

Znalecký posudek

2258-128/13

o hodnotě společnosti Vesa Velhartice, a. s.

ZNALECKÝ POSUDEK

2258-128/13

o hodnotě společnosti Vesa Velhartice, a. s.

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
Zpracovatelé:	Ing. Pavel Neugebauer Ing. Jiří Faltýnek Ing. Jana Štěpánková
Účel posudku:	Posudek je vypracován za účelem stanovení hodnoty akcií společnosti Vesa Velhartice, a. s. v souvislosti s předpokládanou dražbou.
Posudek obsahuje:	50 stran textu včetně příloh
Posudek se předává:	ve 4 vyhotoveních
Výtisk číslo:	1
V Brně:	4.zář 2013

OBSAH

OBSAH	3
1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE.....	5
1.1. Předmět a účel ocenění.....	5
1.2. Den ocenění.....	5
1.3. Prohlášení znalce o nezávislosti	5
1.4. Definice zkratk.....	5
1.5. Použitelnost Znaleckého posudku	5
1.6. Předpoklady a omezující podmínky	5
1.6.1. Podklady pro zpracování Posudku.....	5
1.6.2. Ověření vstupních dat.....	6
2. NÁLEZ	8
2.1. Popis předmětu ocenění	8
2.2. Základní charakteristika emitenta cenných papírů	8
2.2.1. Identifikace akcií.....	8
2.2.2. Předmět podnikání dle výpisu z OR	8
2.2.3. Majetkové účasti a jiné dlouhodobé cenné papíry Společnosti.....	8
3. POSUDEK.....	9
3.1. Metodika oceňování.....	9
3.1.1. Názvosloví.....	9
3.2. Obecná metodika při oceňování.....	12
3.2.1. Výnosový přístup.....	12
3.2.2. Srovnávací přístup	12
3.2.3. Metody založené na analýze majetku - substanční.....	13
3.3. Metody oceňování movitého majetku.....	14
3.3.1. Metoda stanovení obvyklé ceny	14
3.3.2. Zjištění časové ceny.....	14
3.3.3. Velké majetkové soubory (dlouhodobý drobný hmotný majetek).....	16
3.3.4. Metoda technické nuly.....	16
3.4. Použitý způsob ocenění	16
3.4.1. Popis použité metody	17
3.5. Základní předpoklady obecné povahy	19
3.5.1. Zvažované období.....	20
3.5.2. Právní forma.....	20
3.5.3. Daňová politika.....	20
3.5.4. Inflace	20
3.5.5. Ekonomické uspořádání a právní systém.....	20
3.5.6. Účetní zásady.....	20
3.5.7. Skutečnosti po dni ocenění.....	20
3.5.8. Ostatní předpoklady	20
3.6. Specifické předpoklady metody DCF.....	21
3.6.1. Výchozí bilance k 30.6.2013	21
3.6.2. Finanční plán	24
3.6.3. Pracovní kapitál.....	25
3.6.4. Investice	26
3.6.5. Způsob financování	26
3.6.6. Pokračující hodnota.....	28

3.6.7.	Diskontní míra	29
3.6.8.	Projekce cash flow	31
3.7.	Vlastní ocenění	33
3.7.1.	Ocenění metodou DCF.....	33
3.8.	Ocenění metodou účetní hodnoty	35
3.8.1.	Čistý obchodní majetek	35
3.9.	Rekapitulace	36
3.10.	Prémie a diskonty z hodnoty akcií (minorita a nelikvidita).....	36
3.11.	Stanovení hodnoty předmětných akcií.....	38
4.	ZÁVĚR	39
ZNALECKÁ DOLOŽKA		40

1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE

1.1. Předmět a účel ocenění

Znalecký posudek o hodnotě společnosti Vesa Velhartice, a. s. se sídlem na adrese č.p. 220, 341 42 Velhartice, IČ 468 84 335 (dále také jako „Společnost“) je vypracován za účelem předpokládané dražby akcií Společnosti.

1.2. Den ocenění

Ocenění je provedeno k rozhodnému dni 30.6.2013, což je den ocenění.

1.3. Prohlášení znalce o nezávislosti

Společnost A&CE Consulting, s.r.o., prohlašuje, že není ke společností ve vztahu personální či finanční závislosti, v zaměstnaneckém či obdobném právním vztahu, stejně tak jako se nepodílí na řízení či kontrole podnikání uvedených společností.

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

1.4. Definice zkratk

Seznam základních zkratk, které budou použity v posudku:

- „**Společnost**“ – společností Vesa Velhartice, a. s., která je předmětem ocenění, se sídlem na adrese č.p. 220, 341 42 Velhartice, IČ 468 84 335.
- „**Objednavatel**“ – společnost CAPITAL MARKETS, o.c.p., a.s., se sídlem Ul. 29. augusta 36, Bratislava 811 09, Slovenská Republika, IČ: 36 853 054
- „**Znalec**“ – A&CE Consulting, s.r.o., se sídlem Ptašinského 4, 602 00 Brno, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Brně, oddíl C, vložka 4037

1.5. Použitelnost Znaleckého posudku

Tento Znalecký posudek je použitelný jenom pro výše uvedený účel – pro předpokládanou dražbu akcií Společnosti.

1.6. Předpoklady a omezující podmínky

1.6.1. Podklady pro zpracování Posudku

1.6.1.1. Podklady poskytnuté Objednavatelem

- Rozvaha Společnosti k 30.6.2013, 31.12.2012;
- Obrátová předvaha Společnosti k 30.6.2013;
- Plán nákladů a výnosů Společnosti na roky 2013-2014 včetně manažerského výkazu;
- Informace o financování Společnosti;
- Rozvaha společnosti Vesa Česká Bělá, a.s. k 30.6.2013, 31.12.2012;
- Obrátová předvaha společnosti Vesa Česká Bělá, a.s. k 30.6.2013;
- Plán nákladů a výnosů společnosti Vesa Česká Bělá, a.s. na rok 2013 včetně manažerského výkazu;
- Doplňující informace k oceňovanému majetku od pověřených osob podané v průběhu zpracování znaleckého posudku.

1.6.1.2. Podklady opatřené znalcem a použitá literatura

- Výpis z obchodního rejstříku Vesa Velhartice, a. s. vedeného Krajským soudem v Plzni, oddíl B, vložka 298, pořízený prostřednictvím Internetu;
- Informace o společnosti Vesa Velhartice, a. s. dostupné na Internetu;
- Zákon o znalcích a tlumočnících č.36/1967 Sb., ve znění zákona č. 322/2006 Sb. a zákona č. 444/2011 Sb.;
- Vyhláška Ministerstva spravedlnosti ČSR č.37/1967 Sb.;
- Vyhláška Ministerstva spravedlnosti ČR č.77/1993 Sb.;
- Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku);
- Vyhláška Ministerstva financí č. 3/2008 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku) v aktuálním znění;
- Obchodní zákoník č. 513/1991 Sb. ve znění pozdějších předpisů;
- Mezinárodní standardy pro oceňování IVS 1-4, The International Assets Valuation Standards Committee v březnu 1994;
- Copeland, T.; Koller, T.; Murrin, J. - Stanovení hodnoty firem, Victoria publishing 1994;
- Mařík - Diskontní míra v oceňování, Vysoká škola ekonomická 2001;
- Mařík M. a kol. - Metody oceňování podniku, Praha, Ekopress, 2011;
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, Ekopress, Praha 2011;
- Maříková P., Mařík M. - Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, Praha, Oeconomica, 2007;
- Brealey R., Myers S.- Teorie a praxe firemních financí, Praha, Victoria Publishing, 1991;
- Raffeegeau J. , Dubois F. - Finanční oceňování podniků, Praha, HZ Praha, 1996;
- Ibbotson Associates - SBBI 2012 Valuation Edition Yearbook, Ibbotson Associates 2012;
- Doc. Ing. Albert Bradáč, DrSc. a kol. – Teorie oceňování nemovitostí, VIII. přepracované a doplněné vydání, Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., 2009;
- Doc.Ing. Albert Bradáč, DrSc. a kol. – Soudní inženýrství, V. přepracované a doplněné vydání, Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., 1999;
- Doc. Ing. Jaromír Makovec, CSc. – Oceňování strojů a výrobních zařízení, VŠE v Praze, Institut oceňování majetku, 2010.

1.6.2. **Ověření vstupních dat**

Znalecký posudek je založen na údajích poskytnutých pověřenými osobami Společnosti a na veřejně dostupných informacích. Údaje poskytnuté Společností považuje Znalec za pravdivé a správné. Poskytnuté podkladové materiály pro zpracování tohoto znaleckého posudku 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 VZZ Společnosti k 30.6.2013;
- plán výnosů a nákladů Společnosti na roky 2013 – 2014;

- další informace o základních věcných faktorech fungování Společnosti v budoucnu.

Údaje a kalkulace finančních toků zahrnují účinky inflace.

Znalec dále podotýká, že odchylky od prognózovaného vývoje mohou nastat částečně

- a) z důvodů určitých nejistot v budoucím českém ekonomickém a legislativním vývoji a
- b) 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 Znalcem získány dne 3.září 2013.

2. NÁLEZ

2.1. Popis předmětu ocenění

Předmětem ocenění jsou akcie vydané společností Vesa Velhartice, a. s., resp. přiměřená výše protiplnění odpovídající jejich hodnotě. Primárním předmětem ocenění **bude podnik Společnosti** ve smyslu souboru majetku a závazků, od jehož hodnoty bude hodnota akcií odvozena.

2.2. Základní charakteristika emitenta cenných papírů

Základní identifikační údaje o Společnosti, jež je předmětem ocenění, byly převzaty z výpisu z obchodního rejstříku, který je uveden v příloze tohoto posudku. Společnost je zapsána v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Plzni, oddíl B, vložka 298.

Obchodní firma:	Vesa Velhartice, a. s.
Právní forma:	akciová společnost
Sídlo:	č.p. 220, 341 42 Velhartice
IČ:	468 84 335
Základní kapitál:	23 153 000,- Kč
Datum vzniku:	1. října 1992

2.2.1. Identifikace akcií

- 21 ks akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 1 000 000,- Kč v listinné podobě
- 210 ks akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč v listinné podobě
- 53 ks akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč v listinné podobě

2.2.2. Předmět podnikání dle výpisu z OR

Podle výpisu z obchodního rejstříku jsou předmětem podnikání Společnosti:

- výroba a uvádění do oběhu uznaného osiva a sadby polních plodin a kořeninových rostlin, šlechtění a udržovací šlechtění brambor
- zemědělská výroba, zpracování a prodej zemědělských produktů
- hostinská činnost
- opravy silničních vozidel
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
- silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny
- zámečnictví, nástrojařství

2.2.3. Majetkové účasti a jiné dlouhodobé cenné papíry Společnosti

Společnost Vesa Velhartice, a. s. k 30.6.2013 eviduje majetkový podíl v následujících společnostech:

Název společnosti	Podíl	Nominální hodnota účasti (Kč)
Vesa Česká Bělá, a.s.	44,405%	13 717 968
Česká Škrobárenská a.s.	4,510%	1 330 000
Družstvo vlastníků odrůd	20%	10 000
Chovatelské družstvo Impuls,družstvo	4,167%	5 000

3. POSUDEK

3.1. Metodika oceňování

3.1.1. Názvosloví

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

3.1.1.1. 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.

3.1.1.2. 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.

Komentář

Pro zdůvodnění přijaté metody ocenění je třeba zdůraznit, že oceňovatel nemůže zjistit „objektivní“ hodnotu společnosti, protože objektivní hodnota podniku neexistuje.

Společnost (podnik) má řadu objektivních vlastností, ale hodnota k nim nepatří. Podnik má například majetek, na jehož pořízení vynaložil určité náklady; lze odhadnout, za jaké náklady by majetek byl pořízován znovu. Lze také říci, kolik podnik zatím vynášel. Problém je však v tom, že nikoliv náklady nebo dosavadní (minulé) výnosy jsou určující pro hodnotu podniku.

Hodnota v ekonomickém slova smyslu je chápána jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. Ekonomická hodnota určitého statku má dvě základní stránky:

- Schopnost statku uspokojovat lidské potřeby tvoří užitnou hodnotu (Utility value)
- Pokud má statek užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může být předmětem směny a má směnnou hodnotu (value in exchange). Směnná hodnota vyjádřená v penězích vede k tržní ceně.

Hodnota závisí na budoucím užitku, který můžeme z držení společnosti (podniku) očekávat. Tyto užitky mohou mít nejrůznější podobu a v zásadě je můžeme rozdělit na užitek povahy finanční a užitek, který ve finanční podobě bezprostředně vyjádřen není (společenské postavení, vliv apod.).

Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (present value).

Výraz „očekávané budoucí příjmy“ vyjadřuje, že pokud předpokládáme neomezené trvání podniku, pak v dlouhém časovém horizontu můžeme příjmy pouze odhadnout nikoliv objektivně určit (rovněž v případě zjišťování likvidační hodnoty příjmy pouze odhadujeme!).

Z uvedeného vyplývají závěry:

- Hodnota podniku (společnosti) není objektivní vlastnost, protože je založena na projekci budoucího vývoje. Jedná se tedy o odhad.

- Pokud hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožňoval hledanou hodnotu určit.
- Hodnota je závislá jednak na účelu ocenění a jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována.

Z těchto závěrů vyplývá, že můžeme rozlišit několik kategorií hodnoty. Kategorie plynou z otázek:

- Kolik je ochoten za společnost zaplatit běžný zájemce, kolik bychom mohli dostat na trhu?
- Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?
- Jakou hodnotu lze považovat za nespornou?

Z těchto hledisek se vyvinuly čtyři základní přístupy k oceňování podniku:

- 1) Tržní hodnota
- 2) Subjektivní hodnota
- 3) Objektivizovaná hodnota
- 4) Komplexní přístup na základě Kolínské školy, která rozeznává různé funkce (poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová)

Všechny přístupy (hodnoty) mají své opodstatnění a každá se hodí pro jinou situaci.

- Subjektivní hodnota je hodnota pro konkrétní subjekt. Je založena především na budoucnosti, kam se promítají individuální očekávání daného subjektu. Tento přístup je vhodný při koupi/prodeji podniku a při rozhodování mezi sanací a likvidací.
- Tržní hodnota a objektivizované ocenění jsou vhodné v situacích, kdy by hodnota neměla být závislá na konkrétním subjektu. Zásadní odlišnost mezi těmito přístupy pak spočívá v tom, že objektivizované ocenění je založeno převážně na nesporných faktech (tzn. minulé a současné výsledky) a tržní hodnota vyjadřuje průměrné očekávání trhu ohledně budoucnosti.
- Tržní hodnota se používá při uvádění podniku na burzu nebo při prodeji společnosti, kdy není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl společnost pravděpodobně prodat.
- Objektivizovaná hodnota se používá tam, kde je v popředí prokazatelnost a současný stav tzn. při poskytování úvěru nebo při zjišťování reálné bonity podniku.

Pro ocenění jsou samozřejmě velmi důležité důvody pro ocenění – v zásadě je lze rozdělit do dvou skupin:

- Související s vlastnickými změnami – koupě, prodej, fúze dle § 69 obchodního zákoníku, převzetí dle §183a a následující obchodního zákoníku
- Ostatní – změna právní formy, poskytnutí úvěru, v souvislosti se sanací apod.

3.1.1.3. 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.

3.1.1.4. 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 oblíbenosti. Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumějí

například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím nebo kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládaná majetku nebo službě vyplývající z osobního vztahu k nim.

3.1.1.5. Výnosová hodnota

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

3.1.1.6. Věcná hodnota

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

3.1.1.7. 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.

3.1.1.8. Cena administrativní

Cena zjištěná podle cenového předpisu.

3.1.1.9. 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.

3.1.1.10. 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.

3.1.1.11. 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.

3.1.1.12. Cash flow

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

3.1.1.13. 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.

3.2. Obecná metodika při oceňování

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

- Metody výnosové - Metoda DCF, Metoda kapitalizace zisku
- Metody majetkové – Substanční metoda, Zjištění likvidační hodnoty, Hodnota zjištěná na úrovni Čistého obchodního jmění, Hodnota zjištěná na úrovni Vlastního kapitálu
- Metody srovnávací

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, goodwill, 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.).

V současných podmínkách českého kapitálového trhu je možné používat srovnávací postup pouze u vybraných titulů obchodovaných na burze, kde je k dispozici dostatečné množství relevantních údajů za dlouhý časový interval a je obchodováno s významnými objemy akcií.

Použití srovnávací metody je možné pouze u některých stanovovaných charakteristik, a to za zachování konzistentních vnějších i vnitřních podmínek, což Znalec považuje v podmínkách České republiky pro menší společnosti prakticky za neuskutečnitelné a především nepoužitelné pro stanovení přesné hodnoty podniku nebo jiné jeho charakteristiky – např. očekávaného zisku. V těchto případech lze užít obchodované či jinak srovnatelné společnosti ze zahraničí, podnikající v příbuzném oboru.

Srovnávací metoda je podle Znalce použitelná především v případech stanovení rozpětí určité charakteristiky, kdy aplikujeme statistickou metodu na základě dostatečně velkého počtu zjištění.

Ale i v těchto případech je třeba počítat s vysokým rozptylem vedoucím k širokému intervalu spolehlivosti.

3.2.3. Metody založené na analýze majetku - substanční

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

Majetkové ocenění lze členit:

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

- reprodukčních cen
- účetních historických cen – účetní hodnota vlastního kapitálu,
- uspořené náklady

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

- likvidační hodnotu na základě ČOM nebo VK
- reprodukční ceny

3.2.3.1. Metoda reprodukčních cen

Metoda nákladového přístupu považuje za hodnotu majetku náklady, které by investor zaplatil za získání náhradních statků, a to stejně užitečných. Nejvyšší cena, kterou by investor zaplatil, je považována za náhradu nákladů. 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 v odděleném určení hodnoty jednotlivých aktiv na bázi stanovení jejich reprodukční ceny, jinými slovy stanovení současné pořizovací ceny se zohledněním morálního a technického opotřebení.

Především 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 ocenění vlastního kapitálu.

3.2.3.2. 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. Výsledek, tj. hodnota jmění, je dána rozdílem zjištěné hodnoty majetku a závazků a reprezentuje účetně evidovaný vlastní kapitál společnosti.

3.2.3.3. Zjištění goodwill u substanční metody

Použití substanční metody pro ocenění podniku není vhodné, 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 zjistitelná opět jedinečně 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.

Pokud je metoda substanční založena pouze na zjištění věcné hodnoty, například nejtýpověji zjištění hodnoty na úrovni vlastního kapitálu společnosti (neúplná substanční metoda), pak musíme hodnotu chápat pouze jako orientační.

3.2.3.4. 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 evidence majetku a závazků, které jsou následně předmětem přecenění. Pro zjištění hodnoty jednotlivých složek majetku jsou pak používány všechny opodstatněné metody v závislosti na konkrétním předmětu ocenění a zjištěný výsledek se dále upravuje o náklady likvidace.

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

3.3. **Metody oceňování movitého majetku**

3.3.1. **Metoda stanovení obvyklé ceny**

Ke zjištění obvyklé ceny je využívána metoda hodnotového ocenění, tj. vyjádření zůstatkové technické hodnoty majetku formou časové ceny, která je pak přehodnocena koeficientem prodejnosti K_p . Časová cena vyjadřuje míru skutečného technického znehodnocení (opotřebení) oceňovaného majetku, koeficient prodejnosti se zjišťuje z prodejních a časových cen stejného popř. srovnatelného typu, dosahovaných v posuzovaném období a místě, a to ze statisticky významného souboru.

$$K_p = \frac{\text{průměrná cena prodejní}}{\text{průměrná cena časová}}$$

3.3.2. **Zjištění časové ceny**

Časovou cenou ke dni stanovení hodnoty 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 hodnoty.

Výpočet časové ceny se provede dle vzorce:

$$CC\check{=} \frac{TH}{100} * CN \quad (K\check{c})$$

kde:

CC.....cena časová

TH.....technická hodnota v %

CNcena výchozí v Kč

Technicko - ekonomická hodnota:

Zbytek technického života majetku ke dni stanovení hodnoty v porovnání s jednotlivými složkami majetku továrně novými a ekonomicky plnohodnotnými (TH = 100 %) a jejich prognózovanou technickou životností (též zbytkovou životností).

Výpočet technické hodnoty se provede podle vzorce:

$$TH = \frac{THN * (100 - ZA) * (100 \pm PS)}{10^4}$$

kde:

TH.....technická hodnota stroje či zařízení v %

THN.....technická hodnota nového stroje nebo stroje po generální opravě ve vztahu k hodnotě stroje továrně nového. Výchozí technická hodnota továrně nového stroje se stanoví ve výši 100% a u strojů po generálně opravě provedené ve specializované opravě nebo výrobním závodě ve výši 90%

ZA.....základní amortizace dle amortizační křivky či stupnice v %

P/S.....přirážka nebo sračka dle zjištěného stavu při prohlídce

Cena výchozí:

Výchozí cena stroje či zařízení je v podstatě reprodukční cenou, tj. cenou, kterou by bylo možné vynaložit k pořízení stejného nebo srovnatelného stroje či zařízení v době oceňování. Výchozí cenou pro výpočet časové ceny je:

- a) v případě, že oceňovaný stroj je dostupný na trhu, je výchozí cenou pořizovací cena nového stroje stejného typu zjištěná u výrobce, u oficiálního prodejce nebo dovozce.
- b) v případě, že oceňovaný stroj se jako nový již nevyrábí, nedováží ani není dostupný na trhu, stanoví se srovnatelná výchozí cena:
 - Cenovým porovnáním
 - Přepočtem historické pořizovací ceny
 - Pořizovací cena je často známa z jiného období, než ke kterému se provádí ocenění. Pro přepočet slouží tzv. cenové indexy, umožňující přepočet ceny z jednoho období na druhé, které jsou zpracovány Českým statistickým úřadem.
 - Pro přepočet mezi jednotlivými roky se použije poměr indexů podle vztahu:

$$I = \frac{\text{index pro rok, ke kterému je známa cena}}{\text{index pro rok, na který je nutné cenu zjistit}}$$

- c) při použití pořizovací ceny v zahraniční měně je nutno provést přepočet měny kursem devizového trhu k datu ocenění.

3.3.3. Velké majetkové soubory (dlouhodobý drobný hmotný majetek)

Při oceňování velkých souborů (např. DDHM) obvykle není technicky a časově reálné ověřovat stav a funkci každého jednotlivého předmětu samostatně, z toho důvodu je doporučen zkrácený postup:

Po identifikaci se předměty rozdělí na dvě základní skupiny:

a) předměty v používání: předměty v používání se rozdělí podle jednotlivých hospodářských středisek a podle délky životnosti. v každém souboru se provede namátkový výběr reprezentativních předmětů v průměrném stáří a s průměrným opotřebením, u kterých se provede výpočet technické hodnoty, stejně jako u strojů a zařízení zařazených do skupiny samostatné movité věci a soubory movitých věcí. Časová cena souboru DDHM se stanoví tak, že celková výchozí cena souboru DDHM se potom vynásobí průměrnou technickou hodnotou stanovenou u reprezentativního vzorku DDHM.

$$CC = \frac{\text{výchozí cena souboru DDHM} * THS}{100} \quad (Kč)$$

kde:

CC - cena časová (Kč)

THS - technická hodnota souboru (%)

Technická hodnota souboru je součet všech technických hodnot (TH), podrobně vykalkulovaných u reprezentativního vzorku, podělený počtem položek ve vzorku. Doba životnosti DDHM se stanoví max. na 10 let - rozdílně pro např. ruční nářadí, přípravky, měřidla, pracovní stoly, skříně a pod. Pokud jsou posuzované předměty natolik opotřebované nebo poškozené, že se nedají bezpečně používat, mají hodnotu "výnosu likvidace", tj. cenu šrotu upravenou o náklady spojené s likvidací (demontáž, doprava atp.).

b) předměty v záloze: předměty v záloze se rozumí ty předměty, které již byly vyřazeny ze zajišťování běžné výroby z důvodu změny výrobního programu, avšak jsou drženy v záloze pro případné obnovení výroby nebo dodatkové výroby náhradních dílů. Jedná se převážně o speciální nástroje, přípravky nebo formy, bez nichž není možno zastavenou výrobu obnovit. Technická hodnota těchto předmětů se stanoví jednotně na 10 % bez ohledu na jejich technický stav. Časová a případně i obecná cena se pak stanoví stejně jako u předmětů v užívání.

3.3.4. Metoda technické nuly

Nelze-li konkrétní předmět ocenění ocenit standardní metodou, zejména pro nedostatek podkladů, pro specifickou povahu majetku nebo zadání objednavatele či z jiných objektivních příčin, je možno použít ocenění tzv. „technickou nulou“. Tato metoda má svůj smysl v tom, že v zásadě neovlivní celkovou hodnotu předmětu ocenění, avšak umožní na druhé straně zachytit danou majetkovou hodnotu v ocenění, což je velmi důležité. Hodnoty se tak neztrácí z evidence a v případě získání potřebných podkladů, či změně hospodářské situace je možné provést standardní ocenění. Výše technické nuly se pohybuje v závislosti na hranici významnosti, která je různá u každého ocenění. Většinou se pohybuje v rozmezí 1,- až 1.000,- Kč.

3.4. Použitý způsob ocenění

Ocenění se provádí za účelem stanovení hodnoty společnosti Vesa Velhartice, a. s. v souvislosti s předpokládaným prodejem akcií.

Při volbě způsobu ocenění jsme analyzovali hospodářskou a finanční pozici Společnosti a zjistili jsme, že společnost Vesa Velhartice, a. s. je schopná pokračovat v další činnosti a je tedy splněn

předpoklad going concern princip. Tyto skutečnosti znamenají, že Společnost není v situaci, která by oceňovatele opravňovala k zjištění likvidační hodnoty podniku. Společnost není ani v situaci, kdy předpokládá výraznou změnu podnikatelské činnosti, pouze kontinuálně provádí zefektivnění činností za účelem dosahovat dále kladné hospodářské výsledky.

Podle názoru znalce není důvod přikládat majetkovému ocenění Společnosti váhu rovnocennou výnosové metodě, ať je to jakákoliv z možných majetkových metod, protože názor Znalce je, že substanční hodnota má pro účely znaleckého posudku pouze podpůrný význam, pokud nezahrnuje také zjištění goodwillu (záporného goodwillu), který se podle našeho názoru nejlépe určí pomocí výnosových metod. Tento podpůrný význam tkví v tom, že signalizuje situaci společnosti ve smyslu rovnice: Výnosová hodnota = Substanční hodnota +- Goodwill.

Pro stanovení hodnoty jmění společnosti Vesa Velhartice, a. s. jsme se proto rozhodli použít metodu výnosovou, metodu diskontovaných peněžních toků a jako druhou metodu jsme volili metodu účetní.

Metoda účetní hodnoty zachycuje hodnotu Společnosti k určitému datu položkovým vyjádřením účetní hodnoty majetku po odečtení závazků. Tato metoda verifikuje aktuální účetní hodnotu obchodního majetku a po odečtení závazků pak určí hodnotu čistého obchodního majetku.

Základní metodou pro zjištění tržní hodnoty podniku tedy byla zvolena **výnosová metoda - metoda DCF**. Jedná se o kvantifikaci hodnot toho majetku / závazků podniku, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow podniku. Při stanovení čistého cash flow Společnosti jsme vycházeli z rozvahy ke dni 30.6.2013 a podnikatelského plánu poskytnutého Společností doplněného o informace o strategických záměrech Společnosti.

3.4.1. Popis použité metody

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.

3.4.1.1. 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

3.4.1.2. Stanovení období explicitní projekce a výpočet konečné hodnoty

Do hodnoty společnosti vstupují veškeré hotovostní toky vytvořené po datu ocenění. Z praktického hlediska se budoucí období obvykle rozděluje na dva časové úseky. První úsek zahrnuje období pro které byly vytvořeny explicitní projekce hotovostních toků. Se vzdálenějším časovým horizontem však roste očekávaná odchylka budoucích hotovostních toků od jejich projektovaných hodnot. Proto je období explicitní projekce omezeno na časový horizont pro nějž je smysluplné projekci připravovat. Obvykle je horizontem projekce zvolen rok, ve kterém lze předpokládat dosažení stabilizované výkonnosti společnosti, vyčerpání konkurenčních výhod, vyrovnaní 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. Znalec 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.

$$EV = CHP - TÚCZ$$

3.4.1.3. 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).

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

3.4.1.3.1. 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 dluhového kapitálu plus prémie za riziko, která se rovná tržní odměně za riziko (rozdíl mezi očekávanou výnosností akciového trhu a bezrizikovou sazbou) násobené koeficientem vyjadřujícím příspěvek systematického rizika oceňované společnosti k riziku akciového trhu, obecně známým jako Beta koeficient. Požadovaný výnos vlastního kapitálu se tedy určí jako:

$R_E = R_F + [E(R_M) - R_F]\beta$
<i>kde</i>
R_E 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.

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

3.4.1.3.2. Náklady na cizí zdroje

Při ocenění společnosti Vesa Velhartice, a. s. byly využity skutečné náklady na cizí zdroje financování, dle aktuálních úrokových sazeb k příslušným úvěrům a půjčkám.

3.4.1.3.3. Vážený průměr nákladu kapitálu

Hodnota váženého průměru nákladu kapitálu je stanovena na základě výše popsaných nákladů na vlastní a cizí zdroje a tržního poměru vlastních a cizích zdrojů, který je v období prvního roku plánu kalkulován na základě očekávaného objemu využívaných úročených cizích zdrojů a pro následující období včetně perpetuity pak v obvyklé výši pro dané odvětví.

3.5. Základní předpoklady obecné povahy

Dále jsou uvedeny rozhodující právní, ekonomické a ostatní předpoklady, které byly uvažovány pro účely našeho ocenění společnosti Vesa Velhartice, a. s.:

- zvažované období;
- právní forma;
- daňová politika;

- inflace;
- ekonomické uspořádání a právní systém;
- účetní zásady;
- skutečnosti po dni ocenění;
- ostatní předpoklady.

3.5.1. Zvažované období

Za rozhodující z hlediska ocenění je považován stav Společnosti ke dni ocenění, tj. k 30.6.2013. Finanční plán zahrnuje období do 31. prosince 2017. Uvedené období však samozřejmě nezobrazuje očekávanou životnost Společnosti. Období od 1. ledna 2018 je pro účely ocenění modelováno pomocí kapitalizace budoucích volných peněžních toků k akcionářům i věřitelům Společnosti – Free Cash Flow to the Firm (tzv. perpetuitní efekt).

3.5.2. Právní forma

Společnost Vesa Velhartice, a. s., která je akciovou společností.

3.5.3. Daňová politika

Pro účely prognózy byl přijat předpoklad, že od roku 2010 dále se v ČR pro daň z příjmu právnických osob uplatňuje daňová sazba ve výši 19 %.

3.5.4. Inflace

Údaje a kalkulace finančních toků zejména u výnosového ocenění zahrnují účinky inflace v podobě předpokládatelné a ze strany ČNB cílované inflace.

3.5.5. 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.

3.5.6. Účetní zásady

Znalec předpokládá, že účetní údaje poskytnuté Objednatelem byly sestaveny v souladu s platnými zásadami pro účetnictví.

3.5.7. Skutečnosti po dni ocenění

Nebyly nám známy a dle nám dostupných informací, poskytnutých Objednavatelem, po dni ocenění nenastaly žádné skutečnosti takového charakteru, jež by vedly k nutnosti námi provedené ocenění revidovat.

3.5.8. Ostatní předpoklady

Hranice významnosti byla stanovena na 0,5 % z brutto hodnoty aktiv Společnosti.

3.6. Specifické předpoklady metody DCF

3.6.1. Výchozí bilance k 30.6.2013

Od pověřených osob Společnosti jsme obdrželi definici Společnosti za rok 2012 a k 30.6.2013. Při ocenění jsme vycházeli z těchto údajů platných též ke dni ocenění. Definice výchozí bilance Společnosti je uvedena v následující tabulce.

Tabulka - Výchozí bilance Společnosti k 30.6.2013 (tis.Kč)

	Brutto	Korekce	Netto
AKTIVA CELKEM	119 343	-41 639	77 704
Pohledávky za upsaný základní kapitál			
Stálá aktiva	87 314	-41 199	46 115
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0
Zřizovací výdaje			
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje			
Software			
Ocenitelná práva			
Goodwill			
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek			
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek			
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek			
Dlouhodobý hmotný majetek	72 251	-41 199	31 052
Pozemky	3 837		3 837
Stavby	28 851	-14 024	14 827
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	35 306	-24 332	10 974
Pěstíelské celky trvalých porostů			
Základní stádo a tažná zvířata	4 116	-2 843	1 273
Jiný dlouhodobý hmotný majetek			
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	141		141
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek			
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku			
Dlouhodobý finanční majetek	15 063		15 063
Podíly v ovládaných a řízených osobách			
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	13 718		13 718
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	1 340		1 340
Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem			
Jiný dlouhodobý finanční majetek	5		5
Porizovaný dlouhodobý finanční majetek			
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek			

Oběžná aktiva	31 589		31 589
Zásoby	18 138		18 138
Materiál	2 126		2 126
Nedokončená výroba a polotovary	11 329		11 329
Výrobky	1 792		1 792
Zvířata	2 761		2 761
Zboží	130		130
Poskytnuté zálohy na zásoby			
Dlouhodobé pohledávky	0		0
Pohledávky z obchodních vztahů			
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami			
Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem			
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení			
Dlouhodobé poskytnuté zálohy			
Dohadné účty aktivní			
Jiné pohledávky			
Odložená daňová pohledávka			
Krátkodobé pohledávky	12 297	-440	11 857
Pohledávky z obchodních vztahů	10 673		10 233
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami			
Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem			
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení			
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění			
Stát - daňové pohledávky	872		872
Ostatní poskytnuté zálohy	83		83
Dohadné účty aktivní	9		9
Jiné pohledávky	660		660
Krátkodobý finanční majetek	1 594		1 594
Peníze	35		35
Účty v bankách	1 559		1 559
Krátkodobé cenné papíry a podíly			
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek			
Časové rozlišení	0		0
Náklady příštích období			
Komplexní náklady příštích období			
Příjmy příštích období			
Kurzové rozdíly aktivní			

PASIVA CELKEM	77 704
Vlastní kapitál	63 308
Základní kapitál	23 153
Základní kapitál	23 153
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	
Změny základního kapitálu	
Kapitálové fondy	56
Emisní ážio	
Ostatní kapitálové fondy	56
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	6 411
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	5 225
Statutární a ostatní fondy	1 186
Výsledek hospodaření minulých let	26 702
Nerozdělený zisk minulých let	26 702
Neuhrazená ztráta minulých let	
VH běžného účetního období (+/-)	6 986
Cizí zdroje	14 396
Rezervy	929
Rezervy podle zvláštních právních předpisů (zákonné)	929
Rezervy na důchody a podobné závazky	
Rezerva na daň z příjmů	
Ostatní rezervy	
Rezerva na kurzové ztráty	
Dlouhodobé závazky	2 314
Závazky z obchodních vztahů	
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	
Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	
Závazky ke společníkům, členům družstev a k účastníkům sdružení	
Dlouhodobé přijaté zálohy	
Vydané dluhopisy	
Dlouhodobé směnky k úhradě	
Dohadné účty pasivní	
Jiné závazky	
Odložený daňový závazek	2 314
Krátkodobé závazky	5 812
Závazky z obchodních vztahů	4 515
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	

Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	
Závazky ke společníkům, členům družstev a k účastníkům sdružení	4
Závazky k zaměstnancům	738
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	417
Stát - daňové závazky a dotace	87
Krátkodobé přijaté zálohy	
Vydané dluhopisy	
Dohadné účty pasivní	
Jiné závazky	51
Bankovní úvěry a výpomoci	5 341
Bankovní úvěry dlouhodobé	4 966
Krátkodobé bankovní úvěry	375
Krátkodobé finanční výpomoci	
Časové rozlišení	0
Výdaje příštích období	
Výnosy příštích období	
Kurzové rozdíly pasivní	

3.6.2. Finanční plán

Od zástupců Společnosti jsme obdrželi plán v podobě tržeb a nákladů související s oceňovanou Společností na období 2013 – 2014. Tento plán jsme analyzovali a použili jako podklad pro ocenění na roky 2013 – 2014. Do dalších let plánu jsme se rozhodli výchozí hodnoty výnosů prolongovat na úrovni růstu 2%, což je predikce dlouhodobé inflace dle ČNB (www.cnb.cz). U výchozích nákladových položek jsme se rozhodli zachovat poměr nákladů a výnosů tak, aby korespondoval s předpokladem Společnosti zachyceným v plánu na roky 2013 a 2014 a také s ohledem na historický vývoj těchto ukazatelů.

Dle dostupných informací Společnost v historii nevyplácela dividendy. Zisk byl rozdělován přidělem do fondů ze zisku tvořených a nebo byl přesunut do nerozděleného zisku. Vzhledem k této skutečnosti ani ve finančním plánu není s výplatou dividend počítáno.

Tabulka - Plán nákladů, výnosů a provozního zisku na roky 2013-2017 (tis. Kč)

	Plán				
	2013 ¹	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží	4 101	35 000	35 700	36 414	37 142
Náklady vynaložené na prodané zboží	3 679	29 800	30 396	31 004	31 624
Obchodní marže	422	5 200	5 304	5 410	5 518
Výkony	8 943	25 180	25 684	26 197	26 721
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	8 943	25 180	25 684	26 197	26 721
Změna stavu zásob vlastní výroby					
Aktivace					
Výkonová spotřeba	8 307	16 120	16 442	16 771	17 107

¹ POZN: Pro období od 1.7.2013 do 31.12.2013(platí i pro další kapitoly)

Spotřeba materiálu a energie	4 848	11 070	11 291	11 517	11 748
Služby	3 459	5 050	5 151	5 254	5 359
Přidaná hodnota	1 058	14 260	14 545	14 836	15 133
Osobní náklady	7 269	15 660	15 850	16 154	16 465
Mzdové náklady	5 153	11 120	11 342	11 569	11 801
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	198	395	395	395	395
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	1 806	3 920	3 887	3 965	4 044
Sociální náklady	112	225	225	225	225
Daně a poplatky	192	340	340	340	340
Odписy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	1 770	3 483	3 388	3 293	3 199
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1 192	2 370	2 370	2 370	2 370
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	527	1 140	1 140	1 140	1 140
Tržby z prodeje materiálu	665	1 230	1 230	1 230	1 230
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	666	1 240	1 240	1 240	1 240
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	101	230	230	230	230
Prodaný materiál	565	1 010	1 010	1 010	1 010
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	5 231	5 420	5 420	5 420	5 420
Ostatní provozní náklady	0	0	0	0	0
Provozní výsledek hospodaření	-2 416	1 327	1 517	1 599	1 680
Nákladové úroky	153	87	42	22	14
Finanční výsledek hospodaření	-153	-87	-42	-22	-14
Daň z příjmů za běžnou činnost	850	1 030	28	300	317
-splatná	850	1 030	28	300	317
-odložená					
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-3 419	210	1 448	1 277	1 349
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-3 419	210	1 448	1 277	1 349
Výsledek hospodaření před zdaněním	-2 569	1 240	1 476	1 577	1 666

3.6.3. Pracovní kapitál

3.6.3.1. Pohledávky

Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů jsou plánovány přes dobu obratu z provozních tržeb. Plánovaná obrátka v prognózovaném období vychází z doby obratu minulých let.

Tabulka - Plán pohledávek na roky 2013-2017 (tis.Kč)

Pohledávky	2013	2014	2015	2016	2017
Pohledávky z obchodních vztahů	7 639	7 419	7 568	7 719	7 874
Doba obratu	45,00	45,00	45,00	45,00	45,00
<i>Změna oproti minulému období</i>	2 594	220	-148	-151	-154

3.6.3.2. Závazky

Hodnotu závazků jsme stanovili na s ohledem na v minulosti dosahovanou dobu obratu. Plánovaná obrátka obchodních závazků byla uplatněna ve výši 30 dní.

Tabulka - Plán závazků na roky 2013-2017 (tis.Kč)

Závazky	2013	2014	2015	2016	2017
Závazky z obchodních vztahů	5 093	4 946	5 045	5 146	5 249
Doba obratu	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00
Změna oproti minulému období	578	-147	99	101	103

3.6.3.3. Zásoby

Hodnotu zásob jsme stanovili na s ohledem na v minulosti dosahovanou dobu obratu. Plánovaná obrátka zásob byla uplatněna ve výši 80 dní.

Tabulka - Plán zásob na roky 2013-2017 (tis.Kč)

Zásoby	2013	2014	2015	2016	2017
Závazky z obchodních vztahů	13 581	13 190	13 454	13 723	13 997
Doba obratu	80,00	80,00	80,00	80,00	80,00
Změna oproti minulému období	4 557	391	-264	-269	-274

3.6.4. Investice

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

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

OBDOBÍ	2013	2014	2015	2016	2017
Investice	750	1 500	1 500	1 500	1 500
Účetní odpisy	1 770	3 483	3 388	3 293	3 199
Daňové odpisy	1 770	3 483	3 388	3 293	3 199

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.

3.6.5. Způsob financování

Společnost využívá bankovní úvěry či jiné úročené cizí zdroje. Provedli jsme podrobné naplánování celkového úročeného financování dle skutečných úrokových sazeb a předpokládané splatnosti:

Tabulka - Plán financování Společnosti (tis.Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
ČSOB Klatovy:					
Úroková míra	2,81%	2,81%	2,81%	2,81%	2,81%
Stav k 1.1.	1 645	1 234	412	0	0
Čerpání (+)					
Splátka (-)	-411	-822	-412		
Úrok	40	23	6	0	0
Stav k 31.12.	1 234	412	0	0	0
ČSOB leasing:					

Úroková míra	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%
Stav k 1.1.	1 280	1 100	740	380	20
Čerpání (+)					
Splátka (-)	-180	-360	-360	-360	-20
Úrok	38	29	18	6	0
Stav k 31.12.	1 100	740	380	20	0
KB Katovy:					
Úroková míra	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Stav k 1.1.	375	0	0	0	0
Čerpání (+)					
Splátka (-)	-375				
Úrok	9	0	0	0	0
Stav k 31.12.	0	0	0	0	0
ČSOB Klatovy:					
Úroková míra	5,51%	5,51%	5,51%	5,51%	5,51%
Stav k 1.1.	409	388	346	304	262
Čerpání (+)					
Splátka (-)	-21	-42	-42	-42	-42
Úrok	22	20	18	16	13
Stav k 31.12.	388	346	304	262	220
Oberbank České Budějovice:					
Úroková míra	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%
Stav k 1.1.	334	115	0	0	0
Čerpání (+)					
Splátka (-)	-219	-115			
Úrok	9	2	0	0	0
Stav k 31.12.	115	0	0	0	0
Oberbank České Budějovice:					
Úroková míra	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%
Stav k 1.1.	164	57	0	0	0
Čerpání (+)					
Splátka (-)	-107	-57			
Úrok	5	1	0	0	0
Stav k 31.12.	57	0	0	0	0
Oberbank České Budějovice:					
Úroková míra	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Stav k 1.1.	593	345	0	0	0
Čerpání (+)					
Splátka (-)	-248	-345			
Úrok	19	7	0	0	0
Stav k 31.12.	345	0	0	0	0
Oberbank České Budějovice:					
Úroková míra	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Stav k 1.1.	286	154	0	0	0
Čerpání (+)					

Splátka (-)	-132	-154			
Úrok	11	4	0	0	0
Stav k 31.12.	154	0	0	0	0
Oberbank České Budějovice:					
Úroková míra	3,45%	3,45%	3,45%	3,45%	3,45%
Stav k 1.1.	255	171	0	0	0
Čerpání (+)					
Splátka (-)	-84	-171			
Úrok	7	3	0	0	0
Stav k 31.12.	171	0	0	0	0
Bankovní úvěry a půjčky celkem					
Stav k 1.1.	5 341	3 564	1 498	684	282
Čerpání (+)	0	0	0	0	0
Splátka (-)	-1 693	-1 895	-814	-402	-62
Změna	-1 693	-1 895	-814	-402	-62
Úrok	153	87	42	22	14
Stav k 31.12.	3 393	1 498	684	282	220

3.6.6. Pokračující hodnota

Míru růstu v období 2013-2017 kalkulujeme dle dodaného finančního plánu. Pro období perpetuity, tj. po roce 2017 plánujeme míru růstu Společnosti s ohledem na vzdálenost časového horizontu od data ocenění ve výši dlouhodobě očekávané výše inflace, tj. 2% p.a.

3.6.6.1. Kalkulace CF do perpetuity

Při kalkulaci CF do perpetuity jsme použili základní přístup:

- dle rentability investovaného kapitálu ekvivalentní WACC

Pro výpočet CF v perpetuitě platí tedy vztah:

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

- 1) Upravený EBIT – je upravený provozní hospodářský výsledek 2017
- 2) Daň. sazba – je plánovaná daň sazba v roce 2017
- 3) 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:

- 1) Rentabilita investic (pro období perpetuity uvažována ve výši očekávané minimální požadované výše nákladů na celkový kapitál Společnosti)
- 2) Míra růstu v období perpetuity

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

$$NI = [1\ 680 * (1 - 0,19)] * (0,02 / 0,1161)$$

$$NI = 234 \text{ tis.Kč}$$

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

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

$$CF \text{ do perpetuity} = [1\ 680 * (1 - 0,19) - 234] * (1 + 0,02)$$

$$CF \text{ do perpetuity} = 1\ 148 \text{ tis.Kč}$$

Pro období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu CF provozní každoročně ve výši **1 148 tis.Kč**.

3.6.7. Diskontní míra

Jako základní metodu ocenění Společnosti jsme zvolili metodu diskontovaného cash-flow (DCF) popsanou výše, která zohledňuje především hodnotu budoucích finančních toků. V rámci metodického přístupu DCF byla zvolena varianta diskontování čistého cash-flow vlastníkům i věřitelům Společnosti.

Pro stanovení nákladu kapitálu je nutné stanovit:

- 1) Náklady vlastního kapitálu
- 2) Náklady na cizí zdroje

Pro stanovení váženého průměru nákladu kapitálu (WACC) byly použity iterace.

3.6.7.1. Diskontní míra – náklady vlastního kapitálu

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu je nutné zjistit:

- Bezrizikovou sazbu
- Betu
- Rizikovou prémii
- Přirážku za riziko země
- Přirážku za velikost a tržní kapitalizaci
- Přirážku za specifická rizika

3.6.7.1.1. Bezriziková sazba

Vzhledem k dalšímu postupu při stanovení hodnoty diskontu jsme se rozhodli uplatnit průměrnou bezrizikovou sazbu zjištěnou ze státních dluhopisů se splatností delší než 10 let, tj. pro období plánu i perpetuity ve výši **3,20% p.a.**

Tabulka – Sazba státních bezrizikových dluhopisů k 26.6.2013 (zdroj: www.patria.cz)

Název	Cena		Výnos do doby splatnosti	
	Nákup	Prodej	Nákup	Prodej
ST. DLUHOP. 5,70/24	128,9	130,4	2,583	2,446
ST. DLUHOP. 2,50/28	92,3	94,3	3,152	2,977
ST. DLUHOP. 4,20/36	112,5	114,5	3,412	3,297
ST. DLUHOP. 4,85/57	112	116	4,244	4,064

Zdroj: www.patria.cz

3.6.7.1.2. Bety komparativních společností

3.6.7.1.2.1. Definice

Koeficient β měří citlivost výnosnosti (akcie) společnosti na výnosnost trhu jako celku, což lze obecně nazvat systematickým rizikem. Dle metodiky CAPM se tomuto systematickému riziku nelze vyhnout a je tak součástí všech (akcií) subjektů působících na trhu (s výjimkou bezrizikových státních dluhopisů) a nelze jej plně eliminovat diverzifikací portfolia. Výše, resp. intenzita tohoto systematického rizika je měřena právě vlivem koeficientu β .

3.6.7.1.2.2. Metody kalkulace

V praxi lze očekávanou výši koeficientu β , tj. očekávanou míru systematického rizika konkrétní společnosti odhadnout několika způsoby:

- kalkulace koeficientu β metodu analogie, tj. převzetím hodnoty koeficientu β od podobných (resp. analogických) podniků
- kalkulace koeficientu β na základě historických dat podniku (přímá analogie)
- kalkulace koeficientu β na základě analýzy faktorů, které na něj působí

Metoda analogie, jež pracuje s historickými daty evropského, resp. amerického kapitálového trhu, se v praxi jeví jako nejpřesnější, neboť při konstrukci očekávané hodnoty koeficientu β , jež je ukazatelem rizikovosti odvětví společnosti, pracuje s hodnotami historické výnosnosti, resp. rizikovosti společností, působících na americkém, resp. evropském trhu.

3.6.7.1.2.3. Kalkulace koeficientu β Společnosti metodou analogie

V souladu s výše uvedeným a s ohledem na disponibilitu dat považujeme za základ kalkulace hodnoty koeficientu β Společnosti pro období následující metodu analogie.

Tabulka – Kalkulace koeficientu beta

Odvětví	Počet firem	Beta	Cizí/Celkové zdroje	Nezadlužená beta
Farming/Agriculture	37	0,78	19,54%	0,64

Zdroj: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Na základě výše uvedeného kalkulujeme pro účely ocenění průměrný koeficient pro dané odvětví nezadlužené bety ve výši **0,64**.

3.6.7.1.3. Riziková prémie pro vyspělé trhy

Při kalkulaci výše očekávané rizikové premie trhu, založené na průměrování historických hodnot rizikové premie trhu aplikujeme v souladu s převažujícím názorem odborné veřejnosti kalkulaci na bázi aritmetického průměru.

Tabulka – Kalkulace rizikové premie aritmetickým průměrem

OBDOBÍ	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Prémie za riziko trhu (Stocks - T.Bonds)
1928-2012	11,26%	3,61%	5,38%	5,88%
1961-2012	11,10%	5,17%	7,19%	3,91%
2001-2012	8,71%	1,65%	5,64%	3,08%

Zdroj: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Pro účely kalkulace diskontu v rámci ocenění metodou DCF uvažujeme výši premie za tržní riziko Společnosti kalkulované aritmetickým průměrem za období 1928-2012, tedy ve výši **5,88% p.a.**

3.6.7.1.4. Přirážka za riziko země

Pokud se použije pro kalkulaci diskontní míry zahraniční bezrizikové výnosnosti a dále zahraniční výnosnosti tržního indexu je nutné dále zohlednit přirážku za riziko dané země (viz např. Mařík M. - Diskontní míra v oceňování). Tato přirážka se však dá i použít v případě použití lokální bezrizikové výnosnosti protože v případě přepočtu diskontního faktoru (vyjádřeného v zahraniční měně) na lokální měnu by se mělo dospět ke stejným výsledkům. Tato přirážka vychází z ratingu dané země a z volatility výnosnosti akciového a dluhopisového trhu. Dle námi zjištěných informací činí aktuální hodnota přirážky pro Českou republiku výši **1,28% p.a.**

3.6.7.1.5. Prémie za velikost a tržní kapitalizaci

Prémie za riziko propočítává např. společnost Ibbotson Associates ve své publikaci 2012 Valuation Yearbook, která obsahuje část týkající se premie za velikost v členění podniků dle jejich velikosti (tržní kapitalizace). Při výpočtu diskontu pro období 2012 a následující připočteme tedy premii za velikost a tržní kapitalizaci v hodnotě **3,89 % p.a.**

Tabulka – Kalkulace přírážky za tržní kapitalizaci

Decily	Tržní kapitalizace nejmenších společností	Tržní kapitalizace největších společností	Přirážka za tržní kapitalizaci
Mid-Cap (3-5)	1 621 096	6 896 389	1,14%
Low-Cap (6-8)	422 999	1 620 860	1,88%
Micro-Cap (9-10)	1 028	422 811	3,89%

3.6.7.1.6. Prémie za specifická rizika

Specifická rizika jsou dle našeho názoru již uvedena v rámci finančního plánu Společnosti, tudíž přímii za specifická rizika, jež by byla součástí kalkulace diskontu, neuvažujeme.

3.6.7.1.7. Výsledná kalkulace nákladů vlastního kapitálu

Zjištěné hodnoty mohou tedy být dosazeny do vzorce:

Minimální požadovaná míra návratnosti = bezriziková sazba + $\beta \cdot (\text{riziková prémie včetně přírážky za riziko dané země}) + \text{přirážka za tržní kapitalizaci} + \text{přirážka za specifická rizika}$

3.6.7.2. Diskontní míra – náklady cizích zdrojů

Pro období finančního plánu 2013-2017 jsou náklady na cizí zdroje plánovány na úrovni průměrných sazeb čerpaných úvěrů a půjček Společnosti.

3.6.7.3. Průměrné vážené náklady kapitálu - WACC

Hodnota váženého průměru nákladu kapitálu je stanovena na základě výše popsaných nákladů na vlastní a cizí zdroje a tržním poměru cizích a vlastních zdrojů (dosaženo pomocí iterací). Po dosažení zjistíme, že vstupní hodnota váženého průměru nákladu kapitálu činí:

Tabulka – Kalkulace diskontního faktoru

DISKONTNÍ FAKTOR	2013	2014	2015	2016	2017	Perpetuita
Bezriziková sazba	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%
Nezadlužená beta	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64
Přirážka za tržní riziko	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%
Přirážka za riziko země	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%
Přirážka za tržní kapitalizaci	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%
Tržní poměr cizích a celk. zdrojů	22,29%	19,53%	9,31%	4,66%	2,11%	2,11%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročení cizí zdroje	3,45%	3,44%	3,81%	4,55%	4,82%	4,82%
Náklady na vlastní zdroje	12,76%	12,60%	12,07%	11,87%	11,77%	11,77%
WACC	10,54%	10,68%	11,24%	11,49%	11,61%	11,61%

3.6.8. Projekce cash flow

Finanční plán Společnosti se odráží v celkovém cash flow následovně:

Tabulka – Projekce VZZ (tis.Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní výnosy	19 467	67 970	69 174	70 401	71 653
Provozní náklady	20 113	63 160	64 268	65 509	66 775
Odpisy (účetní)	1 770	3 483	3 388	3 293	3 199
Provozní zisk před zdaněním a úroky	-2 416	1 327	1 517	1 599	1 680

Neprovozní výnosy	0	0	0	0	0
Neprovozní náklady	0	0	0	0	0
Placené úroky z úvěrů a úročených závazků	153	87	42	22	14
Přijaté úroky	0	0	0	0	0
Celkový zisk před zdaněním	-2 569	1 240	1 476	1 577	1 666
Nedaňové náklady	0	0	0	0	0
Základ daně	0	0	146	1 577	1 666
Sazba daně	19%	19%	19%	19%	19%
Daň	0	0	28	300	317
Dlužná daň za období 1.1.2013 – 30.6.2013	217				
ZISK PO ZDANĚNÍ	-2 786	1 240	1 448	1 277	1 349

Tabulka – Projekce Cash-flow (tis.Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní zisk před zdaněním a úroky	-2 416	1 327	1 517	1 599	1 680
Celkový daňový předpis (-)	-217	0	-28	-300	-317
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	0	0	-54	-4	-3
Prodaný dlouhodobý majetek	101	230	230	230	230
Prodaný materiál	565	1 010	1 010	1 010	1 010
Odpisy	1 770	3 483	3 388	3 293	3 199
Provozní příjem	-197	6 050	6 064	5 828	5 799
Investice (-)	-750	-1 500	-1 500	-1 500	-1 500
Zásoby (nárůst -/pokles +)	4 557	391	-264	-269	-274
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	3 549	220	-148	-151	-154
Čas. rozlišené aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-136	15	-31	-35	-35
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	-565	-1 010	-1 010	-1 010	-1 010
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	0	0	0	0	0
Závazky (nárůst +/pokles -)	496	-53	115	126	129
z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)	121	68	19	19	19
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Pohyb pracovního kapitálu (+/-)	7 900	-438	-1 339	-1 339	-1 345
PROVOZNÍ CASH-FLOW PRO OCENĚNÍ	6 954	4 112	3 225	2 989	2 954
Čerpání/splátky bank. úvěrů (+/-)	-1 693	-1 895	-814	-402	-62
Čerpání/splátky dlouhodobých závazků (+/-)	0	0	0	0	0
Čerpání/splátky dlouhodobých pohledávek (-/+)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost	136	-15	31	35	35
Neprovozní příjmy a výdaje (rozdíl) po zdanění (-)	-153	-87	12	-18	-11
Zisk do rezerv (-)	0	0	0	0	0
Finanční cash-flow	-1 710	-1 997	-771	-385	-38

Hotovost na začátku období	1 594	6 837	8 953	11 408	14 012
Čisté cash-flow	5 243	2 115	2 455	2 604	2 916
Hotovost na konci období	6 837	8 953	11 408	14 012	16 928

Tabulka – Projekce Balance (tis.Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Fixní aktiva	46 115	44 994	42 781	40 663	38 639
Oběžná aktiva	31 589	28 727	30 232	33 099	36 123
Zásoby	18 138	13 581	13 190	13 454	13 723
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	11 857	8 308	8 088	8 237	8 388
Hotovost	1 594	6 837	8 953	11 408	14 012
Časové rozlišení aktivní	0	0	0	0	0
AKTIVA CELKEM	77 704	73 721	73 012	73 761	74 762
Vlastní kapitál	63 308	60 522	61 762	63 210	64 487
Cizí zdroje	14 396	13 199	11 251	10 551	10 276
Rezervy	929	929	929	929	929
Dlouhodobé závazky	2 314	2 314	2 314	2 314	2 314
Krátkodobé závazky	5 812	6 308	6 255	6 369	6 496
Bankovní úvěry a výpomoci	5 341	3 648	1 753	939	537
Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0	0
PASIVA CELKEM	77 704	73 721	73 012	73 761	74 762

3.7. Vlastní ocenění

3.7.1. Ocenění metodou DCF

Při uvažování 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 celkem23 958 tis.Kč

3.7.1.1. Ocenění aktiv/pasiv nemajících přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow

3.7.1.1.1. Neprovozní aktiva

Byla identifikována neprovozní aktiva v podobě dlouhodobého finančního majetku v následující struktuře:

Název společnosti	Podíl	Nominální hodnota účasti (Kč)
Vesa Česká Bělá, a.s.	44,405%	13 717 968

Česká Škrobárenská a.s.	4,510%	1 330 000
Družstvo vlastníků odrůd	20%	10 000
Chovatelské družstvo Impuls,družstvo	4,167%	5 000

Hodnotu podílu ve společnosti Vesa Česká Bělá, a.s. jsme se rozhodli přecenit v rámci stejného postupu jako v případě Společnosti. Základní výstupy z ocenění jsou uvedeny v příloze tohoto znaleckého posudku.

U ostatních podílů jsme provedli analýzu předmětných společností a dospěli jsme k názoru, že pořizovací cena podílů se významně neliší od předpokládané tržní hodnoty (předmětné společnosti nevykazují žádnou, případně tlumenou hospodářskou činnost) a proto jsme se tyto podíly rozhodli nepřeceňovat.

Výsledné hodnoty neprovozního majetku zachycuje následující tabulka:

Název společnosti	Podíl	Nominální hodnota účasti (Kč)	Ocenění (Kč)
Vesa Česká Bělá, a.s.	44,405%	13 717 968	11 540 000
Česká Škrobárenská a.s.	4,510%	1 330 000	1 330 000
Družstvo vlastníků odrůd	20%	10 000	10 000
Chovatelské družstvo Impuls,družstvo	4,167%	5 000	5 000
Celkem			12 885 000

Dále byla identifikována neprovozní pohledávka v celkové účetní hodnotě ve výši 660 tis.Kč, která bude v této výši přičtena k výsledku ocenění.

3.7.1.1.2. Ocenění dluhů a neprovozních závazků

Veškeré úročené cizí zdroje, které budou odečteny od hodnoty Společnosti jsou oceněny v účetní hodnotě ke dni ocenění.

Odložený daňový závazek, jehož předpokládaná splatnost je 10 let byl diskontován na současnou hodnotu a odečten v aktuální (diskontované) výši.

3.7.1.2. Závěrečná analýza

Závěrečná kalkulace celkové hodnoty majetku a závazků Společnosti vychází z výše uvedených propočtů.

Aktiva (majetek) / pasiva (závazky) Společnosti, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow23 958 tis.Kč

Aktiva (majetek) Společnosti, jejichž finanční toky nejsou v rámci provozního cash-flow zohledněny:

Dlouhodobý finanční majetek12 885 tis.Kč

Neprovozní majetek660 tis.Kč

Pasiva (závazky) Společnosti, jejichž finanční toky nejsou v rámci provozního cash-flow zohledněny:

Hodnota odečitatelných cizích zdrojů5 341 tis.Kč

Neprovozní závazky1 355 tis.Kč

CELKEM 30 803 tis.Kč

Hodnota čistého obchodního majetku společnosti Vesa Velhartice, a. s. zjištěná výnosovou metodou, činí ke dni ocenění 30 803 tis.Kč.

3.8. Ocenění metodou účetní hodnoty

Pro ocenění Společnosti metodou zjištění účetní hodnoty jsme se rozhodli použít neauditovanou rozvahu Společnosti k 30.6.2013, což je datum ocenění. Při ocenění jsme vycházeli z účetních, nikoliv tržních hodnot a tato metoda ocenění je tedy pouze metodou podpůrnou (odůvodnění nevhodnosti použití této metody jako hlavní pro ocenění Společnosti uvádíme v části 3.4..

3.8.1. Čistý obchodní majetek

Hodnota čistého obchodního majetku na úrovni účetního vlastního kapitálu k datu 30.6.2013 dosahuje 63 308 tis. Kč.

Hodnota čistého obchodního majetku připadajícího na jednotlivé akcie Společnosti uvádíme v následující tabulce:

Nominální hodnota (Kč)	Ks celkem	Ocenění/Ks (Kč)	Ocenění (Kč)
1 000	53	2 734	144 920
10 000	210	27 343	5 742 098
1 000 000	21	2 734 332	57 420 982
23 153 000			63 308 000

3.9. Rekapitulace

Pro stanovení hodnoty společnosti Vesa Velhartice, a. s. byla využita metoda účetní a rovněž i metoda diskontovaných peněžních toků (DCF). Zjištěné hodnoty jsou uvedeny v následující tabulce:

Metoda ocenění	Hodnota ocenění Vesa Velhartice, a. s. (v Kč)
Metoda účetní hodnoty	63 308 000
Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)	30 803 000

Jak jsme již uvedli ve zdůvodnění použitých metod, považujeme pro tento účel ocenění a pro danou Společnost za nejvhodnější a nejpřiměřenější metodu výnosovou, založenou na ocenění budoucích volných peněžních toků. Tato metoda vychází z předpokladu nepřetržitého trvání účetní jednotky, který vylučuje použití metody likvidační hodnoty při ocenění podniku Společnosti. Použití jakékoliv z majetkových metod by vyžadovalo doplnění o goodwill či badwill, který by vyjadřoval současný potenciál Společnosti a tento goodwill resp. badwill je obvykle stanovován jako rozdíl mezi účetní hodnotou aktiv a hodnotou zjištěnou některou z výnosových metod, tj. např. zvolenou metodou ocenění.

Účetní hodnota vlastního kapitálu Společnosti zachycená v bilanci k datu ocenění neodráží věrně hodnotu Společnosti, neboť vychází z účetních, nikoliv tržních cen aktiv Společnosti. Zreálnění pohledu na hodnotu jmění Společnosti by vyžadovalo tržní přecenní aktiv (např. substanční metodou), které by však dále muselo být doplněno o kvantifikaci goodwill či badwill, neboť podnik není pouhou sumou aktiv a závazků, ale samostatným funkčním celkem s potenciálem tvořit hodnotu (předpoklad efektivního fungování). V dané případě jsme proto jako nejvhodnější metodu ocenění shledali metodu výnosovou, konkrétně metodu diskontovaných peněžních toků.

S použitím výnosové metody diskontovaných peněžních toků jsme dospěli k hodnotě jmění společnosti Vesa Velhartice, a. s. ve výši 30 803 000,-Kč.

3.10. 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 premií 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 premie se tedy aplikují na základnu zjištěnou běžným výnosovým oceněním společnosti. Diskonty a premie 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 >100 mil Kč) resp. 5% (<100 mil Kč na základním kapitálu) má akcionář podle platného znění obchodního zákoníku možnost svolat valnou hromadu a navrhnout body jednání.
- Konkrétní akcionářské struktúře - 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 pravomoci 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 obrátu společnosti, neboť tato skutečnost je zohledněna již přímo v diskontní sazbě v podobě přírážky 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 premií 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 premií a jednou s premií 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. Damodara 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 13%.

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)	55 767
Kladný nebo záporný hospodářský výsledek ve sledovaném období	1
Hotovost/Hodnota Společnosti	5%
Veřejně obchodovaný objem/ Hodnota Společnosti	0%
Výstup	
Diskont za nelikviditu	12,69%

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

3.11. Stanovení hodnoty předmětných akcií

Níže je uvedena hodnota předmětných akcií určených k dražbě po aplikaci diskontu za minoritu i nelikviditu:

Účetní hodnota VK ke dni ocenění (Kč)	63 308 000
Základní kapitál (Kč)	23 153 000
Výnosová hodnota podniku (Kč)	30 802 690
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 1000 Kč	1 330
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 10 000 Kč	13 304
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 1 000 000 Kč	1 330 397
Diskont za minoritu	13,00%
Diskont za nelikviditu	12,69%
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 1 000 Kč	989,00
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 10 000 Kč	9 886,00
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 1 000 000 Kč	988 597,00
Hodnota 31 ks akcie 1 000,-Kč	30 659,00
Hodnota 142 ks akcie 10 000,-Kč	1 403 812,00
Balík k dražbě celkem	1 434 471,00

4. ZÁVĚR

Jsme názoru, že při splnění všech výše uvedených předpokladů činí hodnota jedné akcie na jméno v listinné podobě o nominální hodnotě 1 000,-Kč po zaokrouhlení na celé koruny částku:

989,- Kč

Slovy: devětsetosmdesátdevět korun českých

Jsme názoru, že při splnění všech výše uvedených předpokladů činí hodnota jedné akcie na jméno v listinné podobě o nominální hodnotě 10 000,-Kč po zaokrouhlení na celé koruny částku:

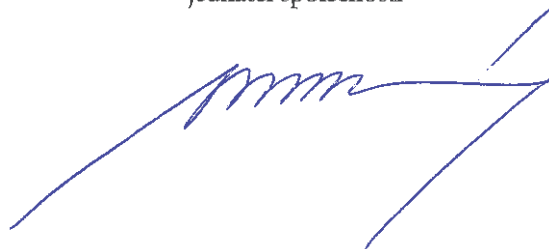
9 886,- Kč

Slovy: devěttisícosmsetosmdesátšest korun českých

V Brně dne 4.září 2013

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

Ing. Leoš Kozohorský
jednatel společnosti



ZNALECKÁ DOLOŽKA

Znalecký posudek jsme podali jako ústav kvalifikovaný pro výkon znalecké činnosti, jmenovaný podle ustanovení § 21 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících ve znění pozdějších předpisů a § 6 odst. 1 vyhl. č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů, rozhodnutím Ministra spravedlnosti ČR, č.j. M-1165/2004 ze dne 2.7.2004 ve spojení s rozhodnutím ministra spravedlnosti č.j. 646/2011-OSD-ZN ze dne 11.7.2012 a č.j. 97/2013-OSD-SZN/4 z 29.5.2013, pro znaleckou činnost s rozsahem znaleckého oprávnění v oboru ekonomika pro metodiku účetnictví, kalkulace, rozpočtování, peněžnictví a pojišťovnictví, správu národního majetku, ceny a odhady nemovitostí, motorových vozidel, kancelářských zařízení, strojů a náhradních dílů k nim, podniků, cenných papírů, derivátů kapitálového trhu, nehmotného majetku, pohledávek a závazků, obchodních podílů v obchodních společnostech, oceňování a zpracování znaleckých posudků a zpráv ve věcech obchodních společností a družstev upravených zákonem o přeměnách obchodních společností a družstev z ekonomického hlediska, přezkoumávání transferových cen.

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 2258-128/13 znaleckého deníku.



Otisk znalecké pečeti:

.....

Podpis za znalecký ústav:

.....

Přílohy

- 1) Ocenění společnosti Vesa Česká Bělá, a.s. k 30.6.2013 výnosovou metodou.

1. OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI VESA ČESKÁ BĚLÁ, A.S. VÝNOSOVOU METODOU

1.1.1. Finanční plán

Od zástupců Společnosti jsme obdrželi plán v podobě tržeb a nákladů související s oceňovanou Společností na období 2013. Tento plán jsme analyzovali a použili jako podklad pro ocenění na rok 2013. Do dalších let plánu jsme se rozhodli výchozí hodnoty výnosů prolongovat na úrovni růstu 2%, což je predikce dlouhodobé inflace dle ČNB (www.cnb.cz). U výchozích nákladových položek jsme se rozhodli zachovat poměr nákladů a výnosů tak, aby korespondoval s předpokladem Společnosti zachyceným v plánu na rok 2013 a také s ohledem na historický vývoj těchto ukazatelů.

V následující tabulce uvádíme finanční plán provozního zisku, ze kterého bylo vycházeno při ocenění společnosti Vesa Česká Bělá, a.s..

Tabulka - Plán nákladů, výnosů a provozního zisku na roky 2013-2017 (tis. Kč)

	Plán				
	2013 ¹	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží					
Náklady vynaložené na prodané zboží					
Obchodní marže	0	0	0	0	0
Výkony	23 166	47 807	48 764	49 739	50 734
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	23 166	47 807	48 764	49 739	50 734
Změna stavu zásob vlastní výroby					
Aktivace					
Výkonová spotřeba	17 128	30 716	31 330	31 957	32 596
Spotřeba materiálu a energie	12 331	22 752	23 207	23 671	24 145
Služby	4 797	7 964	8 123	8 286	8 451
Přidaná hodnota	6 038	17 092	17 433	17 782	18 138
Osobní náklady	6 301	12 826	13 083	13 344	13 611
Mzdové náklady	4 723	9 635	9 828	10 024	10 225
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	1 578	3 191	3 255	3 320	3 387
Sociální náklady	0	0	0	0	0
Daně a poplatky	441	600	600	600	600
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	2 230	6 281	6 200	6 120	6 039
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	532	0	0	0	0
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	532	0	0	0	0
Tržby z prodeje materiálu	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	8	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	8	0	0	0	0
Prodaný materiál	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	0	0	0	0	0

¹ POZN: Pro období od 1.7.2013 do 31.12.2013(platí i pro další kapitoly)

Ostatní provozní výnosy	7 947	8 000	8 000	8 000	8 000
Ostatní provozní náklady	96	500	500	500	500
Provozní výsledek hospodaření	5 441	4 885	5 051	5 218	5 387
Nákladové úroky	844	951	801	651	501
Finanční výsledek hospodaření	-844	-951	-801	-651	-501
Daň z příjmů za běžnou činnost	850	1 030	807	868	928
-splatná	850	1 030	807	868	928
-odložená					
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	3 747	2 904	3 442	3 699	3 958
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	3 747	2 904	3 442	3 699	3 958
Výsledek hospodaření před zdaněním	4 597	3 934	4 250	4 567	4 887

1.1.2. Pracovní kapitál

1.1.2.1. Pohledávky

Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů jsou plánovány přes dobu obratu z provozních tržeb. Plánovaná obrátka v prognózovaném období vychází z doby obratu minulých let.

Tabulka - Plán pohledávek na roky 2013-2017 (tis.Kč)

Pohledávky	2013	2014	2015	2016	2017
Pohledávky z obchodních vztahů	5 136	5 239	5 344	5 451	5 560
Doba obratu	40,00	40,00	40,00	40,00	40,00
<i>Změna oproti minulému období</i>	362	-103	-105	-107	-109

1.1.2.2. Závazky

Hodnotu závazků jsme stanovili na s ohledem na v minulosti dosahovanou dobu obratu.

Tabulka - Plán závazků na roky 2013-2017 (tis.Kč)

Závazky	2013	2014	2015	2016	2017
Závazky z obchodních vztahů	15 409	15 718	16 032	16 352	16 680
Doba obratu	120,00	120,00	120,00	120,00	120,00
<i>Změna oproti minulému období</i>	-1 108	308	314	321	327

1.1.2.3. Zásoby

Hodnotu zásob jsme stanovili na s ohledem na v minulosti dosahovanou dobu obratu.

Tabulka - Plán zásob na roky 2013-2017 (tis.Kč)

Zásoby	2013	2014	2015	2016	2017
Závazky z obchodních vztahů	16 693	17 027	17 368	17 715	18 069
Doba obratu	130,00	130,00	130,00	130,00	130,00
<i>Změna oproti minulému období</i>	5 331	-334	-341	-347	-354

1.1.3. Investice

Plán investic a odpisů byl kalkulován s ohledem na historii a také s ohledem na výhled managementu Společnosti a plán investic na rok 2013. Do konce roku 2013 neplánujeme žádné další investice.

V dalších letech plánu, jsme se rozhodli poměr investic k odpisům zachovat.

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

OBDOBÍ	2013	2014	2015	2016	2017
Investice	0	5 000	5 000	5 000	5 000
Účetní odpisy	2 230	6 281	6 200	6 120	6 039
Daňové odpisy	2 230	6 281	6 200	6 120	6 039

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.

1.1.4. Způsob financování

Společnost využívá bankovní úvěry či jiné úročené cizí zdroje.

1.1.5. Pokračující hodnota

Míru růstu v období 2013-2017 kalkulujeme dle dodaného finančního plánu. Pro období perpetuity, tj. po roce 2017 plánujeme míru růstu Společnosti s ohledem na vzdálenost časového horizontu od data ocenění ve výši dlouhodobě očekávané výše inflace, tj. 2% p.a.

1.1.5.1. Kalkulace CF do perpetuity

Při kalkulaci CF do perpetuity jsme použili základní přístup:

- dle rentability investovaného kapitálu ekvivalentní WACC

Pro výpočet CF v perpetuitě platí tedy vztah:

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

- 1) Upravený EBIT – je upravený provozní hospodářský výsledek 2017
- 2) Daň. sazba – je plánovaná daň sazba v roce 2017
- 3) 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:

- 1) Rentabilita investic (pro období perpetuity uvažována ve výši očekávané minimální požadované výše nákladů na celkový kapitál Společnosti)
- 2) Míra růstu v období perpetuity

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

$$NI = [5\,387 * (1 - 0,19)] * (0,02 / 0,1063)$$

$$NI = 821 \text{ tis.Kč}$$

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

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

$$CF \text{ do perpetuity} = [5\,387 * (1 - 0,19) - 821] * (1 + 0,02)$$

$$CF \text{ do perpetuity} = 3\,614 \text{ tis.Kč}$$

Pro období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu CF provozní každoročně ve výši **3 614 tis.Kč**.

1.1.6. Diskontní míra

Jako základní metodu ocenění Společnosti jsme zvolili metodu diskontovaného cash-flow (DCF) popsanou výše, která zohledňuje především hodnotu budoucích finančních toků. V rámci metodického přístupu DCF byla zvolena varianta diskontování čistého cash-flow vlastníkům i věřitelům Společnosti.

Pro stanovení nákladu kapitálu je nutné stanovit:

- 1) Náklady vlastního kapitálu
- 2) Náklady na cizí zdroje

Pro stanovení váženého průměru nákladu kapitálu (WACC) byly použity iterace.

1.1.6.1. Diskontní míra – náklady vlastního kapitálu

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu je nutné zjistit:

- Bezrizikovou sazbu
- Betu
- Rizikovou prémii
- Přirážku za riziko země
- Přirážku za velikost a tržní kapitalizaci
- Přirážku za specifická rizika

1.1.6.1.1. Bezriziková sazba

Vzhledem k dalšímu postupu při stanovení hodnoty diskontu jsme se rozhodli uplatnit průměrnou bezrizikovou sazbu zjištěnou ze státních dluhopisů se splatností delší než 10 let, tj. pro období plánu i perpetuity ve výši **3,20% p.a.**

Tabulka – Sazba státních bezrizikových dluhopisů k 26.6.2013 (zdroj: www.patria.cz)

Název	Cena		Výnos do doby splatnosti	
	Nákup	Prodej	Nákup	Prodej
ST. DLUHOP. 5,70/24	128,9	130,4	2,583	2,446
ST. DLUHOP. 2,50/28	92,3	94,3	3,152	2,977
ST. DLUHOP. 4,20/36	112,5	114,5	3,412	3,297
ST. DLUHOP. 4,85/57	112	116	4,244	4,064

Zdroj: www.patria.cz

1.1.6.1.2. Bety komparativních společností

1.1.6.1.2.1. Definice

Koeficient β měří citlivost výnosnosti (akcie) společnosti na výnosnost trhu jako celku, což lze obecně nazvat systematickým rizikem. Dle metodiky CAPM se tomuto systematickému riziku nelze vyhnout a je tak součástí všech (akcií) subjektů působících na trhu (s výjimkou bezrizikových státních dluhopisů) a nelze jej plně eliminovat diverzifikací portfolia. Výše, resp. intenzita tohoto systematického rizika je měřena právě vlivem koeficientu β .

1.1.6.1.2.2. Metody kalkulace

V praxi lze očekávanou výši koeficientu β , tj. očekávanou míru systematického rizika konkrétní společnosti odhadnout několika způsoby:

- kalkulace koeficientu β metodu analogie, tj. převzetím hodnoty koeficientu β od podobných (resp. analogických) podniků
- kalkulace koeficientu β na základě historických dat podniku (přímá analogie)
- kalkulace koeficientu β na základě analýzy faktorů, které na něj působí

Metoda analogie, jež pracuje s historickými daty evropského, resp. amerického kapitálového trhu, se v praxi jeví jako nejpřesnější, neboť při konstrukci očekávané hodnoty koeficientu β , jež je ukazatelem rizikovitosti odvětví společnosti, pracuje s hodnotami historické výnosnosti, resp. rizikovitosti společností, působících na americkém, resp. evropském trhu.

1.1.6.1.2.3. Kalkulace koeficientu β Společnosti metodou analogie

V souladu s výše uvedeným a s ohledem na disponibilitu dat považujeme za základ kalkulace hodnoty koeficientu β Společnosti pro období následující metodu analogie.

Tabulka – Kalkulace koeficientu beta

Odvětví	Počet firem	Beta	Cizí/Celkové zdroje	Nezadlužená beta
Farming/ Agriculture	37	0,78	19,54%	0,64

Zdroj: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Na základě výše uvedeného kalkulujeme pro účely ocenění průměrný koeficient pro dané odvětví nezadlužené bety ve výši **0,64**.

1.1.6.1.3. Riziková prémie pro vyspělé trhy

Při kalkulaci výše očekávané rizikové prémie trhu, založené na průměrování historických hodnot rizikové prémie trhu aplikujeme v souladu s převažujícím názorem odborné veřejnosti kalkulaci na bázi aritmetického průměru.

Tabulka – Kalkulace rizikové prémie aritmetickým průměrem

OBDOBÍ	Stocks	T.Bills	T Bonds	Prémie za riziko trhu (Stocks - T Bonds)
1928-2012	11,26%	3,61%	5,38%	5,88%
1961-2012	11,10%	5,17%	7,19%	3,91%
2001-2012	8,71%	1,65%	5,64%	3,08%

Zdroj: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Pro účely kalkulace diskontu v rámci ocenění metodou DCF uvažujeme výši prémie za tržní riziko Společnosti kalkulované aritmetickým průměrem za období 1928-2012, tedy ve výši **5,88% p.a.**

1.1.6.1.4. Přirážka za riziko země

Pokud se použije pro kalkulaci diskontní míry zahraniční bezrizikové výnosnosti a dále zahraniční výnosnosti tržního indexu je nutné dále zohlednit přirážku za riziko dané země (viz např. Mařík M. - Diskontní míra v oceňování). Tato přirážka se však dá i použít v případě použití lokální bezrizikové výnosnosti protože v případě přepočtu diskontního faktoru (vyjádřeného v zahraniční měně) na lokální měnu by se mělo dospět ke stejným výsledkům. Tato přirážka vychází z ratingu dané země a z volatility výnosnosti akciového a dluhopisového trhu. Dle námi zjištěných informací činí aktuální hodnota přirážky pro Českou republiku výši **1,28% p.a.**

1.1.6.1.5. Prémie za velikost a tržní kapitalizaci

Prémie za riziko propočítává např. společnost Ibbotson Associates ve své publikaci 2012 Valuation Yearbook, která obsahuje část týkající se prémie za velikost v členění podniků dle jejich velikosti (tržní kapitalizace). Při výpočtu diskontu pro období 2012 a následující připočteme tedy premii za velikost a tržní kapitalizaci v hodnotě **3,89 % p.a.**

Tabulka – Kalkulace přírážky za tržní kapitalizaci

Decily	Tržní kapitalizace nejmenších společností	Tržní kapitalizace největších společností	Přírážka za tržní kapitalizaci
Mid-Cap (3-5)	1 621 096	6 896 389	1,14%
Low-Cap (6-8)	422 999	1 620 860	1,88%
Micro-Cap (9-10)	1 028	422 811	3,89%

1.1.6.1.6. Prémie za specifická rizika

Specifická rizika jsou dle našeho názoru již uvedena v rámci finančního plánu Společnosti, tudíž premii za specifická rizika, jež by byla součástí kalkulace diskontu, neuvažujeme.

1.1.6.1.7. Výsledná kalkulace nákladů vlastního kapitálu

Zjištěné hodnoty mohou tedy být dosaženy do vzorce:

Minimální požadovaná míra návratnosti = bezriziková sazba + beta*(riziková premie včetně přírážky za riziko dané země) + přírážka za tržní kapitalizaci + přírážka za specifická rizika

1.1.6.2. Diskontní míra – náklady cizích zdrojů

Pro období finančního plánu 2013-2017 jsou náklady na cizí zdroje plánovány na úrovni průměrných sazeb čerpaných úvěrů a půjček společnosti Vesa Česká Bělá, a.s..

1.1.6.3. Průměrné vážené náklady kapitálu - WACC

Hodnota váženého průměru nákladu kapitálu je stanovena na základě výše popsaných nákladů na vlastní a cizí zdroje a tržním poměru cizích a vlastních zdrojů (dosaženo pomocí iterací). Po dosažení zjistíme, že vstupní hodnota váženého průměru nákladu kapitálu činí:

Tabulka – Kalkulace diskontního faktoru

DISKONTNÍ FAKTOR	2013	2014	2015	2016	2017	Perpetuita
Bezriziková sazba	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%
Nezadlužená beta	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64
Přírážka za tržní riziko	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%
Přírážka za riziko země	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%
Přírážka za tržní kapitalizaci	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%
Tržní poměr cizích a celk. zdrojů	46,24%	46,10%	39,94%	33,60%	27,07%	27,07%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročení cizí zdroje	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Náklady na vlastní zdroje	14,90%	14,88%	14,17%	13,58%	13,08%	13,08%
WACC	9,88%	9,89%	10,13%	10,38%	10,63%	10,63%

1.1.7. Projekce cash flow

Finanční plán Společnosti se odráží v celkovém cash flow následovně:

Tabulka – Projekce VZZ (tis.Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní výnosy	31 645	55 807	56 764	57 739	58 734
Provozní náklady	23 974	44 642	45 513	46 401	47 307
Odpisy (účetní)	2 230	6 281	6 200	6 120	6 039
Provozní zisk před zdaněním a úroky	5 441	4 885	5 051	5 218	5 387

Neprovozní výnosy	0	0	0	0	0
Neprovozní náklady	-257	0	0	0	0
Placené úroky z úvěrů a úročených závazků	1 101	951	801	651	501
Přijaté úroky	0	0	0	0	0
Celkový zisk před zdaněním	4 597	3 934	4 250	4 567	4 887
Nedaňové náklady	0	0	0	0	0
Základ daně	4 597	3 934	4 250	4 567	4 887
Sazba daně	19%	19%	19%	19%	19%
Daň	873	747	807	868	928
ZISK PO ZDANĚNÍ	3 724	3 186	3 442	3 699	3 958

Tabulka – Projekce Cash-flow (tis.Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní zisk před zdaněním a úroky	5 441	4 885	5 051	5 218	5 387
Celkový daňový předpis (-)	-873	-747	-807	-868	-928
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-160	-181	-152	-124	-95
Prodaný dlouhodobý majetek	8	0	0	0	0
Prodaný materiál	0	0	0	0	0
Odpisy	2 230	6 281	6 200	6 120	6 039
Provozní příjem	6 645	10 237	10 291	10 346	10 403
Investice (-)	0	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000
Zásoby (nárůst -/pokles +)	5 331	-334	-341	-347	-354
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	1 635	-103	-105	-107	-109
Čas. rozlišené aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-4 323	-82	-84	-86	-87
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	0	0	0	0	0
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	0	0	0	0	0
Závazky (nárůst +/pokles -)	-465	327	336	342	349
z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)	780	16	16	16	17
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Pohyb pracovního kapitálu (+/-)	2 178	-191	-194	-197	-201
PROVOZNÍ CASH-FLOW PRO OCENĚNÍ	8 823	5 046	5 098	5 149	5 201
Čerpání/splátky bank. úvěrů (+/-)	-3 000	-3 000	-3 000	-3 000	-3 000
Čerpání/splátky dlouhodobých závazků (+/-)	0	0	0	0	0
Čerpání/splátky dlouhodobých pohledávek (-/+)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost	4 323	82	84	86	87
Neprovozní příjmy a výdaje (rozdíl) po zdanění (-)	-684	-770	-649	-527	-406
Zisk do rezerv (-)	0	-159	-172	-185	-198
Finanční cash-flow	639	-3 688	-3 565	-3 442	-3 318

Hotovost na začátku období	-208	9 254	10 612	12 144	13 852
Čisté cash-flow	9 462	1 357	1 533	1 707	1 883
Hotovost na konci období	9 254	10 612	12 144	13 852	15 735

Tabulka – Projekce Balance (tis.Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
Fixní aktiva	52 759	50 521	49 240	48 040	46 921
Oběžná aktiva	28 687	31 184	32 978	34 956	37 118
Zásoby	22 024	16 693	17 027	17 368	17 715
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	6 871	5 236	5 339	5 444	5 551
Hotovost	-208	9 254	10 612	12 144	13 852
Časové rozlišení aktivní	100	100	100	100	100
AKTIVA CELKEM	81 546	81 805	82 318	83 096	84 138
Vlastní kapitál	38 885	42 609	45 795	49 237	52 937
Cizí zdroje	42 661	39 196	36 523	33 859	31 202
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	4 299	4 299	4 299	4 299	4 299
Krátkodobé závazky	21 732	21 267	21 594	21 930	22 273
Bankovní úvěry a výpomoci	16 630	13 630	10 630	7 630	4 630
Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0	0
PASIVA CELKEM	81 546	81 805	82 318	83 096	84 138

1.2. Vlastní ocenění

1.2.1. Ocenění 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 Vesa Česká Bělá, a.s. (zaokrouhleno):

Provozní + perpetuitní efekt celkem 50 857 tis.Kč

1.2.1.1. Ocenění aktiv/pasiv nemajících přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow

1.2.1.1.1. Neprovozní aktiva

Nebyla identifikována neprovozní aktiva.

1.2.1.1.2. Ocenění dluhů a neprovozních závazků

Veškeré úročené cizí zdroje, které budou odečteny od hodnoty Společnosti jsou oceněny v účetní hodnotě ke dni ocenění.

Odložený daňový závazek, jehož předpokládaná splatnost je 10 let byl diskontován na současnou hodnotu a odečten v aktuální (diskontované) výši.

1.2.1.2. Závěrečná analýza

Závěrečná kalkulace celkové hodnoty majetku a závazků Společnosti vychází z výše uvedených propočtů.

Aktiva (majetek) / pasiva (závazky) Společnosti, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow	50 857 tis.Kč
Aktiva (majetek) Společnosti, jejichž finanční toky nejsou v rámci provozního cash-flow zohledněny:	
Dlouhodobý finanční majetek.....	0 tis.Kč
Neprovozní majetek.....	0 tis.Kč
Pasiva (závazky) Společnosti, jejichž finanční toky nejsou v rámci provozního cash-flow zohledněny:	
Hodnota odečitatelných cizích zdrojů	23 517 tis.Kč
Neprovozní závazky	1 351 tis.Kč
CELKEM	25 989 tis.Kč

Hodnota čistého obchodního majetku společnosti Vesa Česká Bělá, a. s. zjištěná výnosovou metodou, činí ke dni ocenění 25 989 tis.Kč.

Hodnota akciového podílu společnosti Vesa Velhartice, a. s. ve výši 44,405% na celkovém základním kapitálu společnosti Vesa Česká Bělá, a.s., činí ke dni ocenění 11 540 tis.Kč.