

Ing. Petr Šmíd
Tomášková 1175
332 02 Starý Plzenec
Tel: 377 956 635
731 182 297
email: psmid2001@volny.cz

ZADAVATEL : WEST BROKERS a.s.

ZNALECKÝ POSUDEK

č. 059

Ocenění akcií společnosti : Klatovské rybářství a.s.

Počet stran: 40
Počet předaných vyhotovení: 3

září 2007

OBSAH

I. ÚVOD	3
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 Předpoklad pro ocenění	3
II. POPIS PŘEDMĚTU OCENĚNÍ	4
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
2.4.1 Chov ryb	5
2.4.2 Zpracování ryb	6
2.4.3 Chov drobné zvěře	6
2.4.4 Ostatní aktivity	6
2.4.5 Doplňkové služby	6
2.5 Vymezení provozně nepotřebných aktiv Společnosti	6
2.5.1 Zcela opuštěné a neužívané výrobní kapacity	7
2.5.2 Bývalá tzv. „přidružená výroba“	7
2.5.3 Sociální aktiva	7
2.6 Makroekonomická analýza	7
2.7 Strategická a odvětvová analýza	8
2.7.1 Popis trhu	8
2.7.2 Charakteristika relevantního trhu	12
2.7.3 Konkurenční struktura relevantního trhu	13
2.7.4 Postavení na relevantním trhu	14
2.7.5 Sumarizace (výstupy) strategické analýzy	14
2.7.6 Závěr strategické analýzy	24
2.8 Finanční analýza společnosti	27
2.9 Použité podkladové materiály	28
III. NÁLEZ – METODY OCENĚNÍ	28
3.1 Základní skutečnosti a pojmy	28
3.2 Zdůvodnění zvoleného způsobu ocenění	30
3.3 Majetkové ocenění	30
3.4 Výnosové metody	30
3.4.1 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	31
3.4.2 Metody diskontovaných peněžních toků	31
3.5 Porovnávací způsob ocenění	33
3.6 Tržní metody	34
VI. STANOVENÍ HODNOTY	34
4.1 Majetkové ocenění – stanovení substanční hodnoty	34
4.2 Tržní hodnota	34
4.3 Výnosová metoda	35
4.3.1 Finanční plán	35
4.3.2 Výpočet hodnoty akcie	35
4.3.2.1 Stanovení diskontní míry	35
4.3.2.1.1 Náklady na cizí kapitál	35
4.3.2.1.2 Náklady na vlastní kapitál	36
4.3.2.2 Volný peněžní tok	37
V. ZÁVĚREČNÝ VÝROK	38
5.1 Prohlášení zpracovatele	38
5.2 Závěrečný výrok	38

PŘÍLOHY A TABULKOVÁ ČÁST

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 Klatovské rybářství a.s., se sídlem Klatovy, K letišti 442, IČO 497 91 443 (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 outu“ 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. červen 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.

Podstata podnikání a struktura majetku Společnosti jež mají na ocenění podstatný vliv je rozebrána 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 předmětem obchodního tajemství Společnosti. Jedná se o údaje finančního plánu, prognózy vývoje trhu, investiční záměry apod. Zadavatel ani představitelé 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 prozatím 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 předmětem ocenění, resp. prodeje. Pokud je předmětem ocenění „balík akcií“ s významně malým podílem na celkové nominální hodnotě základního kapitálu společnosti, uplatní se při stanovení hodnoty její následné 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 : Klatovské rybářství a.s.
IČ : 49791443
Sídlo : Klatovy, K letišti 442
Datum založení : 1.ledna 1994
VOR vedený : Krajským soudem v Plzni oddíl B, vložka 405
Právní forma : akciová společnost
Základní kapitál : 174 475 000,- 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 : zaknihovaná
Právo na dividendu : dle obecně platných norem a stanov společnosti
Registrace CP : není registrován
Převoditelnost CP : bez omezení
Nominální hodnota akcie : 1.000,- Kč

Společnost emitovala dvě různé nominální hodnoty akcií :

Nominální hodnota (Kč)	1.000,-	100.000,-
Počet vydaných CP (ks akcií)	131.475	430

Pro jednoduchost je pro výpočty použit zjednodušený model 174 475 ks akcií o nominální hodnotě 1.000,-Kč/kus. Následně je pak vypočtená hodnota akcie přepočtena též na vyšší nominální hodnotu.

2.3 Vlastnická struktura akciové společnosti

Podle vyjádření představitelů společnosti je portfolio akcionářů již plně stabilizované se strategickými partnery. Konkrétní podíly nebyly pro účely ocenění sděleny.

2.4 Popis akciové společnosti

Společnost Klatovské rybářství a.s. byla založena 1.1.1994. Klatovské rybářství a.s., vznikla jako nástupnická organizace Státního podniku Klatovské rybářství v roce 1994 zprivatizováním formou kuponové privatizace.

Klatovské rybářství patří do sektoru potravinářství. Rozhodujícím předmětem činnosti společnosti je:

- využívání rybníků, speciálních rybochovných zařízení a jiných
- vodních ploch k produkci plůdků, násadových, tržních a generačních ryb
- zarybňování vybraných údolních nádrží násadovými rybami a provádění hospodářské těžby ryb v určených nádržích
- chov kachen a hus, produkce násadových vajec, líhnutí mláďat drůbeže, provádění výkrmu jatečních kachen, hus a výkrmu hrabavé drůbeže
- přeprava všech druhů a kategorií ryb, výrobků z ryb, násadových vajec a drůbeže, provádění neveřejné silniční dopravy
- zpracování sladkovodních ryb a drůbeže
- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej mimo zboží, na které je třeba zvláštní povolení, v režimu živnosti volné
- prodej povolenek ke sportovnímu rybolovu
- šlechtění sladkovodních ryb a plemenářské práce v chovu ryb
- sportovní rybolov v povolených rybářských revírech

Hlavním předmětem podnikání je chov a prodej ryb a zároveň společnost realizuje výrobu drůbeže, zejména kachen, avšak tuto drůbež v současné době Společnost nahradila výrobou bažantů kuřat a bažantů a divokých kachen. Dále se pak společnost zabývá doplňkovými činnostmi, jako je zřizování honiteb a provozování poplatkových odstřelů i další související činnosti. Opis výpisu z obchodního rejstříku je předmětem přílohy.

České rybářství se snaží navázat na velmi dlouhou a rozmanitou tradici českého rybníkářství a rybářství. Klatovské rybářství patří mezi největší české producenty na českém trhu.

Společnost má stálou organizační strukturu, přičemž je členěna na hospodářská střediska. Hlavní činností jsou chov ryb a drůbeže a zpracování ryb. Klatovské rybářství a. s. má k dispozici cca 2 164 ha vodních ploch pro chov kaprovitých i ostatních ryb, několik vybraných rybníků slouží k chovu vodní drůbeže. Pro chov lososovitých ryb slouží zařízení na Anníně, Žichovicích, Rabí a Pivoni.

Investiční záměr obsahuje předpoklad nákupu dalších vodních ploch o velikosti cca 120 ha.

Hlavním obchodním partnerem jsou velké obchodní řetězce.

V rámci šetření jsem nenalezl žádné skutečnosti, týkající se problematiky ekologie.

Popis konkrétních činností a segmentace podnikatelských aktivit Společnosti:

2.4.1 Chov ryb

Klatovské rybářství a.s. hospodaří na 411 rybnících o celkové výměře cca 2164 ha , a je zaměřeno na chov kaprů , pstruhů a dalších vedlejších druhů ryb (amur, tolstolobik, štika, sumec, lín, sih,)

Klimatické podmínky dovolují úspěšný chov lososovitých i kaprovitých ryb.

Klatovské rybářství a.s. dodává na trh také násadové ryby, přičemž hospodaří na 411 rybnících o celkové výměře 2300 ha a na speciálních rybochovných zařízeních. Velikost rybníků činí od 0,5 do 100 ha. Jedná se tedy rozlohou spíše o menší až středně velké rybníky, což je vzhledem ke konkurenci také znát ve struktuře jednotkových nákladů Společnosti. Svou výměrou a výrobou se řadí na 2.místo nejvýznamnějších rybářských podniků v České republice.

Průměrná nadmořská výše se pohybuje v rozpětí 300 – 500 metrů nad mořem. Tato převážně vyšší nadmořská výška ve srovnání s ostatními rybářskými podniky v České republice se negativně projevuje na dosahování ročních přírůstků chovaných ryb, avšak kvalitu chovaných ryb lze hodnotit jako vyšší zejména s ohledem na nižší množství tuku ve svalovině a následně chuti ryb při konzumaci.

Chov kapra a ostatních druhů vedlejších ryb v rybnících je převážně extenzivní, to znamená že ryby jsou přikrmovány pouze obilím, převážná část potravy činí zooplankton popřípadě fytoplankton. Výsledný produkt je tedy možno považovat za biopotraviny.

Pro chov ryb jsou vybudovány 2 vlastní líhně a to :

- v Žichovicích u Sušice pro chov lososovitých ryb
- v Hrádku u Rokycan, kde je využíváno odpadní oteplené vody pro chov teplomilných druhů ryb a k regulaci teploty vody k líhnutí kapra a ostatních druhů sladkovodních ryb

Každé středisko si chová své vlastní generační ryby.

Z chovatelského hlediska lze hodnotit chov ryb jako ucelený tedy včetně výtěru vlastních generačních ryb, které jsou chovány na všech střediscích pro chov ryb přes odchov váčkového plůdku až po následný odchov ryb do tržní velikosti a jejich prodej případně další zpracování.

2.4.2 Zpracování ryb

Zpracovna ryb Tajanov dodává na trh bohatý výběr výrobků a je vývozním závodem pro všechny státy evropské unie.

Sladkovodní ryby čerstvé (chlazené), zmrazené a uzené jsou hlavním produktem zpracovny.

2.4.3 Chov drobné zvěře

Společnost nabízí svým klientům i kachňata kachny divoké pro zazvěření revírů, a to jednodenní, týdenní, čtrnáctidenní, třítýdenní. Vedle této produkce si zákazníci mohou vybrat i z nabídky bažantích kuřat a bažantů od jednodenních až po osmítýdenní a podle kapacitních možností i starší. Kromě toho Společnost produkuje ještě divoké králíky (vakcinované, stáří přes 8 týdnů) a zajíce z vlastního chovu k vysazení do revírů i do chovu.

2.4.4 Ostatní aktivity

Jako doplňková činnost, která však v poslední době roste na významu je Společností realizována nabídka individuálních nebo skupinových outdoorových aktivit:

- poplatkové hony na kachny pro skupiny s výřady 300 až 800 ks divokých kachen podle přání a počtu lovců;
- jako servis, a to i pro myslivecká sdružení odebírající převážnou část této produkce nabízíme i dodávání střeliva;
- sportovní rybolov na vyčleněný rybnících.

2.4.5 Doplňkové služby

- šlechtitelská a plemenářská práce v chovu ryb
- rybářské práce a poradenství včetně výlovu rybníků
- výpočet krmných dávek dle zarybňovacích plánů
- přeprava všech druhů a kategorií ryb, výrobků z ryb
- provádění neveřejné silniční dopravy

2.5 Vymezení provozně nepotřebných aktiv Společnosti

Z hlediska provozních potřeb Společnosti vzhledem k předmětu podnikání existují podle vyjádření zástupců Společnosti aktiva, která v minulosti Společnost pořídila a přímo, či nepřímo využívala, ale které v současnosti již podnik neuvžívá a nepotřebuje. Jedná se zejména o majetek pořízený v minulém režimu, kterého se Společnost nemohla účelně zbavit. V zásadě lze tato aktiva rozdělit do tří oblastí:

2.5.1 Zcela opuštěné a neužívané výrobní kapacity

Jedná se zejména o objekty, ve kterých v minulosti probíhala přímo výroba nebo které složily k jejímu zabezpečení a v současnosti tyto provozy nejsou efektivní a konkurenceschopné. Společnost se těchto objektů není schopna zbavit přímým prodejem, protože se vzhledem k charakteru původní výroby jedná o objekty odloučené od intravilánů obcí a často k nim nejsou přivedeny ani dostatečné komunikace a sítě. Na tyto objekty Společnost podle vyjádření jejich zástupců neposkytuje v současnosti žádné dodatečné náklady, protože se nejedná o nebezpečné objekty, které by svým charakterem ohrožovaly zdraví a bezpečnost. Společnost dosud pouze realizuje odpisy z tohoto majetku, což je ve výpočtu výnosové metody ocenění zohledněno (viz dále).

Hodnota tohoto majetku byla stanovena na nulu, a to s ohledem na skutečnost, že nepřináší a pravděpodobně ani přinášet nemůže, žádné finanční toky. Z hlediska prodejnosti bylo zohledněno prohlášení zástupců Společnosti, že se jedná o poměrně značně nelikvidní majetek.

2.5.2 Bývalá tzv. „přidružená výroba“

V rámci bývalých přidružených výrob zůstala Společnosti pila, která byla pronajata konkrétním provozovatelům, přičemž náklady vyplývající z vlastnictví těchto aktiv jsou plně hrazeny přijatým, pravidelně placeným nájmem. I odpisy na tato aktiva jsou zohledněna v následujících výpočtech (viz dále). Hodnota tohoto aktiva byla stanovena na základě předpokládaných finančních toků z nájmu, a to metodou DFC – entity, tedy stejně, jako hodnota core businessu Společnosti.

2.5.3 Sociální aktiva

Z minulosti zůstala v majetku Společnosti i aktiva, která ze současného pohledu Společnosti bohužel vlivem stále ještě netržních podmínek, nepřinášejí žádné zisky, ale naopak jsou ztrátová, z hlediska „umrtvených“ finančních zdrojů, ale i z hlediska možných nákladů na správu těchto objektů. Jedná se o bytový fond, který v konkrétním vyjádření představuje vlastnictví bytových jednotek nebo celých bytových domů, ale i jednotlivě stojících rodinných domů. V minulosti byly některé objekty stavěny účelově pro rodiny zaměstnanců, kteří vykonávaly víceméně nepřetržitý dozor (například hrázní apod.). Tyto objekty jsou ze současného pohledu téměř neprodejné, nicméně jsou ve valné většině Společností využívány. Horší je pak situace s objekty, které byly pořízovány v rámci řešení sociální politiky státu před rokem 1989. Tyto objekty jsou dnes již často v užívání nezaměstnanců, kterým vzhledem k regulaci nájemného Společnost nemůže „nasadit“ reálné nájemné, které by odráželo náklady na původní pořízení a správu. V mnoha případech není možné tyto bytové jednotky přímo prodat. Je tedy otázkou, jaký postup bude pro Společnost volitelný do budoucna, či zda skutečně dojde k deregulaci nájemného, což by mohlo mít příznivý dopad na hospodaření Společnosti s tímto svým majetkem. Nicméně, je otázkou, zda nebude správa takovýchto aktiv narušovat chod a potřeby core businessu Společnosti. Toto rozhodnutí leží v budoucnu před managementem Společnosti. Odpisy, které představuje tento bytový fond Společnosti jsou opětovně odečteny od celkového odpisového plánu, který byl použit pro stanovení hodnoty Společnosti.

2.6 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 C.1: Hlavní makroekonomické indikátory

		2003	2004	2005	2006	2007	2008		2006	2007
		Aktuální predikce							Minulá predikce	
Hrubý domácí produkt	růst v %, s.c.	3,6	4,2	6,1	6,1	5,3	4,9		5,9	5,0
Spotřeba domácnosti	růst v %, s.c.	6,0	2,6	2,8	4,6	5,4	3,8		4,1	4,5
Spotřeba vlády	růst v %, s.c.	7,1	-3,2	1,0	0,3	0,3	-0,5		-0,2	0,0
Tvorba hrubého fixního kapitálu	růst v %, s.c.	0,4	4,7	1,3	7,3	8,2	9,0		6,8	7,8
Příspěvek ZO k růstu HDP	proc.body, s.c.	-0,6	1,4	4,0	0,5	0,1	0,2		0,9	0,8
Deflátor HDP	růst v %	0,9	3,5	0,7	1,7	2,7	2,8		1,7	2,5
Průměrná míra inflace	%	0,1	2,8	1,9	2,5	2,1	3,2		2,5	2,4
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %	-0,7	-0,6	1,2	1,3	1,1	1,0		1,3	1,2
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	průměr v %	7,8	8,3	7,9	7,2	6,4	6,0		7,2	6,7
Objem mezd a platů (dom.koncept)	růst v %, b.c.	6,0	6,4	6,6	7,5	7,5	7,1		7,4	7,3
Podíl BČ na HDP	%	-6,2	-6,0	-2,6	-4,2	-3,5	-2,4		-4,5	-3,5
<i>Předpoklady:</i>										
Směnný kurz CZK/EUR		31,8	31,9	29,8	28,3	27,9	27,3		28,3	27,7
Dlouhodobé úrokové sazby	% p.a.	4,1	4,8	3,5	3,8	3,8	3,9		3,8	4,2
Ropa Brent	USD/barel	28,8	38,3	54,4	65,4	57,3	55,5		65,4	58,3
HDP eurozóny (EA-12)	růst v %, s.c.	0,8	2,0	1,3	2,7	2,2	2,2		2,6	2,0

Zdroj: Makroekonomická predikce ČR; MF ČR

Prakticky ze všech makroekonomických ukazatelů vyplývá, že české hospodářství je v současnosti ve velmi dobré situaci. Pochopitelně existují jistá rizika (výše růstu národního dluhu a s tím související schodek veřejných financí, tempo růstu zadluženosti domácností, vysoká závislost na jednom odvětví – automobilový průmysl, pokles růstu investiční aktivity, dosud relativně nízká produktivita práce – zejména ve srovnání EU15 ...), avšak jako celek se česká ekonomika jeví jako dlouhodobě konkurenceschopná s udržitelným rozvojem do budoucna.

2.7 Strategická a odvětvová analýza

2.7.1 Popis trhu

Popis relevantního trhu, na kterém společnost působí je velice komplikované, protože sladkovodní chov ryb představuje zejména péči a údržbu o vodní plochy, které mají z mimorybářského multifunkčního hlediska nezastupitelné postavení (například krajinnotvorba, přirozená plocha pro ochranu rozličných živočišných a rostlinných druhů nebo retenční nádrže pro případy povodní, ale také jako rekreační oblasti, atp.)

Chov ryb je tedy bytostně spojen s pojmem rybníkářství, které má v českých zemích dlouhou tradici. Bohužel, v minulém režimu došlo neuváženým scelováním zemědělských ploch k mnohaletým splachům z povodí do rybníků.

„...Seriozní odhady naznačují, že celá třetina kapacity rybníků je dnes zanesena bahnem. Náprava této situace je záležitostí nejen dlouhodobou, ale především tak nákladnou, že se vymyká reálným možnostem státního rozpočtu, natož možnostem společností obhospodařujících rybníky v současnosti (které nakonec tento stav nezapříčinily). Přitom důsledky této situace mohou sehrát společensky a ekonomicky rozhodující úlohu při velkých povodních, kdy právě rybníky jsou schopny zachytit obrovské povodňové vlny (v průběhu katastrofálních povodní v roce 2002 jen samotné třeboňské rybníky zadržely více než dvojnásobek vody ve srovnání se třemi největšími jihočeskými přehradními nádržemi /Lipno, Orlík, Římov/ dohromady). Odbahnění rybníků je dnes oprávněně nejvážnějším problémem

našeho rybníkářství i celé české a moravské krajiny. ...“ (cit. z čl. Produkční rybářství v ČR, www.cz-ryby.cz).

Z uvedeného plyne celá řada souvisejících problémů (krajinotvorby, finančních zdrojů, dotací apod.), které přesahují rámec tohoto dokumentu. Česká vláda rozhodla koncem roku 2006 o státní podpoře z národního programu v celkové výši 4,5 miliard a z evropských zdrojů 1 miliardu korun. Hlavní směr toku těchto finančních zdrojů představují investice do produkce, výstavby a reprodukce a zejména odbahnění rybníků. Cílem této podpory je udržení celkové produkce sladkovodních ryb v ČR do roku 2013 na úrovni 20 tis. tun ročně. (*Zdroj Podniky a trhy, HN 2.11.2006; www.enviweb.cz, článek Rybáři se mohou těšit na štědrou podporu*)

Nicméně kromě těchto problémů existuje ještě další mimorybářský multifunkční pohled na chov ryb, zejména ochrana ostatních živočišných druhů:

„...Podobně lze hovořit o donekonečna diskutovaném problému působení rybožravých predátorů (zejména kormorána, vydry a volavky). Stejně jako ve většině zemí EU, i v České republice tito predátoři devastují rybí obsádky a populace způsobem, jaký nemá obdoby a je státem z pozice chráněných živočichů kompenzačně vykrýván v podstatě symbolicky. Jen v roce 2003 dosáhly predátory způsobené škody v chovech ryb spolu s volnými vodami fantastické částky kolem 570 milionů Kč, přičemž úhrady od státu se poskytovaly v desítkách milionů korun. ...“ (cit. z čl. Produkční rybářství v ČR, www.cz-ryby.cz).

Je otázkou, jak trh nebo stát zajistí kompenzaci těchto škod v produkci, které nejsou zaviněny producenty.

Trh s rybím masem prozatím nejeví známky nebezpečných nákaz (jako byly v minulosti BSE nebo ptačí chřipka). I když podle tvrzení zástupců společnosti není chov ryb bez z hlediska udržení zdraví chovaných ryb bez rizika, lze předejít celé řadě problémů uzavřeným chovem a dále pak řadou bezpečnostních opatření, která Společnost realizuje pravidelně a velmi striktně dodržuje systém kvality výroby i v této oblasti. Vedle červeného a drůbežního masa, tedy trh s rybím masem, i vzhledem ke zdravotnímu hledisku, může mít do budoucna pozitivní vývoj, a to jak v české spotřebě, tak ve spotřebě zahraniční. Tento názor dokládá i dále zveřejněný názor:

„...Přes všechny problémy je však možno budoucí výhled produkčního rybářství České republiky považovat za optimistický. Tento pohled vychází nejen ze staleté tradice, která historicky prověřila jeho schopnost adaptace na nové podmínky i nadčasovost jeho poslání. Jistou dávkou optimismu lze nakonec čerpat i ze samotného kapra jako dominantní chovné ryby. Ten je sice „jen“ regionálním evropským produktem, nicméně jeho pozice má všechny předpoklady spíše k posílení než k propadu. Tím spíše, že je stále více oceňována jeho mimořádná organická hodnota, kterou dávno dobře znají četní evropští konzumenti. ...“ (cit. z čl. Produkční rybářství v ČR, www.cz-ryby.cz).

Vlivem výše uvedených skutečností, zejména pak poptávky na trhu s rybím masem, není společnost Klatovské rybářství a.s. silně závislá na ekonomické aktivitě prostředí, avšak pochopitelně, ekonomická stabilita regionu může hospodaření společnosti ovlivnit, protože ryba není ještě na typickém českém jídelníčku (vyjma Vánoc) samozřejmostí.

Předpokládaná míra nezaměstnanosti do deseti procent nemá vliv velký na změnu mezd ve společnosti.

Z nezávislého pohledu je otázkou, jakou má v současné době Společnost šanci v rámci konkurenčního prostředí. Současný vývoj ale tyto negativní trendy příliš nepředpovídá a

naopak se jeví tato oblast podnikání, právě z hlediska budoucího vývoje domácího trhu velice perspektivní.

Rybníkářství a rybářství má v českých zemích skutečně velice dlouhou historii a tradici. Existují i statistiky vývoje už od 13. století (viz dále), které skutečně v mnoha odvětvích lidské činnosti (a v českých zemích zejména), není možné nalézt:

Vývoj výměry obhospodařovaných rybníků na území dnešní České republiky

	hektary	poznámky
Koncem 13. století	cca 10 000	
Kolem roku 1380	cca 75 000	
Začátek 16. století	cca 100 000	během pouhých 50 let (konec 15. a začátek 16. století) vybudováno 25 tisíc nových rybníků
Kolem roku 1585	cca 180 000	
80. léta 18. století	cca 77 000	necelých 21 tisíc rybníků
Kolem roku 1840	cca 35 000	
1904	43 934	11 816 rybníků
po roce 1918	10 852	(jen jihočeské rybníky ve státní správě; do roku 1938 tato výměra vzrostla na 11 033 hektarů /45 % celkové výměry zůstávalo v individuálním nebo komunálním vlastnictví/)
1925	49 045	z toho 20 577 ha na jihu Čech
1930	44 030	
1938	cca 46 000	
1953	37 116	jen Státní rybářství
1955	39 435	jen Státní rybářství
1960	40 530	jen Státní rybářství
1965	41 684	jen Státní rybářství
1970	cca 52 400	z toho Státní rybářství obhospodařovalo 80 % (produkovalo na nich 95,1 % celkového objemu tržních ryb), Školní rybářství, Československý rybářský svaz (ČRS) a Výzkumný ústav rybářský a hydrobiologický (VÚRH) 7,2 %, ostatní uživatelé 12,8 %
1975	41 516	jen Státní rybářství
1977	50 980	z toho 41 383 ha Státní rybářství (81,2 %), 2900 ha Školní rybářství, ČRS a VÚRH, 3500 ha JZD a státní statky, 3200 ha MNV a ostatní
1984-1988	cca 50 000	z toho cca 41 000 ha Státní rybářství
1989	41 874	jen Státní rybářství (40 292 ha) a Školní rybářství (1582 ha)
1994	41 318	30 706 ha členové Rybářského sdružení (většinou soukromé subjekty), 10 612 ha ostatní
1997	41 619	33 445 ha členové Rybářského sdružení, 8174 ha ostatní
2002	cca 42 000	35 487 ha (85 %) členové Rybářského sdružení, cca 6500 ha ostatní
2003	cca 42 000	35 209 ha členové Rybářského sdružení, cca 6700 ha ostatní

Je otázkou financí a celkové legislativy, zda a jakým tempem mohou celkové vodní plochy vhodné k rybářství růst. V ČR existuje zákon o vodách, který sladkovodní rybářství neomezuje. Na druhé straně však od roku 2004 platí zákon o ochraně přírody a krajiny, který ve svém důsledku hospodaření na rybnících omezuje.

Z následující tabulky pak vyplývá i vývoj výlov ryb v českých podmínkách od 13. století:

Vývoj výlovu na území dnešní České republiky

období/rok	tuny	Poznámky
koncem 13. století	ročně cca 200 - 300	kapr a štika ve vyrovnaném poměru
2. polovina 16. století	ročně cca 4000 - 6000	zejména kapr
polovina 19. století	ročně cca 1000 - 2000	zejména kapr
začátek 20. století	ročně cca 2500	
1904	2659	
1925	cca 1200	
1927	cca 2000	
1929	1784	pokles důsledkem extrémní zimy
1930	3259	
1934	2456	
1935 - 1938	ročně cca 2500 - 3200	
1945	cca 1300	důsledek II. světové války
1949	cca 3100	
1950	cca 4200	
1954	4934	jen Státní rybníkářství
1955	5396	jen Státní rybníkářství
1960	7386	jen Státní rybníkářství
1970	10 396	jen Státní rybníkářství
1975	12 965	jen Státní rybníkářství
1980	13 500	jen Státní rybníkářství
1985	14 791	
1989	17 342	16 549 t Státní rybníkářství a 733 t Školní rybníkářství
1990	19 300	z toho 18 169 tun Státní rybníkářství
1995	18 648	z toho 14 977 tun členové Rybníkářského sdružení
1996	18 200	z toho 14 322 tun členové Rybníkářského sdružení
1997	17 560	z toho 14 254 tun členové Rybníkářského sdružení
1998	17 231	z toho 14 035 tun členové Rybníkářského sdružení
1999	18 775	z toho 14 899 tun členové Rybníkářského sdružení
2000	19 475	z toho 15 815 tun členové Rybníkářského sdružení
2001	20 098	z toho 16 693 tun členové Rybníkářského sdružení
2002	19 210	z toho 15 996 tun členové Rybníkářského sdružení
2003	19 670	z toho 16 609 tun členové Rybníkářského sdružení
2004	19 384	z toho 16 793 tun členové Rybníkářského sdružení

2.7.2 Charakteristika relevantního trhu

a) Segmentace trhu

Český trh sladkovodních ryb představují rybářské společnosti hospodařící především na rybnících s výše popsány problémy (zejména zabahněním a predátory – kormorán a volavka). Některé rybářské společnosti vlastní zpracovny rybiho masa a připravují celou řadu rybích produktů od prodeje pouze vykuchaných chlazených ryb, přes mražené nebo uzené, až po různé rybí paštiky, saláty apod. lze tedy prohlásit, že portfolio produktů oceňované společnosti víceméně kopíruje trh, kde jsou všechny základní druhy realizovány na trhu jako prodej živých nebo chlazených, mražených, případně uzených zpracovaných ryb.

Na základě údajů zveřejněných Rybářským sdružením České republiky vyplývá konkrétní segmentace relevantního trhu sladkovodních ryb z hlediska produkce (výlovu):

Druhové složení tržních ryb vyprodukovaných chovem v České republice v letech 1996 - 2004

ryby podle druhů	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
kapr	15 940	15 170	15 061	16 448	17 106	17 421	16 596	16 935	16 996
lososovité ryby*)	729	580	651	842	815	796	743	711	694
lín, síhové	407	531	450	401	300	212	228	243	213
býložravé ryby**)	644	723	528	492	709	1151	1041	1026	850
dravé ryby***)	132	177	176	170	180	170	218	232	194
ostatní	348	379	365	422	365	348	384	523	437
CELKEM	18 200	17 560	17 231	18 775	19 475	20 098	19 210	19 670	19 384

*) pstruh duhový, siven americký

***) amur bílý, tolstolobec pestrý, tolstolobik bílý

****) štika obecná, candát obecný, sumec velký, úhoř říční, okoun říční

Výše uvedené sdružení pak zveřejňuje i další členění produkce podle způsobu zhodnocení:

Zhodnocení tržních ryb v České republice v letech 1996 - 2004 (v 1000 tunách)

(do zhodnocení je v daném roce zakalkulována vlastní produkce spolu se zásobou ryb roku, ztrátami a případným dovozem sladkovodních ryb)

Rok	Prodej živých ryb v tuzemsku	Zpracované ryby (v živé hmotnosti)	export živých ryb
1996	8,5	1,9	8,2
1997	7,6	1,4	7
1998	7,5	1,6	8,8
1999	8,5	1,8	8
2000	8,5	2,1	9,2
2001	7,8	2,1	10
2002	7,6	1,6	9,7
2003	7,8	1,8	9,4
2004	8,2	1,7	9,5

b) Faktory atraktivity faktory předpokladů vývoje relevantního trhu

Trh je tedy tvořen výrobcí sladkovodních ryb, zejména kapra, který je chován nejčastěji pro vánoční trh. Nicméně, ze statistik spotřeby v ČR vyplývá, že od roku 1989 se typický český jídelniček postupně mění, a to směrem ke zdravějšímu složení. Ryby tento trend významně podporují. Následující tabulka uvádí, v jakém poměru je v české populaci spotřeba mořských a sladkovodních ryb.

Spotřeba rybního masa v ČR [kg/obyvatele/rok]	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Celkem	5,2	5,3	5,4	5,4	5,3	5,5	5,5
z toho sladkovodních ryb	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9

Z posledních průzkumů vyplývá, že výlov ve světových mořích stagnuje. Celková spotřeba rybního masa v EU představuje 21,5 kg/obyvatele/rok, přičemž například stěžejní produkt – kapr je dominantní a česká produkce představuje podíl na celkové produkci kapra v Evropě 13% podíl. Celosvětově pak producenti kapra realizují výlov 3 500 000 t/rok.

Srovnání spotřeby rybního masa - celosvětově	2001 [kg/obyvatele/rok]
World	16,3
Africa	13,9
North & Central America	7,8
South America	8,8
China	25,6
Asia (Excluding China)	14,1
Europe	19,8
Oceania	23,0
Industrialized Countries	28,6
Economies in transition	11,4
LIFDCS (Excl. China)	8,5
Developing countries (excl. LIFDCS)	14,8

Tato situace představuje, podle studie FAO významný potenciál k růstu spotřeby sladkovodních ryb. Konkrétně pak v EU25, nevyjímaje ČR, pak tato studie předpokládá růst (1-12) %.

2.7.3 Konkurenční struktura relevantního trhu

a) Hlavní přímí konkurenti

Největším českým, ale zároveň i evropským sladkovodním rybářstvím je společnost Rybářství Třeboň. Její roční produkce představuje 2.900 t ryb. Celkově hospodaří na téměř 7,5 tis. ha vodní plochy. Zároveň patří do skupiny Rybářství Třeboň Hld. a.s., která sdružuje Rybářství Třeboň, a.s. Rybářství Hluboká a.s. a České rybářství a.s. v Mariánských Lázních. Od ledna 2007 fúzovaly do skupiny i další podniky, zejména Rybářství Tábor a.s. Tato skupina je na českém trhu produkce sladkovodních ryb bezkonkurenčně na první místo, kdy sama o sobě představuje třetinu celé roční produkce. Současně se jedná o největšího evropského producenta sladkovodních ryb, což dokládá i tradiční postavení rybářství v celé české ekonomice, i když jeho význam nebyl dosud zcela doceněn.

Z geografického hlediska je společnost Klatovské rybářství a.s. vklíněna do Rybářství Třeboň Hld. a.s. Její tržní postavení je velmi dobré. Nabídkou doprovodných služeb, zejména odstřel divokých kachen tak vlastně zapadá do celkového regionu a může se stát zajímavým do budoucna pro zahraniční turisty, kteří se orientují na tuto oblast. Ve výroční zprávě za rok 2005 je uvedena skutečnost nárůstu a ziskovosti právě této myslivecké aktivity.

b) Možné substituty výrobku nebo produktu podniku

Nejdůležitějším a nejčastějším substitutem rybího masa je maso drůbeží, kterému není schopno rybí maso prozatím cenově vůbec konkurovat. Při běžném pohledu na spotřebitelskou úvahu (například v restauraci), si rodina objedná rybí porci pouze výjimečně, protože cena je uvedena podle váhy konkrétní ryby (nelze tedy předem přesně odhadnout, jakou cenu zaplatí rodina za čtyři porce pstruha...). Naproti tomu, ostatní druhy masa, zejména pak právě maso drůbeží, představuje pro běžného spotřebitele z hlediska ceny jistotu.

Kromě drůbežího masa může být substitutem i maso mořských ryb a živočichů, nicméně, statistiky dokazují, že v posledních deseti letech roste spotřeba mražených mořských ryb, ale cena již stagnuje a u některých druhů dokonce i klesá, což představuje možný potenciál růstu cen sladkovodních ryb.

c) Bariéry vstupu do odvětví

Základní bariérou je vlastnictví příslušné vodní plochy. Z výše uvedeného vývoje růstu vodních ploch rybníků vyplývá, že tato bariéra představuje skutečný stopstav růstu konkurence v ČR. Kromě problému rybníkářství, je pak velmi komplikovanou otázkou založení chovu, k čemuž je zapotřebí dostatek odborníků s konkrétními znalostmi. Tato bariéra však v České republice není nepřekonatelná.

2.7.4 Postavení na relevantním trhu

Nicméně tržní podíl na celkové české produkci sladkovodních ryb se pohybuje ustáleně na cca 5%. Vzhledem k tomu, že plán vývoje celkového tržního potenciálu produkčního rybářství v ČR stanovený a prosazovaný vládou je také konstantní, není důvod předpokládat, že by společnost byla z tohoto hlediska ohrožena. Nicméně, konkrétní podíly v konkrétních letech a produktech (historicky), jsou předmětem bodu 2.7.6 tohoto dokumentu.

2.7.5 Sumarizace (výstupy) strategické analýzy

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

a) Analýza vnějšího potenciálu

Analýza atraktivitu trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivitu							Váha x body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3					x			12
Velikost trhu	2						x		10
Intenzita konkurence	3			x					6
Průměrná rentabilita	1			x					2
Bariéry vstupu	1				x				3
Možnost substituce	2			x					4
Citlivost na konjunkturu	1					x			4
Struktura zákazníků	3				x				9
Vlivy prostředí	1						x		5
GELKEM	17								55

Maximální počet bodů: 102

Dosažené hodnocení: 53,92%

Závěr: Atraktivita analyzovaného trhu pohybuje okolo průměru.

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

Výstupy externí analýzy

Příležitosti
stagnace a pokles cen mořských ryb => možnost růstu cen rybiho masa sladkovodních ryb
stagnace výlovu ve světových mořích => růst spotřeby sladkovodních ryb
možnosti státní podpory v rámci krajiny tvorby
růst životní úrovně českých spotřebitelů => změna struktury jídelníčku

Hrozby
další snižování cen drůbežního masa a růst produkce tohoto substitutu
lobby zpracovatelů mořských ryb v EU
růst populace predátorů (kormorán, volavka)
zásah státu - rybníky jako retenční nádrže

b) Analýza vnitřního potenciálu

Analýza vnitřního potenciálu navazuje na předchozí analýzu vnějšího potenciálu a měla by prokázat, že Společnost je schopna realizovat příležitosti definované trhem 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 vizí
2. Schopnost tvorby strategie	Žádná						X		Vedení jasnou strategií
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, přetížené 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. Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jednostrannost				X				Ovládá obě oblasti
Četnost bodů		0	0	0	3	1	6	0	
Body x četnost		0	0	0	9	4	30	0	

Získaný počet bodů = 43

Průměrný počet bodů = 4,3

Závěr: Management Společnosti vykazuje naprůměrnou 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 fluktuace										
1. Závislost na klíčových odbornostech	Provoz podniku je vysoce závislý na pracovnících 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	2	1	1	2	0		
Bodů x četnost		0	1	4	3	4	10	0		

Získaný počet bodů = 22

Průměrný počet bodů = 3,14

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 žádnou 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)	Nízký, 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	Žádné motivační systém					X				Propracovaný motivační systém
6. Podíl úspěšných výzkumných projektů	Malý						X			Vysoký
7. Strategie výzkumných prací	Žádný výzkum nebo improvizované řízení						X			Jasně cíle a strategie, propracované vazby mezi výzkumem a marketingem
8. Podíl nákladů na výzkum a vývoj na tržbách	Nízký podíl			X						Nadprůměrný podíl
Četnost bodů		0	0	4	0	1	3	0		
Body x četnost		0	0	8	0	4	15	0		

Získaný počet bodů = 27

Průměrný počet bodů = 3,38

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. Existuje pouze riziko zvyšujícího požadavku na kvalitu zpracování, který úzce souvisí s investičními možnostmi a volbou investiční politiky do budoucna. Uvedené příležitosti trhu je schopna Společnost z objektivního pohledu využít.

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

Výstupy interní analýzy

Příležitosti
stabilní tržní postavení s dostatečným, konkurenceschopným zázemím vlastní vodní plochy
uzavřený chov, geografické rozložení
nové investice a vlastní know-how

Hrozby
nízká možnost růstu vzhledem k "obklíčení" konkurencí
zastaralé technologie
podkapitalizace

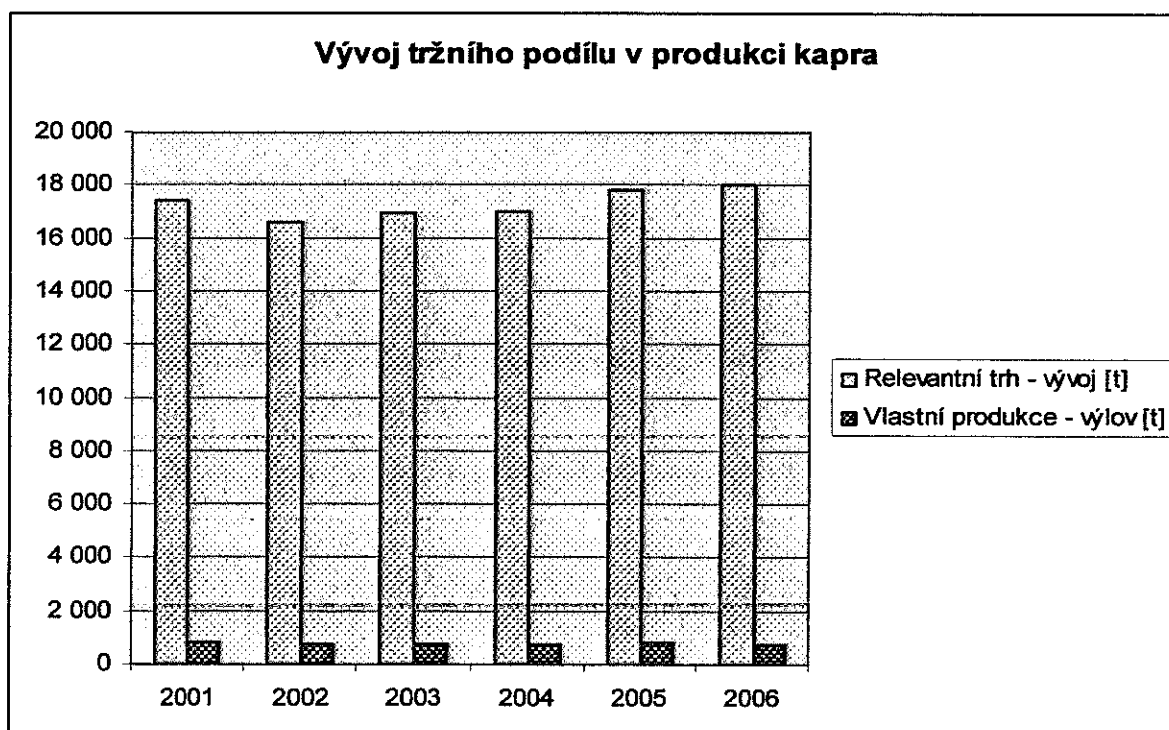
Z krátkodobého pohledu lze tedy prohlásit, že externě i interně je Společnost schopna dosáhnout svých zvolených cílů. V dlouhodobém horizontu je splněn předpoklad tzv. „going concern“.

c) Analýza konkurenční síly Společnosti

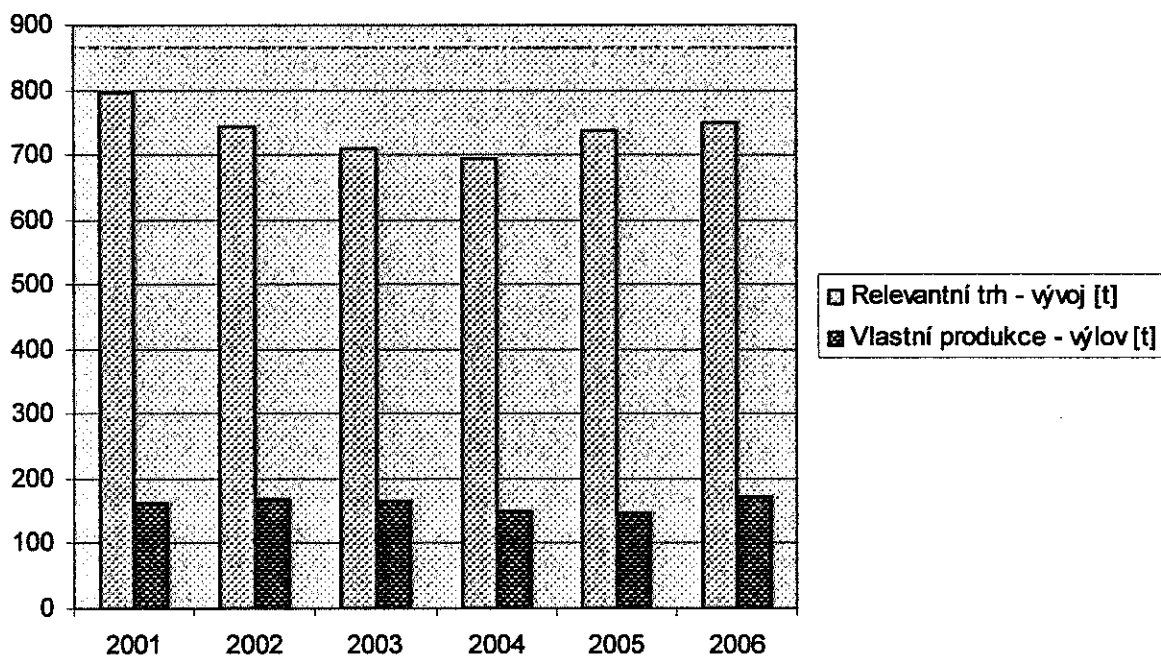
Analýza dosahovaných tržních podílů s krátkodobým odhadem do budoucna

Vzhledem ke skutečnosti, že nejsou bohužel dosud k dispozici sofistikované odhady budoucích trendů pro obor, ve kterém Společnost podniká žádnou oborovou institucí (například Rybářským sdružením) ani MPO ČR [existuje pouze studie FAO s velmi širokým rozpětím možného růstu (1 – 12%), ale naštěstí potvrzující pozitivní trend vývoje] je potřeba na základě dosavadních vývojových tendencí stanovit prognózu vývoje.

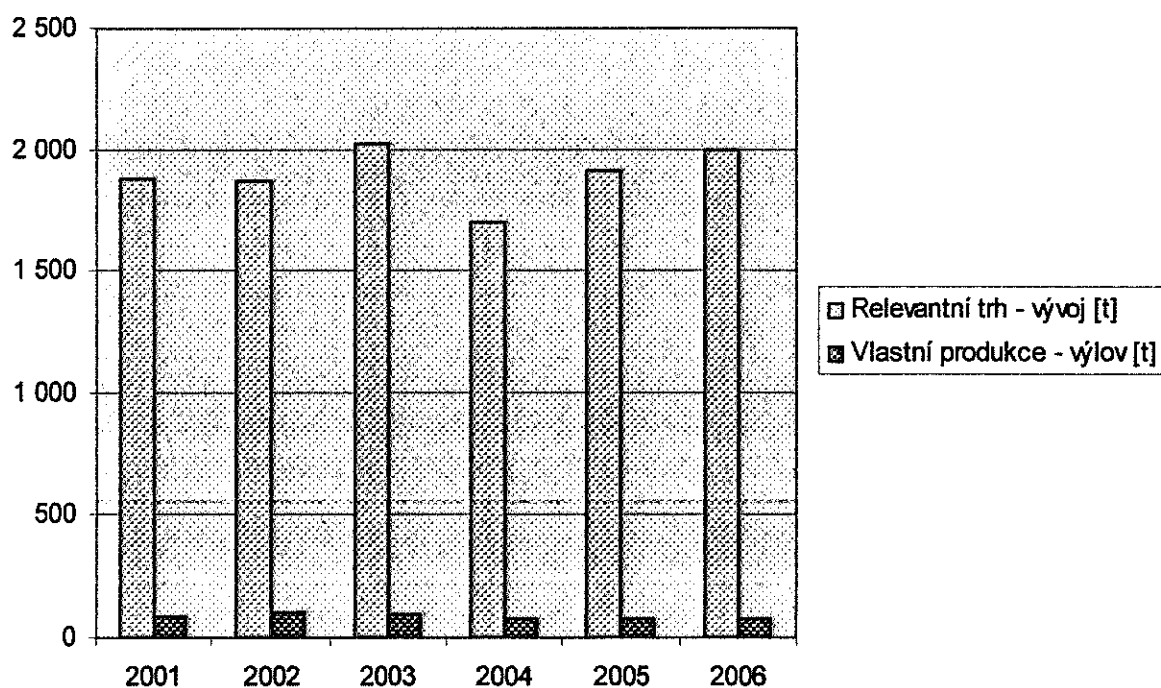
Následující grafy zobrazují dosažené tržní podíly po jednotlivých produktech, které Společnost realizuje:



Vývoj tržního podílu v produkci lososovitých ryb



Vývoj tržního podílu v produkci ostatních ryb



Uvedené grafy zachycují produkci z hlediska výlovu a prodeje živých ryb. Při celkovém pohledu je zapotřebí vzít v úvahu ještě další, podrobnější členění i z hlediska zpracování ryb.

Vzhledem k širokému portfoliu vyráběných produktů a jejich velmi rozdílným dosahovaným tržním podílům byl pro celkovou orientaci v trendech zvolen celkový tržní podíl. Následně byl sledován a extrapolován tento celkový trend tržního podílu, a to na základě polynomické funkce. Tento trend byl v zásadě potvrzen na základě analýzy závislosti na makroekonomických veličinách relevantního trhu a znalosti konkurence a jejích kapacit, a to jak z hlediska odběratelů, tak z hlediska dodavatelů. Znalec nebyl Společností zmocněn ke zveřejnění podkladů a informací, ze kterých byly tyto analýzy dovozeny z důvodu jejich neveřejnosti. Majitelem těchto podkladů a informací je Společnost, neboť si je získává průběžně na základě vlastních studií a poznatků a částečně představují (z obchodního hlediska) know-how.

Závěrem lze prohlásit, že existuje reálný předpoklad pozitivního vývoje tržního podílu Společnosti na relevantním trhu, protože existují pozitivní růstové tendence (externí i interní). Kromě toho má společnost připraveny nové produkty a slitiny požadované trhem.

Profil konkurenční síly

Kritérium	Hodnocení						
	Konkurence má převahu			Průměr		Podnik má převahu	
	0	1	2	3	4	5	6
Kvalita výrobků					X		
Technická úroveň výrobků				X			
Cenová 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:

Korelace s minulostí

V rámci šetření byla srovnána podobným způsobem uvedená kritéria s minulým vývojem, přičemž hodnocení konkurenční síly pozitivně koreluje s vývojem celkového tržního podílu (definice tržního podílu – viz výše).

Struktura konkurentů

Hodnocení konkurenční síly není vztahováno ke všem konkurentům pohybujícím se na relevantním trhu zvláště, ale k trhu obecně, neboť podstata struktury konkurence na trhu je dána mírně odlišným zaměřením všech výrobců (některé subjekty vlastní zpracovnu, některé ne, některé jsou více zaměřeny na sportovní nebo rekreační využití – rybolov, lov pernaté zvěře atd.), tzn. vývoj každého výrobce byl mírně odlišný.

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. Je zde analogie školního známkování, přičemž bylo z důvodů potřeby přehlednějšího hodnocení zvolena šestibodová hodnotící stupnice, kde průměr představují tři stupně. Průměr však může mít ještě 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).

Analýza atraktivity trhu

	Kritérium	Váha	Bodové hodnocení						Váha x body	
			Negativní		Průměr		Pozitivní			
			0	1	2	3	4	5		6
Přímé faktory	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
Nepřímé faktory	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 byla využita předcházející hodnocení managementu, personálu, majetku a investic. Dále je potřeba upozornit na skutečnost, že na rozdíl od předcházející tabulky, kde byla použita pouze šestistupňová hodnotící škála, byla v tomto případě doplněna přiřazením vah jednotlivým kritériím. Volbou váhy byl zohledněn význam jednotlivých kritérií z hlediska atraktivity trhu. Kritérium finanční situace bylo hodnoceno na základě finanční analýzy (viz dále).

2.7.6 Závěr strategické analýzy

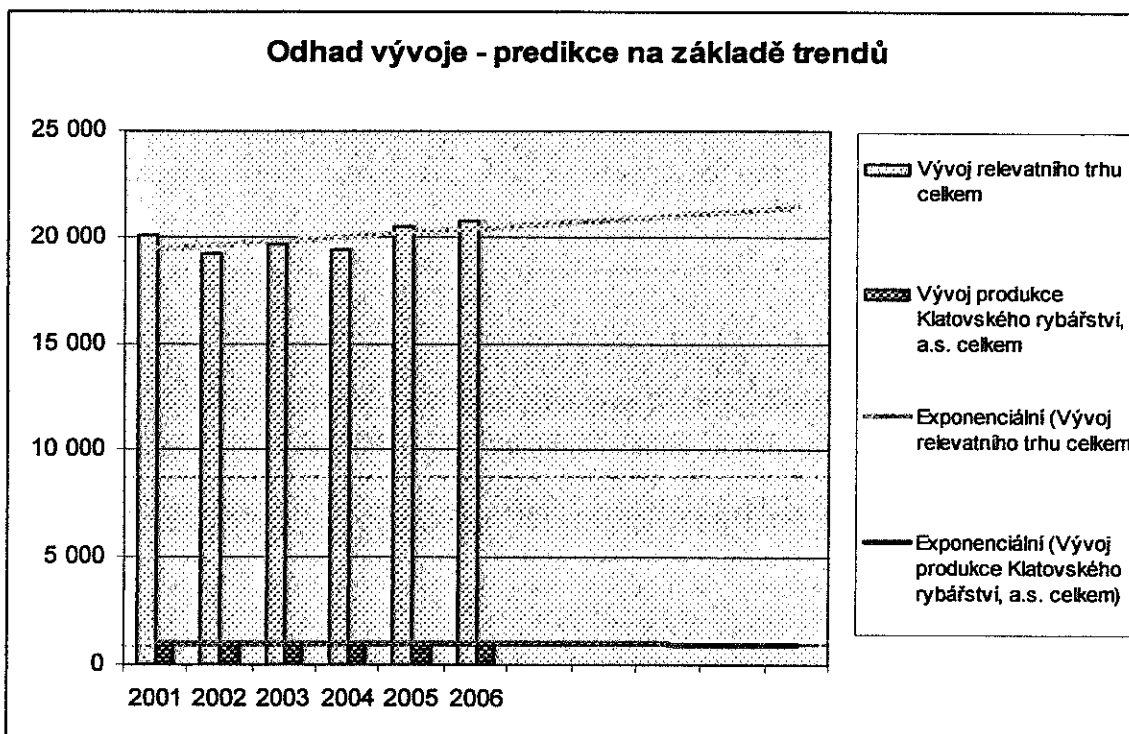
a) Matice perspektivnosti podniku (Bostonská matice)

Konkurenční síla	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
		Nízká	Střední	Vysoká
		Atraktivita trhu		

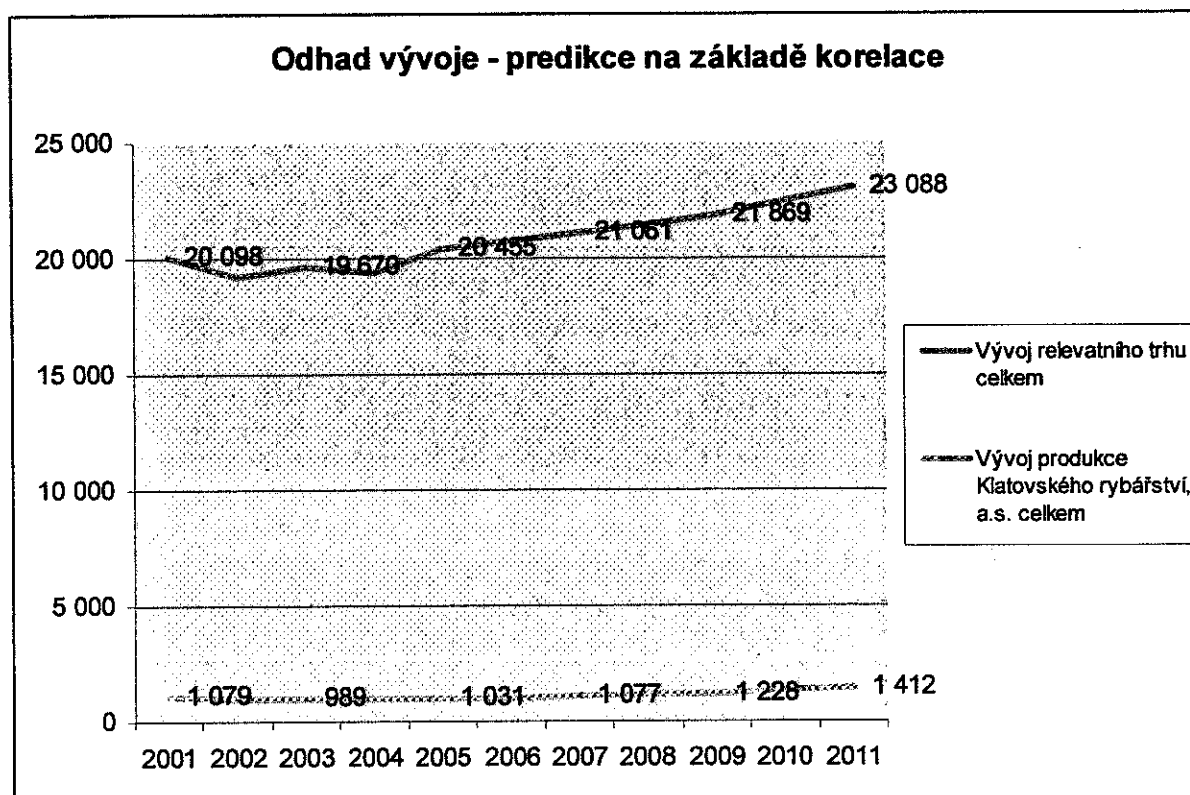
Závěr: Klatovské rybářství a.s. je tedy společností s přijatelnou perspektivou.

b) Predikce vývoje tržních podílů vyráběných produktů – relevantní trh

Na základě výše uvedených skutečností a předpokladů je možné stanovit s ohledem na kapacitní možnosti a absorpční schopnosti trhu vývoj tržního podílu Společnosti. Pro první přiblížení a vytvoření názoru byla použita predikce na základě spojnice trendu:



Pro srovnání je v grafu uvedena i predikce (analogicky) pro predikci vývoje produkce Společnosti. Následující graf zachycuje predikci vývoje produkce ryb na relevantním trhu. Opětovně byla do grafu pro srovnání včleněna již i produkce Společnosti stanovená na základě korelace, která je však předmětem výpočtu popsaného v dalším textu. Oba grafy poměrně přehledně zachycují vývoj jak v minulosti, tak víceméně shodně předpokládaný vývoj i do budoucna.



c) Prognóza tempa růstu a vlastních tržeb Společnosti

Dále je tedy možné přistoupit na základě prognózy růstu trhu a prognózy tržního podílu podniku (ale s ohledem na dosavadní tempo růstu vlastních tržeb a jejich extrapolace) k návrhu prognózy růstu tržeb společnosti Klatovské rybářství, a.s.

Rok	Kategorie	Rozhodnutí	Rozhodnutí (R)	Delta (R)	Delta (R)	Delta (R)	Delta (R)	Delta (R)	Delta (R)	Prodej tržních ryb v tuněch (celkem včetně nakoupených)			Prodejní zisk			Prodejní zisk			Prodejní zisk			Celkový objem tržeb (tis. Kč)
										Prodej tržních ryb (tis. kg)	Prodejní zisk (tis. Kč)	Prodejní zisk (%)	Prodejní zisk (tis. Kč)	Prodejní zisk (%)	Prodejní zisk (tis. Kč)	Prodejní zisk (%)	Prodejní zisk (tis. Kč)	Prodejní zisk (%)	Prodejní zisk (tis. Kč)	Prodejní zisk (%)		
2001	2001	17 421	831	4,77%	312	387	876	50	18 794	48	18 916	31 774	129	87,24	81,28%	78	2 872	28 148				
2002	2002	18 084	741	4,61%	323	388	720	20	17 831	48	18 346	36 976	119	102,14	81,32%	78	2 872	30 120				
2003	2003	18 346	723	4,33%	302	379	840	22	16 212	48	16 232	24 827	117	104,18	84,88%	78	2 872	32 702				
2004	2004	18 994	774	4,55%	309	360	840	43	16 234	41	16 275	29 248	97	102,16	82,01%	81	3 007	35 709				
2005	2005	17 804	743	4,51%	293	320	811	18	18 642	44	18 662	29 744	104	104,26	81,82%	86	3 134	32 878				
2006	2006	18 000	741	4,33%	241	400	732	38	13 268	44	13 312	24 831	112	104,27	82,81%	80	2 903	35 781				
2007	2007	18 279	816	4,85%	314	388	866	125	17 879	48	17 927	24 844	112	107,48	81,82%	78	2 872	38 654				
2008	2008	18 084	879	4,73%	320	389	709	171	18 482	48	18 625	34 407	116	103,37	81,82%	78	2 872	41 526				
2009	2009	18 871	846	4,52%	344	413	783	128	20 323	48	20 371	46 821	120	102,25	81,82%	81	3 007	44 823				
2010	2010	19 448	1077	5,23%	370	449	819	197	23 424	49	23 473	60 821	123	102,76	81,82%	85	3 134	47 957				
2011	2011	20 028	1067	5,45%	393	482	844	212	24 008	51	24 059	63 321	127	103,81	81,82%	86	3 134	51 091				
2012	2012	743	184	25,00%	48	51	84	81	3 168	82	3 250	4 821	129	102,96	71,88%	86	3 134	18 001				
2013	2013	711	168	23,53%	31	31	62	105	2 844	69	2 913	4 206	129	104,05	81,81%	86	3 134	17 042				
2014	2014	694	162	21,90%	45	60	109	62	4 023	88	4 111	5 136	142	107,10	72,89%	106	3 638	22 711				
2015	2015	737	168	22,80%	55	55	96	96	4 164	82	4 246	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	26 586				
2016	2016	760	172	22,81%	43	35	74	84	4 164	82	4 246	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	29 451				
2017	2017	741	176	23,81%	46	38	64	84	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	32 316				
2018	2018	776	181	23,17%	46	41	64	84	4 481	88	4 569	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	35 181				
2019	2019	776	181	23,17%	46	41	64	84	4 481	88	4 569	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	38 046				
2020	2020	831	186	22,38%	46	44	64	84	4 644	90	4 732	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	40 911				
2021	2021	831	186	22,38%	46	44	64	84	4 644	90	4 732	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	43 776				
2022	2022	1 041	246	23,55%	38	30	51	62	5 194	100	5 294	6 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	46 641				
2023	2023	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	49 506				
2024	2024	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	52 371				
2025	2025	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	55 236				
2026	2026	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	58 101				
2027	2027	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	60 966				
2028	2028	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	63 831				
2029	2029	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	66 696				
2030	2030	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	69 561				
2031	2031	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	72 426				
2032	2032	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	75 291				
2033	2033	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	78 156				
2034	2034	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	81 021				
2035	2035	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	83 886				
2036	2036	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	86 751				
2037	2037	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	89 616				
2038	2038	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	92 481				
2039	2039	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	95 346				
2040	2040	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	98 211				
2041	2041	1 071	246	22,96%	31	31	64	76	4 228	88	4 316	5 136	142	107,10	72,89%	110	3 868	101 076				

2.8 Finanční analýza společnosti

Finanční analýza společnosti vychází z auditovaných výsledků společnosti až do 31.12.2006. Podrobný přehled této analýzy je součástí tabulkové části (poslední období k rozhodnému dni je zkrácené o neúplné roční hospodářské výsledky; uvedeno je tedy pouze pro orientaci).

Rentabilita

Společnost vykazuje ve sledovaném období relativně nízkou rentabilitu. Nicméně, rok 2006 představoval potvrzení pozitivního trendu vývoje. Důvodem pozitivního vývoje posledních let je mj. i pozitivní trend nárůstu výkonů. Ale současně roste podíl ostatních provozních výnosů na zlepšeném hospodaření Společnosti (v oblasti provozního hospodářského výsledku), což je obtížně predikovatelná veličina. Polovina roku 2007 představuje prozatím potvrzení pozitivního trendu, avšak skutečnost daného hospodářského období vzhledem k charakteru výroby a průběhu tržeb v roce ovlivní až vánoční prodeje těsně před koncem roku. Rentabilita celkových aktiv (ROA) se pohybuje v rozmezí -0,77% až 2,23%. Avšak tyto extrémní hodnoty byly dosaženy v letech 2001 a 2002 a současnost se tedy udržuje pod hranicí 1%. Rentabilita vlastního jmění (ROE) logicky kopíruje vývoj ukazatele ROA dosahuje za rok 2006 hodnoty 0,05%.

Aktivita

Ve sledovaném období Společnost vykazovala mírně klesající obrat celkových aktiv. Důvodem je rychlejší pokles tržeb v posledních letech. V aktivech rostou stálá aktiva, kde postupně roste podíl pozemků. V roce 2007 Společnost prodala finanční investici, nicméně, realizace platby bude až podle smlouvy o prodeji cenných papírů, kdy bude možné zhodnotit, jak Společnost s těmito finančními prostředky naloží. Touto transakcí tedy došlo k významné změně struktury aktiv, kdy dlouhodobá aktiva poklesla a naproti tomu se navýšily pohledávky. Tato pohledávka je pro účely ocenění oceněna v rámci provozně nepotřebných aktiv. Doba inkasa pohledávek v posledním období měla rostoucí trend a uvedená operace tento ukazatel ještě značně zkrátila. Nicméně, úhrada této pohledávky má splatnost sice po rozhodném dni pro ocenění, ale pochopitelně ještě před koncem hospodářského období. Z toho důvodu je možné prohlásit, že doba inkasa pohledávek se nepohybuje v extrémních hodnotách, které by společnost mohly jednoznačně existenčně ohrožovat. Z dlouhodobého hlediska je trend vývoje pracovního kapitálu udržitelný se znaky postupného růstu. Je však třeba klást důraz na potřebu sledování vývoje tohoto ukazatele, kde zejména zásoby by mohly Společnosti při dalším růstu vázat významné množství financí. Hledání optimální hranice jejich výše je pro vedení Společnosti pravděpodobně v této oblasti úkol nejbližšího období. Na druhé straně je pak nutné tento vývoj kompenzovat výší krátkodobých závazků, což má dopady zejména na obchodní politiku Společnosti.

Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

Objem cizích zdrojů ve sledovaném období kolísá, ale v posledních letech má významně přírůstkový charakter. Nicméně, 19% zadluženost Společnosti vzhledem k jejímu vlastnímu kapitálu není v současné situaci problémem.

Objem cizích zdrojů je v současné době na racionální hranici a při rovnoměrném vývoji nehrozí narušení finanční stability Společnosti z důvodu výše cizích zdrojů.

Likvidita

Společnost je schopna hradit svoje krátkodobé závazky, což zaručuje její finanční stabilitu. Vykazované hodnoty celkové likvidity jsou uspokojivé.

Produktivita práce

Poměr osobních nákladů k přidané hodnotě má nepříznivý vývoj. Tento vývoj je dán tím, že v průběhu posledních pěti let byl nárůst ceny kapra na tuzemském trhu minimální a nepokryval v žádném případě inflaci. V oblasti vývozu kapra, který tvoří cca 60% roční výroby došlo vzhledem k poklesu kurzu eura k zastavení a v některých letech i poklesu realizační ceny. V posledních letech dochází k protisměrnému vývoji v oblasti produktivity práce. Zatímco přidaná hodnota vykazuje klesající trend, Společnost vyplácá vyšší a vyšší mzdové náklady. Je možné, že Společnost potřebuje vzhledem k celkovému vývoji na trhu práce (česká ekonomika je n vzestupu a zaměstnanci si mohou již mezi zaměstnavateli vybírat) stabilizovat personál, avšak potom je zapotřebí buď personální restrukturalizace (tedy absolutní snížení počtu pracovníků, při zvýšení jejich výkonu) nebo zvýšení produktivity práce snížením výkonové spotřeby. V kombinaci s očekávanými rostoucími tržbami se jeví kombinace obou přístupů jako optimální. V opačném případě zvyšuje Společnost svoji závislost na složce ostatních provozních výnosů, což vzhledem k charakteru mohou být například dotace. Společnost by tedy měla významně zoptimalizovat svoji nákladovou stranu hospodaření.

Ukazatele kapitálového trhu

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

Závěr finanční analýzy

Celková ekonomická situace společnosti Klatovské rybářství a.s. se jeví jako stabilní s dosud nižší rentabilitou podnikání. Podrobnější rozbor (numerický) významných ekonomických aspektů je uveden v tabulkové části představující finanční analýzu společnosti. Nicméně lze prohlásit, že Společnost se v posledním sledovaném období vyvíjí z hlediska hospodaření pozitivním způsobem a při dodržení restrukturalizačních kroků (nárůst prodej bažantů drůbeže by měl nahradit výpadek v tržbách po výpadku tržeb z chovu kachen) a při opatrném přístupu ke mzdovým nárokům zaměstnanců Společnosti, má Klatovské rybářství racionální předpoklad k dosažení svých hospodářských cílů. Na základě finanční analýzy není tedy důvod ke korekci tržeb naplánovaných v předchozí části tohoto dokumentu

2.9 Použité podkladové materiály

- Výpis z obchodního rejstříku akciové společnosti Klatovské rybářství a.s.
- Výkazy zisků a ztrát za roky 1999 – 2006 společnosti Klatovské rybářství a.s.
- Rozvaha za roky 1999 – 2006 společnosti Klatovské rybářství a.s.
- Výroční zpráva společnosti Klatovské rybářství a.s. za rok 2006
- Měsíční výkazy k rozhodnému dni 30.6.2007 společnosti Klatovské rybářství a.s.
- Makroekonomická predikce ČR (MF ČR)
- Internetové zdroje: www.ihned.cz; www.cnb.cz; www.mpo.cz; www.mfcr.cz; www.czso.cz; www.patria.cz; www.damodaran.com; www.bondsonline.com; www.fao.com; www.eviweb.cz; www.cz-ryby.cz
- Finanční plán – výhled na roky 2007 až 2011 pro oceňovanou společnost

Finanční plán – výhled není přílohou tohoto Dokumentu a je uložen v archivu zpracovatele.

III. Nález – Metody ocenění

3.1 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, jednají v souladu s platnými právními předpisy, jsou seznámeni se všemi podstatnými okolnostmi vážícími se k oceňovanému majetku a jednají 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 nabyta 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 stejným 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. 30.6. 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, nicméně 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 odborném posouzení, jsou založeny na poskytnutých dokumentech a informacích o majetku. Neověřoval jsem, kromě veřejných informačních zdrojů, pravost ani pravdivost poskytnutých dokumentů a informací předaných mi druhými osobami. V předkládaných materiálech jsem nenalezl rozpory vedoucí ke zpochybnění těchto materiálů.

3.2 Zdůvodnění zvoleného způsobu ocenění

Přestože společnost v současné době již nedosahuje ekonomických výsledků z minulosti, jsou takto vytvářené hodnoty nejreálnějším měřítkem hodnoty samotné společnosti. Hodnota akcie je tedy dána především budoucími příjmy. Tato skutečnost předpokládá použití výnosové metody.

Společnost nepředpokládá svou likvidaci nebo jinou významnou změnu, která by vedla ke zhodnocení akcie formou podílu na zůstatku společnosti.

Předmětná akcie není registrována na trhu a ani ceny převodů akcie z poslední doby nejsou známy, proto ani naposledy dosaženou veřejně známou tržní cenu nelze považovat za dostatečné měřítko její hodnoty.

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

Pro ucelenost je dále uveden přehled použitelných metod, z nichž některé byly pro ocenění použity z hlediska vytvoření názoru na hodnotové hladiny, ve kterých se může konečná hodnota ustálit.

3.3 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

V tomto případě byla použita substanční hodnota. Jedná se o souhrn relativně samostatných ocenění těchto jednotlivých majetkových složek oceňované společnosti. U konkrétních složek majetku jsem přistoupil k jejich ohodnocení na základě informací poskytnutých zadavatelem a vedením společnosti a na základě vlastního šetření, avšak vždy s přihlédnutím k zásadě opatrnosti. Jednotlivé složky jsem oceňoval na základě předpokladu, že společnost bude nadále pokračovat ve svojí dosavadní činnosti.

Stanovení hodnoty akcie touto metodou vychází z výpočtu čistých redukovaných aktiv společnosti připadajících na 1 akcii. Čistá redukovaná aktiva byla určena jako rozdíl mezi součtem dílčích položek aktiv násobených koeficientem redukce a úhrnem závazků emitenta. Jednotlivé hodnoty koeficientů redukce byly stanoveny jako vyjádření podílu očekávané současné hodnoty daného aktiva k účetní hodnotě daného aktiva při uvažování nezbytného vlivu informační entropie vzhledem k podrobnosti předložených ukazatelů účetní závěrky emitenta.

3.4 Výnosové metody

Nejpoužívanějším způsobem ocenění akcií je skupina výnosových metod. Tato skupina metod vychází z důsledného využívání poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užítkem 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 (užitků) 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, která ještě nemá plně rozvinutou a stabilní tržní ekonomiku, 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

3.4.1 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

- HP.....hodnota 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.

3.4.2 Metody 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. Nejuzívanější způsob.
- Kalkulují daně na úrovni oceňované společnosti i na úrovni majitele podniku. Tento přístup již lze považovat za „subjektivní“ ocenění, protože souvisí přímo z 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. Tento přístup je používán i v tomto ocenění.

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 základnou pro ocenění je finanční plán sestávající zejména z plánů prodeje, plánů nákladů a pracovních sil, plánů provozního hospodářského výsledku a z něho plynoucích daní a podílů na HV, plánů provozního a plánů celkového peněžního toku. Tvorbou 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 neprovozní aktiva je třeba oddělit, neuvažovat 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 očekávaná 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 ($K = CK + VK$)

Nejužívanějším 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 přírážku.

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 přírážka pak odráží charakteristiku podniku. V prostředí České republiky je, dle mého názoru, spíše přistoupit k expertnímu odhadu této hodnoty, protože výpočtově složitější metody narážejí na problematické charakteristiky akciových trhu (beta) či na nesnadnost nalezení podobných podniků. Riziková přírážka proto byla 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.

3.5 Porovnávací způsob ocenění

Použitím těchto metod srovnáváme oceňovaný podnik s podniky, jejichž cenné 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 rozdíly 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 Klatovské rybářství 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.

3.6 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 Klatovského rybářství a.s. tyto předpoklady nespĺňují.

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

IV. Stanovení hodnoty cenného papíru

4.1 Majetkové ocenění – stanovení substanční hodnoty

Touto metodou nebyla akcie oceněna.

4.2 Tržní hodnota akcie

Touto metodou nebyla akcie oceněna.

4.3 Výnosová metoda

4.3.1 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 1999-2006 a výsledky za 6/2007.

4.3.2. Výpočet hodnoty akcie

4.3.2.1 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 Mařík 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 iterační postup stanovení WACC.

4.3.2.1.1 Náklady na cizí kapitál

Jedinečnost podmínek, 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 zkreslení. 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.damodaram.com; www.bondsonline.com

Updated: February 2004

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

Aktuální výnosnost státních dluhopisů

ISIN	Kupon (roční)	Datum aukce	Datum vypořádání	Splatnost	Prům. výnos	Prodaný objem (mil Kč)	Objem prostředků (mil Kč)
CZ0001001796	4,20%	14.03.07	19.03.07	04.12.36	4,290%	7 000	6 980
CZ0001001796	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	3,908%	7 664	7 608
CZ0001001317	3,75%	15.11.06	20.11.06	12.09.20	4,087%	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
CZ0001000822	4,60%	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	4,288%	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/www.cnb.cz/cz/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/sd/

Prostým součtem výše zjištěných hodnot byla stanovena nákladů na cizí kapitál ve výši **6,91% p.a.** (tzn. 4,414% + 2,5%).

4.3.2.1.2 Náklady na vlastní kapitál

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

$$r_{VK(z)} = r_f + \beta * RPT + RP_{mp} + RP_{nb} + RP_l$$

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

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 papírů 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 zpracování neželezných kovů na trhu při reálném zadlužení (viz www.damodaran.com). Pak tento vztah stanoví hodnotu $\beta_{zadlužené}$ takto:

$$\beta_{zadlužené} = 0,93 * (1 + (1 - 0,24) * 29.327 / 194.178) = 1,0367 \approx 1,04$$

V modelu se v čase mění výše cizích i vlastních zdrojů a jejich poměr. WACC byl v jednotlivých letech určen iterací podle daného zadlužení a s vlivem zdanění 24%. Avšak, Na základě nově schválené daňové sazby v rámci reformy veřejných financí, byl zvolen předpoklad snižování daňového zatížení v dalších letech v souladu s touto novelou.

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 5,91%.

Přirážka za malé podniky RP_{mp} byla zvolena 1,5%.

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

Přirážka za likviditu RP_l byla zvolena 0,5%.

Náklady na vlastní kapitál jsou určeny v jednotlivých letech iterací podle vývoje poměru vlastního a cizího kapitálu a s vlivem zdanění. 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 FCFF – metoda DCF Entity“, která je přílohou posudku.

4.3.2.2 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.

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

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 357,- Kč (zaokrouhleno).

V. Závěrečný výrok zpracovatele

5.1 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.

5.2 Závěrečný výrok

Výše uvedeným způsobem byla stanovena hodnota 1 akcie Klatovské rybářství a.s. o nominální hodnotě 1000,- Kč na 35,7% nominální hodnoty, což představuje částku:

- a) 357,- Kč (slovy tři sta padesát sedm korun českých) za akcii o nominální hodnotě 1.000,- Kč, a zároveň částku
- b) 35.700,- Kč (slovy: třicet pět tisíc sedm set korun českých) za akcii o nominální hodnotě 100.000,- Kč.

PŘÍLOHY

Příloha č. 1

- Výpis z obchodního rejstříku akciové společnosti Klatovské rybářství a.s.

Příloha č. 2 – tabulková část

- Tabulka 1. - Výkaz zisku a ztrát společnosti Klatovské rybářství a.s.
- Tabulka 2. - Rozvaha – Aktiva společnosti Klatovského rybářství a.s.
- Tabulka 3. - Rozvaha – Pasiva společnosti Klatovské rybářství a.s.
- Grafy 1. - Struktura Rozvahy společnosti Klatovské rybářství a.s.
- Grafy 2. - Struktura Výnosů a nákladů společnosti Klatovské rybářství a.s.
- Grafy 3. - Hospodářský výsledek společnosti Klatovské rybářství a.s.
- Grafy 4. - Pracovní kapitál společnosti Klatovské rybářství a.s.
- Tabulka 4. - Finanční ukazatele společnosti Klatovské rybářství a.s.
- Tabulka 5. - Hodnota akcie společnosti Klatovské rybářství a.s.

Příloha č. 3

- Tabulka - Hodnota akcie společnosti Klatovské rybářství a.s.

ZNALECKÁ DOLOŽKA

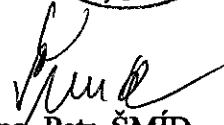
Znalecký posudek jsem podal jako znalec, jmenovaný dekretem Krajského soudu v Plzni ze dne 10. listopadu 1998, č.j. Spr 1421/98

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

Znalecký posudek je zapsán pod pořadovým číslem **059** znaleckého deníku.
Znalečné a náhradu nákladů účtuji podle přiložené fakturace.

Ve Starém Plzenci dne 17.9.2007




Ing. Petr ŠMÍD
Tomášková 1175
332 02 Starý Plzenec

PŘÍLOHY

V ý p i s
z obchodního rejstříku, vedeného
Krajským soudem v Plzni
oddíl B, vložka 405

!!!UPOZORNĚNÍ!!!

Tento výpis má pouze **informativní** charakter.

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

Datum zápisu:	1.ledna 1994
Obchodní firma:	Klatovské rybářství a.s.
Sídlo:	Klatovy, K letišti 442
Identifikační číslo:	497 91 443
Právní forma:	Akciová společnost

Předmět podnikání:

- využívání rybníků, speciálních rybochovných zařízení a jiných vodních ploch k produkci plůdků, násadových, tržních a generačních ryb
- zarybňování vybraných údolních nádrží násadovými rybami a provádění hospodářské těžby ryb v určených nádržích
- chov kachen a hus, produkce násadových vajec, líhnutí mláďat drůbeže, provádění výkrmu jatečních kachen, hus a výkrmu hrabavé drůbeže
- přeprava všech druhů a kategorií ryb, výrobků z ryb, násadových vajec a drůbeže, provádění neveřejné silniční dopravy
- zpracování sladkovodních ryb a drůbeže
- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej mimo zboží, na které je třeba zvláštní povolení, v režimu živnosti volné
- prodej povolenek ke sportovnímu rybolovu
- šlechtění sladkovodních ryb a plemenářské práce v chovu ryb
- sportovní rybolov v povolených rybářských revírech
- truhlářství
- zřizování vlastních honítek, provozování poplatkových odstřelů, obchod se zvěřinou, produkce a prodej vodní pernaté zvěře
- výroba elektřiny
- nákup a prodej střeliva do zbraní podléhajících registraci podle zákona
- opravy silničních vozidel
- opravy karoserií
- reklamní činnost a marketing
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví
- ubytovací služby

Statutární orgán - představenstvo:

předseda představenstva:	Ing. Milan Říha, r.č. 551017/2239 Vodňany, Staropoštovská 1237, PSČ 389 01 den vzniku funkce: 6.ledna 2006 den vzniku členství v představenstvu: 1.ledna 2006
místopředseda	Ing. Václav Voráček, r.č. 670706/0459

představenstva: Klatovy, Luby 253, PSČ 339 01
den vzniku funkce: 10.dubna 2007
den vzniku členství v představenstvu: 6.dubna 2007

člen představenstva: Ivana Kroupová, r.č. 806008/1975
Klatovy, U Retexu 622, PSČ 339 01
den vzniku členství v představenstvu: 14.října 2005

Způsob jednání:

a) zastupování - společnost zastupuje v celém rozsahu představenstvo nebo předseda, nebo místopředseda, nebo určený člen představenstva, který k tomu byl představenstvem písemně pověřen,

b) podepisování - za společnost podepisují buď společně všichni členové představenstva, nebo předseda, nebo místopředseda, nebo samostatně člen představenstva, který byl k tomuto představenstvem písemně pověřen. Všichni tak činí tím způsobem, že k obchodnímu jménu společnosti či otisku razítka společnosti připojí svůj podpis s uvedením jména a funkce.

Dozorčí rada:

předseda: Ing. Josef Velíšek, r.č. 500901/304
Nebílovy 32, okres Plzeň-jih

člen dozorčí rady: Čestmír Velíšek, r.č. 550122/2034
Nezvěstice, Losiná 45, PSČ 332 04
den vzniku členství v dozorčí radě: 25.dubna 2003

člen dozorčí rady: Ing. Petr Votípka, r.č. 720219/1997
Klatovy, Zahradní 754, PSČ 339 01
den vzniku členství v dozorčí radě: 6.dubna 2007

Akcie:

131 475 ks kmenové akcie na majitele ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč
v listinné podobě

430 ks kmenové akcie na majitele ve jmenovité hodnotě 100 000,- Kč
v listinné podobě neveřejně obchodovatelné

Základní kapitál: 174 475 000,- Kč

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

Dne: 05.08.07 11:59:57

Údaje platné ke dni 03.08.2007, 6:00

Výkaz zisků a ztrát (v celých tisících Kč) k:
Klatovské rybářství, a.s.

Účetní období

řad. č.	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	30.6.2007
I.	43 956	1 975	5 512	3 328	4 724	5 832	5 045	4 842	1 876
A.	41 255	1 816	5 308	3 174	3 900	5 320	4 385	4 169	1 673
+	2 701	159	204	154	824	512	660	673	203
II.	109 476	108 989	114 789	111 085	107 803	90 242	83 304	87 117	38 788
II.1.	50 984	105 301	101 296	105 955	106 425	85 348	80 226	82 255	30 342
II.2.	14 647	-2 070	13 493	5 130	1 378	4 628	2 837	4 800	8 446
II.3.	43 845	5 758				268	241	62	
B.	77 042	73 872	72 562	68 779	84 785	59 228	52 927	58 060	22 725
B.1.	63 854	62 758	62 846	54 303	54 029	45 739	37 651	38 818	17 178
B.2.	13 188	11 114	9 716	12 476	10 736	13 489	15 276	19 242	5 547
+	35 135	35 276	42 431	44 460	43 682	31 526	31 037	29 730	16 266
C.	28 775	29 925	31 794	31 971	33 079	31 084	30 035	30 023	13 737
C.1.	20 305	21 271	22 344	22 322	23 124	21 734	20 779	20 838	9 483
C.2.	802	730	1 162	1 317	1 335	1 340	1 340	1 290	645
C.3.	7 038	7 323	7 703	7 721	8 014	7 435	7 208	7 218	3 305
C.4.	630	601	585	611	606	535	708	677	304
D.	557	741	784	594	647	584	547	532	136
E.	4 574	5 153	5 505	5 498	5 440	5 698	6 200	5 763	3 192
III.	1 189	5 451	5 936	3 127	3 538	2 336	4 074	2 138	4 577
F.	840	2 762	3 588	2 492	2 597	1 588	2 920	1 561	1 185
IV.			2 700	2 948					
G.	2 250	4 151	8 180	6 706	-18 076	86	765	378	-13
V.	115	1 326	21	172					
H.	324	325	162	103					
I.	1 865	3 508	3 082	5 748	7 032	8 748	9 423	10 856	76
VI.	568	521	1 118	673	1 414	1 640	1 944	2 022	489
J.									
*	416	1 983	3 039	8 418	27 331	1 930	2 133	2 447	2 213
VIII.					4 590			1 738	33 578
K.					30 600			1 664	33 963
IX.	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IX.1.									
IX.2.									
IX.3.									
X.									
XI.	113	9	382						
L.	9	382							
XII.				3 000					
M.				3 000					
XIII.	1 408	53	44	29	22	15	19	10	6
N.	2 015	1 527	1 481	1 118	818	703	759	941	559
XIV.	548	178	349	618	851	579	297	255	337
O.	1 070	1 027	1 474	1 447	564	1 074	640	760	216
XV.									
P.									
*	-1 027	-2 698	-5 180	1 082	-26 519	-1 183	-1 083	-1 362	-808
R.	-1	1 336	1 063	-330	770	629	838	989	0
R.1.	-1	1 336	1 063	-303	753	670	892	861	
R.2.				-27	17	-41	-54	128	
**	-610	-2 049	-3 204	9 830	42	118	212	96	1 405
XVI.	105	4 477	18	29					
S.	1		1 174	6 950					
T.	36	0	0	0	0	0	0	0	0
T.1.	36								
T.2.									
*	68	4 477	-1 156	-6 921	0	0	0	0	0
U.									
***	-542	2 428	-4 360	2 909	42	118	212	96	1 405
	-507	3 764	-3 297	2 579	812	747	1 050	1 085	1 405
Kontrolní číslo (f.01 až 81)	569 050	508 988	518 711	529 275	509 889	430 337	405 437	422 770	254 408

Rozvaha - AKTIVA (v celých tisících Kč) k:
Klatovské rybářství, a.s.

Účetní období

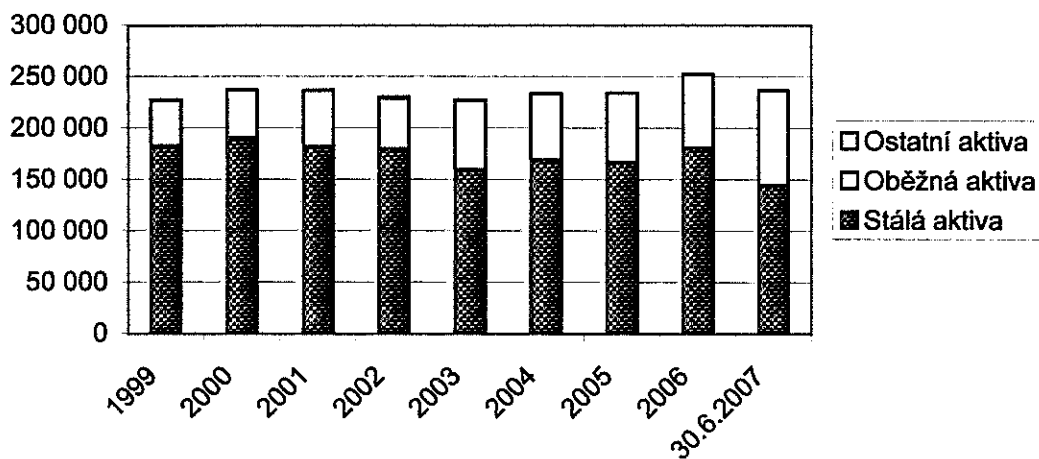
označ. a	AKTIVA b	řád. c	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	30.6.2007
	Aktiva celkem (ř. 02+03+28+55)	001	227 099	237 002	236 690	230 027	227 199	233 442	234 028	252 398	236 644
A.	Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	002									
B.	Stálá aktiva (ř. 04+12+22)	003	182 423	190 127	181 682	179 582	159 423	168 806	166 751	180 607	144 481
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05 až 11)	004	0	0	0	0	0	46	31	16	8
B.I.1.	Zřizovací výdaje	005									
B.I.2.	Nehmotné výsledky výzkumné a obdobné činnosti	006									
B.I.3.	Software	007						46	31	16	8
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	126 117	124 382	118 937	113 837	123 935	133 443	130 982	145 474	143 309
B.II.1.	Pozemky	013	56 495	56 448	55 039	55 039	58 246	66 804	66 973	69 371	70 075
B.II.2.	Budovy, haly a stavby	014	64 546	60 859	57 057	53 603	59 357	61 179	59 499	69 642	68 224
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	015	4 987	7 075	6 494	4 939	5 432	4 885	3 718	5 036	4 160
B.II.4.	Pěstičské celky trvalých porostů	016									
B.II.5.	Základní stádo a tažná zvířata	017									
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	018			91						
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	019	89		256	256	900	575	772	1 425	850
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	58 308	65 745	62 745	65 745	35 488	35 317	35 758	35 117	1 164
B.III.1.	Podílové CP a vklady v podn. s rozhod.vlivem	023		33 810	33 810	33 810	34 153	34 153	34 153	34 153	200
B.III.2.	Podílové CP a vklady v podn. s podstat.vlivem	024									
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a vklady	025	56 306	30 850	27 850	30 850	50	50	50	50	50
B.III.4.	Půjčky podnikům ve skupině	026									
B.III.5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	027		1 285	1 285	1 285	1 285	1 114	1 555	914	914
C.	Oběžná aktiva (ř. 29+36+42+51)	028	44 236	46 755	54 752	49 225	67 465	64 506	67 272	71 760	92 163
C.I.	Zásoby (ř. 30 až 35)	029	16 227	16 572	31 774	28 398	29 778	33 646	38 068	41 377	53 252
C.I.1.	Materiál	030	1 470	1 525	2 841	1 633	1 830	1 507	1 307	1 348	4 536
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	031									
C.I.3.	Výrobky	032	1 625	2 980	7 960	6 646	4 724	7 394	6 880	3 952	2 691
C.I.4.	Zvířata	033	11 165	12 067	20 580	20 073	22 870	24 312	27 663	35 391	45 098
C.I.5.	Zboží	034	1 967		393	47	354	433	2 218	686	927
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	035									
C.II.	Dlouhodobé pohledávky (ř.37 až 41)	036	140	100	100	35	35	95	47	58	55
C.II.1.	Pohledávky z obchodního styku	037	3	13	13	13	13	13	13		
C.II.2.	Pohledávky ke společníkům a sdružení	038	50								
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	87	87	87	22	22	82	34	58	55
C.III.	Krátkodobé pohledávky (ř.43 až 50)	042	18 538	20 180	19 304	17 023	29 891	25 586	25 397	28 462	36 326
C.III.1.	Pohledávky z obchodního styku	043	17 327	20 037	18 678	16 617	19 800	17 117	18 611	21 903	8 669
C.III.2.	Pohledávky ke společníkům a sdružení	044									
C.III.3.	Sociální zabezpečení	045									
C.III.4.	Stát - daňové pohledávky	046	1 175	143	625	405	5 090	727	2 211	1 921	916
C.III.5.	Odložená 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	36		1	1	5 001	7 742	4 575	4 638	26 741
C.IV.	Finanční majetek (ř. 52 až 54)	051	9 331	9 903	3 574	3 788	7 761	5 178	3 780	1 863	2 530
C.IV.1.	Peníze	052	135	1 720	1 334	1 759	835	376	136	974	165
C.IV.2.	Účty v bankách	053	9 196	8 183	2 240	2 009	5 361	379	461	889	2 365
C.IV.3.	Krátkodobý finanční majetek	054					1 565	4 424	3 163		
D.	Ostatní aktiva- přechodné účty aktiv (ř. 56 a 60)	055	440	120	256	1 220	311	130	5	31	0
D.I.	Časové rozlišení (ř. 57 až 59)	056	368	120	256	1 220	311	130	5	31	0
D.I.1.	Náklady příštích období	057	368	120	240	244	164	75		0	0
D.I.2.	Příjmy příštích období	058			16	976	147	55	5	31	
D.I.3.	Kursová rozdíly aktivní	059	10								
D.II.	Dohadné účty aktivní	060	72								
	Kontrolní číslo (ř. 1až 60)	999	908 324	948 008	946 760	920 108	906 796	933 766	936 112	1 009 592	946 576

Rozvaha - PASIVA (v celých tisících Kč) k:
Klatovské rybářství, a.s.

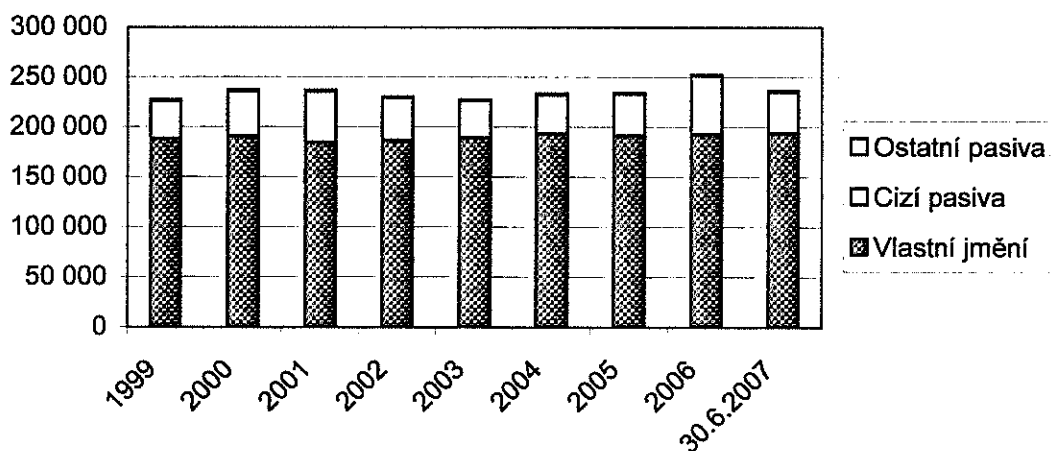
Účetní období

označ. a	PASIVA b	řád. c	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	30.6.2007
	Pasiva celkem (ř. 62+79+105)	061	227 099	237 002	236 690	230 027	227 199	233 442	234 028	252 398	236 644
A.	Vlastní kapitál (ř. 63+66+71+75+78)	062	187 939	190 512	184 539	186 627	189 141	193 204	191 528	192 960	194 178
A.I.	Základní kapitál (ř. 64+65)	063	174 475	174 475	174 475	174 475	174 475	174 475	172 811	174 475	174 475
A.I.1.	Základní kapitál	064	174 475	174 475	174 475	174 475	174 475	174 475	174 475	174 475	174 475
A.I.2.	Vlastní akcie	065							-1664		
A.II.	Kapitálové fondy (ř.67 až 70)	066	4 805	5 180	5 180	5 180	7 912	10 808	10 920	10 951	10 951
A.II.1.	Emisní ážio	067									
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	068	5 818	5 180	5 180	5 180	7 912	10 808	10 920	10 951	10 951
A.II.3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku	069	-1 011								
		070									
A.III.	Fondy ze zisku (ř. 72+73+74)	071	5 054	5 144	5 303	5 307	5 486	5 495	5 463	5 417	5 229
A.III.1.	Zákonný rezervní fond	072	1 337	1 337	1 458	1 458	1 603	1 606	1 612	1 623	1 623
A.III.2.	Nedělitelný fond	073									
A.III.3.	Statutární a ostatní fondy	074	3 717	3 807	3 845	3 849	3 883	3 889	3 851	3 794	3 606
A.IV.	Hospodářský výsledek minulých let (ř.76+77)	075	4 147	3 285	3 942	-1 244	1 220	2 308	2 120	2 021	2 117
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	076	4 147	3 285	3 942		1 745	2 833	2 120	2 021	2 117
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let	077				-1 244	-525	-525			
A.V.	Hospodářský výsledek běžného úč. období (+/-) [ř. 01-(+63+66+71+75+79+105)]	078	-542	2 428	-4 361	2 909	48	118	212	96	1 406
B.	Cizí zdroje (ř. 80+84+91+101)	079	38 140	45 408	50 914	42 945	37 371	38 888	41 741	58 649	41 291
B.I.	Rezervy (ř. 81+82+83)	080	8 758	7 233	12 331	18 587	-1	0	0	548	0
B.I.1.	Rezervy zákonné	081	6 750	6 651	12 331	18 089	-1				
B.I.2.	Rezerva na kursové ztráty	082	9								
B.I.3.	Ostatní rezervy (odlož. Daň závazek)	083		382		488				548	
B.II.	Dlouhodobé závazky (ř. 85 až 90)	084	0	0	10 329	10 129	10 028	9 980	10 990	11 853	27
B.II.1.	Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem	085									
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			10 329	10 129				0	27
B.III.	Krátkodobé závazky (ř. 92 až 100)	091	19 136	22 920	16 897	8 116	11 897	14 424	11 479	10 398	11 937
B.III.1.	Závazky z obchodního styku	092	9 587	6 759	12 537	3 864	6 146	9 521	8 377	6 573	9 185
B.III.2.	Závazky ke společníkům a sdružení	093	7 000	11 729							
B.III.3.	Závazky k zaměstnancům	094	615	679	2 202	2 346	2 664	2 270	2 312	1 993	1 276
B.III.4.	Závazky ze sociálního zabezpečení	095	871	977	1 312	1 390	1 597	1 355	1 434	1 279	708
B.III.5.	Stát- daňové závazky a dotace	096	214	1 790	846	516	834	804	938	455	141
B.III.6.	Odložený daňový závazek	097					513	474	420		548
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	849	986			143			98	79
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř. 102 až 104)	101	12 245	15 255	11 357	8 113	15 447	14 484	19 272	35 850	29 327
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	102	12 245	15 255	11 319	7 383	15 447	12 078	16 160	24 887	21 925
B.IV.2.	Běžné bankovní úvěry	103			38	730		2 408	3 112	10 963	7 402
B.IV.3.	Krátkodobé finanční výpomoci	104									
C.	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv (ř. 106+110)	105	1 020	1 082	1 237	455	687	1 350	761	789	1 175
C.I.	Časové rozlišení (ř. 107 až 109)	106	61	190	20	31	39	73	10	8	5
C.I.1.	Výdaje příštích období	107						60			
C.I.2.	Výnosy příštích období	108		103	20	31	39	13	16	8	5
C.I.3.	Kursové rozdíly pasivní	109	61	87							
C.II.	Dohadné účty pasivní	110	959	892	1 217	424	648	1 277	751	781	1 170
	Kontrolní číslo (ř.61 až 110)	999	907 979	944 688	949 904	916 775	908 100	932 373	935 149	1 008 715	944 000

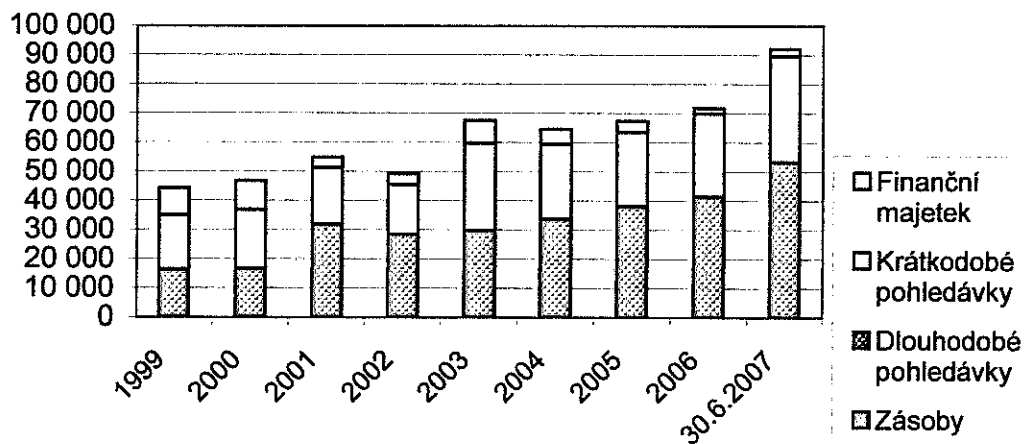
Struktura aktiv (v tis. Kč)



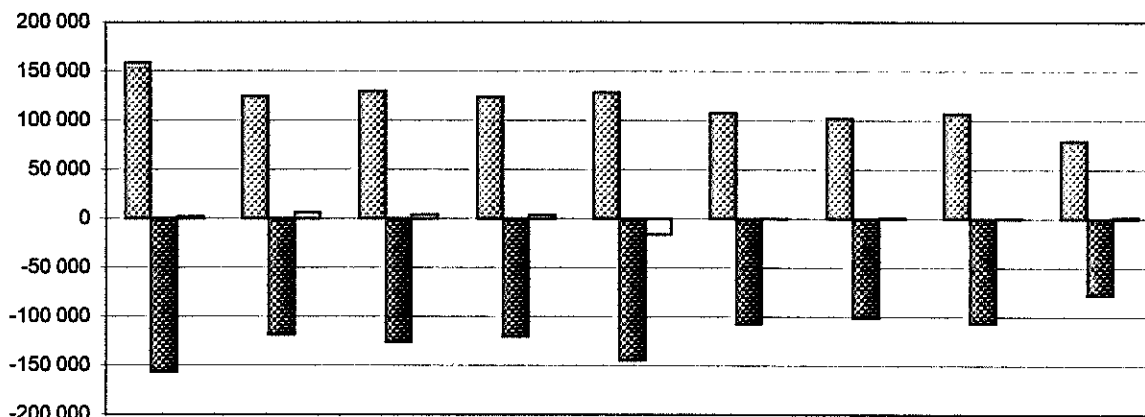
Struktura pasiv (v tis. Kč)



Struktura oběžných aktiv (v tis. Kč)

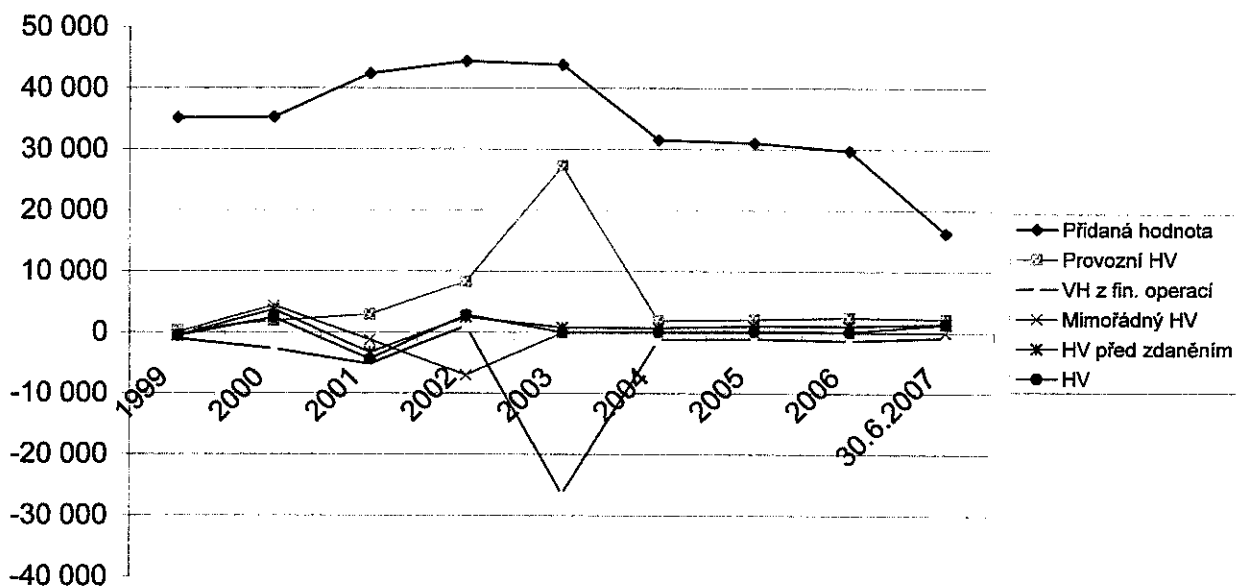


Vývoj výnosů, nákladů a HV



	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	30.6.2007
▣ Celkové výnosy	158 545	124 631	129 730	123 964	128 560	107 752	102 162	106 956	79 237
▣ Celkové náklady	-156 696	-118 680	-125 851	-120 366	-144 594	-107 548	-101 195	-106 484	-77 845
□ Hosp. výsledek	1 849	5 951	3 879	3 598	-16 034	204	967	472	1 392

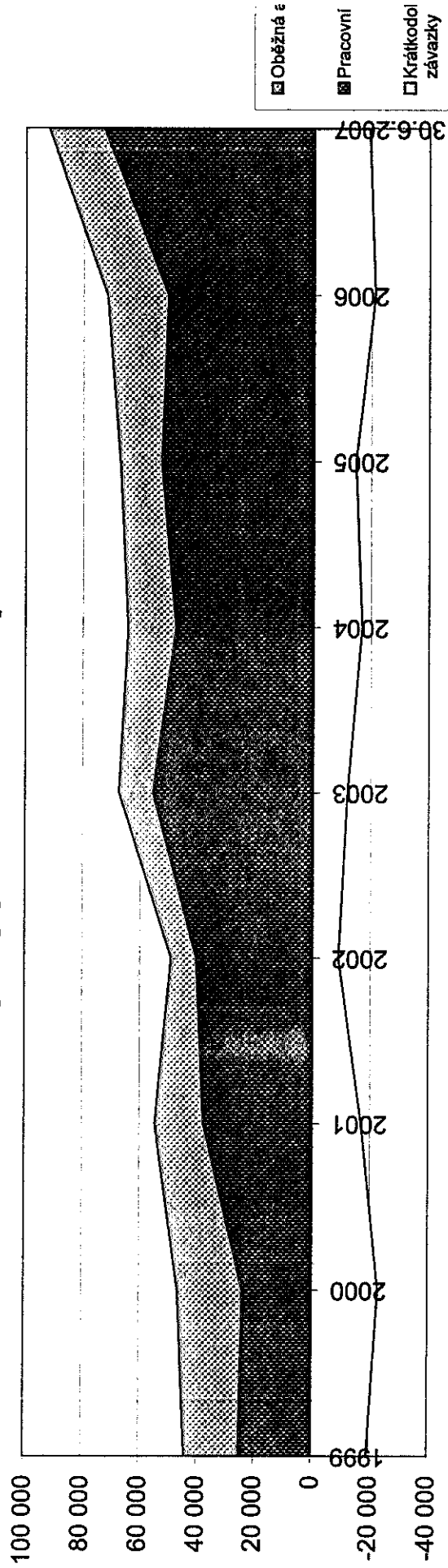
Úrovně HV (v tis. Kč.)



Vývoj pracovního kapitálu

	Účetní období										Procento meziroční změny					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	30.6.2007	2000/1999	2001/2000	2002/2001	2003/2002	2004/2003	2005/2004	2006/2005
Oběžná aktiva (A028)	44 236	46 752	54 752	49 225	67 465	64 506	67 272	71 760	92 163	6%	17%	-10%	37%	-4%	4%	7%
Zásoby (A029)	16 227	16 572	31 774	28 399	29 778	33 646	38 068	41 377	53 252	2%	92%	-11%	5%	13%	13%	9%
Pohledávky (A036+A042)	18 678	20 280	19 404	17 058	29 926	25 681	25 444	28 520	36 381	9%	-4%	-12%	75%	-14%	-1%	12%
Finanční majetek (A051)	9 331	9 903	3 574	3 768	7 761	5 179	3 760	1 863	2 530	6%	-64%	5%	106%	-33%	-27%	-50%
Krátkodobé závazky celkem	19 136	22 920	16 935	8 846	11 897	16 830	14 591	21 361	19 339	20%	-26%	-48%	34%	41%	-13%	46%
Krátkodobé závazky (P091)	19 136	22 920	16 897	8 116	11 897	14 424	11 478	10 398	11 937	20%	-26%	-62%	47%	21%	-20%	-9%
Krátkodobé bankovní úvěry a fin. výp. (P103+P104)	0	0	38	730	0	2 406	3 112	10 963	7 402	#DIV/0!	#DIV/0!	1821%	-100%	#DIV/0!	29%	262%
PRACOVNÍ KAPITÁL (PK1-PK5)	25 100	23 835	37 817	40 379	55 568	47 676	52 681	50 399	72 824	-5%	59%	7%	38%	-14%	10%	-4%

Vývoj pracovního kapitálu



FINANČNÍ ANALÝZA

Klatovské rybářství, a.s.

	Účetní období								
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	30.6.2007
UKAZATELE rentability									
ROA (rentabilita celkových aktiv) (EBIT/CA)	0,68%	2,23%	-0,77%	1,61%	0,72%	0,62%	0,77%	0,80%	0,83%
Rentabilita tržeb(EBIT/T)	1,59%	4,93%	-1,70%	3,38%	1,47%	1,59%	2,12%	2,33%	6,10%
Rentabilita tržeb(Z/T)	-0,57%	2,26%	-4,08%	2,66%	0,04%	0,13%	0,25%	0,11%	4,36%
ROCE Rentabilita kapitálu(EBIT/VJ+DI)	0,73%	2,48%	-0,83%	1,67%	0,76%	0,67%	0,83%	0,88%	0,91%
ROE rentabilita vř.jmění (Z/VJ)	-0,29%	1,27%	-2,36%	1,56%	0,02%	0,06%	0,11%	0,05%	0,72%
Rentabilita z vlastních fin. zdrojů (CF/VJ)	2,15%	3,98%	0,62%	4,50%	2,90%	3,01%	3,35%	3,04%	2,37%
Finanční páka (CA/VJ)	1,21	1,24	1,28	1,23	1,20	1,21	1,22	1,31	1,22
Nákladovost tržeb	1,33	1,12	1,35	0,98	0,70	-	-	-	2,42
Mzdová náročnost			0,21	0,20	0,21	0,24	0,24	0,24	0,29

UKAZATELE aktivity(doby obratu)									
Obrat celkových aktiv (T/CA)	0,42	0,45	0,45	0,48	0,49	0,39	0,36	0,35	0,14
Obrat zásob (T/Z)	5,85	6,47	3,36	3,85	3,73	2,71	2,24	2,10	0,61
Doba obratu aktiv(CA/(T/360))	861	795	798	758	736	922	988	1043	2644
Doba obratu zásob(Z/(T/360))	62	56	107	94	96	133	161	171	595
Doba inkasa pohledávek (P/(T/360))	71	68	65	56	97	101	107	118	407
Doba splatnosti krátk. Závazků (KZ/(T/360))	73	77	57	27	39	57	48	43	133

UKAZATELE dlouhodobé finanční rovnováhy (zadluženosti)									
Equity Ratio (VJ/CA)	83%	80%	78%	81%	83%	83%	82%	76%	82%
Debt Ratio I. (CZ/CA)	17%	19%	22%	19%	16%	17%	18%	23%	17%
Debt Ratio II. ((CZ+OP)/CA)	17%	20%	22%	19%	17%	17%	18%	24%	18%
Debt Equity Ratio (CZ/VJ)	0,20	0,24	0,28	0,23	0,20	0,20	0,22	0,30	0,21
Úrokové krytí I. (EBIT/úroky)	0,7	3,5	-1,2	3,3	2,0	2,1	2,4	2,2	3,5
Úrokové krytí II. ((EBIT+odpisy)/úroky)	3,0	6,8	2,5	8,2	8,6	10,2	10,8	8,3	9,2
Cash Flow / ((Cizí zdroje - Rezervy)/360)	46	71	11	115	53	54	55	36	40

UKAZATELE platební schopnosti (likvidity)									
Pracovní kapitál, Working Capital (OA - KD)	25100	23835	37817	40379	55568	47676	52681	50399	72824
Pracovní kapitál na aktiva ((OA-KD)/CA)	0,11	0,10	0,16	0,18	0,24	0,20	0,23	0,20	0,31
Ukazatel kapitalizace (SA/DI.k)	0,88	0,89	0,83	0,81	0,74	0,78	0,76	0,78	0,67
Celková likvidita (OA/KD)	2,31	2,04	3,23	5,56	5,67	3,83	4,61	3,36	4,77
Běžná likvidita ((KrP+FM)/KD)	1,46	1,31	1,35	2,35	3,16	1,83	2,00	1,42	2,01
Peněžní likvidita (FM/KD)	0,49	0,43	0,21	0,43	0,65	0,31	0,26	0,09	0,13
Intervalová míra ((KrP+FM)/(Provoz.N/360))	68	101	74	73	131	113	117	115	361
Doba splatnosti krátk. Závazků (KZ/(T/360))	73	77	57	27	39	57	48	43	133

UKAZATELE produktivity práce									
		498	520	494	495	496	497	498	495
Osobní náklady ku přidané hodnotě	0,82	0,85	0,75	0,72	0,75	0,99	0,97	1,01	0,84
Produktivita práce z přidané hodnoty		70,84	81,60	90,00	88,81	63,56	62,45	59,70	32,86
Produktivita práce z tržeb		215,41	205,40	221,22	224,54	183,83	171,57	174,89	65,09
Průměrná mzda - roční (Kč)			42969	45188	46715	43819	41809	41843	19158
- měsíční (Kč)			3581	3766	3893	3652	3484	3487	1596

UKAZATELE kapitálového trhu (tržní hodnoty)									
počet akcií	174475	174475	174475	174475	174475	174475	174475	174475	174475
cena akcie na trhu (Kč)	není registrován								
dividenda v daném roce (Kč)									
VJ na akcii (VJ/p.a.) (Kč)	1077	1092	1058	1070	1084	1107	1098	1106	1113
EPS - Účetní zisk na akcii (Z/p.a.) (Kč)	ZTRÁTA	14	ZTRÁTA	17	0	1	1	1	8
PE - Návratnost akcie ze zisku (TC/Z)	neregistrováno na veřejném trhu								
Market Ratio (Tc/VJ)									
DY - Dividendový výnos (Div./Tc)	nevyplácí dividendy								
Výplatní poměr (Div./Z)									

Kalkulace FCFF - metoda DCF Entity

Klatovské rybářství a.s.

	2007	2008	2009	2010	2011	2.fáze
korigovaný provozní HV	1 041	1 528	3 509	6 249	7 863	8 005
Korigovaný prov. HV po dani	791	1 192	2 807	5 062	6 369	6 484
odpisy	-5 589	-5 874	-5 892	-6 003	-6 016	
investice	5 510	8 495	7 400	8 400	8 150	
změna pracovního kapitálu	-1 000	-4 000	0	0	-1 000	
FCFF	1 871	2 571	1 299	2 666	5 235	6 484
FCFF poměrná část roku	943					
g (2.fáze)						1,80%
	2007	2008	2009	2010	2011	2.fáze
sazba daně z příjmu právnických osob	24,00%	22,00%	20,00%	19,00%	19,00%	19,00%
náklady cizího kapitálu	5,91%	5,91%	5,91%	5,91%	5,91%	5,91%
r _f	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%
β _{zadlužené}	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
RPT	5,96%	5,96%	5,96%	5,44%	5,44%	5,44%
RP-malá společnost	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
RP-nejasná budoucnost	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
RP-likvidita	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
	2007	2008	2009	2010	2011	2.fáze
podíl CK	53,41%	64,61%	45,92%	42,89%	35,81%	34,67%
podíl VK	46,59%	35,39%	54,08%	57,11%	64,19%	65,33%
podíl CK/VK	115%	183%	84,92%	75,09%	55,78%	53,07%
náklady CK po dani	4,49%	4,61%	4,73%	4,79%	4,79%	4,79%
náklady VK (zadluž.)	17,51%	20,93%	16,32%	15,00%	14,12%	13,99%
WACC	10,56%	10,39%	11,00%	10,62%	10,78%	10,80%
	30.6.2007	1.1.2005	1.1.2006	1.1.2007	1.1.2008	1.1.2009
FCFF	943	2 571	1 299	2 666	5 235	6 484
Hodnota brutto	54 911	56 817	60 148	65 463	69 750	72 031
CK	29 327	36 710	27 622	28 075	24 975	24 975
Hodnota netto	25 584	20 107	32 526	37 388	44 775	47 056
Výsledný podíl CK/K	53,41%	64,61%	45,92%	42,89%	35,81%	34,67%

Hodnota podniku netto (mil. Kč) 25 584
neprovozní majetek (mil. Kč) 36 667

počet akcií (ks) 174 475

hodnota 1 akcie 357 Kč (zaokrouhleno)

