE byly výrazně nad cenovou úrovní ČR (40 260 – 41 820 Kč/t), v Chorvatsku (47 351 – 47 660 Kč/t), na nižší úrovni byly ceny na Slovensku (38 760 – 42 643 Kč/t) a v Polsku (33 859 – 38 447 Kč/t).

5. 2. Jatečná prasata

Během dubna až června 2007 v EU 25 průměrné ceny jatečných prasat (j. hm.) na reprezentativních trzích vzrostly z 1 279 EUR/t na 1 443 EUR/t, tj. z 35 754 Kč/t na 41 374 Kč/t.

Průměrné ceny jatečných prasat (j. hm.) na reprezentativních trzích v SRN v průběhu dubna až června 2007 posilovaly z 1 284 na 1 431 EUR/t, tj. z 35 874 na 41 030 Kč/t.

Ve Velké Británii průměrné ceny jatečných prasat (j. hm.) na reprezentativních trzích během dubna až června 2007 vzrostly z 1 513 na 1 584 EUR/t, tj. z 42 280 na 45 435 Kč/t.

V SRN CZV prasat (ž. hm.) se během dubna až června 2007 pohybovala mezi 0,87 až 0,98 EUR/kg, tj. mezi 24,21 až 28,06 Kč/kg.

Cena zemědělských výrobců prasat (ž. hm.) v ČR během dubna až června 2007 posílila z 27,60 na 32,45 Kč/kg.

Při porovnání CZV jatečných prasat (ž. hm.) v ČR s cenami realizovanými v zemích SVE v průběhu dubna – června 2007 byly na podobné popř. nižší úrovni ceny vykazovány v Chorvatsku (30,33 – 32,67 Kč/kg), v Polsku (24,14 – 30,40 Kč/kg), v Maďarsku (26,85 – 30,95 Kč/kg) a na Slovensku (25,89 – 28,18 Kč/kg).

5. 3. Jatečná drůbež

V SRN CZV kuřecích brojlerů (ž. hm.) během dubna až června 2007 vzrostla z 0,74 EUR/kg na 0,78 EUR/kg, tj. z 20,68 na 22,37 Kč/kg.

V ČR CZV jatečných kuřat (ž. hm.) v průběhu dubna a května 2007 posílily z 19,47 na 20,15 Kč/kg a průměrné spotřebitelské ceny kuchaného kuřete se zvýšily ze 47,65 na 53,32 Kč/kg.

6. MLÉKO

Exportní ceny SOM (Fob, západní Evropa) během sledovaného období roku 2007 posílily ze 4,00 USD/kg na 5,20 USD/kg, tj. z 82,97 na 110,42 Kč/kg.

Exportní ceny SPM (26 % Fob, západní Evropa) v průběhu dubna až června 2007 vzrostly z 4,35 USD/kg na 5,00 USD/kg, tj. z 90,23 na 106,18 Kč/kg.

V SRN cena průmýslových výrobců másla během dubna až června 2007 posílila z 2,73 EUR/kg na 3,60 EUR/kg, tj. ze 76,29 na 103,25 Kč/kg. V ČR se v tomto období cena průmýslových výrobců másla zvýšila z 82,32 na 83,09 Kč/kg.

Průměrná cena průmýslových výrobců SOM v SRN během dubna až června 2007 posílila z 2,80 EUR/kg na 3,38 EUR/kg, tj. z 78,25 na 96,94 Kč/kg.

Během sledovaného období 2007 průměrná CZV mléka v ČR nepatrně vzrostla ze 7,79 Kč/l na 7,80 Kč/l. Spotřebitelská cena pasterovaného polotučného mléka se zvýšila z 14,81 na 15,41 Kč/l.

ZNALECKÁ DOLOŽKA

Znalecký posudek jsem podal jako znalec, jmenovaný dekretem Krajského soudu v Plzni ze dne 10. listopadu 1998, č.j. Spr 1421/98

pro obor **EKONOMIKA** - odvětví: **ceny a odhady**
specializace: oceňování cenných papírů a kapitálový trh

Znalecký posudek je zapsán pod pořadovým číslem **065** znaleckého deníku.
Znalečné a náhradu nákladů účtuji podle přiložené fakturace.

Ve Starém Plzenci dne 20.11.2007




Ing. Petr ŠMID
Tomášková 1175
332 02 Starý Plzenec