

**Náhled na možnou hodnotu vybraných  
finančních investic skupiny OKD, a.s.**

12. března 2004





PODNIKOVÉ FINANCE  
VÁCLAVSKÉ NÁM. 42  
114 07 PRAHA 1

Vážený pan  
Ing. Jan Škurek  
Šéf sekce strategických privatizací  
Fond národního majetku České republiky  
Rašínovo nábřeží 42  
128 00 Praha 2

V Praze dne 26. února 2004

Věc: Vypracování náhledu na hodnotu majetkového podílu FNM ČR ve společnosti OKD, a.s., člen koncernu KARBON INVEST, a.s.

Vážený pane Škurku,

dovoluji, abychom Vám v souladu s mandátní smlouvou ze dne 29. ledna 2004 předložili výše specifikovaný materiál, který tvoří součást znaleckého posudku vypracovaného společností VOX CONSULT s.r.o.

Tak jak je zaznamenáno na první stránce uvedeného znaleckého posudku, byla Komerční banka, a.s. *dobavatelem objektivních informací ohledně globálního, makroekonomického a sektorového prostředí, v nichž se společnost pohybuje, a některých důležitých koeficientů nutných pro výpočet hodnoty společnosti.*

S pozdravem,



Corporate Finance



Corporate Finance

SOCIETE  
GENERALE  
GROUP

Komerční banka, a.s., se sídlem:  
Praha 1, Na Příkopě 33, č. p. 969, PSČ 114 07, Česká republika, IČ: 45317054  
ZAPSANÁ V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU VEDENÉM MĚSTSKÝM SOUDEM V PRAZE, ODDÍL B VLOŽKA 1360

26. února 2004  
65/380/04

114 07 PRAHA 1

## Důležité upozornění

Tento dokument byl vypracován týmem Corporate Finance Komerční banky, a.s. („KB“) ve spolupráci se společností VOX CONSULT, s.r.o. v souladu s Mandátní smlouvou o poskytování poradenských služeb ze dne 29.1. 2004 uzavřenou mezi Fondem národního majetku ČR („FNM“) a KB.

Dokument obsahuje možný náhled na hodnotu některých vybraných finančních investic skupiny OKD, a.s., člen koncernu Karbon Invest, a.s. („Společnost“), přičemž cílem je odhadnout část hodnoty, která by mohla odpovídat podílu státu ve skupině OKD, a.s. v držení FNM, pokud by vlastnil reálnou část společnosti a nikoli „pouze“ akcie, upravenou o příslušné diskonty používané při výpočtu hodnoty minoritních podílů reflektující existenci silného majoritního vlastníka. Tento dokument není součástí ani doplňkem znaleckého posudku č. 50/2/2004 vypracovaného společností VOX CONSULT, s.r.o. Metody použité v tomto materiálu nejsou v rozporu ani nijak nenahrazují metody použité ve znaleckém posudku. V případě odhadu hodnoty podílu ve skupině OKD při použití součtu odhadů jednotlivých hodnot získaných různými metodami je nutno zajistit, aby se hodnota přiřazená určité finanční investici nezapočítávala dvakrát. Nelze totiž sečítat výsledky odhadu hodnoty společnosti zjištěné různými metodami.

Ve skupině OKD, a.s. jsou mimo společnosti uvedené v tomto materiálu též aktiva/společnosti případně finanční investice, jejichž možná tržní hodnota výrazně převyšuje účetní, ale nelze ji kvantifikovat z důvodu nedostupnosti nutných informací a nemožnosti vyloučit z jejího hospodaření vliv transakcí v rámci skupiny. Tato aktiva ale mohou mít velmi reálnou hodnotu pro určitý druh kupců.

KB sestavila tento dokument na základě veřejně dostupných informací a hospodářských výsledků předložených Společností v rámci due diligence. KB neodpovídá za přiměřenost a úplnost informací obsažených v dokumentech získaných od Společnosti a nenese odpovědnost za jakákoliv investiční rozhodnutí učiněná kýmkoliv na základě tohoto dokumentu.

Tento dokument je určen FNM a jakýkoliv příjemce tohoto dokumentu bere na vědomí, že KB neposkytuje na základě tohoto dokumentu žádná prohlášení a záruky za správnost, úplnost nebo pravdivost informací zde uvedených. Veškeré informace a názory obsažené v tomto dokumentu jsou přísně důvěrné, vyjma informací veřejně dostupných. Rovněž jakákoliv informace podaná v souvislosti s tímto dokumentem je důvěrná a nesmí být publikována, rozšiřována či předávána bez předchozího písemného souhlasu KB jiným osobám, než je zde uvedeno.

Tento dokument není nabídkou a/nebo žádostí na prodej/koupi cenných papírů, podniku či jeho části.

Z vydání nebo předání tohoto dokumentu nelze v žádném případě usuzovat, že po datu jeho vydání nedošlo k jakýmkoli změnám v hospodářské, obchodní nebo finanční situaci nebo v právním postavení Společnosti nebo ji ovládaných dceřiných společnostech.

Tento dokument byl vyhotoven k datu 12. března 2004, přičemž uvedené odhady hodnot společnosti jsou k 31.12.2003.

## Obsah

1. Finanční investiční majetek společnosti OKD, a.s. ....	4
2. Metody používané pro odhad hodnoty.....	5
Výnosová metoda.....	5
Majetková metoda.....	5
Tržní metoda.....	5
3. Vliv majoritního vlastníka na hodnotu minoritního podílu.....	7
4. Údaje o společnosti Metalimex, a.s. ....	8
Založení společnosti, předmět podnikání.....	8
Údaje o akciích společnosti METALIMEX a.s. ....	8
Obchodní činnosti společnosti.....	8
Majetkové účasti společnosti.....	9
Postavení společnosti na trhu.....	9
Rating společnosti.....	10
Použitý postup při stanovení názoru na cenu společnosti.....	11
Předpoklady vložené do projekce.....	11
5. Sokolovská uhelná, a.s. ....	14
Založení společnosti, předmět podnikání.....	14
Postavení na trhu.....	14
Údaje o akciích společnosti Sokolovská uhelná a.s. ....	16
Majetkové účasti společnosti.....	16
Předpoklady vložené do projekce.....	17
6. AI Invest Břidličná, a.s. ....	21
Základní údaje o společnosti.....	21
Hodnota společnosti.....	21
7. Závěr.....	22
Firmy podle ČEKIA-CRA hodnocení.....	28

## 1. Finanční investiční majetek společnosti OKD, a.s.

Finanční investiční majetek byl ve společnosti OKD, a.s. podle rozvahy sestavené touto společností ke 30.9.2003 v účetní hodnotě 12 019 mil. Kč (k pozdějšímu datu nebyla rozvaha v době oceňování sestavena). Z 98,57 % tohoto objemu jde o akcie nebo podíly dceřinných společností podílejících se zejména na činnosti související s hlavní činností OKD, tedy s těžbou a prodejem nerostů. Takových společností je 32. Z 1,43 % jde o ostatní cenné papíry v účetní hodnotě 172 mil. Kč.

Ocenit uvedené finanční investice lze několika způsoby:

- výnosovou metodou, která vychází z výnosů, zejména v podobě dividend a podílů vyplývajících z hospodářských výsledků dceřinných společností, přicházejících do OKD,
- majetkovou metodou, která může vycházet např. z likvidační hodnoty podniku jehož akcie nebo podíly OKD vlastní,
- tržní metodou, jejíž postup vychází z cen akcií dceřinných společností na některém z kapitálových trhů.

**Poznámka :** Při použití všech tří metod je nutné si uvědomit, že reálná hodnota takto propojených společností se určuje velmi těžko, protože nejvýznamnější finanční toky jdou mezi těmito společnostmi ve skupině jinými cestami než pouze v podobě dividend nebo podílů. Mnohdy jsou platby za vzájemně poskytované služby v neobvyklé výši a nemusí to být ani protizákonné nebo ku škodě věci. Důležité je aby si takto propojené společnosti poskytovaly služby tak jak je pro ně výhodné, a tedy tak, jak by jim je cizí společnosti třeba neposkytovaly. V tom je jejich skutečná vzájemná cena. Zkreslení výše ceny nějaké vzájemně poskytované služby, byť i o zdánlivě nevýznamnou částku může změnit, eventuálně přenést jinam konečný hospodářský výsledek dost významně.

Lze se domnívat, že z hlediska tržní hodnoty patří mezi nejzajímavější společnosti ve skupině OKD, a.s. následující společnosti nebo majetkově účasti ve společnostech:

- Metalimex, a.s.
- Al Invest Břidličná, a.s.
- Sokolovská uhelná, a.s. (vlastněná společnost Metalimex, a.s.)
- OKD Doprava, a.s.

Hodnotu prvních tří společností lze odhadnout standardními metodami, dále uváděnými, ačkoli projekce jejich budoucího možného vývoje nelze zcela očistit od vlivu skupiny, který lze jen těžko kvantifikovat. Hodnotu společnosti OKD Doprava, a.s. na základě dostupných informací nelze odhadnout s akceptovatelnou jistotou.

## 2. Metody používané pro odhad hodnoty

### Výnosová metoda

Výnosová metoda vychází z výnosů, zejména v podobě dividend a podílů vyplývajících z hospodářských výsledků dceřinných společností

Ocenění finančních investic vychází při použití této metody z jejich výnosů evidovaných v oblasti účtování o finančních operacích OKD za minulé roky. Ty ukazuje následující tabulka v mil. Kč.

1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ?
5	5	3	5	0	28	36	109	3

Vážený průměr uvedených výnosů, při vzestupných vahách po jedné, vychází 30 mil. Kč. Absolutní hodnoty i vypočítaný vážený průměr lze u finančních investic v účetním objemu 12 mld. Kč považovat za nevýznamné a potvrzující výše uvedenou poznámku. Cena dceřinných společností spočívá pro mateřskou společnost v něčem jiném, než v očekávání výnosů z výplaty dividend nebo podílů.

### Majetková metoda

Majetková metoda vychází např. z likvidační hodnoty podniku jehož akcie nebo podíly vlastní.

Pro ocenění finančních investic touto metodou bychom potřebovali vedle podrobných informací o majetku společností, jejichž akcie nebo podíly společnost OKD vlastní, také dobu neúměrnou výsledku oceňování. Kromě toho tato metoda z praktického hlediska nemá velký význam, neboť se zcela logicky nehodí u ocenění společností provozovaných bez úmyslu jejich činnost ukončit.

### Tržní metoda

Tržní metoda vychází z cen akcií na některém z kapitálových trhů.

Takovým způsobem lze ocenit pouze společnosti, které jsou obchodovány na některém kapitálovém trhu. Jedná se např. o společnost Sokolovská uhelná. U té ale na druhé straně víme, že pět let, kdy 36,3 % jejich akcií vlastní spol. Metalimex, a.s., nevyplácela žádné dividendy, což její hodnotu z hlediska majitele významně snižuje.

Vedle toho je nutné posoudit, jak velké množství akcií se na kapitálovém trhu obchoduje, a to z hlediska cenotvorby.

Před pěti lety nakoupila společnost Metalimex, a.s. akcie po 735 Kč za kus. Současná cena se pohybuje okolo 650 Kč a obchoduje se cca 6 % z celkového množství akcií. Umístěním většího množství akcií na kapitálové trhy by jejich cena zcela nepochybně klesla. Pokles ceny akcií by byl přibližně úměrný nabídnutému množství. U společnosti Metalimex, a.s. je situace velmi podobná.

Ostatní dceřinné společnosti obchodovány na kapitálových trzích nejsou. Tato metoda je tedy z hlediska významnosti ocenění finančních investic použitelná pouze okrajově.

### *Další důležité informace :*

Vzhledem k tomu, že se celá skupina podniků zabývá komplementárními činnostmi, navazujícími na sebe, lze skupinu těchto společností z určitého hlediska považovat za jeden produkční celek. Výsledky hospodaření jednotlivých společností jsou při vzájemném obchodním vztahu zkreslené. Tyto vlivy lze odstranit pouze konsolidací účetních závěrek těchto podniků ve skupině do jedné souhrnné účetní závěrky s vyloučením vzájemných obchodních vztahů a vzájemných objemů základního kapitálu a finančních investic. Teprve takto zpracovaná konsolidovaná závěrka může ukázat skutečnou hodnotu a výkonnost celé skupiny a následně i hodnotu finančních investic.

Z těchto důvodů bychom pro seriózní ocenění finančních investic potřebovali hospodářské výsledky všech společností ve skupině a to v podrobné formě. K serióznímu ocenění finančních investic je potřeba mít k dispozici i společenské smlouvy a zápisy z valných hromad, kde lze nalézt např. rozhodnutí o výplatě dividend v nějaké konkrétní, stále stejné a nebo třeba i nulové výši včetně informace na kolik let je takto rozhodnuto dopředu.

Pokud se sestavuje individuální účetní závěrka, jakožto i výše zmíněná konsolidovaná účetní závěrka, je součástí jejího sestavení i výpočet opravné položky na objem finančních investic ve výši finanční

investice do společnosti, které jsou ve ztrátě. Současně se o stejnou částku jako je opravná položka snižuje konsolidovaný hospodářský výsledek za celou skupinu.

Bez podrobné znalosti hospodářských výsledků jednotlivých dceřinných společností je stanovení hodnoty finančních investic pouze spekulací a hypotézou, která se mnohdy významně odchyluje od jejich reálné hodnoty. Tyto potřebné hospodářské výsledky bývají k dispozici ve společnostech obvykle v průběhu března. Poté je překontroluje auditor a ke konci dubna je lze použít pro oceňování společnosti, sestavování konsolidované závěrky a následně tedy k oceňování finančních investic mateřské společnosti. V současné době jsou k dispozici takové hospodářské výsledky pouze za rok 2002, a to ještě ve formě, která není dostatečně podrobná. Proto lze ocenění finančních investic pouze velmi hrubě odhadovat a to s velkou výhradou co se přesností týká.

### 3. Vliv majoritního vlastníka na hodnotu minoritního podílu

Hodnota společnosti odhadnutá na základě již zmíněných metod, se vztahuje na celou hodnotu společnosti eventuelně na kontrolní podíl v takové společnosti. V případě, že se jedná o nižší než kontrolní podíl je nutno tuto cenu proporcionálně upravit, tak aby odpovídala danému podílu, a poté ji dále upravit o diskont, který reflektuje možnost ovlivňovat chod společnosti.

Finanční teorie rozlišuje kontrolu nad společností (držení více než jedné poloviny hlasovacích práv nebo na základě podstatného podílu hlasovacích práv doplněného pravomocí řídit podle stanov nebo dohodou finanční a operační politiku společnosti) a podstatný vliv ve společnosti. Podíl, který uplatnění takového vlivu umožňuje má samozřejmě větší hodnotu než podíl minoritní. Pro podstatný vliv platí obdobné závěry jako pro kontrolu nad podnikem. Podstatným vlivem se rozumí účast na rozhodnutích o finanční a provozní politice podniku. Obvykle tento podíl koresponduje s 20-50% podílem na akciích společnosti s hlasovacími právy.

V případě, že držitel akcií nemá na chod společnosti žádný nebo jen malý vliv, je nutné tuto skutečnost promítnout do ocenění. Z výchozího ocenění na základě kontrolního podílu se tedy odečítá určitá srážka. V praxi existuje několik systémů, nicméně za relativně nejpřesnější je považován systém profesora Bollingera, který je shrnut v níže uvedené tabulce.

Třída	Podíl na celkové počtu akcií (%)	Srážka ze základní hodnoty jedné akcie v situaci v %, kdy:	
		neexistuje velkoakcionář	Existuje velkoakcionář
1	0 - 9.9	30	50
2	10 - 24.9	25	35
3	25 - 49.9	15	0
4	50 - 74.9	10	0
5	75 - 94.9	5	0
6	95 - 100	0	0

Zdroj: Miloš Mařík „Určování hodnoty firem“

Srážka je odstupňována jednak podle velikosti podílu na hlasovacích právech (akciích) a je navíc diferencována v závislosti na relativním podílu, tzn. na rozdělení podílu mezi ostatní držitele. Při použití srážek uvedených v tabulce je nutno přihlížet ke skutečnému stavu.

V případě skupiny OKD, a.s. zde existuje silný majoritní vlastník a druhý vlastník – stát s podílem 45% držným FNM ČR je efektivně v roli minoritního akcionáře s velmi omezeným vlivem na chod společnosti. Z tohoto důvodu v následných výpočtech používáme diskont 15%, který podle našeho názoru odpovídá skutečnému stavu.



## 4. Údaje o společnosti Metalimex, a.s.

### Založení společnosti, předmět podnikání

Název: Metalimex, a.s.  
 Sídlo: Štěpánská 621/34, Praha 1  
 IČO: 00000931  
 Právní forma: akciová společnost

Akciová společnost byla zřízena podle zákona č. 243/1949 Sb., a zakládá se na státním povolení uděleném Federálním ministerstvem zahraničního obchodu v Praze ze dne 21. 11. 1989, č. j. 7297/62/89, dále na základě stanov týměž ministerstvem schválených a na usnesení ustavující valné hromady konané dne 23. 11. 1989 osvědčené státním notářstvím pro Prahu 1 dne 23. 11. 1989, č. j. 1/NZ 288/89 a 1 N 345/89.

Schválený předmět podnikání v souladu s článkem 5 Stanov společnosti METALIMEX a. s. zahrnuje tyto činnosti:

- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej v rámci živnosti volné,
- zprostředkování v oblasti investic, obchodu a průmyslu,
- zprostředkování v dopravě,
- zastupování v celním řízení,
- provozování skladů,
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví,
- provádění technicko-administrativních prací,
- nákup, prodej a skladování paliv a maziv včetně jejich dovozu s výjimkou výhradního nákupu, prodeje a skladování paliv a maziv ve spotřebitelském balení do 50 kg na jeden kus balení – veľkoobchod,
- nakládání s odpady (vyjma nebezpečných).

### Údaje o akciích společnosti METALIMEX a.s.

Společnost emitovala 921 650 ks akcií na majitele o jmenovité hodnotě 1 000 Kč na akcii. Všechny vydané akcie jsou splaceny. V souladu se stanovami byly vydány pouze kmenové akcie, s nimiž nejsou spojena žádná zvláštní práva. Akcie jsou v zaknihované podobě, ve formě akcií na majitele a jsou registrované (ISIN CS0008412458). Akcie jsou neomezeně převoditelné a jejich převod je uskutečňován registrací tohoto převodu, provedenou na základě příkazu k registraci převodu cenného papíru a následným zápisem ve Středisku cenných papírů Praha k tíži převodce a ve prospěch účtu nabyvatele, a to v souladu s ustanoveními zákona č.591/1992 Sb., v platném znění.

Společnost nevydala zaměstnanecké ani prioritní akcie a nevydala dosud ani žádné dluhopisy.

Akcie jsou obchodovány v RM-SYSTÉMU, a.s. a na volném trhu Burzy cenných papírů Praha, a.s.

### Vlastnická struktura

Akcionáři společnosti	Výše podílu
OKD, a. s., člen koncernu KARBON INVEST, a. s.	49,91 %
K. O. P., a. s.	46,80 %
Drobní akcionáři	3,29 %

### Obchodní činnosti společnosti

Společnost zabezpečuje svou obchodní činnost prostřednictvím dvou obchodních divizí:

#### Divize paliv

Uhlí	Výhradní export černého uhlí z produkce OKD, a.s. a Českomoravské doly, a.s. Energetické uhlí Koksovatelné uhlí
Koks	Slévárenský koks Vysokopecní koks
Import	energetické uhlí z Ruska energetické uhlí z Ukrajiny

Trading

- koksovatelné uhlí u Ukrajiny
- koks z Ukrajiny
- antracit z Ukrajiny
- energetické uhlí z Polska
- koksovatelné uhlí z Polska
- koks z Polska
- elektrická energie
- zemní plyn
- paliva
- oleje a tuky
- náhradní díly pro důlní činnost
- stroje a zařízení pro důlní činnost
- dopravníkové pásy

**Divize kovů a oceli**

- Hliník
- Měď
- Hořčík
- Koncentráty
- Odpady neželezných kovů
- Barevné kovy (zinek, nikl, cín, olovo, slitiny olova, polotovary z neželezných kovů)
- Svitky
  - Za tepla válcované svitky
  - Za studena válcované svitky
  - Za studena válcované plechy
  - Pozinkované plechy a svitky
  - Tlusté plechy
  - Těžké a střední profily
  - Válcovaný drát
  - Betonářská ocel
  - Ingoty
- Trubky
- Železné rudy

**Majetkové účasti společnosti**

Společnost se kapitálovou účastí podílí na podnikání jiných českých a zahraničních osob.

**Majetkové účasti společnosti**

Majetkové účasti	Hlavní předmět podnikání	Výše podílu
SLOVENERGO spol. s r. o.	Nákup a prodej zboží v rozsahu živnosti volné, zejména pevných, tekutých a plyných paliv, kovů, jejich surovin a polotovarů, zprostředkovatelská a poradenská činnost v oblasti obchodu.	5 000 000 SKK 100,00 %
Sokolovská uhelná, a. s.	Vyhledávání, těžba a zpracování hnědého uhlí, hornická činnost, zemědělství a lesnictví, výroba briket, hnědouhelného prachu a tepelné energie, výroba a rozvod elektřiny a tepla, topných olejů, nákup, prodej a skladování paliv a maziv, včetně jejich dovozu, výroba a dovoz chemických látek a chemických přípravků, další související, navazující a přidružené činnosti.	1 810 564 000 Kč (36,32 %)

**Postavení společnosti na trhu**

Obchodní společnost METALIMEX a.s. si v roce 2002 udržela svou pozici na zahraničním i tuzemském trhu. Svým postavením se i nadále řadí mezi nejvýznamnější obchodní společnosti v České republice s rozhodujícím zaměřením na vývoz.

V roce 2002 patřili mezi nejvýznamnější obchodní partnery společnosti METALIMEX a.s. především partneři z Rakouska, SRN, Slovenska, Polska a Švýcarska.

Společnost METALIMEX a.s. dne 20. prosince 2002 oficiálně převzala Certifikát systému řízení jakosti podle evropské normy EN ISO 9001 : 2000. Tím bylo symbolicky završeno dobudování systému zaručujícího dodržování maximální kvality obchodních služeb, které firma poskytuje jak v České republice, tak i v zahraničí. Akciová společnost tak zároveň posílila svoji pozici v souladu s nadcházejícím vstupem republiky do Evropské unie a navázala na udělení mezinárodního ocenění Quality Summit Award v červenci 2001 v New Yorku.

Držení certifikátu jakosti od TÜV CERT znamená nejen potvrzení současné vysoké úrovně obchodních služeb METALIMEXU a.s., ale i přijetí závazku tyto služby dále zlepšovat směrem k co nejlepšímu uspokojování potřeb našich zákazníků.

Strategické zaměření společnosti se soustřeďuje na zajišťování obchodu s palivy, obchodní servis energetice a hutnímu průmyslu s rozvojem dodávek strategických surovin.

#### Přehled výkonů společnosti

Ukazatel	Jednotka	2000	2001	2002	30.9.2003	Plán 2003
Tržby celkem	Mil. Kč	14 947	16 878	18 534	16 072	19 700
Meziroční nárůst	%		12,9%	9,8%	18,9%	6,3%
- divize paliva	Mil. Kč		12 795	12 372	9 726	12 000
- divize kovů a oceli	Mil. Kč		4 083	6 162	6 346	7 700
Počet pracovníků	Počet	99	100	110	119	122
Produktivita	Mil. Kč/os.	139	163	187	135	161

Dynamika v rozvoji obchodu byla zajištěna novými aktivitami a novými zákazníky. Na rozvoji se podílely obě obchodní divize společnosti, divize paliv i divize kovů a oceli, která zaznamenala nárůst objemů obchodu hlavně v kovech a surovinách.

#### Struktura obchodů podle teritoriálního rozložení

Teritorium	2000	2001	2002
EU	66%	60%	48%
Střední Evropa	15%	10%	15%
Česká republika	19%	28%	35%
Ostatní	0%	2%	2%

Společnost METALIMEX a. s. je prioritně zaměřena na obchodování s pevnými palivy, které tvoří, stejně jako v předchozích letech, největší podíl na celkovém obratu zboží.

Expanze obratu s kovy, rudami a ocelovými výrobky každý rok významně ovlivňuje podíl obratu těchto komodit na celkovém obratu společnosti, o čemž svědčí podstatný nárůst těchto obchodů v roce 2002 oproti rokům předchozím.

#### Struktura tržeb podle komodit

Komodita	2000	2001	2002
Černé uhlí	52%	55%	45%
Hnědé uhlí	5%	1%	0%
Koks	18%	16%	17%
Elektrická energie	1%	0%	0%
Hutní projekty	18%	16%	17%
Barevné kovy	10%	10%	13%
Trading	3%	4%	4%
Železná ruda	0%	0%	4%

#### Rating společnosti

Společnost Metalimex nebyla hodnocena pro potřeby Ratingu žádnou mezinárodní společností. K dispozici je její hodnocení ČRA ranking.

#### Rating Metalimex, a.s. (ke konci příslušného roku)

	2002	2001	2000
Metalimex	B1	A6	A6

## Použitý postup při stanovení názoru na cenu společnosti

Názor na hodnotu společnosti byl zpracován výnosovou metodou – na základě volného hotovostního toku do společnosti. Použitá cena zdrojů byla stanovena na základě následujícího propočtu:

### Postup výpočtu WACC

	2004	2005	2006
<b>Struktura kapitálu</b>			
podíl cizích zdrojů	85,0%	85,0%	85,0%
podíl vlastních zdrojů	15,0%	15,0%	15,0%
<b>Sazba daně z příjmu</b>	<b>28,0%</b>	<b>26,0%</b>	<b>24,0%</b>
<b>Cena cizích zdrojů</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,4%</b>
úroková sazba	5,8%	5,8%	5,8%
očistěná o daň	4,2%	4,3%	4,4%
<b>Cena vlastních zdrojů</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,0%</b>
rf	5,0%	5,0%	5,0%
rm	6,0%	6,0%	6,0%
beta	1,000	1,000	1,000
málo obchodovatelné	2,0%	2,0%	2,0%
<b>WACC</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,7%</b>

## Předpoklady vložené do projekce

Projekce společnosti byla zpracována na základě analýzy výsledků hospodaření za období 2000 až 2002, s využitím informací o výsledcích k 30.9.2003. Do projekce byly zapracovány národohospodářské předpoklady a informace o podílu společnosti na trhu.

- Tržby byly modelovány kumulovaně (tržby za prodej zboží a vlastní výkony) s růstem 3% ročně.
- Náklady na tržby byly stanoveny tak, aby nákladovost měřená k tržbám byla 97,5%.
- Osobní náklady vycházely z průměrného plánovaného počtu pracovníků v roce 2003 (tj. 122) s meziročním růstem průměrných osobních nákladů o 4%.
- Ostatní provozní výnosy a náklady byly modelovány jako konstanta (daně a poplatky na úrovni roku 2003, ostatní náklady 400 mil. Kč, ostatní výnosy 350 mil. Kč).
- Nepředpokládá se tvorba a užití opravných položek a rezerv.
- Finanční výnosy související se správou cenných papírů byly modelovány jako zisk v konstantní výši 10 mil. Kč.
- Ostatní finanční výnosy jako konstanta ve výši 350 mil. Kč, ostatní finanční náklady jako konstanta ve výši 400 mil. Kč. Vedle toho byla do nákladů započítána možná ztráta z devizových operací jako postupně se snižující podíl ve výši 0,3% až 0% z 60% tržeb, což je podíl tržeb realizovaný v cizích měnách.
- Úrokové výnosy jako 2% z hotovosti, úrokové náklady jako 5,8% z přijatých úvěrů.
- Pro výpočet daně z příjmu byla použita sazba odpovídající dosud přijatým zákonným opatřením.
- Čistý zisk byl rozdělen – 3% do sociálního fondu, 5% do rezervního fondu a 80% bylo určeno na výplatu formou dividend.
- Pohledávky byly modelovány ve vazbě na tržby s obrátkou 60 dnů, zásoby 12 dnů a závazky ve vazbě na provozní náklady s obrátkou 37 dnů.
- Pro modelování stálých aktiv byl použit předpoklad 10% odpisu a investic v každoročním objemu 20 mil. Kč (v roce 2006 jako obvyklý výpadek po 4 letech pouze 15 mil. Kč).
- Předpokládá se, že společnost bude využívat každoroční provozní úvěr v objemu 2,56 až 2,77 mld. Kč (v roce 2002 činil objem úvěru 13,6% provozních nákladů a do konce období projekce tento podíl klesne na 10,6%).

Projekce tvorby zisku a volného hotovostního toku do firmy je uvedena v následujících tabulkách.

Odhad hodnoty společnosti Metalimex, a.s. na základě výnosových metod:

Metoda (v mil. Kč)	FCFF		DDM	
	Interval	Střed	Interval	Střed
Součet diskontovaných toků za projekci	899 – 925	912	432 – 485	459
+ Pokračující fáze - perpetuita	2 089 - 2644	2 354	411 – 687	533
- Dluh	2 563	2 563		
Hodnota produkční části společnosti	426 – 1 004	718	843 – 1 172	991

## Metalimex, a.s. – projekce tvorby zisku

	Skutečnost		Odhad		projekce					
	2002	2003	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Provozní výnosy	18 537	21 444	21 444	22 087	22 750	23 432	24 135	24 859	25 605	26 373
Provozní náklady	18 142	20 952	20 952	21 535	22 181	22 847	23 532	24 238	24 965	25 714
Přidaná hodnota	395	492	492	552	569	586	603	621	640	659
Osobní náklady	99	114	114	119	123	128	133	139	144	150
Ostatní výnosy a náklady	(27)	(220)	(220)	(52)	(52)	(52)	(52)	(52)	(52)	(52)
EBITDA	269	158	158	382	394	406	418	431	444	458
EBIT	260	144	144	363	376	388	401	414	426	440

## Metalimex, a.s. - Konstrukce FCFF

	Skutečnost		Odhad		projekce					
	2002	2003	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Provozní zisk	260	144	144	363	376	388	401	414	426	440
Odpisy	9	14	14	19	18	18	17	17	18	18
NOPAT	179	100	100	262	278	295	305	314	324	334
Ostatní finanční výnosy a náklady	8	(69)	(69)	(80)	(74)	(68)	(62)	(55)	(40)	(40)
- Investice do pracovního kapitálu	826	22	22	72	62	73	68	75	74	76
- CAPEX	24	24	24	29	20	20	15	20	21	20
FCFF	(654)	(1)	(1)	100	140	152	177	182	208	216
Diskontní faktor		1,000	1,000	0,945	0,892	0,841	0,792	0,747	0,704	0,664
Diskontované FCFF		(1)	(1)	65	148	138	154	164	183	190

## Metalimex, a.s. - Konstrukce DDM

	Skutečnost	Odhad		projekce									
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010			
<b>DDM</b>													
Čistý zisk	174,4	23,7	133,9	114,6	130,0	143,4	156,5	176,2	184,6				
Vlastní kapitál	1 724,9	1 666,8	1 781,1	1 784,5	1 819,4	1 854,9	1 892,4	1 938,7	1 977,0				
Základní kapitál	921,7	921,7	921,7	921,7	921,7	921,7	921,7	921,7	921,7				
Dividendy - bruto	80,0	18,9	107,1	91,7	104,0	114,7	125,2	140,9	147,7				
<i>sazba daně pro dividendy</i>	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%				
<b>Dividendy - netto</b>	<b>68,0</b>	<b>16,1</b>	<b>91,0</b>	<b>77,9</b>	<b>88,4</b>	<b>97,5</b>	<b>106,4</b>	<b>119,8</b>	<b>125,5</b>				
Cena vlastních zdrojů	13,13%	13,13%	13,13%	13,13%	13,13%	13,13%	13,13%	13,13%	13,13%				
Diskontní faktor	1,000	1,000	0,884	0,781	0,691	0,611	0,540	0,477	0,422				
<b>Diskontovaná dividendy</b>	<b>68,0</b>	<b>16,1</b>	<b>80,5</b>	<b>60,9</b>	<b>61,0</b>	<b>59,5</b>	<b>57,4</b>	<b>57,1</b>	<b>52,9</b>				

## 5. Sokolovská uhelná, a.s.

### Založení společnosti, předmět podnikání

Název: Sokolovská uhelná, a.s.  
Sídlo: Staré náměstí 69, Sokolov 356 00  
IČO: 49790072  
Právní forma: akciová společnost

Sokolovská uhelná, a.s., byla založena Fondem národního majetku a zapsána do Obchodního rejstříku ke dni 1. ledna 1994. Do října 1995 sídlila společnost ve Vřesově, posléze bylo její sídlo přeneseno do Sokolova.

Hlavními předměty činnosti společnosti jsou především dobývání hnědého uhlí, jeho úprava a transformace na ušlechtilé druhy energií a také obchodní činnost s výslednými produkty, jimiž jsou :

- hnědé uhlí pro průmysl a energetiku
- tříděné hnědé uhlí pro průmysl a obyvatelstvo
- brikety pro tuzemské odběratele i export
- energoplyn zejména pro vlastní paroplynovou elektrárnu
- karbochemické produkty vznikající při výrobě plynu (hnědouhelný dehet pro vytápění v kotelnách, fenolový koncentrát a kapalný čpavek pro chemický průmysl a kyselina sirová pro další zpracování i konečnou spotřebu)
- elektrická energie z tepelné elektrárny a paroplynové elektrárny (PPC)
- teplo pro zásobování Karlových Varů, Chodova, Nejdku, Nové Role i dalších obcí a průmyslových podniků v regionu
- technické plyny (kyslík, dusík)
- drcené a tříděné kamenivo pro účely podsypů
- těsnící, adsorpční a rekultivační jíly a jílovce, expandační jíly pro výrobu liaporu

Společnost se také zabývá zahlazováním následků důlní činnosti a na to navazující rekultivační, zemědělskou a lesnickou činností.

### Postavení na trhu

Sektor dobývání nerostných surovin tvoří více než 2 % HDP a i přes pokračující změny struktury energetických vstupů České republiky ve prospěch ušlechtilých druhů energie zůstává podíl tuhých paliv v prvotních energetických zdrojích velmi významný (více než 50 % v roce 2001). Za poslední desetiletí roste především podíl zemního plynu (hlavně dovoz) na prvotních energetických zdrojích ČR (z 11 % v roce 1990 na více než 20 % v roce 2001). Je třeba však zdůraznit, že hrubá spotřeba prvotních energetických zdrojů v ČR má klesající tendenci od roku 1990 (v roce 2001 dosáhla 1 695 PJ, pokles o 18 % proti r.1990), což je dáno především úzkou vazbou mezi spotřebou primárních zdrojů a vývojem HDP a také zvýšením efektivity využití energií (spotřeba energií na jednotku HDP klesla o 22 % v roce 2001 oproti roku 1990).

V sektoru dobývání nerostných surovin aktivně operuje cca 97 organizací (s více než 20 zaměstnanci). Zaměstnanost v sektoru se snižuje, v roce 2001 to bylo 55 tis. zaměstnanců (meziroční pokles o téměř 5 %), přičemž průměrná nominální mzda se zvýšila na 17,8 tis. Kč. (meziroční růst o 7 %). Pokles zaměstnanců v sektoru pokračoval i v roce 2002 - o cca 4%.

Těžba a spotřeba uhlí hraje významnou roli v sektoru energetiky ČR, neboť téměř dvě třetiny elektřiny jsou produkovány v tepelných elektrárnách. Hlavním odběratelem uhlí je ČEZ (cca 60%), dalších 25% tvoří průmysl a velké teplárny a 15% je určeno pro lokální vytápění a maloobchod.

Hnědouhelné hornictví zaznamenalo vysoký propad za posledních deset let, z cca 77 mil. tun vytěžených v roce 1991 na cca 51 mil. tun v roce 2001. V roce 2002 dále těžba hnědého uhlí poklesla na 49,8 mil. tun, především v důsledku zahájení provozu jaderné elektrárny Temelín a uzavřením německých tepelných elektráren ve Schwandorfu a Arzbergu, které odebíraly uhlí z České republiky.

Uvedení jaderné elektrárny Temelín do plného výrobního režimu v roce 2003 způsobí částečně další pokles těžby uhlí (hrubý odhad o 2,4 mil. tun). Mezi hlavní příčiny patří snížení odběru uhlí elektrárenskou společností ČEZ o 1,6 mil. tun na 26,6 mil. tun. Avšak vlivem vyššího exportu vyrobené elektřiny v roce 2002 a pravděpodobně i v roce 2003 (očekávaný nárůst exportu) není propad těžby tak výrazný, jak se v původních prognózách počítalo. Na poli vývozu elektřiny mimo samotný ČEZ hraje nově významnou roli i podnikatelská aktivita společnosti Coal Energy, která v roce 2002 vyvezla přes 3 TWh elektřiny (výroba

elektrárny Temelín v roce 2002 činila 5,4 TWh). Akcionáři společnosti Coal Energy jsou hnědouhelné společnosti a ČEZ.

Na trhu těžby hnědého uhlí v ČR působí tři nejvýznamnější společnosti, marginální podíl na těžbě má společnost Lignit Hodonín na jižní Moravě. Hlavní hráči - Severočeské doly, Mostecká uhelná společnost a Sokolovská uhelná společnost operují v severních a západních Čechách.

#### Těžba hnědého uhlí a lignitu v ČR

(mil. tun)	1998	1999	2000	2001	2002
Severočeské doly, a.s.	22,1	21,2	22,1	22,6	21,5
MUS, a.s.	18,7	13,2	17,4	17,1	16,5
Sokolovská uhelná, a.s.	10,4	9,9	10,3	10,8	10,4
Ostatní – lignit	0,6	0,5	0,5	0,4	1,4
<b>Těžba celkem</b>	<b>51,8</b>	<b>44,8</b>	<b>50,3</b>	<b>50,9</b>	<b>49,8</b>

Celkově okolo 81 % těžby hnědého uhlí v ČR je využito pro výrobu elektřiny a pro dálkové vytápění (tepelné hospodářství), 4 % pro zhodnocení paliva (výroba briket) a asi 15 % pro lokální vytápění - údaje z roku 2000. Společnost ČEZ jako dominantní výrobce elektřiny odebírá celkem cca 60% produkce hnědého uhlí, přičemž hlavním dodavatelem hnědého uhlí společnosti ČEZ jsou Severočeské doly, které se podílejí zhruba 80% na nákupech ČEZ. Velkoobchodní cena hnědého uhlí stagnuje okolo 330 Kč za tunu.

ČR je čistým exportérem hnědého uhlí, dovoz je marginální. Objem exportu poklesl z 4,75 mil. tun v roce 1997 na cca 2,98 mil. tun v roce 2001. Další pokles v roce 2002 byl způsoben ukončením některých významných kontraktů s německými elektrárnami.

#### Základní finanční údaje hnědouhelných společností

(mil. Kč)	1999	2000	2001	2002
<b>Aktiva celkem</b>				
Severočeské doly, a.s.	19 446	20 415	22 420	22 164
MUS, a.s.	15 259	15 692	17 671	16 675
Sokolovská uhelná, a.s.	12 950	13 351	14 524	14 175
<b>Tržby</b>				
Severočeské doly, a.s.	8 461	7 918	7 999	7 610
MUS, a.s.	6 608	7 192	6 862	6 458
Sokolovská uhelná, a.s.	5 973	5 953	6 463	6 388
<b>Přidaná hodnota</b>				
Severočeské doly, a.s.	4 594	4 335	4 792	3 876
MUS, a.s.	3 723	4 120	4 016	3 749
Sokolovská uhelná, a.s.	2 487	3 351	3 491	3 160
<b>HV po zdanění</b>				
Severočeské doly, a.s.	1 045	827	1 113	963
MUS, a.s.	-1 055	459	505	621
Sokolovská uhelná, a.s.	189	292	463	297

#### Přehled uhelných dolů podle ČEKIA-ČRA rankingu

	2001	2002
Českomoravské doly	B3	B1
OKD - člen skupiny Karbon Invest	B2	B2
Severočeské doly	A5	A4
Sokolovská uhelná	A6	A6

SU je nejmenší hnědouhelnou společností v ČR, přesto si udržuje významnou pozici na trhu s pevnými palivy. Jako producent prachového uhlí zaujímala 22,38 % trhu v roce 2002, v prodeji tříděného uhlí pak 9,29 %. Společnost je výhradním výrobcem a dodavatelem hnědouhelných briket a multiprachů pro tuzemské i zahraniční odběratele, zpracovává zhruba třetinu vytěženého uhlí ve vlastních zařízeních.

SU je největším nezávislým výrobcem elektrické energie a jejím dodavatelem do rozvodné sítě. Vzhledem k technickým parametrům paroplynové elektrárny je nedílnou součástí elektrizační sítě. V regionu si SU udržuje pozici nejvýznamnějšího výrobce a distributora tepelné energie, zejména ve východní části Sokolovska a západní části Karlovarska.

Ve výrobě a prodeji hnědouhelných karbochemických produktů je postavení SU jak na vnitřním trhu České republiky, tak i v evropském měřítku ojedinělé, neboť produkty s obdobným složením jsou jinde vyráběny výlučně na bázi černého uhlí a ropy. Fenolový koncentrát je žádan především na trhu EU. Hnědouhelný generátorový dehet je v tuzemsku v celém produkovaném objemu dobře uplatněn, a to i v konkurenci



s obdobnými ropnými produkty. V roce 2002 bylo dosaženo také stabilizovaného uplatnění surového lehkého oleje při výrobě cementu.

Ostatní produkty (kyselina sirová, kapalný čpavek a stlačený kyslík) jsou v ČR pod silným konkurenčním tlakem významnějších tuzemských i zahraničních výrobců a především z důvodu limitovaného objemu mají na trhu pouze doplňkovou roli.

### Údaje o akciích společnosti Sokolovská uhelná a.s.

Základní kapitál Sokolovské uhelné, a.s., k 31. prosinci 2002 činil 6 782 994 000 Kč. Základní kapitál společnosti ke dni jejího vzniku byl splacen vkladem zakladatele uvedeným v zakladatelské smlouvě. V posledních třech letech nedošlo k žádným změnám ve výši základního kapitálu.

#### Akcie společnosti

Emise	ISIN CZ 0005103952	ISIN CZ 0005104067
Počet kusů	5 949 294 ks	833 700 ks
Forma CP	na majitele	na jméno
Podoba CP	zaknihovaná	zaknihovaná
Jmenovitá hodnota	1 000 Kč/akcií	1 000 Kč/akcií
Objem emise	5 949 294 000 Kč	833 700 000 Kč
Obchodovatelnost	Akcie na majitele jsou od 23. května 1996 veřejně obchodovatelné na vedlejším trhu Burzy cenných papírů Praha, a.s., a v RM-Systému, a.s.	Akcie nejsou veřejně obchodovatelné (z důvodu omezení jejich převoditelnosti) a jsou převoditelné jen s předchozím souhlasem představenstva.

#### Vlastnická struktura k 16.10.2003

	Identifikační číslo	Počet akcií	Podíl ze základního kapitálu
Fond národního majetku České republiky	0041692918	3 302 594	48,69 %
METALIMEX a.s.	0000000931	2 463 747	36,32 %
KERAMOST, a.s.	0049901222	164 920	2,43 %
Město Karlovy Vary	0000254657	89 630	1,32 %
PAL a.s.	0000211222	88 902	1,31 %
Prague Investment Holdings Cyprus Limited	0090007026	75 179	1,11 %
Glossanna Holdings Co., Limited	0090022008	69 361	1,02 %

### Majetkové účasti společnosti

Společnost se kapitálovou účastí podílí na podnikání jiných českých a zahraničních osob.

#### **Malé Versailles, s. r. o.,**

Křížkova 420, Karlovy Vary, IČ 63505312 (100%)

Předmětem podnikání společnosti jsou ubytovací služby a hostinská činnost.

#### **SOMET ENERGY a.s.,**

Jednoty 1628, Sokolov, IČ 25107623 (100%)

Předmětem podnikání společnosti je koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej a zprostředkovatelská činnost v oblasti obchodu.

#### **REO-SUAS s.r.o.,**

Jednoty 1628, Sokolov, IČ 63505401 (100%)

Předmětem podnikání společnosti je nakládání s odpady, konzultační a poradenská činnost v oblasti nakládání s odpady a podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady.

#### **SATER-CHODOV spol. s r.o.,**

Vančurova 341, Chodov, IČ 62584961 (51%)

Předmětem podnikání společnosti je nakládání s odpady a silniční motorová nákladní doprava.

#### **EKOSOLARIS, a.s.,**

Kotojedská 2381, Kroměříž, IČ 25535668 (51,05%)

Předmětem podnikání společnosti je zprostředkování služeb a obchodu, velkoobchod, maloobchod, výroba strojů a zařízení pro všeobecné účely (solární panely), výroba strojů a zařízení pro využití mechanické energie.

**Coal Energy, a.s.,**

Václavské náměstí 846/1, Praha 1, IČ 26485079 (20%)

Předmětem podnikání společnosti je obchod s elektřinou, činnost podnikatelských, finančních, organizačních a ekonomických poradců, zprostředkování obchodu a služeb.

**PRODECO, a.s.,**

Masarykova 51, Teplice, IČ 25020790 (49,5%)

**Předpoklady vložené do projekce**

Níže uvádíme předpoklady použité pro vytvoření modelu společnosti Sokolovské uhelné, a.s.

**Délka projekce a základní přístupy**

Základním předpokladem pro sestavení projekce pro výpočet tržní ceny společnosti metodou diskontovaných volných hotovostních toků byla skutečnost, že společnost ve své současné podobě bude schopna tvořit výnosy do roku 2023, kdy dojde v důsledku vyčerpání zásob uhlí k její likvidaci nebo k zásadní přeměně. Společnost bude tedy podle přijatých předpokladů tvořit volný hotovostní tok do roku 2023 a výnosy z majetku, který bude mít v tomto roce k dispozici budou využity k ukončení její činnosti. Nepředpokládá se žádný další zůstatek majetku, který by připadl akcionářům.

**Národohospodářské předpoklady**

Inflace: Do roku 2006 dle dlouhodobé predikce KB, dále 3%  
Výnosnost státních dluhopisů: 5,1% (podle současné hodnoty)  
Sazba daně z příjmu: do r. 2008 28%, dále 24%

**Předpoklady o produkci a provozních nákladech**

Základem pro zpracování projekce provozních výnosů a nákladů společnosti byla projekce na období 2003 až 2012 sestavená jejím vedením. Tato projekce byla upravena podle výsledků dosažených za 9 měsíců roku 2003 s přihlédnutím k vývoji hospodaření v průběhu roku 2002.

- Těžba a odbyt uhlí: konstantní úroveň po celou dobu projekce, při stálé ceně
- Produkce a odbyt páry: konstantní objemy dodávek při cenách rostoucích v období 2009 - 2013, po roce 2013 stálá cena
- Produkce a odbyt elektrické energie: stálý objem při cenách rostoucích v souladu s tempem inflace
- Náklady zemního plynu: konstantní objem při růstu ceny v souladu s tempem inflace
- Ostatní tržby za výrobky: konstantní
- Ostatní tržby za služby: v období 2009 – 2013 růst v souladu s tempem inflace, jinak konstantní
- Výrobní náklady: růst v souladu s tempem inflace
- Opravy: hrazené z rezerv do roku 2013 v souladu s předpoklady společnosti, dále modelována konstantní tvorba a užití do roku 2009 a dále rozpouštění rezervy; ostatní opravy rostoucí v souladu s tempem inflace
- Ostatní provozní výnosy a náklady: růst v tempu inflace.
- Ostatní finanční náklady: růst v průměru o 2% ročně
- Osobní náklady: pokles počtu pracovníků do roku 2008 v souladu s předpoklady společnosti, do roku 2013 o 1% ročně; růst mezd do roku 2008 o 5% ročně, dále v tempu inflace.

**Předpoklady o fixních aktivech**

- Předpokládá se, že úroveň dlouhodobých finančních aktiv nedozná změn a jejich přínos pro společnost bude spočívat zejména v zajišťování specifických činností a nikoliv v konkrétních finančních výnosech.
- V oblasti dlouhodobého hmotného a nehmotného investičního majetku byly pro období 2003 – 2012 převzaty předpoklady společnosti jak v oblasti investičních nákladů tak odpisů.
- Pro další období byly investiční náklady modelovány s postupným útlumem investiční činnosti, kdy se předpokládá, že udržování provozuschopnosti fixních aktiv se bude provádět formou oprav.
- Odpisy jsou modelovány také s postupným snižováním, vždy však vyšší než investiční náklady.

**Pracovní kapitál**

- Předpokládá se zachování konstantní obrátky závazků, zásob a pohledávek

**Úvěry**

- Předpokládá se splacení přijatého úvěru v souladu s úvěrovou smlouvou.
- Projekce nepředpokládá přijetí žádných dalších úvěrů.

**Tvorba a užití rezerv a opravných položek**

- V období 2003 – 2012 byly do projekce převzaty předpoklady společnosti.
- Předpokládá se postupné umoření opravných položek bez další tvorby.

- Do roku 2018 se předpokládá tvorba a užití rezerv na sanace a rekultivace ve stejném objemu jako v roce 2012, v posledním časovém úseku se předpokládá nižší tvorba těchto rezerv a vyšší čerpání. Po roce 2023 zůstane fond v objemu cca 550 mil. Kč na dokončení rekultivací.
- Rezervy na důlní škody budou průběžně tvořeny a čerpány ve výši tvorby, stejně jako ostatní rezervy.

**Rozdělení zisku**

- Předpokládá se tvoření rezervního fondu ve výši 5% ročně.
- Do roku 2008 se předpokládá odvod do sociálního fondu v konstantní výši, po té se jeho tvorba a čerpání zvýší v tempu inflace.
- Předpokládá se, že nerozdělený zisk bude zadržován ve společnosti a reinvestován s výnosem alespoň na úrovni bezrizikové výnosové míry.

## Sokolovská uhelná, a.s. – projekce tvorby zisku

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby	6 478	6 787	6 598	6 722	6 699	6 634	6 660	6 721	6 829	6 667	6 781	6 899
Výrobní spotřeba	3 318	3 211	3 105	2 937	3 021	2 857	2 649	2 825	2 675	3 155	2 918	3 025
Přidaná hodnota	3 160	3 576	3 493	3 785	3 678	3 777	4 011	3 896	4 154	3 512	3 863	3 874
EBIT	539	885	496	752	793	759	719	692	695	714	743	540
EBT	499	855	481	748	793	759	719	692	695	714	743	540
Čistý zisk	297	755	381	648	793	759	719	692	695	715	737	582

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby	7 012	7 128	7 248	7 371	7 498	7 629	7 763	7 902	8 045	8 192
Výrobní spotřeba	3 157	3 242	3 329	3 418	3 510	3 605	3 703	3 754	3 807	3 764
Přidaná hodnota	3 855	3 886	3 919	3 953	3 988	4 023	4 060	4 148	4 237	4 428
EBIT	459	475	440	404	367	714	675	735	693	753
EBT	459	475	440	404	367	714	675	735	693	753
Čistý zisk	521	533	507	479	451	728	585	631	599	644

## Sokolovská uhelná, a.s. - Konstrukce FCFF

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT	539	885	496	752	793	759	719	692	695	714	743	540
NOPAT = EBIT * (1-t)	372	611	357	541	571	546	517	526	528	543	565	410
Saldo tvorby a užití provozních rezerv a opravných položek	846	(247)	37	34	(222)	(78)	174	22	202	(508)	(208)	(18)
Odpisy	959	1 006	996	991	1 050	1 000	982	1 017	1 052	1 059	1 039	1 020
CAPEX	1 341	1 342	1 111	910	1 413	1 071	838	906	901	854	915	900
Pracovní investice	939	102	(13)	81	(31)	35	70	(39)	71	(186)	99	(5)
FCFF	(104)	(74)	292	575	17	362	765	698	809	425	381	517
Diskontní faktor		1,000	0,896	0,802	0,719	0,644	0,577	0,516	0,462	0,414	0,370	0,331
Diskontované FCFF		(74)	262	461	12	233	441	360	374	176	141	171

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT	459	475	440	404	367	714	675	735	693	753
NOPAT = EBIT * (1-t)	349	361	335	307	279	543	513	559	527	572
Saldo tvorby a užití provozních rezerv a opravných položek	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)	(255)	(255)	(305)	(255)	(207)
Odpisy	1 030	980	980	980	980	830	830	830	830	830
CAPEX	950	950	950	900	900	800	800	400	400	400
Pracovní investice	(14)	2	2	2	2	2	2	17	17	48
FCFF	423	369	343	365	337	316	286	666	685	747
Diskontní faktor	0,297	0,266	0,238	0,213	0,190	0,170	0,153	0,137	0,122	0,109
Diskontované FCFF	125	98	81	78	64	54	44	91	84	82

## 6. Al Invest Břidličná, a.s.

### Základní údaje o společnosti

Název	AL INVEST Břidličná, a.s.
Sídlo	Bruntálská 8, Břidličná, PSČ 793 51
IČ	261 82 572
Právní forma	akciová společnost

Akciová společnost AL INVEST Břidličná, a.s. vznikla dne 29. 11. 2001 na základě podepsání Smlouvy o zpeněžení části konkurzní podstaty - jak na lokalitu Břidličná, tak na lokalitu Tábor, kdy touto částí byly myšleny Hutní závody Břidličná. Tímto aktem se akciová společnost stala součástí koncernu KARBON INVEST, a.s.

AL INVEST Břidličná, a.s. je zapsána v obchodním rejstříku vedeném u Krajského soudu v Ostravě, oddíl B, vložka 2584.

Společnost AL INVEST je plně vlastněna společností K.O.P.a.s., která je plně vlastněnou dceřinou společností OKD, a.s.

Společnost AL INVEST Břidličná, a.s. se orientuje ve svém výrobním portfoliu do dvou klíčových produktových segmentů:

- výroba válcovaných polotovarů z hliníku a jeho slitin
- výroby obalových materiálů
- Předmětem podnikání společnosti je zejména:
- výroba a hutní zpracování neželezných kovů a jejich slitin
- výroba vlákniny, papíru a lepenky a zboží z těchto materiálů
- výzkum a vývoj v oblasti přírodních a technických věd nebo společenských věd
- slévárnictví, kovoobráběčství, kovářství a další činnosti zajišťující provoz společnosti

### Hodnota společnosti

Smlouva o koupi továren Kovohuti Břidličná byla uzavřena v listopadu 2001 se správcem konkurzní podstaty Kovohuti Břidličná. V tisku se psalo o částce ve výši CZK 1,2miliardy. Vzhledem k tomu, že šlo o prodej konkurzním správcem a existoval více než jeden zájemce (Pechiney) lze tento prodej považovat za transparentní způsob a dosaženou cenu za skutečnou tržní cenu.

## 7. Závěr

Pro odhad hodnoty jednotlivých společností byl použit medián středních hodnot výsledků odhadu hodnoty vypočtených několika metodami, přičemž v případě každé společnosti považujeme konkrétní použitou metodu za nejhodnější. Z hodnot stanovených výše uvedeným postupem byl vypočten 45% podíl, který byl dále upraven o 15% diskont, který podle našeho názoru koresponduje se skutečností existence silného majoritního vlastníka popřípadě nízké likvidity akcií v případě tržní kapitalizace. Výsledky jsou uvedeny v následující tabulce.

### Souhrn

Společnost	Hodnota 100% společnosti mln Kč			Teoretická hodnota 45% podílu Kč mio			Upravená (15% diskont) hodnota 45% podílu Kč mio		
	Min	Střed	Max	Min	Střed	Max	Min	Střed	Max
<b>Metalimex, a.s.</b>									
tržní kapitalizace za 12 měsíců	1.75	1.68	1.94	788	848	871	670	720	740
DCF	0.42	0.71	1.01	189	319	455	161	271	386
DDF	0.85	1.00	1.18	382	449	531	324	382	451
<b>MEDIAN</b>							<b>243</b>	<b>382</b>	<b>419</b>
<b>Sokolovská uhelná, a.s.</b>				kalkulace pro 36% podíl			kalkulace pro 36% podíl		
nabídka v privatizaci		4.20			681			578	
tržní kapitalizace za 12 měsíců	2.02	3.23	4.13	328	523	669	279	445	569
DCF standardní	3.37	4.55	5.69	547	736	922	465	626	784
DCF alternativní	2.18	3.56	4.79	353	577	776	300	490	660
tržní násobky P/Sales	2.29	3.78	4.97	371	612	806	315	520	685
transakční násobky P/Sales	2.15	4.23	5.70	348	685	924	296	582	785
<b>MEDIAN</b>							<b>300</b>	<b>578</b>	<b>685</b>
<b>AI Invest Břidličná</b>									
koupě společnosti		1.20			540			459	

Poznámka:

V případě společnosti Sokolovská uhelná, a.s. ve druhém sloupci uvádíme hodnotu 100% společnosti, ve třetím sloupci pak hodnotu 45% z 36% podílu drženého společností Metalimex, a.s., stejný postup byl použit v případě čtvrtého sloupce.

Nabídka společnosti Sokolovská těžební, a.s. na podaná v privatizaci podílu státu (50% minus jedna akcie) ve společnosti Sokolovská uhelná, a.s. byla přepočtena na 100% akcií společnosti.

P/Sales je poměr mezi tržní hodnotou společnosti a tržbami společnosti

DCF standardní počítá s rezervami na sanaci a rekultivace jako "kvazi-dluh", přičemž se předpokládá, že po ukončení činnosti společnosti bude zůstatková hodnota aktiv stačit na náklady spojené s ukončení těžby a čili, že hodnota reziduálu bude nula

DCF alternativní počítá s rezervami na sanaci a rekultivace jako součástí pracovního kapitálu, přičemž se předpokládá, že konečná reziduální hodnota bude negativní a je jí tedy nutno odečíst

Společnost Metalimex, a.s. byla k 31.12.2003 vlastněna společností OKD, a.s. z 49,91% (cena pořízení 460 mil. Kč) a společností K.O.P., a.s. (která je 100% vlastněna OKD, a.s.) z 46,8% (cena pořízení 558 mil. Kč). Tato struktura komplikuje použití metody plné konsolidace u společnosti Metalimex, a.s. Společnost je konsolidována metodou ekvivalence. Tato situace podle našeho názoru nemusí zcela reflektovat skutečnou hodnotu společnosti Metalimex, a.s. ve skupině OKD, a.s. Společnost Metalimex dlouhodobě vyplácí 80% z vytvořeného čistého zisku vlastníkům ve formě dividend, a proto lze za vhodnou metodu pro výpočet její hodnoty považovat metodu diskontovaných dividendových toků. Dále jsme pro výpočet hodnoty použili metodu diskontovaných peněžních toků do společnosti a cenu akcií na burze, která ovšem vzhledem k velmi omezené likviditě akcií a minimálním obchodovaným objemům není relevantní.

Společnost Sokolovská uhelná, a.s. je vlastněna společností Metalimex, a.s. ze 36,32%, majoritním vlastníkem je stát. Z tohoto důvodu jsou akcie společnosti Sokolovská uhelná, a.s. finanční investicí společnosti Metalimex, a.s. a v případě prodeje této investice by se výnos projevil v cash flow společnosti, nicméně dopad do zisku ve výsledovce by byl ovlivněn cenou pořízení (Kč 1,8 mld), která by se od prodejní ceny musela odečíst. Dále pak nelze s jistotou očekávat, že prostředky získané z prodeje tohoto podílu by byly použity na snížení dluhu společnosti a tudíž zvýšení její hodnoty, protože je možné i jejich jiné použití (další finanční investice aj.). Nelze tudíž s jistotou říci, že prodej akcií společnosti Sokolovská uhelná, a.s. by vygeneroval hodnotu pro skupinu OKD, a.s. Hodnota společnosti Sokolovská uhelná, a.s. významně závisí na budoucím vývoji v privatizaci této společnosti. V současné době vláda vede exkluzivní vyjednávání se společností Sokolovská těžební, a.s., která nabídla za státní podíl v této

společnosti Kč 2,1 mld. Tato nabídnutá cena je ovšem ovlivněna existencí dalších privatizačních podmínek, zejména pak omezením převoditelnosti akcií. V tabulce opět uvádíme několik metod výpočtu hodnoty společnosti, přičemž opět nízká likvidita akcií negativně ovlivňuje vypovídací hodnotu tržní kapitalizace společnosti.

Hodnotu společnosti AI Invest Břidličná nelze na základě veřejně dostupných informací určit, protože došlo k transformaci společnosti a pro novou společnost jsou k dispozici pouze hospodářské výsledky za první tři čtvrtletí. Nicméně lze se domnívat, že minimální hodnota společnosti odpovídá ceně, kterou skupina OKD, a.s. zaplatila při nákupu z konkurzní podstaty. Podle veřejně dostupných informací se o tuto společnost ucházel i další investor z oboru (koncern Pechiney) a tudíž lze dosaženou kupní cenu považovat za tržní. Cena sice nebyla oficiálně zveřejněna, ale v tisku uváděná částka 1,2 mld Kč je velmi pravděpodobná. Považujeme tuto cenu za zcela reálnou a proto jsme ji zahrnuli do výpočtů. Pořizovací cena vykazovaná v účetní závěrce OKD, a.s. roku 2002 činí 15,85 mil. Kč.



## WACC – způsob stanovení ceny kapitálu pro Metalimex, a.s.

### Cena kapitálu

Pro potřeby stanovení hodnoty společnosti výnosovou metodou je nezbytné provést analýzu kapitálu se zřetelem na jeho cenu.

Obvykle se cena kapitálu stanoví na základě průměrných vážených nákladů kapitálu:

$$WACC = r_d * (1 - t) * \frac{D}{V} + r_e * \frac{E}{V}$$

kde:

- $r_d$  = úroková sazba za poskytnutý cizí kapitál
- $t$  = sazba daně z příjmů
- $D$  = úročené cizí zdroje
- $V$  = celková bilanční suma
- $E$  = vlastní kapitál
- $r_e$  = náklady na vlastní kapitál

Jde o vážený průměr požadovaných výnosů z vlastního a cizího kapitálu jež kompenzují rizikovost aktiv. Jako váha slouží struktura kapitálu (podíl úročených pasív a vlastního kapitálu na aktivech, která přímo generují produkci).

### Struktura kapitálu

Vzhledem k tomu, že Metalimex je především obchodní společnost, lze připustit poměrně značné úvěrové zatížení společnosti. *Do propočtu WACC jsme použili hodnotu 85%.*

V případě Sokolovské uhelné nebylo třeba do modelu vnášet příliš velké úvěrové zatížení, protože společnost je nucena kumulovat hotovost na účet vytvořených vlastních zdrojů a je schopna plánovat její pozdější využití při čerpání rezervních fondů. *Do propočtu WACC jsme použili hodnotu 30%.*

V případě OKD byly použity stejné předpoklady jako v případě Sokolovské uhelné. *Do propočtu WACC jsme použili hodnotu 30%.*

### Efektivní daňová sazba

Dosud činila sazba daně z příjmu právnických osob 31 %. V souladu s přijatou reformou veřejných financí dojde v následujících letech k jejímu významnému snížení, a to následujícím tempem:

Období	Sazba daně z příjmu
Do 31.12.2003	31%
2004	28%
2005	26%
2006 a dále	24%

Předepsanou sazbou daně z příjmu je zdaňován daňový základ, který vychází z vykázaného hrubého zisku upraveného o řadu připočítatelných a odpočítatelných položek.

Vytvořený zisk za jednotlivé společnosti byl v minulosti po úpravách v souladu se zákonem zdaněn sazbou uvedenou v následující tabulce

Období	Metalimex	OKD	Sokolovská uhelná
2000	18%		0%
2001	40%	53%	0%
2002	24%	15%	20%

Vzhledem k tomu, že se výše sazby daně rok od roku významně liší, rozhodli jsme se **stanovit sazby daně z příjmu ve výši sazby daně zákonem a dále je neupravovat.**

## Cena vlastních zdrojů

Náklady na vlastní kapitál jsou zpravidla stanovovány na základě modelu CAPM podle následujícího vzorce:

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

kde:

$r_e$  = náklady na vlastní kapitál

$r_f$  = je tzv. risk free rate, bezriziková úroková míra obvykle definovaná na základě střednědobých státních dluhopisů

$r_m$  = tržní úroková míra

$\beta$  = je koeficient míry systematického tržního rizika

Cena vlastního kapitálu se obvykle zvyšuje o přírázky za riziko země, nízkou likviditu akcie a další rizika.

### Stanovení bezrizikové míry:

V současné době se očekávaný výnos 10 letých státních dluhopisů do splatnosti stejně jako 10 leté úrokové swapy pohybují v rozmezí 4,6% až 4,8% a od konce roku 2003 mají rostoucí trend. Dále se předpokládá, že dojde ke zvýšení průměrné roční míry inflace z předpokládaných 0,1% v roce 2003 na 3,1% v roce 2004, 2,1% v roce 2005 a 2,5% v roce 2006.

Na základě uvedených skutečností byla pro bezrizikovou míru použita sazba 5% (s intervalem modelování 4,8% až 5,2%)

### Stanovení rizika trhu

Pro stanovení rizika trhu byly použity standardní hodnoty převzaté z publikace „Aswath Damodaran, Country Risk and Company Exposure: Theory and Practice, Journal of applied finance, Fall/winter 03“

Země	Dlouhodobý rating S&P	Celková riziková prémie	Riziková prémie země
Česká republika	A1	6,00%	1,50%
Eurozóna	Aaa	4,50%	0,00%
Německo	Aaa	4,50%	0,00%
Maďarsko	A1	6,00%	1,50%
Polsko	A2	6,38%	1,88%
Rusko	Ba2	10,50%	6,00%
USA	Aaa	4,50%	0,00%

Pro modelování byl použit interval 5% až 7%

### Stanovení systematického rizika trhu $\beta$

Byla použita v případě Metalimexu hodnota 0,25 pro nezadluženou firmu upravená v souladu s předpokládaným vysokým zadlužením. V případě Sokolovské uhelné byla zvolena hodnota 1,06 odpovídající údajům Bloombergu a pro společnost OKD bylo také využito hodnota převzatá z Bloombergu (0,31).

### Přirážka za nízkou likviditu akcií

Vzhledem k tomu, že akcie všech společností jsou velmi málo obchodovány, byla cena vlastních zdrojů navýšena o *přirážku za nízkou likviditu akcií ve výši 2% (v intervalu 1% až 3%)* v případě Metalimexu a OKD, 1,75% v případě Sokolovské uhelné.

### Cena cizích zdrojů

Náklady na cizí kapitál jsou stanoveny jako obvyklá úroková sazba, za kterou jsou obchodní banky ochotny společnosti poskytnout dlouhodobý úvěr, resp. sazba kupónu obligací emitovaných společností, kterou je trh ochoten akceptovat.

Vzhledem k tomu, že nákladové úroky jsou daňově uznatelnou nákladovou položkou, používá se pro ocenění cizích zdrojů sazba upravená o tzv. daňový štít.

$$r_d = c_d \times (1 - t)$$

kde:

- $r_d$  = náklady na cizí kapitál
- $c_d$  = úroková sazba za poskytnutý cizí kapitál
- $t$  = sazba daně z příjmů

Průměrná úroková sazba pro dlouhodobé úvěry se v roce 2003 pohybovala v intervalu 4,7 až 6,3 %. Za předpokladu, že očekávaná inflace by měla působit na její růst, byla pro *stanovení ceny cizích zdrojů použita sazba 5,8% (s intervalem pro modelování v rozpětí 4,8% až 6,8%)* v případě Metalimexu a 6,5% v případě Sokolovské uhelné.

## Příloha - Ratingové hodnocení

Rating, zejména pak credit rating je nezávislé ohodnocení úvěruschopnosti emitenta cenných papírů z pohledu možných investorů prováděné nezávislou společností. Rating se provádí jak pro jednotlivé emitenty na úrovni společností tak pro jednotlivé země (sovereign rating). Nejvýznamnější světové agentury jsou Standard&Poor's, Moody's Investors service a Fitch IBCA. Mimo globálních ratingových agentur existují také menší lokální nebo regionální hráči. V poslední době existuje trend k vytváření joint ventures nebo jiných volnějších svazků s menšími agenturami a světovými hráči (např. kooperace mezi Czech Rating Agency a Moody's).

Je zvyklostí hlavních agentur je, že rating úvěruschopnosti společnosti nemůže být vyšší než „sovereign rating“ tedy rating země jejich původu. Tato premisa je diskutabilní například pro rozvojově země Jižní Ameriky, kdy země sama může mít svou úvěruschopnost negativně ovlivněnou vnějším vývojem měnových trhů nebo fiskální politikou zatímco společnost, která například těží ropu, kterou prodává přímo do USA může být zcela bez problémů a její efektivní úvěruschopnost je tak v pořádku. Z toho také plyne, že rating země předchází ratingu společnosti. Další faktor, který do jisté míry negativně ovlivnil pozici předních „globálních hráčů“ jsou nedávné skandály spojené s účetnictvími velkých firem v USA a Evropě. Vypovídací význam ratingů nelze přeceňovat neboť z nedávné minulosti je známo několik případů, kdy byl snížen investiční rating zdravé společnosti z důvodů zvýšeného globálního rizika.

Všechny hlavní ratingové agentury používají do jisté míry podobné postupy a metodologii. Jedním z rozdílů je přístup agentur ke zveřejnění ohodnocení úvěruschopnosti, který se liší zejména v případě S&P a Moody's. U agentury S&P může potenciální klient nejprve podat důvěrnou žádost o ohodnocení. Je provedena analýza na jejímž základě klient obdrží tzv. Indikativní rating. Pokud není klient spokojený s dosaženou úrovní ratingu, agentura přeruší proces hodnocení, nevyžaduje poplatek a údaje nejsou zveřejněny. Žádost i výsledek analýzy bude agentura považovat za důvěrné. Agentura Moody's hodnotí emitenty na určitých trzích bez jejich žádosti nebo souhlasu. Na rozdíl od agentury S&P nepovažuje agentura Moody's za žádost o hodnocení za důvěrnou a obecně si vyhrazuje právo na publikaci hodnocení na základě informací od emitenta, bez ohledu na žádost tohoto emitenta

Moody's	S&P	Fitch IBCA	
Aaa	AAA	AAA	Nejvyšší kvalita úvěruschopnosti, výjimečně silná schopnost včasného splácení
Aa1	AA+	AA+	
Aa2	AA	AA	Velmi vysoká kvalita úvěruschopnosti a velmi silná schopnost včasného splácení
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Vysoká kvalita úvěruschopnosti, silná schopnost včasného splácení, která ale může být ovlivněna nepříznivými změnami
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	
Baa2	BBB	BBB	Dobrá kvalita úvěruschopnosti, schopnost včasného splácení je považována za dostatečnou
Baa3	BBB-	BBB-	Nejnižší stupeň investičního ratingu
Ba1	BB+	BB+	
Ba2	BB	BB	Spekulativní, riziko úvěruschopnosti se mění důsledkem nepříznivých ekonomických změn
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	
B2	B	B	Vysoce spekulativní, riziko úvěruschopnosti je přítomné ale existují omezené hranice bezpečnosti
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC	
Caa2	CC	CC	Vysoké riziko nedodržení závazku, schopnost splácet závisí na trvalých příznivých podmínkách.
Caa3	C	C	
Caa	D	D	Nedodržení závazku ale je zde výhled na částečnou návratnost při reorganizaci nebo likvidaci

Zdroj: jednotlivé společnosti, použitá metodologie je od společnosti Fitch IBCA

Při hodnocení ratingu společnosti se ratingové agentury zaměřují zejména na:

- Strukturu a kvalitu aktiv
- Vývoj tržeb a ziskovosti
- Státní záruky a vztah k vládě, vliv státních regulací na společnost
- Finanční zdroje a správa poměru aktiv k pasivum
- Řízení – jeden z nejdůležitějších nehmotných faktorů, která ovlivní výsledek procesu hodnocení. Hlavní oblasti zájmu agentur je úroveň praxe a schopnost strategie vedení společnosti
- Právní prostředí, v němž se společnost pohybuje.

Skupina OKD, a.s. dosud nemá rating od žádné z velkých mezinárodních agentur. Nicméně existuje nezávislý rating od společnosti CEKIA – CRA publikovaných na internetovém severu iopint

Obtíže způsobené strukturou skupiny při ratingu lze indikovat výsledky ratingu domácí společnosti CEKIA – CRA, kdy CRA je dceřinnou společností Moody's.

### Firmy podle ČEKIA-CRA hodnocení

- A-1 Excelentní v daném odvětví
- A-2 Velmi vhodný v příslušném odvětví
- A-3 Vhodný v rámci odvětví
- A-4 Odvětvově silný
- A-5 Nadprůměrný v příslušném odvětví
- A-6 Průměrný v daném odvětví
- B-1 Mírně podprůměrný v daném odvětví
- B-2 Méně vhodný v příslušném odvětví
- B-3 Slabý v rámci odvětví
- B-4 Rizikový v daném odvětví
- B-5 Odvětvově nevhodný
- B-6 Neinvestovat