

Odborný odhad

č. 35-02/13

o stanovení hodnoty akcií společnosti VUVL a.s.

ODBORNÝ ODHAD

o stanovení hodnoty akcií společnosti
VUVL 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 Hrazdíra Ing. Pavel Neugebauer Ing. Jiří Faltýnek
Účel odhadu:	Odborný odhad je vypracován za účelem stanovení hodnoty akcií společnosti VUVL a.s. pro účely dražby.
Odborný odhad obsahuje:	29 stran
Odborný odhad se předává:	ve 4 vyhotoveních
Výtisk číslo:	1
V Brně:	16. prosince 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.....	6
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	7
2.5. Strategická analýza	8
2.5.1. Vývoj národního hospodářství.....	8
3. ODBORNÝ ODHAD	9
3.1. Názvosloví	9
3.1.1. Cena	9
3.1.2. Hodnota	9
3.1.3. Trh.....	9
3.1.4. Tržní hodnota.....	9
3.1.5. Výnosová hodnota.....	9
3.1.6. Věcná hodnota	9
3.1.7. Maximální a nejlepší použití.....	10
3.1.8. Cena administrativní.....	10
3.1.9. Cena pořizovací.....	10
3.1.10. Cena reprodukční	10
3.1.11. Časová cena	10
3.1.12. Cash flow	10
3.1.13. Goodwill.....	10
3.2. Používané metody obecně	11
3.2.1. Výnosový přístup.....	11
3.2.2. Srovnávací přístup	11
3.2.3. Metody založené na analýze majetku - substance	11
3.3. Použitý způsob ocenění	15
3.3.1. Popis použité metody diskontovaných hotovostních toků (DCF)	15
3.4. Základní předpoklady obecné povahy	19
3.4.1. Právní forma.....	19
3.4.2. Daňová politika.....	19
3.4.3. Ekonomické uspořádání a právní systém.....	19
3.4.4. Účetní zásady.....	19
3.5. Ocenění výnosovou metodou DCF entity.....	20
3.5.1. Výchozí bilance k 30.9.2013	20
3.5.2. Finanční plán Společnosti	21
3.5.3. Kalkulace CF do perpetuity	24
3.5.4. Kalkulace diskontu	25

3.5.5.	Shrnutí ocenění výnosovou metodou DCF	25
3.6.	Stanovení ceny akcií	26
3.7.	Prémie a diskonty z hodnoty akcií (minorita a nelikvidita).....	26
4.	ZÁVĚR.....	29

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 VUVL a.s., se sídlem na adrese Brno - Komárov, Mariánské náměstí 1, PSČ 617 00, IČ: 463 46 627, označované dále také jako „Společnost“, pro účely předpokládané dražby.

Celkové množství akcií, které budou předmětem dražby je 716 ks, což představuje podíl na základním kapitálu Společnosti ve výši 1,09%.

1.2. Den ocenění

Stanovení hodnoty akcií Společnosti je provedeno ke dni 30.září 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 VUVL 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**“ – VUVL a.s., se sídlem na adrese Brno - Komárov, Mariánské náměstí 1, PSČ 617 00, IČ: 463 46 627
- „**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 Objednatelem

- Auditovaná rozvaha, výkaz zisků a ztrát a výkaz cash flow Společnosti k 28.2.2011, 29.2.2012 a k 28.2.2013;
- Průběžná rozvaha a VZZ k 30.9.2013;
- Příloha k roční účetní závěrce 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;
- Doplnující 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 VUVL a.s., vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 737, pořízený prostřednictvím internetu;
- Makroekonomická predikce ČR zpracovaná Ministerstvem financí (říjen 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 Společnosti k 30.9.2013;
- 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 neodráží 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 13. prosince 2013.

2.3. Popis předmětu ocenění

Předmětem ocenění jsou akcie vydané společností VUVL 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 Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 737.

Obchodní firma:	VUVL a.s.
Právní forma:	akciová společnost
Sídlo:	Brno - Komárov, Mariánské náměstí 1, PSČ 617 00
IČ:	463 46 627
Základní kapitál:	2 096 064,- Kč
Datum vzniku:	29. dubna 1992

2.4.1. Identifikace akcií

- 65 502 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 32,- Kč

2.4.2. Předmět podnikání dle výpisu z OR

Podle výpisu z obchodního rejstříku jsou předmětem podnikání Společnosti:

- Činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence
- Vedení spisovny
- Obráběčství
- Zámečnictví, nástrojářství
- Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

2.5. Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit 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 VUVL 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 říjnu 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	2012	2013	2014
		Aktuální predikce					Minulá predikce		
Hrubý domácí produkt	růst v % s.c.	2,5	1,8	-1,0	-1,0	1,3	-1,2	-1,5	0,8
Spotřeba domácností	růst v % s.c.	0,9	0,5	-2,1	0,2	0,9	-2,7	-0,8	0,4
Spotřeba vlády	růst v % s.c.	0,2	-2,7	-1,9	0,8	0,2	-1,2	0,5	-0,9
Tvorba hrubého fixního kapitálu	růst v % s.c.	1,0	0,4	-4,5	-4,8	-0,8	-2,7	-4,3	-0,6
Příspěvek ZO k růstu HDP	p.b., s.c.	0,6	1,9	1,7	0,6	0,6	1,4	0,2	0,5
Deflátor HDP	růst v %	-1,6	-0,9	1,6	1,2	0,5	1,4	0,6	0,9
Průměrná míra inflace	%	1,5	1,9	3,3	1,4	0,7	3,3	1,6	1,4
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %	-1,0	0,4	0,4	1,2	0,4	0,4	0,5	-0,2
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	průměr v %	7,3	6,7	7,0	7,1	7,3	7,0	7,5	7,6
Objem mezd a platů (dom. koncept)	růst v % b.c.	0,8	2,2	1,8	0,8	2,5	1,5	0,7	2,1
Poměr salda BÚ k HDP	%	-3,9	-2,7	-2,4	-1,7	-1,4	-2,5	-2,3	-2,4
	<u>Předpoklady:</u>								
Směnný kurz CZK/EUR		25,3	24,6	25,1	25,8	25,8	25,1	25,8	25,8
Dlouhodobé úrokové sazby	% p.a.	3,7	3,7	2,8	2,1	2,4	2,8	2,0	2,2
Ropa Brent	USD/barel	80	111	112	108	103	112	106	101
HDP eurozóny (EA12)	růst v % s.c.	1,9	1,6	-0,6	-0,3	1,0	-0,6	-0,5	1,0

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 přikládána majetku nebo službě vyplývající z osobního vztahu k nim.

3.1.5. Výnosová hodnota

Uvažovaná jistina, kterou je nutno při stanovení úrokové sazby 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, snižená o přiměřené opotřebení, odpovídající průměrné opotřebované věci stejného stáří a přiměřené intenzity používání, ve výsledku pak snižená 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 VUVL 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 30.9.2013 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

Přiklonili 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 něž 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 odrážet 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:

$$R_E = R_F + [E(R_M) - R_F]\beta$$

kde

R_E návratnost akciového kapitálu

R_F návratnost bezrizikového dluhu,

$E(R_M)$ očekávaná návratnost akciového trhu,

β koeficient vyjadřující systematické riziko výnosů akciového kapitálu společnosti

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 nejdůležitějších 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.

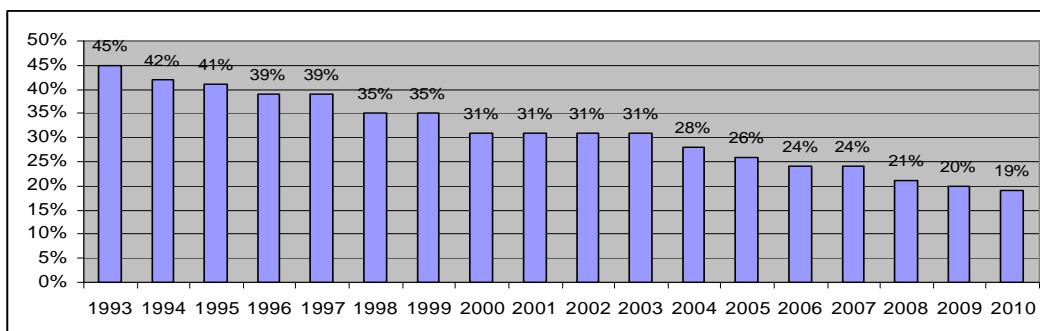
3.4.1. Právní forma

Společnost VUVL 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 Společnost 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 30.9.2013

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	30.9.2013
AKTIVA CELKEM	28 682
Stálá aktiva	6 192
Dlouhodobý nehmotný majetek	256
Dlouhodobý hmotný majetek	5 936
Dlouhodobý finanční majetek	0
Oběžná aktiva	19 854
Zásoby	8 564
Dlouhodobé pohledávky	1 702
Krátkodobé pohledávky	9 366
Krátkodobý finanční majetek	222
Časové rozlišení	2 636

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

OBDOBÍ	30.9.2013
PASIVA CELKEM	28 682
Vlastní kapitál	-1 571
Základní kapitál	2 096
Kapitálové fondy	32 946
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	8 271
Výsledek hospodaření minulých let	-42 807
VH běžného účetního období (+/-)	-2 077
Cizí zdroje	30 193
Rezervy	100
Dlouhodobé závazky	0
Krátkodobé závazky	19 485
Bankovní úvěry a výpomoci	10 608
Časové rozlišení	60

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	30.9.2013
Obchodní marže	0
Výkony	39 265
Výkonová spotřeba	13 453
Přidaná hodnota	25 812
Osobní náklady	24 999
Daně a poplatky	23
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	726
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	76
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	31
Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	550
Ostatní provozní výnosy	362

OBDOBÍ	30.9.2013
Ostatní provozní náklady	780
Provozní výsledek hospodaření	-859
Finanční výsledek hospodaření	-1 218
Daň z příjmů za běžnou činnost	0
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-2 077
Mimořádný výsledek hospodaření	0
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-2 077
Výsledek hospodaření před zdaněním	-2 077

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 zpracován beze změn.

Finanční plán Společnosti pro období 2015 – 2018, 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 – 2018 je počítáno se stanovenou marží pro rok 2014.

Hospodářský rok Společnosti se nekryje s rokem kalendářním, ale končí dnem 28 resp. 29.února daného roku. Období plánu tedy zachycuje období od 1.10.2013 (což je den po dni ocenění) do 28.2.2014.

Finanční plán tržeb za zboží a výkonů pro období 2015 – 2018 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:

	2010	2011	2012	2013
růst výkonů	n/a	200,95%	222,96%	88,03%
růst výkonové spotřeby	n/a	114,33%	130,41%	83,35%
podíl výk. spotřeba na výkonech celkem	101,57%	57,79%	33,80%	32,00%
osobní náklady růst	n/a	163,82%	159,87%	96,76%

	2014	2015	2016	2017	2018
růst výkonů	90,42%	102,00%	102,00%	102,00%	102,00%
růst výkonové spotřeby	89,63%	102,00%	102,00%	102,00%	102,00%
podíl výk. spotřeba na výkonech celkem	31,72%	31,72%	31,72%	31,72%	31,72%
osobní náklady růst	97,36%	102,00%	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 2014 – 2018 následovně:

Tabulka – Predikce provozních výnosů v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017	2018
Výkony	33 235	73 950	75 429	76 938	78 476
Tržby z prodeje DHM	324	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	138	500	500	500	500
Ostatní finanční výnosy	42	100	100	100	100
TRŽBY PROVOZNÍ	33 739	74 550	76 029	77 538	79 076

Analogicky predikujeme výši provozních nákladů:

Tabulka – Predikce provozních nákladů v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017	2018
Výkonová spotřeba	9 547	23 460	23 929	24 408	24 896
Osobní náklady	17 500	43 349	44 216	45 100	46 002
Daně a poplatky	77	400	400	400	400
ZC prodaného DHM	19	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a OP	393	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	220	1 000	1 000	1 000	1 000
Ostatní finanční náklady	137	900	900	900	900
NÁKLADY PROVOZNÍ	27 893	69 109	70 445	71 808	73 198
Odpisy (účetní)	874	1 700	1 685	1 693	1 702

Na základě výše uvedených dat predikujeme výši položky Provozní hospodářský výsledek pro období finančního plánu 2014 – 2018 následovně:

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

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017	2018
TRŽBY PROVOZNÍ	33 739	74 550	76 029	77 538	79 076
NÁKLADY PROVOZNÍ	27 893	69 109	70 445	71 808	73 198
Odpisy (účetní)	874	1 700	1 685	1 693	1 702
PROVOZNÍ hospodářský výsledek	4 972	3 741	3 899	4 037	4 177
PROVOZNÍ hospodářský výsledek (bez odpočtu odpisů)	5 846	5 441	5 584	5 730	5 878

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 2014 – 2018 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	2014	2015	2016	2017	2018
Investice	500	1 700	1 700	1 700	1 700
Účetní odpisy	874	1 700	1 685	1 693	1 702
Daňové odpisy	874	1 700	1 685	1 693	1 702

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	2014	2015	2016	2017	2018
Provozní zisk před zdaněním a úroky	4 972	3 741	3 899	4 037	4 177
Celkový daňový předpis (-)	-593	-594	-624	-650	-676
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-32	-117	-117	-117	-117
Prodaný dlouhodobý majetek	19	0	0	0	0
Prodaný materiál	0	0	0	0	0
Odpisy	874	1 700	1 685	1 693	1 702
PROVOZNÍ PŘÍJEM	5 240	4 730	4 843	4 963	5 085

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 2014 – 2018:

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

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby (nárůst -/pokles +)	619	-159	-162	-165	-169
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	-3 242	-238	-243	-248	-253
Čas. rozlišené aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	31	-5	-4	-4	-4
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	0	0	0	0	0
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	-393	0	0	0	0
Závazky (nárůst +/pokles -)	-1 771	264	227	231	236
z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)	-362	84	54	55	56
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	393	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	-4 364	-138	-183	-186	-190

3.5.2.5. Plán provozního Cash flow

V návaznosti na informace uvedené v rámci předchozích kapitol predikujeme pro období finančního plánu 2014 – 2018 roční výši Provozního Cash flow následovně:

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

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017	2018
PROVOZNÍ PŘÍJEM	5 240	4 730	4 843	4 963	5 085
INVESTICE (-)	-500	-1 700	-1 700	-1 700	-1 700
POHYB PRAC. KAPITÁLU (+/-)	-4 364	-138	-183	-186	-190
PROVOZNÍ CASH-FLOW	377	2 892	2 960	3 076	3 195
FINANČNÍ CASH-FLOW	-166	-495	-495	-495	-495
Hotovost na začátku období	222	433	2 830	5 295	7 876
ČISTÉ CASH-FLOW	211	2 397	2 465	2 581	2 699
Hotovost na konci období	433	2 830	5 295	7 876	10 575

3.5.2.6. Plán Bilance

Na základě výše uvedeného predikujeme výhled jednotlivých položek Bilance pro období finančního plánu 2014 – 2018 následovně:

Tabulka – Predikce Bilance v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017	2018
FIXNÍ AKTIVA	5 799	5 799	5 815	5 822	5 820
OBĚŽNÁ AKTIVA	22 688	25 482	28 352	31 347	34 467
Zásoby	7 945	8 104	8 266	8 432	8 600
Dlouhodobé pohledávky	1 702	1 702	1 702	1 702	1 702
Krátkodobé pohledávky	12 608	12 846	13 089	13 337	13 590
Hotovost	433	2 830	5 295	7 876	10 575
ČASOVÉ ROZLIŠ. AKTIVNÍ	2 636	2 636	2 636	2 636	2 636
AKTIVA CELKEM	31 123	33 917	36 803	39 804	42 923
VLASTNÍ KAPITÁL	2 641	5 172	7 831	10 601	13 485
CIZÍ ZDROJE	28 422	28 685	28 912	29 143	29 378
Rezervy	100	100	100	100	100
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	17 714	17 977	18 204	18 435	18 670
Bankovní úvěry a výpomoci	10 608	10 608	10 608	10 608	10 608
ČASOVÉ ROZLIŠ. PASIVNÍ	60	60	60	60	60
PASIVA CELKEM	31 123	33 917	36 803	39 804	42 923

3.5.3. Kalkulace CF do perpetuity

Pro výpočet CF v perpetuitě platí tedy vztah:

$$CF_{2018} = [\text{Upravený EBIT} * (1 - \text{daň. sazba}) - NI] * (1 + \text{míra růstu}) \text{ kde,}$$

Upravený EBIT – je upravený provozní hospodářský výsledek 2018

Daň. sazba – je plánovaná daň sazba v roce 2018

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

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

$$NI = 4\,177 * (1 - 0,19) * (0,02 / 0,1151)$$

$$NI = 588 \text{ tis. Kč}$$

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

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

CF do perpetuity = $[4\,177 * (1 - 0,19) - 588] * (1 + 0,02)$

CF do perpetuity = 2 851 tis. Kč

Pro Období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu CF provozní každoročně ve výši **2 851 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	2014	2015	2016	2017	2018
Bezriziková sazba	3,08%	3,08%	3,08%	3,08%	3,08%
Nezadlužená beta	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
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	37,35%	36,26%	35,92%	35,63%	35,44%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročené cizí zdroje	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Náklady na vlastní zdroje	14,35%	14,24%	14,20%	14,18%	14,16%
WACC	10,80%	10,84%	10,85%	10,86%	10,86%

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	28 398 tis. Kč
Neprovozní pohledávky/půjčky	1 702 tis. Kč
Volná hotovost	0 tis. Kč
Neprovozní závazky/půjčky.....	6 652 tis. Kč
<u>Hodnota dluhů.....</u>	<u>10 608 tis. Kč</u>
Výnosová hodnota ocenění Společnosti.....	12 840 tis. Kč

Hodnota celého jmění společnosti VUVL a.s. stanovená ke dni ocenění výnosovou metodou DCF činí po zaokrouhlení na celé tisíce 12 840 tis. Kč

3.6. Stanovení ceny akcií

Provedli jsme analýzu společnosti VUVL a.s. a na hodnotu akcií společnosti jsme získali několik náhledů. Dle našeho názoru přichází v tomto případě v úvahu 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)
	32,00	65 502	196,-
ZK/Ocenění	2 096 000,00		12 840 000,-

3.7. Prémie a diskonty z hodnoty akcií (minorita a nelikvidita)

U společností u nichž je předmětem ocenění pouze minoritní podíl, je vhodné jejich hodnotu dále korigovat diskontem, nebo v případě majoritního podílu naopak prémii z hodnoty akcií stanovené znalcem. Tyto úpravy vhodněji zachycují dopad kontroly vlastnictví v konkrétní společnosti.

V praxi se jedná o případy, kdy ocenění hodnoty vlastního kapitálu společnost odpovídající 100% emitovaných akcií není hledaným výsledkem, neboť úkolem znalce je zjistit hodnotu vztahujícímu se ke konkrétnímu podstatně menšímu podílu, přičemž hodnota akcie je relativně nižší nebo vyšší než v rámci 100% balíku a neodpovídá tedy oproti základnímu předpokladu alikvotnímu podílu na vlastním kapitálu společnosti.

Diskonty a prémie se tedy aplikují na základnu zjištěnou běžným výnosovým oceněním společnosti. Diskonty a prémie aplikované dodatečně jen na určitý počet akcií zohledňují dodatečná rizika či užitek související s faktory nezohledněnými v celkovém ocenění, neboť se nevztahují k celku a působí tedy nerovnoměrně.

Výhody, nevýhody a rizika plynoucí ze stupně kontroly oceňovaných akcií nejsou zachycena přímo diskontní sazbou při ocenění výnosovou metodou diskontovaného cash-flow, neboť je nelze vztáhnout na podnik jako celek, resp. netýkají se celého balíku akcií. Dalo by se tedy říci, že se jedná o specifickou přírážku aplikovatelnou pouze na vybraný objem akcií. Diskont za minoritu by tak měl odrážet sníženou atraktivnost akcií vzhledem k možnostem akcionáře kontrolovat a ovlivňovat podnik s daným objemem akcií v držení akcionáře. Jedná se ovšem v případě prodeje v dražbě o aspekt nezohledňující osobu kupujícího, jeho strategické záměry a případné synergické efekty, které by mu pořízení předmětných akcií přineslo.

Prémie za minoritu by měla odrážet atraktivitu akcií ve vztahu k:

- Legislativním podmínkám v ČR související s pravomocemi od určité hranice akciového podílu – dosáhne-li výše akciového podílu 3% (na základním kapitálu >100mil Kč) resp. 5% (<100 mil Kč na základním kapitálu) má akcionář podle platného znění obchodního zákoníku možnost svolat valnou hromadu a navrhopvat body jednání.
- Konkrétní akcionářské struktuře - za určitých okolností, kdy bude podnik bez majoritního akcionáře, se může i např. 10% akcií jevit jako majorita se kterou jsou spojeny výrazně vyšší rozhodovací pravomocce než kterými disponují ostatních akcionářů
- Počtu vydaných akcií a celkovém počtu oceňovaných akcií – při stejné hodnotě celku může být relativně snazší dosáhnout 3, nebo 5%ní hranici pro svolání valné hromady, bude – li hodnota rozložena na menší počet akcií, které si může akcionář obstarat na trhu relativně snáze, než bude-li tatáž hodnota rozdrobena na stovky akcií.

Prémie za minoritu by naopak neměla odrážet:

- Velikost obratu společnosti, neboť tato skutečnost je zohledněna již přímo v diskontní sazbě v podobě přírážce za velikost
- Dopad kurzových změn vzhledem k tomu že kalkulace často závisí na přepočtu do USD
- Synergické efekty konkrétního kupujícího – zde záleží na účelu ocenění a hladině hledaných hodnot, kterým by ocenění z pohledu konkrétním kupujícím bezesporu bylo

Majoritní podíl dává akcionáři možnost podílet se na kontrole společnosti, určovat dividendovou politiku, personální obsazení, a provádět strategické řízení společnosti. Vztah mezi přírážkou a srážkou s ohledem na oceňovaný objem akcií je následující:

Diskont za minoritu = $(1-1/(1+\text{prémie za kontrolu}))$

V praxi bylo provedeno několik studií vycházejících z porovnání ceny akvizic kontrolních podílů s cenou menšinových podílů před provedením akvizice. Jednou z uvedených studií je Mergerstat Control Premium Study (poslední volně dostupná za rok 2012) zkoumající uskutečněné transakce např. v rozdělení na jednotlivá tržní odvětví. Bohužel studie vykazuje vyšší míru volatility prémie a tudíž menší míru spolehlivosti. Např. pro oblast zemědělství a lesnictví, kam by spadal zkoumaný podnik VESA, vychází z amerického trhu ze tří uskutečněných transakcí na přelomu roku 2011 a 2012 dvě z transakcí se zápornou prémie a jednou s prémie ve výši 295%. Podotýkáme, že ve věci diskontů za minoritu navíc nebyla provedena žádná česká studie, zohledňující odpovídajícím způsobem legislativní prostředí. Určité vodítko tedy dává kalkulace prof. A. Damodarana z Stern School of Business při New York University. Daný výpočet jsme přiměřeně a aplikovali na námi oceňovaný akciový podíl na Společnosti a tato hodnota byla dále upravena o faktické skutečnosti, které se vztahují ke obecným specifikům a také právním aspektům tuzemského trhu.

V návaznosti na výše uvedené jsme stanovili výši diskontu za minoritu na 17%.

Dále jsme se také rozhodli uplatnit diskontní srážku za nelikviditu, vzhledem ke skutečnosti, že předmětné akcie nejsou veřejně obchodované. Pro tento výpočet výhradně využíváme kalkulaci prof. A. Damodarana z Stern School of Business při New York University (www.damodaran.com). Po dosazení do vzorce, je výstup následující:

Vstupy	Hodnoty pro privátní společnost
Tržby (tis.Kč)	80 177
Kladný nebo záporný hospodářský výsledek ve sledovaném období	1
Hotovost/Hodnota Společnosti	2%
Veřejně obchodovaný objem/ Hodnota Společnosti	0%
Výstup	
Diskont za nelikviditu	12,67%

Podrobná kalkulace je uložena v archivu znaleckého ústavu A&CE Consulting, s.r.o.

Níže uvádíme konečnou hodnotu akcií Společnosti po uplatnění všech srážek:

Účetní hodnota VK ke dni ocenění (Kč)	-1 571 000
Základní kapitál (Kč)	2 096 000
Výnosová hodnota Společnosti (Kč)	12 840 299
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 32,- Kč	196,04
Diskont za minoritu	17,00%
Diskont za nelikviditu	12,67%
Hodnota jedné akcie po uplatnění diskontu (zaokr. na celé Kč)	138,00
Hodnota 716 ks akcií (Kč) po diskontu	98 808,00

4. ZÁVĚR

Po vyhodnocení výsledků jednotlivých metod ocenění jsme názoru, že při splnění všech uvedených předpokladů, lze hodnotu jedné akcie společnosti VUVL a.s., IČ: 463 46 627, stanovit na základě hodnoty Společnosti zjištěné výnosovou metodou, na výši:

138 Kč za jednu akcii na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 32,- Kč

V Brně dne 16. prosince 2013

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



Ing. Leoš Kozohorský
jednatel společnosti