

Odborný odhad

č. 34-01/13

o stanovení hodnoty akcií společnosti BIOPHARM,
Výzkumný ústav biofarmacie a veterinárních léčiv a.s.

ODBORNÝ ODHAD

o stanovení hodnoty akcií společnosti
BIOPHARM, Výzkumný ústav biofarmacie a veterinárních léčiv a.s.
pro účely dražby

Objednavatel:	CAPITAL MARKETS, o.c.p., a.s.
Adresa	Ul. 29. augusta 36, Bratislava 811 09, Slovenská Republika
IČ	36 853 054
Vypracoval:	A&CE Consulting, s.r.o.
	Znalecký ústav
	Firma je zapsána v OR vedeném KS Brno, oddíl C, vložka 4037
Adresa	Ptašinského 4, 602 00 Brno
Zastoupený	Ing. Leoš Kozohorský, jednatel společnosti
IČ	44119097
DIČ	CZ44119097
Zpracovatelé:	Ing. David Hrazdára Ing. Pavel Neugebauer Ing. Jiří Faltýnek
Účel odhadu:	Odborný odhad je vypracován za účelem stanovení hodnoty akcií společnosti BIOPHARM, Výzkumný ústav biofarmacie a veterinárních léčiv a.s. pro účely dražby.
Odborný odhad obsahuje:	30 stran textu včetně příloh
Odborný odhad se předává:	ve 4 vyhotoveních
Výtisk číslo:	5 - archivní
V Brně:	6. srpna 2013

OBSAH

OBSAH	3
1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE	5
1.1. Předmět a účel ocenění	5
1.2. Den ocenění	5
1.3. Prohlášení o nezávislosti	5
1.4. Použitelnost odhadu	5
1.5. Definice zkratk	5
2. NÁLEZ	6
2.1. Zjištění stavu	6
2.2. Předpoklady a omezující podmínky	6
2.2.1. Podklady pro zpracování odhadu.....	6
2.2.2. Ověření vstupních dat.....	7
2.3. Popis předmětu ocenění	7
2.4. Základní charakteristika emitenta cenných papírů	7
2.4.1. Identifikace akcií.....	7
2.4.2. Předmět podnikání dle výpisu z OR.....	8
2.5. Strategická analýza	9
2.5.1. Vývoj národního hospodářství.....	9
3. ODBORNÝ ODHAD	10
3.1. Názvosloví	10
3.1.1. Cena.....	10
3.1.2. Hodnota.....	10
3.1.3. Trh.....	10
3.1.4. Tržní hodnota.....	10
3.1.5. Výnosová hodnota.....	10
3.1.6. Věcná hodnota.....	10
3.1.7. Maximální a nejlepší použití.....	11
3.1.8. Cena administrativní.....	11
3.1.9. Cena pořizovací.....	11
3.1.10. Cena reprodukční.....	11
3.1.11. Časová cena.....	11
3.1.12. Cash flow.....	11
3.1.13. Goodwill.....	11
3.2. Používané metody obecně	11
3.2.1. Výnosový přístup.....	11
3.2.2. Srovnávací přístup.....	12
3.2.3. Metody založené na analýze majetku - substance.....	12
3.3. Použitý způsob ocenění	16
3.3.1. Popis použité metody diskontovaných hotovostních toků (DCF).....	16
3.4. Základní předpoklady obecné povahy	20
3.4.1. Právní forma.....	20
3.4.2. Daňová politika.....	20
3.4.3. Ekonomické uspořádání a právní systém.....	20
3.4.4. Účetní zásady.....	20
3.5. Ocenění výnosovou metodou DCF entity	21
3.5.1. Výchozí bilance k 31.12.2012.....	21
3.5.2. Finanční plán Společnosti.....	22
3.5.3. Kalkulace CF do perpetuity.....	26

3.5.4.	Kalkulace diskontu	26
3.5.5.	Shrnutí ocenění výnosovou metodou DCF	27
3.6.	Stanovení ceny akcií.....	28
4.	ZÁVĚR	30

1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE

1.1. Předmět a účel ocenění

Tento Odborný odhad je vypracována na základě žádosti objednavatele, společnosti CAPITAL MARKETS, o.c.p., a.s., se sídlem Ul. 29. augusta 36, Bratislava 811 09, Slovenská Republika, IČ: 36 853 054 (dále také jen „Objednavatel“).

Naším úkolem je vyhotovit ocenění akcií společnosti BIOPHARM, Výzkumný ústav biofarmacie a veterinárních léčiv a.s., se sídlem na adrese Jílové u Prahy, Pohoří - Chotouň 90, okres Praha-západ, PSČ 254 49, IČ: 463 56 606, označované dále také jako „Společnost“, pro účely předpokládané dražby.

Celkové množství akcií, které budou předmětem dražby je 61 ks, což představuje podíl na základním kapitálu Společnosti ve výši 0,162%.

1.2. Den ocenění

Stanovení hodnoty akcií Společnosti je provedeno ke dni 30.června 2013.

1.3. Prohlášení o nezávislosti

Společnost A&CE Consulting, s. r. o., prohlašuje, že není ke Společnosti, Objednavateli, ani k jiným akcionářům Společnosti ve vztahu personální či finanční závislosti, v zaměstnaneckém či obdobném právním vztahu, stejně tak jako se nepodílí na řízení či kontrole podnikání uvedené Společnosti.

Prohlašuje dále, že jednání o odměně za zpracování této odhadu byla vedena tak, aby výše odměny nebyla nikterak závislá na výsledcích ocenění.

1.4. Použitelnost odhadu

Tento odborný odhad je použitelný jenom pro výše uvedený účel – tedy pro stanovení hodnoty akcií společnosti BIOPHARM, Výzkumný ústav biofarmacie a veterinárních léčiv a.s. pro účely dražby.

1.5. Definice zkratk

Seznam základních zkratk, které jsou použity v tomto odhadu:

- „Objednavatel“ – společnost CAPITAL MARKETS, o.c.p., a.s., se sídlem Ul. 29. augusta 36, Bratislava 811 09, Slovenská Republika, IČ: 36 853 054
- „Společnost“ – BIOPHARM, Výzkumný ústav biofarmacie a veterinárních léčiv a.s., se sídlem na adrese Jílové u Prahy, Pohoří - Chotouň 90, okres Praha-západ, PSČ 254 49, IČ: 463 56 606
- „Zpracovatel“ – A&CE Consulting, s.r.o., se sídlem Brno, Ptašinského 307/4, okres Brno město, PSČ 602 00, IČ 441 19 097

2. NÁLEZ

2.1. Zjištění stavu

Vstupní údaje použité pro ocenění provedené v tomto odhadu byly ověřeny z podkladů poskytnutých pověřenými pracovníky Společnosti.

2.2. Předpoklady a omezující podmínky

2.2.1. Podklady pro zpracování odhadu

2.2.1.1. Podklady poskytnuté Objednatелеm

- Auditovaná rozvaha, výkaz zisků a ztrát a výkaz cash flow Společnosti k 31.12.2009-31.12.2012;
- Průběžná rozvaha a VZZ k 30.6.2013;
- Příloha k roční účetní závěrce Společnosti za rok 2012;
- Obratová předvaha Společnosti k 31.12.2012;
- Výroční odborný odhad Společnosti za rok 2012;
- Finanční plán Společnosti na roky 2013 a 2014 v podobě VZZ;
- Plán investic na rok 2013;
- Informace o dividendové politice Společnosti;
- Doplňující informace od pověřených osob relevantní k ocenění Společnosti podané v průběhu zpracování odhadu.

2.2.1.2. Podklady opatřené zpracovatelem a použitá literatura

- Výpis z obchodního rejstříku společnosti BIOPHARM, Výzkumný ústav biofarmacie a veterinárních léčiv a.s., vedeného Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 2144, pořízený prostřednictvím internetu;
- Makroekonomická predikce ČR zpracovaná Ministerstvem financí (duben 2013);
- Zákon č. 151/1997 Sb., „o oceňování majetku a o změně některých zákonů“ (zákon o oceňování majetku), ve znění zákona č. 121/2000 Sb., zákona č. 237/2004 Sb., zákona č. 257/2004 Sb., zákona č. 296/2007 Sb., zákona č. 188/2011 Sb. a zákona č. 350/2012 Sb.;
- Vyhláška Ministerstva financí č. 3/2008 Sb. o provedení některých ustanovení zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů, (oceňovací vyhláška) v platném znění;
- MAŘÍKOVÁ PAVLA, MAŘÍK MILOŠ – Diskontní míra v oceňování, Vysoká škola ekonomická v Praze, Institut oceňování majetku, 2001, ISBN: 80–245–0228–3;
- Mezinárodní standardy pro oceňování IVS 1-4, The International Assets Valuation Standards Committee, březen 1994;
- MAŘÍK MILOŠ a kolektiv: Metody oceňování podniku, Ekopress, Praha 2007;
- RAFFEGEAU J. , DUBOIS F.: Finanční oceňování podniků, Praha, HZ Praha, 1996;
- Ibbotson Associates – SBBI 2012 Valuation Edition Yearbook, Ibbotson Associates 2012.

2.2.2. Ověření vstupních dat

Odborný odhad je založen na údajích poskytnutých pověřenými osobami Společnosti a na veřejně dostupných informacích. Údaje poskytnuté Společností považuje Zpracovatel za pravdivé a správné. Poskytnuté podkladové materiály pro zpracování této odhadu jsou v kompetenci a odpovědnosti odpovědných osob Společnosti.

V kompetenci a odpovědnosti Společnosti jsou zejména následující podkladové materiály a předpoklady, na kterých je ocenění založeno:

- rozvaha a výkaz zisků a ztrát a obrátová předvaha Společnosti k 31.12.2012;
- rozvaha a výkaz zisků a ztrát a obrátová předvaha Společnosti k 30.6.2013;
- finanční plán Společnosti na roky 2013 a 2014;
- další informace o základních věcných faktorech fungování Společnosti v budoucnu.

Údaje a kalkulace zahrnují účinky inflace. Kalkulace jsou dále založeny na předpokladu, že činnost Společnosti probíhá nezávisle v jejím současném stavu a v souladu s tím neoddráží synergické efekty, které by mohly být přístupné třetí straně.

V této souvislosti Zpracovatel podotýká, že odchylky od prognózovaného vývoje mohou nastat částečně:

- z důvodů určitých nejistot v budoucím českém ekonomickém a legislativním vývoji a
- z dalších rizik vztahujících se na podmínky daného odvětví (riziko nepředpokládaného vývoje kursu CZK k zahraničním měnám, rizika marketingové, technické, finanční a ekonomické povahy).

Poslední dostupné informace byly získány dne 5. srpna 2013.

2.3. Popis předmětu ocenění

Předmětem ocenění jsou akcie vydané společností BIOPHARM, Výzkumný ústav biofarmacie a veterinárních léčiv a.s.,. Primárním předmětem ocenění **bude podnik Společnosti** ve smyslu souboru majetku a závazků, od jehož hodnoty bude hodnota akcií odvozena.

2.4. Základní charakteristika emitenta cenných papírů

Základní identifikační údaje o Společnosti, jež je předmětem ocenění, byly převzaty z výpisu z obchodního rejstříku. Společnost je zapsána v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 2144.

Obchodní firma:	BIOPHARM, Výzkumný ústav biofarmacie a veterinárních léčiv a.s.
Právní forma:	akciová společnost
Sídlo:	Jílové u Prahy, Pohoří - Chotouň 90, okres Praha-západ, PSČ 254 49
IČ:	463 56 606
Základní kapitál:	37 627 000,- Kč
Datum vzniku:	30. září 1993

2.4.1. Identifikace akcií

- 37 627 ks akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč

2.4.2. Předmět podnikání dle výpisu z OR

Podle výpisu z obchodního rejstříku jsou předmětem podnikání Společnosti:

- výzkum a vývoj v oblasti veterinárních přípravků a přípravků pro ochranu rostlin, výroba a obchodní činnost v oblasti veterinárních přípravků a premixů pro výživu zvířat, farmakologický servis pro potřeby výroby veterinárních a humánních léčiv, propagační a vydavatelská činnost na úseku veterinárních a humánních přípravků.

2.5. Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezení celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výnosový potenciál je závislý na potenciálu vnějším a vnitřním, kterým Společnost disponuje. **Vnější potenciál** lze souhrnně kvalitativně vyjádřit **šancemi a riziky**, které nabízí podnikatelské prostředí (odvětví, relevantní trh), v němž se pohybuje oceňovaný podnik.

Při analýze vnitřního potenciálu společnosti BIOPHARM, Výzkumný ústav biofarmacie a veterinárních léčiv a.s. zjišťujeme, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a posuzujeme schopnost čelit podnikatelským rizikům. Koncentrovaným vyjádřením vnitřního potenciálu je souhrn jeho hlavních silných a slabých stránek s důrazem na otázku, zda podnik má nějakou podstatnou konkurenční výhodu (či výhody). Důležitým rozměrem analýzy vnitřního potenciálu je tedy i analýza konkurence oceňovaného podniku.

2.5.1. Vývoj národního hospodářství

Při zpracování této části bylo použito Makroekonomické predikce vypracované Ministerstvem financí ČR (MFČR) v dubnu 2013. Níže v kapitolách jsou uvedeny vybrané části. Celý dokument je k dispozici na adrese Ministerstva financí (zdroj: www.mfcr.cz) nebo v archivu znaleckého ústavu A&CE Consulting, s.r.o.

Tabulka – Makroekonomické indikátory

		2010	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013
		aktuální predikce					aktuální predikce		
Hrubý domácí produkt	růst v % s.c.	3,5	1,9	-1,1	0,1	1,4	1,7	-1,0	0,7
Spotřeba domácností	růst v % s.c.	1,0	0,7	-3,0	-0,7	0,9	-0,6	-3,0	-0,9
Spotřeba vlády	růst v % s.c.	0,5	-2,5	-0,5	-1,0	-0,9	-1,7	-1,1	-1,3
Tvorba hrubého fixního kapitálu	růst v % s.c.	1,0	-0,7	-0,8	0,1	1,5	-0,9	-0,6	0,8
Příspěvek ZÚ k růstu HDP	p. b. v %	0,5	2,0	1,4	0,7	0,3	1,7	1,8	1,0
Deficit HDP	růst v %	-1,4	-0,8	1,1	0,5	0,6	-0,8	1,3	0,9
Průměrná míra inflace	%	1,5	1,9	3,3	2,1	1,8	1,9	3,8	2,1
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %	-1,0	0,4	0,4	0,0	0,0	0,4	0,0	-0,2
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	průměr v %	7,3	6,7	6,9	7,3	7,4	6,7	6,9	7,5
Objem mezd a platů (dom. koncept)	růst v % s.c.	0,7	2,2	1,7	1,9	3,5	2,3	2,0	2,1
Poměr salda BÚ k HDP	%	-3,9	-2,8	-1,6	-1,3	-1,2	-2,8	-1,8	-3,2
<u>Předpoklady</u>									
Směnný kurz CZK/EUR		25,3	24,6	25,1	24,9	24,8	24,6	25,1	24,9
Dlouhodobé úrokové sazby	% p.a.	3,7	3,7	2,8	2,2	2,3	3,7	2,9	2,7
Ropa Brent	USD/barel	80	111	112	105	107	111	110	115
HDP eurozóny (EA12)	růst v % s.c.	2,0	1,4	-0,4	-0,7	0,5	1,4	-0,5	0,9

3. ODBORNÝ ODHAD

3.1. Názvosloví

Úvodem jsou nejprve definovány základní názvy v oblasti oceňování (ohodnocování, zjišťování hodnoty).

3.1.1. Cena

Je pojem používaný pro částku, která je požadována, nabízena nebo zaplacená za zboží nebo službu. Zaplacená cena může nebo nemusí mít vztah k hodnotě zboží či službě, kterou by jim připisovali jiní. Cena je obecně indikací relativní hodnoty připisované zboží nebo službám konkrétním kupujícím v konkrétních podmínkách.

3.1.2. Hodnota

Je ekonomický pojem týkající se peněžního vztahu mezi zbožím a službami, které lze koupit a těmi, kdo je kupují a prodávají. Hodnota není faktem, ale odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase podle konkrétní definice hodnoty. Ekonomická koncepce hodnoty odráží názor trhu na prospěch plynoucí tomu, kdo vlastní zboží nebo obdrží služby k datu platnosti hodnoty.

3.1.3. Trh

Je systém, kde se zbožím a službami obchoduje mezi kupujícími a prodávajícími prostřednictvím cenového mechanismu. Interakce prodávajících a kupujících, která vede ke stanovení cen a množství komodity.

3.1.4. Tržní hodnota

Tržní hodnotou se rozumí částka, která by byla dosažena při prodeji stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti které mají na částku 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 například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím nebo kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládaná majetku nebo službě vyplývající z osobního vztahu k nim.

3.1.5. Výnosová hodnota

Uvažovaná jistina, kterou je nutno při stanovené úrokové sazbě uložit, aby úroky z této jistiny byly stejné jako čistý výnos z podniku (nemovitosti, či jiného aktiva), nebo je možné tuto částku investovat na kapitálovém trhu s obdobnou sazbou výnosové míry.

3.1.6. Věcná hodnota

Reprodukční cena investičního majetku, snížená o přiměřené opotřebení, odpovídající průměrné opotřebované věci stejného stáří a přiměřené intenzity používání, ve výsledku pak snížená o náklady na opravu vážných závad, které znemožní okamžité užívání věci.

3.1.7. Maximální a nejlepší použití

Nejpravděpodobnější použití aktiva, jaké je fyzicky možné, přiměřeně oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které vede k nejvyšší hodnotě oceňovaného aktiva.

3.1.8. Cena administrativní

Cena zjištěná podle cenového předpisu

3.1.9. Cena pořizovací

Týká se především jednotlivých prvků investičního majetku podniku. Jde hlavně o nemovitosti, stroje, zařízení, dopravní prostředky ap. Je to cena, za kterou by bylo možno pořídit investiční majetek v době jeho pořízení bez odpočtu opotřebení.

3.1.10. Cena reprodukční

Opět se týká především investičního majetku podniku. Je to cena, za kterou by bylo možno stejnou novou nebo porovnatelnou věc pořídit v době ocenění, bez odpočtu opotřebení.

3.1.11. Časová cena

Časovou cenou se rozumí cena vypočítaná tak, že od výchozí pořizovací ceny majetku se odečte částka odpovídající skutečnému technickému opotřebení, ke kterému došlo v době od pořízení majetku do dne stanovení ceny.

3.1.12. Cash flow

Peněžní tok, dynamický ukazatel likvidity vyjadřující rozdíl mezi skutečnými příjmy a výdaji za určité časové období.

3.1.13. Goodwill

Hodnota, o kterou přesahuje souhrn předpokládaných budoucích příjmů současnou věcnou hodnotu. Kupující při koupi podniku kupuje zpravidla více než budovy, vybavení atd. Dostane rovněž některá souhrnná aktiva jako např. trh, další možnosti rozvoje na trhu pro něj novém, kvalifikované pracovníky a vedení podniku, ochrannou známku či obchodní značku a možnosti jejich využití. Goodwill je vyčíslitelná hodnota a může nabývat také záporných hodnot (záporný goodwill).

3.2. Používané metody obecně

Pro určení hodnoty akciových podílů, čistého obchodního majetku, majetku, podniků a jejich částí jsou obecně odbornou veřejností jako nejčastěji používané metody ocenění:

- metody výnosové,
- metody srovnávací,
- metody majetkové.

3.2.1. Výnosový přístup

Výnosový přístup je nejvíce používán především při oceňování celých podniků, jejich částí a průmyslových práv, příp. jiného duševního vlastnictví. Mezi základní varianty tohoto přístupu

patří: metoda diskontovaného salda cash-flow (DCF), metoda kapitalizace čistých zisků (přínosů, výnosů, metoda reflektující vývoj na burze cenných papírů apod.

Hlavním představitelem tohoto přístupu je metoda DCF (diskontovaného salda cash-flow - peněžních toků). V tomto případě jde o ocenění budoucího „cash flow“ (při zakalkulování rizika jeho dosažení a jeho současné časové hodnoty). Pravděpodobnost dosažení určitých příjmů v budoucnosti je dána vnitřními i vnějšími faktory specifickými pro každou obchodní společnost, a to: 1. kapitálovými, komoditními, marketingovými, managementem, goodwillem, know-how, prodejní sítí apod., 2. geografickými, místními, časovými, kupní silou obyvatelstva apod., přičemž lze nyní již vycházet v České republice z předpokladu stabilizovaného tržního prostředí. Podmnožinou této metody je metoda diskontovaného dividendového výnosu. Výhodou metody je orientace na budoucí příjmy a přesnější možnosti stanovení diskontní míry, nevýhodou je riziko nedosažení prognóz, z nichž ocenění touto metodou vychází.

Druhou používanou výnosovou metodou je metoda kapitalizovaných čistých zisků (výnosů, přínosů), která má dvě varianty analytickou a paušální. Paušální metoda je obdobou metody přímé kapitalizace zisku. Paušální metoda je založena na historické úrovni zisku vztažené k míře kapitalizace.

Výnosový přístup vždy předpokládá dostupnost určité časové řady ekonomických výsledků – buď budoucí prognózu (DCF), či výsledky dosahované v minulosti (metoda kapitalizovaných zisků).

3.2.2. Srovnávací přístup

Srovnávací přístup klade důraz na srovnávací charakteristiky oceňované společnosti či majetku a je použitelný pouze tam, kde je k dispozici dostatečné množství údajů o trhu srovnatelných statků, což předpokládá rozvinuté a dlouhodobé podmínky tržního hospodářství (údaje burzovní, o podobných transakcích, licenční analogie apod.).

3.2.3. Metody založené na analýze majetku - substance

Princip majetkového ocenění je jednoduchý a obecně srozumitelný. Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odpočtena suma oceněných závazků. Velikost majetkového ocenění je dána především množstvím a strukturou položek majetku a pravidly pro jeho ocenění.

Majetkové ocenění lze dále členit:

Pokud vycházíme z předpokladu zachování trvalé existence podniku (going concern princip) dostáváme se k ocenění na základě :

- reprodukčních cen – metoda substanční (NAV),
- účetních historických cen – účetní hodnota,
- uspořené nákladů,
- metoda tržních cen.

Pokud vycházíme z předpokladu, že podnik nebude dlouhodobě existovat zjišťujeme:

- likvidační hodnotu.

3.2.3.1. Substanční metoda na principu reprodukčních cen

Metoda nákladového přístupu považuje za hodnotu majetku náklady, které by investor zaplatil za získání náhradních statků, a to stejně užitečných. Tj. v případě ocenění podniku odpovídá na

otázku, kolik by stálo jeho znovuvybudování. Při této metodě se rovněž přihlíží k okolnosti, zda odhadované statky nejsou méně užitečné než nové, neboť pak by jejich hodnota byla nižší než je hodnota náhradních statků.

Reprodukční cena (cena opětného pořízení) vyjadřuje, za kolik by bylo možno předmět ocenění pořídit v den sestavení oceňovací bilance. Tím se snaží odstranit výše uvedený časový vliv na cenu.

Metoda reprodukční pořizovací hodnoty spočívá tedy v určení hodnoty aktiv na bázi stanovení jejich reprodukční ceny, jinými slovy stanovení současné pořizovací ceny se zohledněním morálního a technického opotřebení.

Rozlišujeme substanční hodnotu brutto a netto. Substanční hodnotu brutto získáme, zjistíme-li aktuální reprodukční ceny stejného nebo obdobného majetku a ty snížíme o případné opotřebení. Je to tedy hodnota znovupořízení aktiv podniku. Pokud od této hodnoty odečteme dluhy, zjistíme substanční hodnotu netto, tedy hodnotu vlastního kapitálu.

3.2.3.2. Zjištění goodwill u substanční metody

Použití substanční metody pro ocenění podniku není vždy úplné, pokud výpočet hodnoty nezohledňuje rovněž goodwill resp. záporný goodwill. Substanční metoda staticky zachycuje stav a hodnotu majetku a závazků k určitému datu bez ohledu na výnosnost tohoto majetku pro akcionáře ve fungujícím podniku.

Jako vhodnou metodu zobrazující nejlépe hodnotu oceňovaného podniku ji lze použít :

- pouze pro podnik, u něhož je splněn předpoklad nepřetržitého trvání v dohledné budoucnosti a
- pouze v případě, že je provedeno ocenění všech hmotných i nehmotných složek podnikání a znalec identifikuje případnou výši hodnoty goodwillu (může nabývat i hodnot záporných = záporný goodwill), což je dle našeho názoru hodnota zjištělná opět jediné jednou z variant výnosových metod.

Goodwill (zde) chápeme jako nadhodnotu celkového podniku nad věcnou hodnotou; tím jsou do goodwillu zahrnuty faktory zvyšující/snižující hodnotu, které se projeví v budoucích ziscích, jakož i všechna pro ocenění relevantní rizika, jež mohou vést ke ztrátám.

Zjednodušeně platí vztah : Hodnota podniku = věcná hodnota plus/mínus goodwill, kde věcná hodnota může být zjištěna precizněji (reprodukční hodnota) či zjednodušeně (metoda ČOJ nebo vlastního kapitálu), a kde goodwill (záporný goodwill) zjišťujeme nejčastěji výnosovými metodami.

3.2.3.3. Metoda účetní hodnoty na základě historických cen

Tento majetkový přístup je založen na ocenění majetku a závazků, kde je rozhodujícím podkladem účetní evidence a vybrané účetní a auditorské postupy. Ocenění tedy vychází z historických cen a účetních pravidel pro vykazování majetku, závazků, resp. jmění společnosti. Výsledek, tj. hodnota vlastního jmění, je dána rozdílem zjištěné hodnoty majetku a závazků.

3.2.3.4. Metoda uspořené nákladů

Pokud má investor rozhodnout mezi alternativou koupě podniku a vybudováním nového podniku, nejsou likvidační hodnota a substanční hodnota na principu reprodukčních nákladů přiměřeným kritériem pro rozhodování. Pokud můžeme vycházet z předpokladu, že je známa pravděpodobná úroveň budoucích výnosů, pak hodnota podniku uvažovaného ke koupi plyne

ze schopnosti jeho substance nahradit výdaje spojené s vybudováním nového podniku. Substanční hodnota na principu reprodukčních nákladů sice poskytuje v tomto směru částečnou informaci, ale skutečnou čistou úsporu z ní přímo vyčíst nelze.

Substanční hodnota uspořené nákladů je kvantitativním vyjádřením substitučního efektu existující majetkové podstaty. Rozhodující význam zde má představa investora o budoucím podnikání, která je základem pro odhad investičních výdajů nutných pro vybudování nového podniku s adekvátními kapacitami. Hodnota majetkové podstaty podniku je pak dána schopnostmi nahradit plánované investiční výdaje s přihlédnutím k provozním nákladům.

Na rozdíl od metody substanční hodnoty založené na reprodukčních nákladech nedochází u metody úspory nákladů k žádnému izolovanému ocenění jednotlivých položek majetku, nezjistíme tedy hodnotu jednotlivých položek, ale pracujeme pouze s peněžními toky spojenými s jednotlivými majetkovými položkami. Výjimkou jsou pouze neprovozní aktiva, která by byla opět oceňována na základě možných výnosů z prodeje (tržními hodnotami).

Metoda úspory nákladů je založena na předpokládaném podnikatelském konceptu, který může klást odlišné nároky na podnikovou substanci. Substanční hodnota na základě úspory nákladů je tedy hodnota podniku odvozená na principech:

- vazby k budoucnosti,
- ocenění podniku jako celku,
- subjektivního přístupu.

3.2.3.5. Metoda tržních cen

Tento přístup spočívá v ocenění majetkové položky podniku jejími tržními hodnotami jakoby se jednalo o separátní, funkčně nepropojená aktiva. Hodnota vlastního kapitálu podniku by pak byla stanovena jako součet tržních hodnot majetkových položek snížený o závazky.

Tento typ majetkového ocenění pokračujícího podniku je vhodný (a často i jediný možný) u investičních společností a podniků holdingového typu, tedy v případě ocenění podniků, jejichž hlavní činnost nespočívá ve výrobě, obchodu nebo poskytování služeb, ale v držbě aktiv, nejčastěji finančních nebo realitních.

Uvedenou metodiku ocenění nemá význam aplikovat na běžný provozní podnik, pokud se předpokládá jeho další trvání, neboť je třeba si uvědomit, že oceníme-li každou majetkovou položku tržní hodnotou, předpokládáme, že by teoreticky byla jako samostatná položka prodána. To je ale neslučitelné s předpokladem dalšího pokračování podniku jako funkčního celku. U běžných provozních podniků má tedy tento přístup význam při předpokladu ukončení jejich provozu, pak ovšem ústí v ocenění likvidační hodnotou.

3.2.3.6. Metoda likvidační hodnoty

Ve zvláštních případech se používá metoda likvidační hodnoty, kdy se nepředpokládá další podnikání, ale likvidace společnosti, tj. ukončení činnosti a prodej jednotlivých položek aktiv.

Ke zjištění likvidační hodnoty se používá za základ účetní hodnota majetku resp. alespoň účetní evidence majetku. Pro zjištění hodnoty jednotlivých složek majetku jsou pak používány všechny opodstatněné metody v závislosti na účelu ocenění:

- reprodukční ceny,
- historické ceny,
- srovnávací přístup,
- výnosové ocenění.

Její použití má opodstatnění v případě, že není předpokládána další existence společnosti (podniku) – je zpochybněn či porušen going concern princip a tehdy se předpokládá, že likvidace přinese větší zisk, než další pokračování v podnikání společnosti, tedy likvidační hodnota > výnosová hodnota.

3.3. Použitý způsob ocenění

Ocenění se provádí za účelem stanovení hodnoty akcií společnosti BIOPHARM, Výzkumný ústav biofarmacie a veterinárních léčiv a.s. pro účely dražby.

Společnost je dle našeho názoru schopná pokračovat v další činnosti a je tedy splněn předpoklad tzv. going concern principu. Na základě provedené analýzy se domníváme, že Společnost není v situaci, která by oceňovatele opravňovala k zjištění likvidační hodnoty podniku.

Pro ocenění akcií Společnosti jsme proto zvažovali použití následujících metod:

- 1) Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF entity) – výnosová metoda
- 2) Metoda vyhodnocení jmění – substanční metoda (NAV)

Metoda substanční zachycuje hodnotu Společnosti k určitému datu položkovým vyjádřením tržní hodnoty majetku po odečtení závazků. Použití metody umožní přistupovat ke každé majetkové složce Společnosti jmění individuálně. Tato metoda tedy verifikuje aktuální tržní hodnotu obchodního majetku a po odečtení závazků pak určí hodnotu čistého obchodního majetku.

Druhou možností je použití metody výnosové, která vychází z očekávaných peněžních příjmů, které je Společnost schopna generovat a z nich kalkuluje hodnotu Společnosti. Konkrétně **výnosová metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)** pracuje s peněžními příjmy (cash-flow), jejichž výši stanoví na základě predikce hospodaření podniku od data ocenění dále. Jedná se o kvantifikaci hodnot toho majetku/závazků podniku, které mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow podniku. V období po finančním plánu je ocenění založeno na kapitalizaci budoucích volných peněžních toků společníkům i věřitelům Společnosti za využití perpetuitního efektu. Při stanovení čistého cash flow Společnosti jsme vycházeli z rozvahy a výkazu zisků a ztrát ke dni 31.12.2012 a podnikatelského plánu sestaveného pověřenými pracovníky Společnosti včetně doplnění o strategických záměrech Společnosti.

S přihlédnutím k variantám odrážejícím míru návratnosti z hlediska požadavků racionálního investora zohledňujícího riziko spojené s danou investicí považujeme za základní metodu ocenění metodu výnosovou, tj. metodu diskontovaných peněžních toků (DCF entity).

3.3.1. Popis použité metody diskontovaných hotovostních toků (DCF)

Vztah mezi současnou hodnotou a budoucími hotovostními toky, které společnost vytvoří v budoucnu, lze vyjádřit takto:

$$PVCF = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i}$$

kde

PVCF současná hodnota budoucích volných hotovostních toků,

CF_i očekávaná hodnota budoucího hotovostního toku v období *i*,

r míra výnosnosti kapitálu požadovaná investory (podrobněji viz níže),

i index období

Samotná podstata metody volných hotovostních toků je dostatečně známa, v dalším se tedy pouze omezíme na popis našeho postupu v těch bodech, kde pro oceňovatele obecně existuje více možných alternativ postupu.

3.3.1.1. Určení hotovostních toků k diskontování

Příklonili jsem se k postupu založeném na diskontování čistých hotovostních toků, tj. volné hotovosti vytvářené provozní a investiční činností společnosti, a dále upravené tak, aby bylo zohledněno zdanění společnosti. Pro větší názornost uvádíme níže postup stanovení čistého hotovostního toku:

Provozní Příjmy před placením úroků a daní

- Daně na Příjmy před placením úroků a daní

+ Změna v odložených daních

= Čistý provozní zisk minus upravené daně

+ Odpisy

+ Úpravy o jiné bezhotovostní položky zahrnuté v Příjmech před placením úroků a daní

= Hrubý peněžní příjem

- Investice do fixních aktiv

+/- změna pracovního kapitálu

- Investice do ostatních čistých aktiv

= Volný provozní hotovostní tok akcionářům i věřitelům Společnosti

3.3.1.2. Stanovení období explicitní projekce a výpočet konečné hodnoty

Do hodnoty společnosti vstupují veškeré hotovostní toky vytvořené po datu ocenění. Z praktického hlediska se budoucí období obvykle rozděluje na dva časové úseky. První úsek zahrnuje období pro které byly vytvořeny explicitní projekce hotovostních toků. Se vzdálenějším časovým horizontem však roste očekávaná odchylka budoucích hotovostních toků od jejich projektovaných hodnot. Proto je období explicitní projekce omezeno na časový horizont pro nějž je smysluplné projekci připravovat. Obvykle je horizontem projekce zvolen rok, ve kterém lze předpokládat dosažení stabilizované výkonnosti společnosti, vyčerpání konkurenčních výhod, vyrovnání průmyslového cyklu apod. Hodnota společnosti vytvářená hotovostními toky za horizontem explicitní projekce, tedy tzv. konečná hodnota (terminal value) se pak stanoví na základě určitých zjednodušujících předpokladů. Zpracovatel dal v tomto případě přednost obvykle používanému vzorci trvalosti růstu volných hotovostních toků:

$$TV = \frac{FCF_{T+1}}{r_T - g}$$

kde

TV konečná hodnota (budoucích volných hotovostních toků vytvořených za horizontem explicitně projektovaného období),

FCF_{T+1} stabilizovaná úroveň volného hotovostního toku v prvním roce po explicitním projektovaném období,

r_T míra výnosnosti kapitálu požadovaná investory pro terminální období (podrobněji viz níže),

g očekávaná dlouhodobá míra růstu volných hotovostních toků

a současná hodnota konečné hodnoty se určí jako

$$PVTV = \frac{TV}{(1+r)^T}$$

kde

T délka explicitního projektovaného období v letech

r míra výnosnosti kapitálu požadovaná investory pro explicitně projektované období

Celková hodnota podniku pro akcionáře i věřitele společnosti se určí jako součet současné hodnoty volných hotovostních toků z explicitně projektovaného období a současné hodnoty konečné hodnoty, tedy

$$CHP = PVFCF + PVTV$$

Hodnota podniku (enterprise value) resp. společnosti se potom určí jako rozdíl mezi hodnotou podniku a tržní hodnotou úročených cizích zdrojů v zahajovací bilanci.

$$EV = CHP - TÚCZ$$

3.3.1.3. Odhad požadované výnosnosti kapitálu

Pro stanovení současné hodnoty budoucích hotovostních toků je nutné určit diskontní faktor, který by měl věrně odrazet náklady příležitosti kapitálu. V případě diskontování čistých hotovostních toků k výpočtu hodnoty podniku akcionáře i věřitele společnosti je využívána diskontní míra odpovídající váženému průměru nákladu kapitálu (weighted average cost of capital – WACC).

$WACC = \text{náklady vlastního kapitálu} * (\text{tržní hodnota vlastního kapitálu} / \text{celkový kapitál}) + \text{náklady na cizí zdroje} * (\text{tržní hodnota úročených cizích zdrojů} / \text{celkový kapitál}) * (1 - \text{efektivní daňová sazba})$

3.3.1.3.1. Náklady vlastního kapitálu

Při určení požadovaných nákladů vlastního kapitálu jsme použili standardní postup založený na modelu oceňování kapitálových aktiv (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Tento model předpokládá, že tržní výnos akciového kapitálu je roven nákladům bezrizikového dluhové kapitálu plus prémie za riziko, která se rovná tržní odměně za riziko (rozdíl mezi očekávanou výnosností akciového trhu a bezrizikovou sazbou) násobené koeficientem vyjadřujícím příspěvek systematického rizika oceňované společnosti k riziku akciového trhu, obecně známým jako Beta koeficient. Požadovaný výnos vlastního kapitálu se tedy určí jako:

	$R_E = R_F + [E(R_M) - R_F]\beta$
<i>kde</i>	
R_E	<i>návratnost akciového kapitálu</i>
R_F	<i>návratnost bezrizikového dluhu,</i>
$E(R_M)$	<i>očekávaná návratnost akciového trhu,</i>
β	<i>koeficient vyjadřující systematické riziko výnosů akciového kapitálu společnosti</i>

Při stanovení zadlužené bety je počítáno s průměrným tržním poměrem vlastních a cizích zdrojů v daném sektoru podnikání.

*Zadlužená beta = nezadlužená beta * [1 + (1 - efektivní daňová sazba) * (tržní poměr cizích a vlastních zdrojů)]*

3.3.1.3.2. Náklady na cizí zdroje

Při určení nákladů na cizí zdroje je relevantní použít aktuální úrokové sazby zdrojů financování. V perpetuitní fázi je možné využít náklady z období finančního plánu, případně také metodu tzv. syntetického ratingu (viz např. stránky prof. Damodarana www.stern.nyu.edu/~adamodar), která bere v úvahu poměr provozního hospodářského výsledku k nákladům na cizí zdroje. Pomocí tohoto poměru je stanoven syntetický rating (např. AAA, BBB apod.) a následně přes rizikovou přírážku k bezrizikové míře výnosnosti jsou stanoveny předpokládané náklady na cizí zdroje. Alternativou pro kalkulaci nákladů na cizí zdroje v perpetuitě jsou rovněž výše uvedené skutečné náklady na cizí zdroje dle aktuální situace.

3.3.1.3.3. Vážený průměr nákladu kapitálu

Výše váženého průměru nákladu kapitálu je stanovena na základě výše popsaných nákladů na vlastní a cizí zdroje, průměrném tržním poměru vlastních a cizích zdrojů v daném sektoru podnikání a efektivní daňové sazbě (bere v úvahu případnou daňovou ztrátu).

3.3.1.3.4. Stanovení diskontů za nelikviditu

U společností jejichž akcie nejsou veřejně obchodovatelné, či u společností s ručením omezeným je dle našeho názoru nutné dále uplatnit diskont za nelikviditu. Likvidita, neboli obchodovatelnost je pro výpočet ceny akcií či podílů jedním z nejzásadnějších parametrů. Je definována jako schopnost přeměnit daný cenný papír na hotovost rychle, s minimem transakčních a administrativních nákladů, a to s vysokou mírou pravděpodobnosti, že výsledná prodejní cena se nebude odlišovat od očekávané (tj. indikované např. na veřejném trhu).

Diskont za nelikviditu jsme v případě ocenění Společnosti uplatnili.

3.4. Základní předpoklady obecné povahy

Dále jsou uvedeny rozhodující právní, ekonomické a ostatní předpoklady, které byly uvažovány pro účely našeho ocenění, resp. finančního plánu Společnosti:

- právní forma;
- daňová politika;
- ekonomické uspořádání a právní systém;
- účetní zásady.

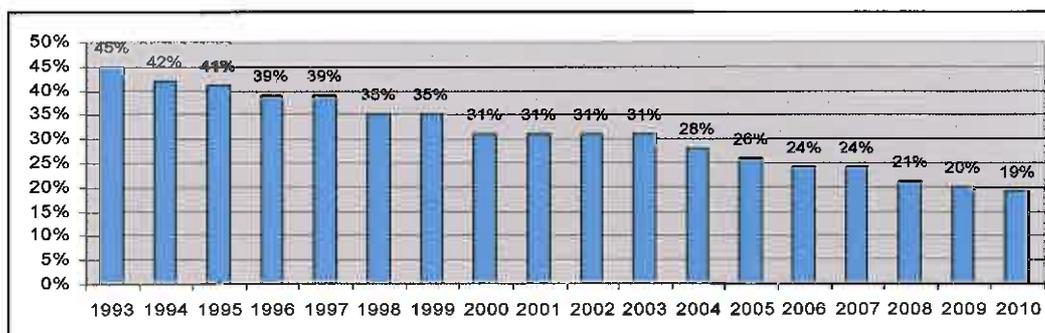
3.4.1. Právní forma

Společnost BIOPHARM, Výzkumný ústav biofarmacie a veterinárních léčiv a.s. je akciovou společností dle českého práva s veškerými specifiky úpravy této právní formy podnikání.

3.4.2. Daňová politika

Sazba daně z příjmů právnických osob v období 1993 – 2007 se postupně snižovala. Pro účely analýz používáme sazby uvedené v grafu. Pro účely prognózy byl přijat předpoklad, že pro rok 2008 bude platit zdanění příjmů 21% a pro období 2009 platí zdanění příjmů ve výši 20%, a pro období 2010 a následující pak 19%.

Graf – Historická i očekávaná sazba daně z příjmů právnické osoby v ČR



3.4.3. Ekonomické uspořádání a právní systém

Předpokládá se, že nedojde k podstatným změnám podmínek, v nichž oceňovaná Společnosti podniká. Předpokládá se rovněž, že současná politika vlády v ekonomické oblasti bude pokračovat stejným směrem, a že nedojde k takovým změnám, které by zásadním způsobem ovlivnily stávající právní a institucionální uspořádání včetně daňového systému, a že tak nebude podstatným způsobem ovlivněna finanční a komerční pozice oceňované Společnosti.

Po jisté době konvergence ekonomiky ČR v rámci Evropské unie se rovněž předpokládá, že ČR přijme jako zákonné platidlo na svém území euro a stane se členem Evropské monetární unie. V období konvergence ČR k Evropské monetární unii se předpokládá vysoká míra korelace mezi vývoje kursu CZK a EUR vzhledem k ostatním světovým měnám.

3.4.4. Účetní zásady

Zpracovatel předpokládá, že účetní údaje poskytnuté Objednatelem byly sestaveny v souladu se zásadami pro účetnictví platnými v České republice.

3.5. Ocenění výnosovou metodou DCF entity

3.5.1. Výchozí bilance k 31.12.2012

K datu posouzení hodnoty eviduje Společnost jednotlivé položky Aktiv i Pasiv v následující velikosti i struktuře:

Tabulka – Aktiva Společnosti ke dni posouzení hodnoty (v tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2012
AKTIVA CELKEM	170 282
Stálá aktiva	71 473
Dlouhodobý nehmotný majetek	479
Dlouhodobý hmotný majetek	70 994
Dlouhodobý finanční majetek	0
Oběžná aktiva	97 999
Zásoby	11 826
Dlouhodobé pohledávky	203
Krátkodobé pohledávky	26 642
Krátkodobý finanční majetek	59 328
Časové rozlišení	810

Tabulka – Pasiva Společnosti ke dni posouzení hodnoty v (tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2012
PASIVA CELKEM	170 282
Vlastní kapitál	150 773
Základní kapitál	37 627
Kapitálové fondy	12 441
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	9 170
Výsledek hospodaření minulých let	86 491
VH běžného účetního období (+/-)	5 044
Cizí zdroje	19 508
Rezervy	512
Dlouhodobé závazky	1 837
Krátkodobé závazky	17 159
Bankovní úvěry a výpomoci	0
Časové rozlišení	1

K datu posouzení hodnoty eviduje Společnost jednotlivé položky Výkazu Zisků a ztrát v následující velikosti i struktuře:

Tabulka – Výkaz zisků a ztrát Společnosti ke dni ocenění v (tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2012
Obchodní marže	8 698
Výkony	79 611
Výkonová spotřeba	33 083
Přidaná hodnota	55 226
Osobní náklady	41 326
Daně a poplatky	1 209
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	9 770
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	860
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	2
Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-1 696
Ostatní provozní výnosy	2 403

OBDOBÍ	31.12.2012
Ostatní provozní náklady	2 384
Provozní výsledek hospodaření	5 494
Finanční výsledek hospodaření	-477
Daň z příjmů za běžnou činnost	-12
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	5 029
Mimorádný výsledek hospodaření	15
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	5 044
Výsledek hospodaření před zdaněním	5 032

3.5.2. Finanční plán Společnosti

Finanční plán Společnosti pro období 2013 – 2014, byl vyhotoven pověřenými pracovníky Společnosti. Provedli jsme revizi správnosti tohoto plánu a do ocenění byl zapracován s následujícími změnami:

- Dle informací pověřených osob Společnosti došlo v prvním pololetí roku 2013 k neočekávanému růstu tržeb v důsledku dodavatelských problémů přímého konkurenta. Tato skutečnost měla pouze jednorázový efekt na hospodaření Společnosti a ovlivní hospodářské výsledky v roce 2013.
- Pro rok 2014 jsme zapracovali finanční plán dodaný Společností bez významných změn.

Finanční plán Společnosti pro období 2015 - 2017, byl vyhotoven v režii Znalce při zohlednění hlavních ukazatelů, které jsou nastaveny v plánu na roky 2013 a 2014. Pro období plánu na roky 2015 – 2017 je počítáno se stanovenou marží pro rok 2014.

Finanční plán tržeb za zboží a výkonů pro období 2015-2017 byl vyhotoven prolongací hodnot roku 2014 a to navýšením o míru růstu ve výši 2% p.a., což je dlouhodobý inflační výhled ČNB (www.cnb.cz)

Pro predikci vybraných nákladových položek byly následně využity poměry jednotlivých položek Výkonové spotřeby k Výkonům (respektive Nákladů na prodané zboží k Tržbám za zboží) Společnosti z období roku 2014.

Pro období finančního plánu byly separátně plánovány účetní odpisy, jež jsou primárně odrazem predikce investic.

Níže uvádíme kalkulační tabulku, která zachycuje historický vývoj jednotlivých položek růstu výnosů/nákladů a vypočtené poměry nákladovosti:

	2009	2010	2011	2012
růst tržeb (zboží)		110,12%	94,65%	99,20%
růst nákladů na prodané zboží		110,04%	93,72%	99,98%
podíl nákladů na tržbách (zboží)	75,32%	75,26%	74,52%	75,10%
růst výkonů	51,14%	98,52%	91,20%	94,57%
růst výkonové spotřeby	24,90%	101,00%	90,95%	99,23%
podíl výk. spotřeba na výkonech celkem	38,7%	39,7%	39,6%	41,6%
z toho mat. energie	19,7%	19,9%	22,5%	23,7%
z toho služby	19,0%	19,8%	17,1%	17,9%
mzdové náklady růst		102,45%	99,28%	95,96%

	2013	2014	2015	2016	2017
růst tržeb (zboží)	94,01%	109,60%	102,00%	102,00%	102,00%
růst nákladů na prodané zboží	94,72%	109,64%	102,00%	102,00%	102,00%
podíl nákladů na tržbách (zboží)	75,67%	75,69%	75,69%	75,69%	75,69%
růst výkonů	127,14%	91,65%	102,00%	102,00%	102,00%
růst výkonové spotřeby	127,14%	87,96%	102,00%	102,00%	102,00%
podíl výk. spotřeba na výkonech celkem	41,6%	39,9%	39,9%	39,9%	39,9%
z toho mat. energie	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%
z toho služby	17,9%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%
mzdové náklady růst	110,19%	102,12%	102,00%	102,00%	102,00%

3.5.2.1. Plán provozního hospodářského výsledku

V návaznosti na informace uvedené v rámci předchozí kapitoly predikujeme výši jednotlivých parametrů Provozního hospodářského výsledku pro období finančního plánu 2013-2017 následovně:

Tabulka – Predikce provozních výnosů v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby z prodeje zboží	32 846	36 000	36 720	37 454	38 203
Výkony	101 220	92 770	94 625	96 518	98 448
Tržby za prodej vlastních vyr. a služeb	101 220	92 770	94 625	96 518	98 448
Tržby z prodeje DHM	285	350	350	350	350
Ostatní provozní výnosy	2 500	2 180	2 180	2 180	2 180
Ostatní finanční výnosy	6 950	5 250	5 250	5 250	5 250
TRŽBY PROVOZNÍ	143 801	136 550	139 125	141 752	144 432

Analogicky predikujeme výši provozních nákladů:

Tabulka – Predikce provozních nákladů v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2013	2014	2015	2016	2017
Náklady na prodané zboží	24 854	27 250	27 795	28 351	28 918
Výkonová spotřeba	42 063	37 000	37 740	38 495	39 265
Spotřeba mat. a energie	23 964	22 000	22 440	22 889	23 347
Služby	18 099	15 000	15 300	15 606	15 918
Osobní náklady	44 800	45 700	46 567	47 451	48 353
Mzdové náklady	30 600	31 250	31 875	32 513	33 163
Náklady na SZP	11 850	12 100	12 342	12 589	12 841
Sociální náklady	850	850	850	850	850
Daně a poplatky	1 250	1 300	1 326	1 353	1 380
ZC prodaného DHM	20	30	30	30	30
Změna stavu rezerv a OP	-70	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	2 200	1 920	1 920	1 920	1 920
Ostatní finanční náklady	6 000	5 000	5 000	5 000	5 000
NÁKLADY PROVOZNÍ	121 117	118 200	120 378	122 600	124 866
Odpisy (účetní)	9 738	10 269	10 799	11 330	11 860

Na základě výše uvedených dat predikujeme výši položky Provozní hospodářský výsledek pro období finančního plánu 2013-2017 následovně:

Tabulka – Predikce provozního hospodářského výsledku v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2013	2014	2015	2016	2017
TRŽBY PROVOZNÍ	143 801	136 550	139 125	141 752	144 432
NÁKLADY PROVOZNÍ	121 117	118 200	120 378	122 600	124 866
Odpisy (účetní)	9 738	10 269	10 799	11 330	11 860
PROVOZNÍ hospodářský výsledek	12 946	8 081	7 948	7 823	7 706
PROVOZNÍ hospodářský výsledek (bez odpočtu odpisů)	22 684	18 350	18 747	19 153	19 566

Z dat uvedených výše je patrné, že je predikce provozního hospodářského výsledku kalkulována v období finančního plánu na úrovni dílčího nárůstu.

Predikce účetních odpisů pro období finančního plánu 2013-2017 je kalkulována navíc separátně v rámci následující kapitoly.

3.5.2.2. Plán investic a odpisů

Plán investic a odpisů byl kalkulován s ohledem na historii a také s ohledem na výhled managementu Společnosti a plán investic na rok 2013. V dalších letech plánu, jsme se rozhodli poměr investic k odpisům zachovat.

Tabulka – Predikce investic a odpisů v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2013	2014	2015	2016	2017
Investice	8 490				
Účetní odpisy	9 738	10 269	10 799	11 330	11 860
Daňové odpisy	9 738	10 269	10 799	11 330	11 860

Z dat uvedených výše je patrné, že predikce účetních odpisů je kalkulována na základě výše investic v průběhu plánu. Do dalších let plánu jsme se rozhodli účetní i daňové odpisy harmonizovat.

3.5.2.3. Plán provozního příjmu - shrnutí

Na základě výše uvedeného bylo pro období finančního plánu provedena kalkulace provozního příjmu a to následovně:

Tabulka – Predikce Provozního příjmu v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní zisk před zdaněním a úroky	12 946	8 081	7 948	7 823	7 706
Celkový daňový předpis (-)	-2 494	-1 564	-1 510	-1 486	-1 464
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	48	29	0	0	0
Prodaný dlouhodobý majetek	0	0	0	0	0
Prodaný materiál	20	30	30	30	30
Odpisy	9 738	10 269	10 799	11 330	11 860
PROVOZNÍ PŘÍJEM	20 258	16 845	17 267	17 696	18 132

3.5.2.4. Plán pracovního kapitálu

V následující kapitole predikujeme změny jednotlivých položek Pracovního kapitálu promítající se do predikce provozní výše Cash flow v období finančního plánu 2013-2017:

Tabulka – Predikce změn položek Pracovní kapitál v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2013	2014	2015	2016	2017
Zásoby (nárůst -/pokles +)	-2 015	547	-266	-271	-277
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	-4 098	1 112	-541	-552	-563

Čas. rozlišené aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-87	93	-73	-74	-75
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	-20	-30	-30	-30	-30
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	70	0	0	0	0
Závazky (nárůst +/pokles -)	346	-373	290	296	302
z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)	-891	54	52	53	54
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	-70	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	-5 873	1 349	-619	-631	-643

3.5.2.5. Plán provozního Cash flow

V návaznosti na informace uvedené v rámci předchozích kapitol predikujeme pro období finančního plánu 2013-2017 roční výši Provozního Cash flow následovně:

Tabulka – Predikce Provozního Cash flow v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2013	2014	2015	2016	2017
PROVOZNÍ PŘÍJEM	20 258	16 845	17 267	17 696	18 132
INVESTICE (-)	-8 490	-8 490	-8 490	-8 490	-8 490
POHYB PRAC. KAPITÁLU (+/-)	-5 873	1 349	-619	-631	-643
PROVOZNÍ CASH-FLOW	5 895	9 704	8 158	8 576	8 999
FINANČNÍ CASH-FLOW	289	28	73	74	75
Hotovost na začátku období	59 328	65 512	75 244	83 474	92 124
ČISTÉ CASH-FLOW	6 184	9 732	8 231	8 650	9 075
Hotovost na konci období	65 512	75 244	83 474	92 124	101 199

3.5.2.6. Plán Bilance

Na základě výše uvedeného predikujeme výhled jednotlivých položek Bilance pro období finančního plánu 2013-2017 následovně:

Tabulka – Predikce Bilance v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2013	2014	2015	2016	2017
FIXNÍ AKTIVA	71 473	70 225	68 446	66 137	63 297
OBĚŽNÁ AKTIVA	97 999	110 295	118 369	127 406	136 878
Zásoby	11 826	13 841	13 294	13 560	13 831
Dlouhodobé pohledávky	203	203	203	203	203
Krátkodobé pohledávky	26 642	30 740	29 628	30 168	30 720
Hotovost	59 328	65 512	75 244	83 474	92 124
ČASOVÉ ROZLIŠ. AKTIVNÍ	810	810	810	810	810
AKTIVA CELKEM	170 282	181 330	187 625	194 353	200 985
VLASTNÍ KAPITÁL	150 773	161 475	168 143	174 581	180 917
CIZÍ ZDROJE	19 508	19 854	19 481	19 771	20 067
Rezervy	512	512	512	512	512
Dlouhodobé závazky	1 837	1 837	1 837	1 837	1 837
Krátkodobé závazky	17 159	17 505	17 132	17 422	17 718

OBDOBÍ	2013	2014	2015	2016	2017
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
ČASOVÉ ROZLIŠ. PASIVNÍ	1	1	1	1	1
PASIVA CELKEM	170 282	181 330	187 625	194 353	200 985

3.5.3. Kalkulace CF do perpetuity

Pro výpočet CF v perpetuitě platí tedy vztah:

$CF_{2017} = [Upravený\ EBIT * (1 - daň.\ sazba) - NI] * (1 + míra\ růstu)$ kde,

Upravený EBIT – je upravený provozní hospodářský výsledek 2017

Daň. sazba – je plánovaná daň sazba v roce 2017

NI („net investments“), resp. čisté investice, nad úroveň investic obnovovacích ve výši odpisů

NI, resp. net investments (čisté investice) jsou pro období perpetuity kalkulovány v závislosti na parametrech uvedených níže:

Rentabilita investic (pro období perpetuity uvažována ve výši očekávané minimální požadované výše nákladů na celkový kapitál Společnosti)

Míra růstu v období perpetuity

$NI = [Upravený\ EBIT * (1 - daň.\ sazba)] * (míra\ růstu / WACC)$

$NI = 7\,706 * (1 - 0,19) * (0,02 / 0,1205)$

NI = 1 036 tis. Kč

Na základě výše uvedených kalkulací lze CF do perpetuity kalkulovat následovně:

CF do perpetuity = $[Upravený\ EBIT * (1 - daň.\ sazba) - NI] * (1 + míra\ růstu)$

CF do perpetuity = $[7\,706 * (1 - 0,19) - 1\,036] * (1 + 0,02)$

CF do perpetuity = 5 310 tis. Kč

Pro Období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu CF provozní každoročně ve výši **5 310 tis. Kč**.

3.5.4. Kalkulace diskontu

Kalkulace diskontu byla provedena v souladu s aktuálně platnou metodikou, jež je nedílnou součástí odborné literatury uvedené v kapitole 2.2.1.2.

Tabulka – Kalkulace diskontu

DISKONTNÍ FAKTOR	2013	2014	2015	2016	2017
Bezriziková sazba	2,68%	2,68%	2,68%	2,68%	2,68%
Nezadlužená beta	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
Přirážka za tržní riziko	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%
Přirážka za riziko země	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%
Přirážka za tržní kapitalizaci	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročené cizí zdroje	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,00%
Náklady na vlastní zdroje	12,05%	12,05%	12,05%	12,05%	12,05%
WACC	12,05%	12,05%	12,05%	12,05%	12,05%

3.5.5. Shrnutí ocenění výnosovou metodou DCF

Při uvážení všech předpokladů právní, ekonomické, provozní a všeobecné povahy, které byly základem pro sestavení prognóz, činí hodnota aktiv (majetku)/pasiv (závazků), mající přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow společnosti (zaokrouhleno):

Provozní + perpetuitní efekt celkem.....	59 235 tis. Kč
Neprovozní pohledávky/půjčky	0 tis. Kč
Volná hotovost.....	55 433 tis. Kč
Neprovozní závazky/půjčky.....	1 580 tis. Kč
Hodnota dluhů.....	0 tis. Kč
Výnosová hodnota ocenění Společnosti	113 088 tis. Kč

Hodnota celého jmění společnosti BIOPHARM, Výzkumný ústav biofarmacie a veterinárních léčiv a.s. stanovená ke dni ocenění výnosovou metodou DCF činí po zaokrouhlení na celé tisíce 113 088 tis. Kč

3.6. Stanovení ceny akcií

Provedli jsme analýzu společnosti BIOPHARM, Výzkumný ústav biofarmacie a veterinárních léčiv a.s. a na hodnotu akcií společnosti jsme získali několik náhledů. Dle našeho názoru přichází v úvahu v zásadě pouze jedna seriózní metoda ocenění a to výnosová metoda.

Zjištěná výnosová hodnota Společnosti, převedená na hodnotu jednotlivých akcií je uvedena v následující tabulce:

Akcie	Nominální hodnota (Kč)	Ks celkem	Ocenění (Kč)
	1 000,00	37 627,00	3 005,51
ZK/Ocenění	37 627 000,00		113 088 409,37

Vzhledem ke skutečnosti, že předmětem dražby je minoritní podíl akcií ve výši 0,162% z celkového základního kapitálu Společnosti a také vzhledem ke skutečnosti, že akcie nejsou veřejně obchodované, rozhodli jsme se uplatnit srážku v podobě diskontu za minoritu a nelikviditu.

Výpočet jednotlivých diskontních položek je uveden níže v tabulkách (ZDROJ: www.damodaran.com):

Vstupy	Hodnoty pro privátní společnost
Tržby (tis.Kč)	114 549
Kladný nebo záporný hospodářský výsledek ve sledovaném období	1
Hotovost/Hodnota Společnosti	52%
Veřejně obchodovaný objem/ Hodnota Společnosti	0%
Výstup	
Diskont za nelikviditu	11,74%

Vstupy	Hodnoty pro privátní společnost
Základní diskontní sazba pro společnost s obdobnými tržbami	15%
Tržby (tis.Kč)	114 549
Akciový podíl na Základním kapitálu Společnosti	0,162%
Kladný nebo záporný hospodářský výsledek ve sledovaném období	1
Výstup	
Diskont za minoritu	16,82%

Podrobný výpočet je uložen v archivu znaleckého ústavu A&CE Consulting, s.r.o.

Níže uvádíme konečnou hodnotu akcií Společností po uplatnění všech srážek:

Účetní hodnota VK ke dni ocenění (Kč)	150 773 000
Výnosová hodnota podniku (Kč)	113 088 409
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 1000 Kč	3 006
Hodnota 61ks akcií (Kč)	183 336
Diskont za minoritu	16,82%
Diskont za nelikviditu	11,74%
Hodnota jedné akcie po uplatnění diskontu (zaokr. na celé Kč)	2 147
Hodnota 61ks akcií (Kč) po diskontu	130 967

4. ZÁVĚR

Po vyhodnocení výsledků jednotlivých metod ocenění jsme názoru, že při splnění všech uvedených předpokladů, lze hodnotu jedné akcie společnosti BIOPHARM, Výzkumný ústav biofarmacie a veterinárních léčiv a.s., IČ: 463 56 606, stanovit na základě hodnoty Společnosti zjištěné výnosovou metodou, na výši:

2 147 Kč za jednu akcii na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 1 000,- Kč

V Brně dne 6. srpna 2013

A&CE Consulting, s.r.o.
Znalecký ústav
Ptašinského 4, 602 00 Brno


Ing. David Hrazdíra
jednatel společnosti