

## **Znalecký posudek**

2334-204/13

o hodnotě společnosti Východočeské plynárenské strojírný, a.s.

## ZNALECKÝ POSUDEK

**2334-204/13**

o hodnotě společnosti Východočeské plynárenské strojírný, a.s.

<b>Objednavatel:</b>	<b>CAPITAL MARKETS, o.c.p., a.s.</b>
Adresa	Ul. 29. augusta 36, Bratislava 811 09, Slovenská Republika
IČ	36 853 054
<b>Vypracoval:</b>	<b>A&amp;CE Consulting, s.r.o.</b>
	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
<b>Zpracovatelé:</b>	Ing. David Hrazdíra Ing. Pavel Neugebauer Ing. Jiří Faltýnek
<b>Účel posudku:</b>	Posudek je vypracován za účelem stanovení hodnoty akcií společnosti Východočeské plynárenské strojírný, a.s. v souvislosti s předpokládanou dražbou.
<b>Posudek obsahuje:</b>	43 stran textu včetně příloh
<b>Posudek se předává:</b>	ve 4 vyhotoveních
<b>Výtisk číslo:</b>	1
<b>V Brně:</b>	18.prosince 2013

## OBSAH

<b>OBSAH</b> .....	<b>3</b>
<b>1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE</b> .....	<b>5</b>
1.1. <b>Předmět a účel ocenění</b> .....	<b>5</b>
1.2. <b>Den ocenění</b> .....	<b>5</b>
1.3. <b>Prohlášení znalce o nezávislosti</b> .....	<b>5</b>
1.4. <b>Použitelnost Znaleckého posudku</b> .....	<b>5</b>
1.5. <b>Definice zkratk</b> .....	<b>5</b>
1.6. <b>Předpoklady a omezující podmínky</b> .....	<b>6</b>
1.6.1. Podklady pro zpracování Posudku .....	6
1.6.2. Ověření vstupních dat.....	7
<b>2. NÁLEZ</b> .....	<b>8</b>
2.1. <b>Popis předmětu ocenění</b> .....	<b>8</b>
2.2. <b>Základní charakteristika emitenta cenných papírů</b> .....	<b>8</b>
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
<b>3. POSUDEK</b> .....	<b>9</b>
<b>3.1. Metodika oceňování</b> .....	<b>9</b>
3.1.1. Názvosloví .....	9
<b>3.2. Obecná metodika při oceňování</b> .....	<b>12</b>
3.2.1. Výnosový přístup .....	12
3.2.2. Srovnávací přístup .....	12
3.2.3. Metody založené na analýze majetku - substanční.....	13
<b>3.3. Metody oceňování movitého majetku</b> .....	<b>15</b>
3.3.1. Metoda stanovení obvyklé ceny .....	15
3.3.2. Zjištění časové ceny.....	15
3.3.3. Velké majetkové soubory (dlouhodobý drobný hmotný majetek).....	16
3.3.4. Metoda technické nuly .....	17
<b>3.4. Použitý způsob ocenění</b> .....	<b>18</b>
3.4.1. Popis použité metody.....	18
<b>3.5. Základní předpoklady obecné povahy</b> .....	<b>21</b>
3.5.1. Zvažované období.....	21
3.5.2. Právní forma .....	21
3.5.3. Daňová politika .....	21
3.5.4. Inflace .....	21
3.5.5. Ekonomické uspořádání a právní systém .....	21
3.5.6. Účetní zásady.....	21
3.5.7. Skutečnosti po dni ocenění .....	21
3.5.8. Ostatní předpoklady.....	21
<b>3.6. Specifické předpoklady metody DCF</b> .....	<b>22</b>
3.6.1. Výchozí bilance k 31.10.2013.....	22
3.6.2. Finanční plán .....	25
3.6.3. Pracovní kapitál.....	28
3.6.4. Způsob financování.....	28
3.6.5. Pokračující hodnota.....	28
3.6.6. Diskontní míra.....	29

3.6.7.	Projekce cash flow .....	32
<b>3.7.</b>	<b>Vlastní ocenění .....</b>	<b>35</b>
3.7.1.	Ocenění metodou DCF .....	35
<b>3.8.</b>	<b>Rekapitulace .....</b>	<b>36</b>
<b>3.9.</b>	<b>Prémie a diskonty z hodnoty akcií (minorita a nelikvidita) .....</b>	<b>36</b>
<b>3.10.</b>	<b>Stanovení hodnoty předmětných akcií .....</b>	<b>38</b>
<b>4.</b>	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>39</b>
<b>ZNALECKÁ DOLOŽKA .....</b>		<b>40</b>

## 1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE

### 1.1. Předmět a účel ocenění

Znalecký posudek o hodnotě společnosti Východočeské plynárenské strojírný, a.s. se sídlem na adrese č.p. 16, 538 34 Rosice, IČ 601 08 819 (dále také jako „Společnost“) je vypracován za účelem předpokládané dražby akcií Společnosti.

### 1.2. Den ocenění

Ocenění je provedeno k rozhodnému dni 31.10.2013, 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. Použitelnost Znaleckého posudku

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

### 1.5. Definice zkratk

Seznam základních zkratk, které budou použity v posudku:

- „Společnost“ – společností Východočeské plynárenské strojírný, a.s., která je předmětem ocenění, se sídlem na adrese č.p. 16, 538 34 Rosice, IČ 601 08 819.
- „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

## **1.6. Předpoklady a omezující podmínky**

### **1.6.1. Podklady pro zpracování Posudku**

#### **1.6.1.1. Podklady poskytnuté Objednavatelem**

- Rozvaha Společnosti k 31.10.2013, 31.12.2012;
- Obratová předvaha Společnosti k 31.10.2013;
- Plán nákladů a výnosů Společnosti na roky 2013-2014;
- Informace o financování Společnosti;
- Rozvaha společnosti VPS Polska sp. z o.o. k 31.12.2012;
- Doplnující 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 Východočeské plynárenské strojírný, a.s. vedeného Krajským soudem v Hradci Králové, oddíl B, vložka 1017, pořízený prostřednictvím Internetu;
- Informace o společnosti Východočeské plynárenské strojírný, 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;
- Raffegaue J. , Dubois F. - Finanční oceňování podniků, Praha, HZ Praha, 1996;
- Ibbotson Associates - SBBI 2012 Valuation Edition Yearbook, Ibbotson Associates 2012.

### 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 31.10.2013;
- 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:

- z důvodů určitých nejistot v budoucím českém ekonomickém a legislativním vývoji
- 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 17.prosince 2013.

## 2. NÁLEZ

### 2.1. Popis předmětu ocenění

Předmětem ocenění jsou akcie vydané společností Východočeské plynárenské strojírný, 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 Hradci Králové, oddíl B, vložka 1017.

<b>Obchodní firma:</b>	<b>Východočeské plynárenské strojírný, a.s.</b>
Právní forma:	akciová společnost
Sídlo:	č.p. 16, 538 34 Rosice
IČ:	601 08 819
Základní kapitál:	90 961 000,- Kč
Datum vzniku:	1. ledna 1994

#### 2.2.1. Identifikace akcií

- 85 ks akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 000,- Kč
- 5 961 ks akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč

#### 2.2.2. Předmět podnikání dle výpisu z OR

Podle výpisu z obchodního rejstříku jsou předmětem podnikání Společnosti:

- projektová činnost ve výstavbě
- opravy silničních vozidel
- provádění staveb, jejich změn a odstraňování
- malířství, lakýrnictví a natěračství
- obráběčství
- zámečnictví, nástrojářství
- montáž, opravy, revize a zkoušky tlakových zařízení a nádob na plyny
- montáž, opravy, revize a zkoušky plynových zařízení a plnění nádob plyny
- silniční motorová doprava - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny, - nákladní mezinárodní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní mezinárodní provozovaná vozidla nad 3,5 tuny
- montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

#### 2.2.3. Majetkové účasti a jiné dlouhodobé cenné papíry Společnosti

Společnost Východočeské plynárenské strojírný, a.s. k 31.10.2013 eviduje majetkový podíl v následujících společnostech:

Název společnosti	Podíl	Nominální hodnota účasti (Kč)
VPS Polska sp. z o.o.	100%	361 000,-

### 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 užítku, který můžeme z držení společnosti (podniku) očekávat. Tyto užítky 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 obliby. Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumějí

například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím nebo kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přiřkládaná 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, snižená o přiměřené opotřebení, odpovídající průměrné opotřebované věci stejného stáří a přiměřené intenzity používání, ve výsledku pak snižená o náklady na opravu vážných závad, které znemožní okamžité užívání věci.

#### 3.1.1.7. 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, goodwillem, know-how, prodejní sítí apod., 2. geografickými, místními, časovými, kupní silou obyvatelstva apod., přičemž lze nyní již vycházet v České republice z předpokladu stabilizovaného tržního prostředí. Podmnožinou této metody je metoda diskontovaného dividendového výnosu. Výhodou metody je orientace na budoucí příjmy a přesnější možnosti stanovení diskontní míry, nevýhodou je riziko nedosažení prognóz, z nichž ocenění touto metodou vychází.

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

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

#### 3.2.2. Srovnávací přístup

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

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 zjištělná 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) zjistíme nejčastěji výnosovými metodami.

Pokud je metoda substanční založena pouze na zjištění věcné hodnoty, například nejtýpičtěji 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:

$$CČ = \frac{TH}{100} * CN \quad (Kč)$$

kde:

CČ.....cena časová  
TH.....technická hodnota v %  
CN.....cena 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 srážka 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, nedovází 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 opotřebené nebo poškozené, že se nedají bezpečně používat, mají hodnotu "výnosu likvidace", tj. cenu šrotu upravenou o náklady spojené s likvidací (demonťáž, 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 Východočeské plynárenské strojírný, a.s. v souvislosti s předpokládaným prodejem akcií v rámci předpokládané dražby.

Při volbě způsobu ocenění jsme analyzovali hospodářskou a finanční pozici Společnosti a zjistili jsme, že společnost Východočeské plynárenské strojírný, 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 Východočeské plynárenské strojírný, 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 31.10.2013 a podnikatelského plánu poskytnutého Společností doplněného o informace o strategických záměrech Společnosti a také o aktuální vývoj hospodaření.

#### 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<sub>i</sub>* 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 něž je smysluplné projekci připravovat. Obvykle je horizontem projekce zvolen rok, ve kterém lze předpokládat dosažení stabilizované výkonnosti společnosti, vyčerpání konkurenčních výhod, vyrovnání průmyslového cyklu apod. Hodnota společnosti vytvářená hotovostními toky za horizontem explicitní projekce, tedy tzv. konečná hodnota (terminal value) se pak stanoví na základě určitých zjednodušujících předpokladů. 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:

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

kde

$R_E$  návratnost akciového kapitálu

$R_F$  návratnost bezrizikového dluhu,

$E(R_M)$  očekávaná návratnost akciového trhu,

$\beta$  koeficient vyjadřující systematické riziko výnosů akciového kapitálu společnosti

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

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

#### 3.4.1.3.2. Náklady na cizí zdroje

Při ocenění společnosti Východočeské plynárenské strojířny, 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 Východočeské plynárenské strojírný, 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 31.10.2013. 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 Východočeské plynárenské strojírný, 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 31.10.2013

Od pověřených osob Společnosti jsme obdrželi definici Společnosti za rok 2012 a k 31.10.2013. 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 31.10.2013 (tis.Kč)

<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>242 464</b>
Pohledávky za upsaný základní kapitál	
<b>Stálá aktiva</b>	<b>48 901</b>
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>227</b>
Zřizovací výdaje	
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	
Software	160
Ocenitelná práva	
Goodwill	
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	67
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>48 313</b>
Pozemky	988
Stavby	37 355
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	8 096
Pěstitelské celky trvalých porostů	
Základní stádo a tažná zvířata	
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 874
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>361</b>
Podíly v ovládaných a řízených osobách	361
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	
Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	
Jiný dlouhodobý finanční majetek	
Požizovaný dlouhodobý finanční majetek	
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>191 972</b>
<b>Zásoby</b>	<b>120 816</b>
Materiál	58 485
Nedokončená výroba a polotovary	60 986
Výrobky	
Zvířata	
Zboží	
Poskytnuté zálohy na zásoby	1 345
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>0</b>
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	
Dohadné účty aktivní	
Dlouhodobě poskytnuté zálohy	
Jiné pohledávky	
Odložená daňová pohledávka	
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>52 869</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	39 556
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	9 465
Ostatní poskytnuté zálohy	886
Dohadné účty aktivní	7
Jiné pohledávky	2 955
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>18 287</b>
Peníze	5 666
Účty v bankách	12 621
Krátkodobé cenné papíry a podíly	
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	
<b>Časové rozlišení</b>	<b>1 591</b>
Náklady příštích období	1 591
Komplexní náklady příštích období	
Příjmy příštích období	
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>242 464</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>138 819</b>
<b>Základní kapitál</b>	<b>90 961</b>
Základní kapitál	90 961
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	
Změny základního kapitálu	
<b>Kapitálové fondy</b>	<b>0</b>
Emisní ážio	
Ostatní kapitálové fondy	
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	
<b>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</b>	<b>9 384</b>
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	431
Statutární a ostatní fondy	8 953
<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>15 266</b>
Nerozdělený zisk minulých let	15 266
Neuhrazená ztráta minulých let	
<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</b>	<b>23 208</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>103 645</b>
<b>Rezervy</b>	<b>1 100</b>
Rezervy podle zvláštních právních předpisů (zákonně)	
Rezervy na důchody a podobné závazky	
Rezerva na daň z příjmů	
Ostatní rezervy	1 100
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>676</b>
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	5
Dlouhodobé přijaté zálohy	
Vydané dluhopisy	
Dlouhodobé směnky k úhradě	
Dohadné účty pasivní	
Jiné závazky	
Odložený daňový závazek	671
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>85 706</b>
Závazky z obchodních vztahů	48 123
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	10 000
Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	
Závazky ke společníkům, členům družstev a k účastníkům sdružení	
Závazky k zaměstnancům	4 283
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	2 477
Stát - daňové závazky a dotace	4 995
Krátkodobé přijaté zálohy	15 371
Vydané dluhopisy	
Dohadné účty pasivní	415
Jiné závazky	42
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>16 163</b>
Bankovní úvěry dlouhodobé	16 163
Krátkodobé bankovní úvěry	
Krátkodobé finanční výpomoci	
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0</b>
Výdaje příštích období	
Výnosy příštích období	

### 3.6.2. Finanční plán

Od zástupců Společnosti jsme obdrželi plán v podobě tržeb a nákladů související s oceňovanou Společností na období 2013 – 2014. Dále jsme obdrželi informace o hospodaření Společnosti k datu 31.10.2013 a výhled do konce roku 2013. Na základě těchto informací jsme museli konstatovat, že výsledky jsou výrazně vyšší, než původně plánované hodnoty. Tato skutečnost souvisí s vyššími než předpokládanými prodejmi a taktéž se do hospodaření Společnosti pozitivně projeví investice v roce 2012 a 2013 (navýšení skladovací i výrobní kapacity).

Z těchto výše uvedených důvodů považujeme za správné poskytnutý finanční plán revidovat a zachytit dosažené výsledky v rámci hlavních ukazatelů finančního plánu na další roky. Nadále předpokládáme, že hospodaření za rok 2013 je výjimečné skokovým růstem prodeje a proto do dalších let plánu volíme spíše konzervativní růst na úrovni 2%, což je predikce dlouhodobé inflace dle ČNB ([www.cnb.cz](http://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.

Takto sestavený finanční plán Společnosti pro období 2013 - 2017, je rozhodujícím podkladem pro výnosové ocenění (resp. stanovení hodnoty).

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

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

	2009	2010	2011	2012
růst výkonů	n/a	85,47%	110,51%	106,56%
růst výkonové spotřeby	n/a	84,56%	111,96%	107,33%
<b>podíl výk. spotřeba na výkonech celkem</b>	<b>74,51%</b>	<b>73,72%</b>	<b>74,68%</b>	<b>75,22%</b>
z toho mat. energie	62,90%	58,35%	62,46%	62,62%
z toho služby	11,61%	15,37%	12,22%	12,60%
mzdové náklady růst	n/a	95,40%	111,54%	109,40%

	2013	2014	2015	2016	2017
růst výkonů	143,39%	102,00%	102,00%	102,00%	102,00%
růst výkonové spotřeby	144,17%	104,69%	102,00%	102,00%	102,00%
<b>podíl výk. spotřeba na výkonech celkem</b>	<b>75,63%</b>	<b>77,62%</b>	<b>77,62%</b>	<b>77,62%</b>	<b>77,62%</b>
z toho mat. energie	59,08%	62,62%	62,62%	62,62%	62,62%
z toho služby	16,55%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
mzdové náklady růst	102,60%	107,49%	102,00%	102,00%	102,00%

#### 3.6.2.1. Plán provozního hospodářského výsledku

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

**Tabulka – Predikce provozních výnosů v (tis. Kč)**

OBDOBÍ	11-12/2013	2014	2015	2016	2017
<b>Výkony</b>	<b>78 737</b>	<b>481 869</b>	<b>491 507</b>	<b>501 337</b>	<b>511 363</b>
Tržby za prodej vlastních výr. a služeb	78 737	481 869	491 507	501 337	511 363

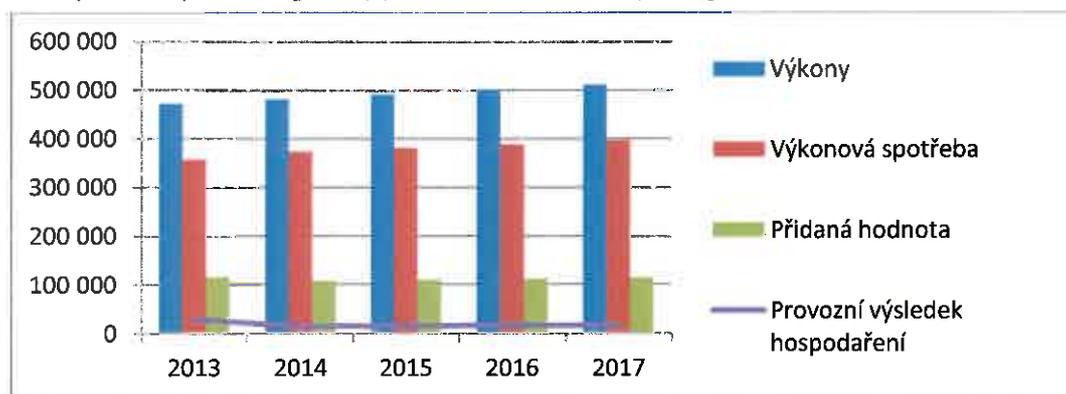
OBDOBÍ	11-12/2013	2014	2015	2016	2017
Tržby z prodaného DHM a materiálu	659	6 256	6 256	6 256	6 256
Ostatní provozní výnosy	46	391	391	391	391
Ostatní finanční výnosy	349	2 645	2 645	2 645	2 645
<b>TRŽBY PROVOZNÍ</b>	<b>79 791</b>	<b>491 161</b>	<b>500 799</b>	<b>510 629</b>	<b>520 655</b>

Analogicky predikujeme výši provozních nákladů:

**Tabulka – Predikce provozních nákladů v (tis. Kč)**

OBDOBÍ	11-12/2013	2014	2015	2016	2017
<b>Výkomová spotřeba</b>	<b>61 117</b>	<b>374 035</b>	<b>381 516</b>	<b>389 146</b>	<b>396 929</b>
Spotřeba mat. a energie	49 306	301 755	307 790	313 946	320 225
Služby	11 811	72 280	73 726	75 201	76 705
<b>Osobní náklady</b>	<b>12 664</b>	<b>81 489</b>	<b>83 036</b>	<b>84 613</b>	<b>86 223</b>
Mzdové náklady	8 915	57 500	58 650	59 823	61 019
Odměny členům orgánů společnosti	387	2 300	2 300	2 300	2 300
Náklady na SZP	3 085	19 838	20 234	20 639	21 052
Sociální náklady	276	1 852	1 852	1 852	1 852
Daně a poplatky	299	2 645	2 645	2 645	2 645
Náklady na prodaný DHM a materiál	679	5 658	5 658	5 658	5 658
Změna stavu rezerv a OP	113	1 323	0	0	0
Ostatní provozní náklady	256	2 185	2 185	2 185	2 185
Ostatní finanční náklady	385	3 968	3 968	3 968	3 968
<b>NÁKLADY PROVOZNÍ</b>	<b>75 512</b>	<b>471 302</b>	<b>479 007</b>	<b>488 215</b>	<b>497 607</b>
Odpisy (účetní)	875	7 671	8 181	8 335	8 887

Plán výkonů a výkonové spotřeby jsme zanesli do následujícího grafu:



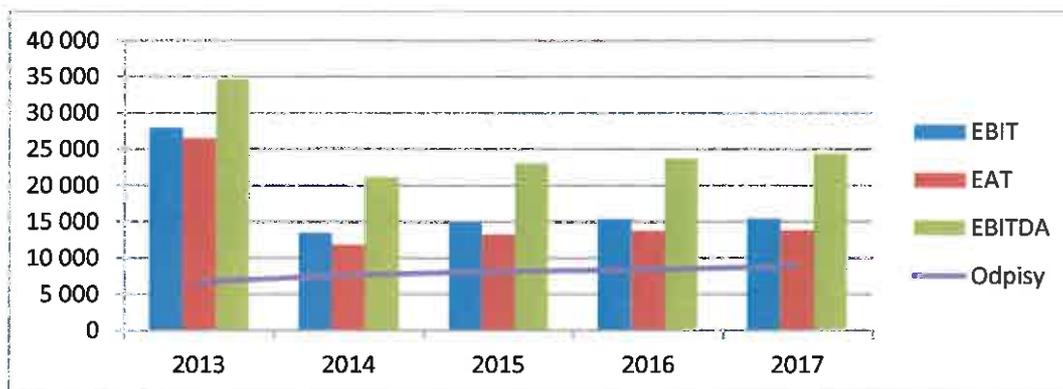
Na základě výše uvedených dat predikujeme výši položky Provozní hospodářský výsledek pro období finančního plánu 2013-2017 následovně:

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

OBDOBÍ	11-12/2013	2014	2015	2016	2017
TRŽBY PROVOZNÍ	79 791	491 161	500 799	510 629	520 655
NÁKLADY PROVOZNÍ	75 512	471 302	479 007	488 215	497 607
Odpisy (účetní)	875	7 671	8 181	8 335	8 887
<b>PROVOZNÍ hospodářský výsledek</b>	<b>3 403</b>	<b>12 188</b>	<b>13 611</b>	<b>14 079</b>	<b>14 161</b>
<b>PROVOZNÍ hospodářský výsledek (bez odpočtu odpisů)</b>	<b>4 278</b>	<b>19 859</b>	<b>21 791</b>	<b>22 413</b>	<b>23 048</b>

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

Vývoj zisku zachycuje následující graf:



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

### 3.6.2.2. Plán investic a odpisů

Plán investic a odpisů byl kalkulován s ohledem na historii a také s ohledem na výhled managementu Společnosti. V plánu investic na rok 2013 jsou zohledněny náklady na dostavbu skladovací a výrobní haly Společnosti.

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

OBDOBÍ	11-12/2013	2014	2015	2016	2017
<b>Investice</b>	1 350	8 000	8 000	8 000	20 000
Účetní odpisy	875	7 671	8 181	8 335	8 887
Daňové odpisy	875	7 671	8 181	8 335	8 887

Z dat uvedených výše je patrné, že predikce účetních odpisů je kalkulována na základě výše investic v průběhu plánu. Od managementu Společnosti jsme obdrželi plán účetních i daňových odpisů na rok 2013. Do dalších let plánu jsme se rozhodli účetní i daňové odpisy harmonizovat. V roce 2017 Společnost plánuje investici do výrobní a skladovací haly.

### 3.6.2.3. Plán provozního příjmu - shrnutí

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

**Tabulka – Predikce Provozního příjmu v (tis. Kč)**

OBDOBÍ	11-12/2013	2014	2015	2016	2017
Provozní zisk před zdaněním a úroky	3 403	12 188	13 611	14 079	14 161
Celkový daňový předpis (-)	-5 065	-2 506	-2 525	-2 614	-2 629
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-10	-61	-61	-61	-61
Prodaný dlouhodobý majetek	578	4 761	4 761	4 761	4 761
Prodaný materiál	101	897	897	897	897
Odpisy	875	7 671	8 181	8 335	8 887
<b>PROVOZNÍ PŘÍJEM</b>	<b>-118</b>	<b>22 950</b>	<b>24 863</b>	<b>25 397</b>	<b>26 015</b>

### 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	25 886	26 404	26 932	27 471	28 020
Doba obratu	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00
<i>Změna oproti minulému období</i>	13 670	-518	-528	-539	-549

#### 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 50 dní.

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

Závazky	2013	2014	2015	2016	2017
Závazky z obchodních vztahů	48 943	51 238	52 262	53 308	54 374
Doba obratu	50,00	50,00	50,00	50,00	50,00
<i>Změna oproti minulému období</i>	820	2 295	1 025	1 045	1 066

#### 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 90 dní.

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

Zásoby	2013	2014	2015	2016	2017
Zásoby	116 487	118 817	121 193	123 617	126 090
Doba obratu	90,00	90,00	90,00	90,00	90,00
<i>Změna oproti minulému období</i>	4 329	-2 330	-2 376	-2 424	-2 472

### 3.6.4. Způsob financování

Společnost využívá bankovní úvěry. 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
Úroková míra	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%
Stav k 31.10.	16 163	16 163	16 163	16 163	16 163
Čerpání (+)					
Splátka (-)					
Úrok	54	322	322	322	322
Stav k 31.12.	16 163	16 163	16 163	16 163	16 163

### 3.6.5. 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.

### 3.6.5.1. 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:

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

- Upravený EBIT – je upravený provozní hospodářský výsledek 2017
- Daň. sazba – je plánovaná daň sazba v roce 2017
- NI („net investments“), resp. čisté investice, nad úroveň investic obnovovacích ve výši odpisů

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

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

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

$$NI = [14\,161 * (1 - 0,19)] * (0,02 / 0,1128)$$

$$NI = 2\,033 \text{ tis.Kč}$$

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

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

$$CF \text{ do perpetuity} = [14\,161 * (1 - 0,19) - 2\,033] * (1 + 0,02)$$

$$CF \text{ do perpetuity} = 9\,626 \text{ tis.Kč}$$

Pro období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu CF provozní každoročně ve výši **9 626 tis.Kč**.

### 3.6.6. **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 vlastníků i věřitelům Společnosti.

Pro stanovení nákladu kapitálu je nutné stanovit:

- Náklady vlastního kapitálu
- Náklady na cizí zdroje

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

#### 3.6.6.1. Diskontní míra – náklady vlastního kapitálu

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu je nutné zjistit:

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

### 3.6.6.1.1. 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 **3,00% p.a.**

**Tabulka – Sazba státních bezrizikových dluhopisů k 31.10.2013 (zdroj: [www.patria.cz](http://www.patria.cz))**

Název	Cena		Výnos do doby splatnosti	
	Nákup	Prodej	Nákup	Prodej
ST. DLUHOP. 5,70/24	131,7	133,2	2,284	2,149
ST. DLUHOP. 2,50/28	95,2	97,2	2,903	2,732
ST. DLUHOP. 4,20/36	114,5	116,5	3,294	3,18
ST. DLUHOP. 4,85/57	114,85	118,85	4,115	3,942

### 3.6.6.1.2. Bety komparativních společností

#### 3.6.6.1.2.1. Definice

Koeficient  $\beta$  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  $\beta$ .

#### 3.6.6.1.2.2. Metody kalkulace

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

- kalkulace koeficientu  $\beta$  metodou analogie, tj. převzetím hodnoty koeficientu  $\beta$  od podobných (resp. analogických) podniků
- kalkulace koeficientu  $\beta$  na základě historických dat podniku (přímá analogie)
- kalkulace koeficientu  $\beta$  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  $\beta$ , jež je ukazatelem rizikovitosti odvětví společnosti, pracuje s hodnotami historické výnosnosti, resp. rizikovitosti společností, působících na americkém, resp. evropském trhu.

#### 3.6.6.1.2.3. Kalkulace koeficientu $\beta$ Společnosti metodou analogie

V souladu s výše uvedeným a s ohledem na dostupnost dat považujeme za základ kalkulace hodnoty koeficientu  $\beta$  Společnosti pro období následující metodu analogie.

**Tabulka – Kalkulace koeficientu beta**

Odvětví	Počet firem	Beta	Cizí/Celkové zdroje	Nezadlužená beta
Power	122	0,927514	1,054955	0,487155825
Machinery	217	1,186216	0,176265	1,036542993

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

Na základě výše uvedeného kalkulujeme pro účely ocenění průměrný koeficient pro dané odvětví nezadlužené bety ve výši **0,762**.

### 3.6.6.1.3. 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.**

### 3.6.6.1.4. 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.**

### 3.6.6.1.5. 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 přirážky 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%

### 3.6.6.1.6. Prémie za specifická rizika

Pro období finančního plánu jsme se rozhodli žádné přirážky za specifická rizika neuplatňovat. Do perpetuity volíme přirážku za specifická rizika ve výši 1% z důvodu nepředpokládaných skutečností vývoje trhu.

### 3.6.6.1.7. Výsledná kalkulace nákladů vlastního kapitálu

Zjištěné hodnoty mohou tedy být dosazeny do vzorce:

Minimální požadovaná míra návratnosti = bezriziková sazba + beta\*(riziková prémie včetně přirážky za riziko dané země) + přirážka za tržní kapitalizaci + přirážka za specifická rizika

### 3.6.6.2. 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.

### 3.6.6.3. 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**

<b>DISKONTNÍ FAKTOR</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Perpetuita</b>
Bezriziková sazba	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Nezadlužená beta	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
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	14,33%	15,64%	15,90%	16,29%	16,85%	16,85%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročení cizí zdroje	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%
Náklady na vlastní zdroje	13,08%	13,17%	13,18%	13,21%	13,24%	13,24%
<b>WACC</b>	<b>11,44%</b>	<b>11,36%</b>	<b>11,34%</b>	<b>11,32%</b>	<b>11,28%</b>	<b>11,28%</b>

### 3.6.7. Projekce cash flow

Finanční plán Společnosti se odráží v celkovém cash flow následovně:

**Tabulka – Projekce VZZ (tis.Kč)**

	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Provozní výnosy	79 791	491 161	500 799	510 629	520 655
Provozní náklady	75 512	471 302	479 007	488 215	497 607
Odpisy (účetní)	875	7 671	8 181	8 335	8 887
<b>Provozní zisk před zdaněním a úroky</b>	<b>3 403</b>	<b>12 188</b>	<b>13 611</b>	<b>14 079</b>	<b>14 161</b>
Neprovozní výnosy	0	0	0	0	0
Neprovozní náklady	0	0	0	0	0
Placené úroky z úvěrů a úročených závazků	54	322	322	322	322
Přijaté úroky	0	0	0	0	0
<b>Celkový zisk před zdaněním</b>	<b>3 350</b>	<b>11 867</b>	<b>13 289</b>	<b>13 757</b>	<b>13 839</b>
Nedaňové náklady	113	1 323	0	0	0
<b>Základ daně</b>	<b>26 658</b>	<b>13 189</b>	<b>13 289</b>	<b>13 757</b>	<b>13 839</b>
Sazba daně	19%	19%	19%	19%	19%
Daň	5 065	2 506	2 525	2 614	2 629
<b>ZISK PO ZDANĚNÍ</b>	<b>-1 715</b>	<b>9 361</b>	<b>10 764</b>	<b>11 143</b>	<b>11 210</b>

**Tabulka – Projekce Cash-flow (tis.Kč)**

	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Provozní zisk před zdaněním a úroky	3 403	12 188	13 611	14 079	14 161
Celkový daňový předpis (-)	-5 065	-2 506	-2 525	-2 614	-2 629
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-10	-61	-61	-61	-61
Prodaný dlouhodobý majetek	578	4 761	4 761	4 761	4 761

Prodaný materiál	101	897	897	897	897
Odpisy	875	7 671	8 181	8 335	8 887
<b>Provozní příjem</b>	<b>-118</b>	<b>22 950</b>	<b>24 863</b>	<b>25 397</b>	<b>26 015</b>
<b>Investice (-)</b>	<b>-1 350</b>	<b>-8 000</b>	<b>-8 000</b>	<b>-8 000</b>	<b>-20 000</b>
Zásoby (nárůst -/pokles +)	4 329	-2 330	-2 376	-2 424	-2 472
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	17 021	-518	-528	-539	-549
Čas. rozlišené aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	2 062	-548	-231	-235	-240
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	-101	-897	-897	-897	-897
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	-113	-1 323	0	0	0
Závazky (nárůst +/pokles -)	-10 311	2 739	1 154	1 177	1 200
z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)	175	334	96	98	100
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	113	1 323	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
<b>Pohyb pracovního kapitálu (+/-)</b>	<b>13 000</b>	<b>-1 553</b>	<b>-2 878</b>	<b>-2 918</b>	<b>-2 959</b>
<b>PROVOZNÍ CASH-FLOW PRO OCENĚNÍ</b>	<b>11 532</b>	<b>13 397</b>	<b>13 985</b>	<b>14 478</b>	<b>3 057</b>
Čerpání/splátky bank. úvěrů (+/-)	0	0	0	0	0
Čerpání/splátky dlouhodobých závazků (+/-)	0	0	0	0	0
Čerpání/splátky dlouhodobých pohledávek (-/+)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost	-2 062	548	231	235	240
Neprovozní příjmy a výdaje (rozdíl) po zdanění (-)	-43	-261	-261	-261	-261
Zisk do rezerv (-)	0	-468	-538	-557	-560
<b>Finanční cash-flow</b>	<b>-2 106</b>	<b>287</b>	<b>-30</b>	<b>-25</b>	<b>-20</b>
Hotovost na začátku období	18 287	27 714	41 398	55 353	69 806
<b>Čisté cash-flow</b>	<b>9 427</b>	<b>13 684</b>	<b>13 955</b>	<b>14 453</b>	<b>3 036</b>
Hotovost na konci období	27 714	41 398	55 353	69 806	72 842

Tabulka – Projekce Bilance (tis.Kč)

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Fixní aktiva</b>	<b>48 798</b>	<b>44 367</b>	<b>39 425</b>	<b>34 329</b>	<b>40 681</b>
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>180 049</b>	<b>196 581</b>	<b>213 440</b>	<b>230 856</b>	<b>236 914</b>
Zásoby	116 487	118 817	121 193	123 617	126 090
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	35 848	36 366	36 894	37 433	37 982
Hotovost	27 714	41 398	55 353	69 806	72 842
<b>Časové rozlišení aktivní</b>	<b>1 591</b>				
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>230 438</b>	<b>242 538</b>	<b>254 456</b>	<b>266 776</b>	<b>279 186</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>137 104</b>	<b>146 465</b>	<b>157 229</b>	<b>168 372</b>	<b>179 581</b>

<b>Cizí zdroje</b>	<b>93 334</b>	<b>96 074</b>	<b>97 227</b>	<b>98 404</b>	<b>99 604</b>
Rezervy	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100
Dlouhodobé závazky	676	676	676	676	676
Krátkodobé závazky	75 395	78 135	79 288	80 465	81 665
Bankovní úvěry a výpomoci	16 163	16 163	16 163	16 163	16 163
<b>Časové rozlišení pasivní</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>230 438</b>	<b>242 538</b>	<b>254 456</b>	<b>266 776</b>	<b>279 186</b>

### 3.7. Vlastní ocenění

#### 3.7.1. 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 (zaokrouhleno):

Provozní + perpetuitní efekt celkem ..... 112 784 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 podílů ve společnosti VPS Polska sp. z o.o.. Tento finanční majetek jsme se rozhodli ocenit ekvivalencí na úrovni vlastního kapitálu společnosti VPS Polska sp. z o.o. k 31.12.2012. Výsledná hodnota je přepočtena kurzem platným ke dni 31.12.2013.

Název společnosti	Podíl	Nominální hodnota účasti (Kč)	Ocenění (Kč)
VPS Polska sp. z o.o.	100%	361 000,-	342 000,-

##### 3.7.1.1.2. Volná hotovost

Společnost k 31.10.2013 eviduje krátkodobý finanční majetek ve výši 18 287 tis. Kč. Peněžní likvidita k datu ocenění činí 24%. Dle našeho názoru lze konstatovat, že Společnost k 31.10.2013 disponuje neprovozní (přebytečnou) hotovostí.

V letech plánu předpokládáme optimální úroveň ukazatele peněžní likvidity na úrovni 20-ti %, což by mělo pro Společnost zajišťovat bezpečnou úroveň hotovosti. Za těchto předpokladů činí výše neprovozní, tedy volné hotovosti 3 146 tis.Kč.

##### 3.7.1.1.3. 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-flow ..... 112 784 tis.Kč

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

Neprovozní hotovost ..... 3 146 tis.Kč  
Neprovozní aktiva ..... 342 tis.Kč

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

Hodnota odečitatelných cizích zdrojů ..... 16 163 tis.Kč  
Neprovozní závazky ..... 10 390 tis.Kč  
**CELKEM** ..... 89 719 tis.Kč

**Hodnota čistého obchodního majetku společnosti Východočeské plynárenské strojírný, a.s. zjištěná výnosovou metodou, činí ke dni ocenění 89 719 tis.Kč.**

### 3.8. Rekapitulace

Pro stanovení hodnoty společnosti Východočeské plynárenské strojírný, a.s. byla využita metoda metoda diskontovaných peněžních toků (DCF). Zjištěné hodnoty jsou uvedeny v následující tabulce:

Metoda ocenění	Hodnota ocenění Východočeské plynárenské strojírný, a.s. (v Kč)
Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)	89 719 000

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 Východočeské plynárenské strojírný, a.s. ve výši 89 719 000,-Kč.**

### 3.9. Prémie a diskonty z hodnoty akcií (minorita a nelikvidita)

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

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

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

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

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

- Legislativním podmínkám v ČR související s pravomocemi od určité hranice akciového podílu – dosáhne-li výše akciového podílu 3% (na základním kapitálu > 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 strukturu - za určitých okolností, kdy bude podnik bez majoritního akcionáře, se může i např. 10% akcií jevit jako majorita se kterou jsou spojeny výrazně vyšší rozhodovací pravomocce než kterými disponují ostatních akcionáři
- Počtu vydaných akcií a celkovém počtu oceňovaných akcií -- při stejné hodnotě celku může být relativně snazší dosáhnout 3, nebo 5% ní hranici pro svolání valné hromady, bude – li hodnota rozložena na menší počet akcií, které si může akcionář obstarat na trhu relativně snáze, než bude-li tatáž hodnota rozdrobena na stovky akcií.

Prémie za minoritu by naopak neměla odrážet:

- Velikost obratu společnosti, neboť tato skutečnost je zohledněna již přímo v diskontní sazbě v podobě 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 rozdělní 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. Damodarana z Stern School of Business při New York University. Daný výpočet jsme přiměřeně a aplikovali na námi oceňovaný akciový podíl na Společnosti a tato hodnota byla dále upravena o faktické skutečnosti, které se vztahují ke obecným specifikům a také právním aspektům tuzemského trhu.

**V návaznosti na výše uvedené jsme stanovili výši diskontu za minoritu na 16%.**

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](http://www.damodaran.com)). Po dosazení do vzorce, je výstup následující:

<b>Vstupy</b>		Hodnoty pro privátní společnost
Tržby (tis.Kč)		329 459
Kladný nebo záporný hospodářský výsledek ve sledovaném období		1
Hotovost/Hodnota Společnosti		20%
Veřejně obchodovaný objem/ Hodnota Společnosti		0%
<b>Výstup</b>		
<b>Diskont za nelikviditu</b>		<b>12,06%</b>

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

### 3.10. 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)	138 819 000
Základní kapitál (Kč)	90 961 000
<b>Výnosová hodnota podniku (Kč)</b>	<b>89 719 079</b>
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 1000 Kč	986
<b>Diskont za minoritu</b>	<b>16,00%</b>
<b>Diskont za nelikviditu</b>	<b>12,06%</b>
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 1 000 Kč	710,00
<b>Hodnota 353 ks akcie 1 000,-Kč</b>	<b>250 630,00</b>
<b>Balík k dražbě celkem</b>	<b>250 630,00</b>

#### 4. ZÁVĚR

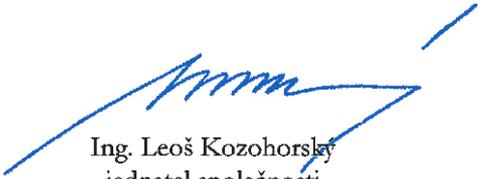
Jsme názoru, že při splnění všech výše uvedených předpokladů činí hodnota jedné akcie na jméno v listinné podobě o nominální hodnotě 1 000,-Kč po zaokrouhlení na celé koruny částku:

**710,- Kč**

Slovy: sedmsetdeset korun českých

V Brně dne 18.prosince 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 2334-204/13 znaleckého deníku.



Otisk znalecké pečeti:

.....

Podpis za znalecký ústav:

.....

Přílohy

- 1) Výpis z obchodního rejstříku Východočeské plynárenské strojírný, a.s. vedeného Krajským soudem v Hradci Králové, oddíl B, vložka 1017, pořízený prostřednictvím Internetu.

## Výpis

z obchodního rejstříku, vedeného  
Krajským soudem v Hradci Králové  
oddíl B, vložka 1017

<b>Datum zápisu:</b>	1. ledna 1994
<b>Spisová značka:</b>	B 1017 vedená u Krajského soudu v Hradci Králové
<b>Obchodní firma:</b>	Východočeské plynárenské strojírnny, a.s.
<b>Sídlo:</b>	č.p. 16, 538 34 Rosice
<b>Identifikační číslo:</b>	601 08 819
<b>Právní forma:</b>	Akciová společnost
<b>Předmět podnikání:</b>	projektová činnost ve výstavbě Opravy silničních vozidel Provádění staveb, jejich změn a odstraňování Malířství, lakýrnictví a natěračství obráběčství zámečnictví, nástrojářství montáž, opravy, revize a zkoušky tlakových zařízení a nádob na plyn montáž, opravy, revize a zkoušky plynových zařízení a plnění nádob plyn silniční motorová doprava - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny, - nákladní mezinárodní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní mezinárodní provozovaná vozidla nad 3,5 tuny montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
<b>Statutární orgán - představenstvo:</b>	<b>předseda představenstva:</b> Ing. PAVEL PEJCHA, dat. nar. 7. října 1938 č.p. 262, 538 35 Zaječice den vzniku funkce: 24. května 2012 den vzniku členství: 24. května 2012 <b>místopředseda představenstva:</b> Ing. ALEŠ KLOUDA, dat. nar. 9. dubna 1965 Gočárova třída 1235/14a, 500 02 Hradec Králové den vzniku funkce: 24. května 2012 den vzniku členství: 24. května 2012 <b>člen představenstva:</b>

Ing. PETR SEDLÁK, dat. nar. 9. července 1966  
 Vrcha 203, 537 01 Sobětuchy  
 den vzniku členství: 24. května 2012

**člen představenstva:**

Ing. RADKA BEDNAŘÍKOVÁ, dat. nar. 8. ledna 1984  
 Dvouletky 1924/4, Strašnice, 100 00 Praha 10  
 den vzniku členství: 24. května 2012

**Způsob jednání:**

Způsob jednání za společnost:

1. Jménem společnosti jedná představenstvo. Za představenstvo jedná navenek každý člen představenstva samostatně.
2. Jménem společnosti může jednat její zmocněnec na základě plné moci udělené společností, a to pouze ve věcech z plné moci vyplývajících. Plná moc musí mít písemnou formu v zákonech stanovených případech a musí v ní být uveden její rozsah. Plná moc musí být udělena od osob, které mají oprávnění jednat jménem společnosti.
3. Zaměstnanci společnosti mohou jednat za společnost jejím jménem jako zástupci na základě plné moci, na základě pověření nebo ve smyslu ustanovení § 15 obchodního zákoníku.

**Dozorčí rada:****předseda dozorčí rady:**

MARTINA KLOUDOVÁ, dat. nar. 25. března 1965  
 Gočárova třída 1235/14a, 500 02 Hradec Králové  
 den vzniku funkce: 23. května 2013  
 den vzniku členství: 23. května 2013

**místopředseda dozorčí rady:**

LENKA BÁRTOVÁ, dat. nar. 13. dubna 1959  
 č.p. 316, 538 35 Zaječice  
 den vzniku funkce: 23. května 2013  
 den vzniku členství: 23. května 2013

**člen:**

HANA HÝNAROVÁ, dat. nar. 7. února 1966  
 č.p. 12, 538 62 Dolní Bezděkov  
 den vzniku členství: 17. května 2012

**Akcie:**

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

5 961 ks akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě  
 1 000,- Kč

**Základní kapitál:**

90 961 000,- Kč

**Správnost tohoto výpisu se potvrzuje**

Krajský soud v Hradci Králové