

Znalecký posudek

2412-41/14

o hodnotě společnosti FROL a.s.

ZNALCKÝ POSUDEK

2412-41/14

o hodnotě společnosti FROL 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. David Hrazdíra Ing. Pavel Neugebauer Ing. Jiří Faltýnek
Účel posudku:	Posudek je vypracován za účelem stanovení hodnoty akcií společnosti FROL a.s. v souvislosti s předpokládanou dražbou.
Posudek obsahuje:	43 stran textu včetně příloh
Posudek se předává:	ve 4 vyhotoveních
Výtisk číslo:	1
V Brně:	8.dubna 2014

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. Použitelnost Znaleckého posudku.....	5
1.5. Definice zkratk.....	5
1.6. Předpoklady a omezující podmínky.....	6
1.6.1. Podklady pro zpracování Posudku.....	6
1.6.2. Ověření vstupních dat.....	7
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
POSUDEK.....	9
2.3. Metodika oceňování.....	9
2.3.1. Názvosloví.....	9
2.4. Obecná metodika při oceňování.....	12
2.4.1. Výnosový přístup.....	12
2.4.2. Srovnávací přístup.....	12
2.4.3. Metody založené na analýze majetku - substanční.....	13
2.5. Metody oceňování movitého majetku.....	15
2.5.1. Metoda stanovení obvyklé ceny.....	15
2.5.2. Zjištění časové ceny.....	15
2.5.3. Velké majetkové soubory (dlouhodobý drobný hmotný majetek).....	16
2.5.4. Metoda technické nuly.....	17
2.6. Použitý způsob ocenění.....	18
2.6.1. Popis použité metody.....	18
2.7. Základní předpoklady obecné povahy.....	21
2.7.1. Zvažované období.....	21
2.7.2. Právní forma.....	21
2.7.3. Daňová politika.....	21
2.7.4. Inflace.....	21
2.7.5. Ekonomické uspořádání a právní systém.....	21
2.7.6. Účetní zásady.....	21
2.7.7. Skutečnosti po dni ocenění.....	21
2.7.8. Ostatní předpoklady.....	21
2.8. Specifické předpoklady metody DCF.....	22
2.8.1. Výchozí bilance k 31.12.2013.....	22
2.8.2. Finanční plán.....	25
2.8.3. Pracovní kapitál.....	27
2.8.4. Způsob financování.....	28
2.8.5. Pokračující hodnota.....	28
2.8.6. Diskontní míra.....	29
2.8.7. Projekce cash flow.....	32

2.9. Vlastní ocenění.....	35
2.9.1. Ocenění metodou DCF.....	35
2.10. Rekapitulace.....	36
2.11. Prémie a diskonty z hodnoty akcií (minorita a nelikvidita).....	36
2.12. Stanovení hodnoty předmětných akcií.....	38
3. ZÁVĚR.....	39
ZNALECKÁ DOLOŽKA	40

1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE

1.1. Předmět a účel ocenění

Znalecký posudek o hodnotě společnosti FROL a.s. se sídlem na adrese Praha 1, Nové Město, Ve Smečkách 589/14, PSČ 110 00, IČ 258 15 512 (dále také jako „Společnost“) je vypracován za účelem předpokládané dražby akcií Společnosti.

1.2. Den ocenění

Ocenění je provedeno k rozhodnému dni 31.12.2013, 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**“ – společnost FROL a.s., která je předmětem ocenění, se sídlem na adrese Praha 1, Nové Město, Ve Smečkách 589/14, PSČ 110 00, IČ 258 15 512.
- „**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 31.12.2013, 31.12.2012;
- Obrátová předvaha Společnosti k 31.12.2013;
- Plán nákladu a výnosů Společnosti na roky 2013-2014;
- Informace o financování Společnosti;
- 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 FROL a.s. vedeného Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 8124, pořízený prostřednictvím Internetu;
- Informace o společnosti FROL 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 ČR 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.

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 31.12.2013;
- plán výnosů a nákladů Společnosti na roky 2014 – 2015;
- 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 a
- z dalších rizik vztahujících se na podmínky daného odvětví (riziko nepředpokládaného vývoje kursu CZK k zahraničním měnám, rizika marketingové, technické, finanční a ekonomické povahy).

Poslední dostupné informace byly Znalcem získány dne 7.dubna 2014.

2. NÁLEZ

2.1. Popis předmětu ocenění

Předmětem ocenění jsou akcie vydané společností FROL 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 Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 8124.

Obchodní firma:	FROL a.s.
Právní forma:	akciová společnost
Sídlo:	Praha 1, Nové Město, Ve Smečkách 589/14, PSČ 110 00
IČ:	258 15 512
Základní kapitál:	68 800 000,- Kč
Datum vzniku:	23. června 1998

2.2.1. Identifikace akcií

- 100 ks akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč
- 678 ks akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 100 000,- Kč

2.2.2. Předmět podnikání dle výpisu z OR

Podle výpisu z obchodního rejstříku jsou předmětem podnikání Společnosti:

- nákup a prodej nemovitostí
- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej
- zprostředkovatelská činnost
- výroba zmrazených potravin a polotovarů jakož i ostatní zmrazené
- potravinářské produkce, vyjma činností (komodit) uvedených v
- příloze zák. 455/91 Sb. v platném znění

POSUDEK

2.3. Metodika oceňování

2.3.1. Názvosloví

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

2.3.1.1. Cena

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

2.3.1.2. Hodnota

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

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 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.

2.3.1.3. Trh

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

2.3.1.4. Tržní hodnota

Tržní hodnotou se rozumí částka, která by byla dosažena při prodeji stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti které mají na částku vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumějí

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

2.3.1.5. Výnosová hodnota

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

2.3.1.6. Věcná hodnota

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

2.3.1.7. Maximální a nejlepší použití

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

2.3.1.8. Cena administrativní

Cena zjištěná podle cenového předpisu.

2.3.1.9. Cena pořizovací

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

2.3.1.10. Cena reprodukční

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

2.3.1.11. Časová cena

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

2.3.1.12. Cash flow

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

2.3.1.13. Goodwill

Hodnota, o kterou přesahuje souhrn předpokládaných budoucích příjmů současnou věcnou hodnotu. Kupující při koupi podniku kupuje zpravidla více než budovy, vybavení atd. Dostane rovněž některá souhrnná aktiva jako např. trh, další možnosti rozvoje na trhu pro něj novém, kvalifikované pracovníky a vedení podniku, ochrannou známku či obchodní značku a možnosti jejich využití.

2.4. 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

2.4.1. 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).

2.4.2. 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.

2.4.3. 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 zjistíme:

- likvidační hodnotu na základě ČOM nebo VK
- reprodukční ceny

2.4.3.1. 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.

2.4.3.2. 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.

2.4.3.3. 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 zjiitelná opět jediné jednou z variant výnosových metod.

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

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

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

2.4.3.4. 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.

2.5. Metody oceňování movitého majetku

2.5.1. 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.

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

2.5.2. 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:

CČcena 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, 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.

2.5.3. 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.

$$\check{C}C = \frac{\text{výchozí cena souboru DDHM} * THS}{100} \quad (K\check{c})$$

kde:

CČ - 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 předmětu v užívání.

2.5.4. 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.

2.6. Použitý způsob ocenění

Ocenění se provádí za účelem stanovení hodnoty společnosti FROL 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 FROL 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 činnosti 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 FROL 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 závazku. 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 31.12.2013 a podnikatelského plánu poskytnutého Společností na roky 2014 a 2015 doplněného o informace o strategických záměrech Společnosti a také o aktuální vývoj hospodaření.

2.6.1. 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.

2.6.1.1. 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

2.6.1.2. 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, 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:

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

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 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.

$$EV = CHP - TÚCZ$$

2.6.1.3. Odhad požadované výnosnosti kapitálu

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

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

2.6.1.3.1. 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,

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.

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

2.6.1.3.2. Náklady na cizí zdroje

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

2.6.1.3.3. 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.

2.7. Základní předpoklady obecné povahy

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

- zvažované období;
- právní forma;
- daňová politika;
- inflace;
- ekonomické uspořádání a právní systém;
- účetní zásady;
- skutečnosti po dni ocenění;
- ostatní předpoklady.

2.7.1. Zvažované období

Za rozhodující z hlediska ocenění je považován stav Společnosti ke dni ocenění, tj. k 31.12.2013. Finanční plán zahrnuje období do 31. prosince 2018. Uvedené období však samozřejmě nezobrazuje očekávanou životnost Společnosti. Období od 1. ledna 2019 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).

2.7.2. Právní forma

Společnost FROL a.s., která je akciovou společností.

2.7.3. 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 %.

2.7.4. Inflace

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

2.7.5. 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.

2.7.6. Účetní zásady

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

2.7.7. 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.

2.7.8. Ostatní předpoklady

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

2.8. Specifické předpoklady metody DCF

2.8.1. Výchozí bilance k 31.12.2013

Od pověřených osob Společnosti jsme obdrželi definici Společnosti za rok 2012 a k 31.12.2013. 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 31.12.2013 (tis.Kč)

AKTIVA CELKEM	45 507
Pohledávky za upsaný základní kapitál	
Stálá aktiva	38 575
Dlouhodobý nehmotný majetek	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	38 575
Pozemky	4 680
Stavby	28 909
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	3 166
Pěstelské celky trvalých porostů	
Základní stádo a tažná zvířata	
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 820
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	
Dlouhodobý finanční majetek	0
Podíly v ovládaných a řízených osobách	
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	
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	
Oběžná aktiva	6 616
Zásoby	16
Materiál	16
Nedokončená výroba a polotovary	
Výrobky	
Zvířata	
Zboží	
Poskytnuté zálohy na zásoby	
Dlouhodobé pohledávky	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	
Dohadné účty aktivní	
Dlouhodobě poskytnuté zálohy	
Jiné pohledávky	
Odložená daňová pohledávka	
Krátkodobé pohledávky	2 795
Pohledávky z obchodních vztahů	2 707
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	
Ostatní poskytnuté zálohy	
Dohadné účty aktivní	88
Jiné pohledávky	
Krátkodobý finanční majetek	3 805
Peníze	63
Účty v bankách	3 742
Krátkodobé cenné papíry a podíly	
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	
Časové rozlišení	316
Náklady příštích období	91
Komplexní náklady příštích období	
Příjmy příštích období	225

PASIVA CELKEM	45 507
Vlastní kapitál	25 367
Základní kapitál	68 800
Základní kapitál	68 800
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	
Změny základního kapitálu	
Kapitálové fondy	-4 644
Emisní ážio	
Ostatní kapitálové fondy	-2 543
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-2 101
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	1 249
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	1 249
Statutární a ostatní fondy	
Výsledek hospodaření minulých let	-43 848
Nerozdělený zisk minulých let	
Neuhrazená ztráta minulých let	-43 848
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	3 810
Cizí zdroje	20 137
Rezervy	0
Rezervy podle zvláštních právních předpisů (zákonné)	
Rezervy na důchody a podobné závazky	
Rezerva na daň z příjmů	
Ostatní rezervy	
Dlouhodobé závazky	3 860
Závazky z obchodních vztahů	1 078

Závazky k ovládaným a řízeným osobám	
Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	
Závazky ke společníkům, členům družstev a k účastníkům sdružení	2 782
Dlouhodobé přijaté zálohy	
Vydané dluhopisy	
Dlouhodobé směnky k úhradě	
Dohadné účty pasivní	
Jiné závazky	
Odložený daňový závazek	
Krátkodobé závazky	16 277
Závazky z obchodních vztahů	5 814
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	
Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	
Závazky ke společníkům, členům družstev a k účastníkům sdružení	2 782
Závazky k zaměstnancům	98
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	52
Stát - daňové závazky a dotace	140
Krátkodobé přijaté zálohy	1 379
Vydané dluhopisy	
Dohadné účty pasivní	
Jiné závazky	6 012
Bankovní úvěry a výpomoci	0
Bankovní úvěry dlouhodobé	
Krátkodobé bankovní úvěry	
Krátkodobé finanční výpomoci	
Časové rozlišení	3
Výdaje příštích období	3
Výnosy příštích období	

2.8.2. Finanční plán

Od zástupců Společnosti jsme obdrželi plán v podobě tržeb a nákladů související s oceňovanou Společností na období 2014 – 2015. Na základě těchto informací jsme museli konstatovat, že výsledky korespondují s historicky dosahovanými hodnotami, což svědčí o stabilitě podnikání Společnosti.

Z těchto výše uvedených důvodů považujeme za správné poskytnutý finanční plán revidovat pouze v minimální míře a zachytit dosažené výsledky v rámci hlavních ukazatelů finančního plánu na další roky. Do dalších let plánu volíme spíše konzervativní růst na úrovni 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 2014 a 2015 a také s ohledem na historický vývoj těchto ukazatelů.

Takto sestavený finanční plán Společnosti pro období 2014 - 2018, 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 výnosu/nákladů a vypočtené poměry nákladovosti:

	2012	2013
růst výkonů	-	98,35%
růst výkonové spotřeby	-	82,93%
podíl výk. spotřeba na výkonech celkem	75,6%	63,7%
z toho mat. energie	23,5%	26,7%
z toho služby	52,0%	37,0%
	-	99,87%
mzdové náklady růst	-	98,35%

	2014	2015	2016	2017	2018
růst výkonů	102,00%	102,00%	102,00%	102,00%	102,00%
růst výkonové spotřeby	102,00%	102,00%	102,00%	102,00%	102,00%
podíl výk. spotřeba na výkonech celkem	63,7%	63,7%	63,7%	63,7%	63,7%
z toho mat. energie	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%
z toho služby	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%
mzdové náklady růst	102,00%	102,00%	102,00%	102,00%	102,00%

2.8.2.1. Plán provozního hospodářského výsledku

V návaznosti na informace uvedené v rámci předchozí kapitoly predikujeme výši jednotlivých parametrů Provozního hospodářského výsledku pro období finančního plánu 2014 - 2018 následovně:

Tabulka – Predikce provozních výnosů v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017	2018
Výkony	18 590	18 961	19 341	19 727	20 122
Tržby za prodej vlastních výr. a služeb	18 590	18 961	19 341	19 727	20 122
Tržby z prodaného DHM a materiálu	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0	0

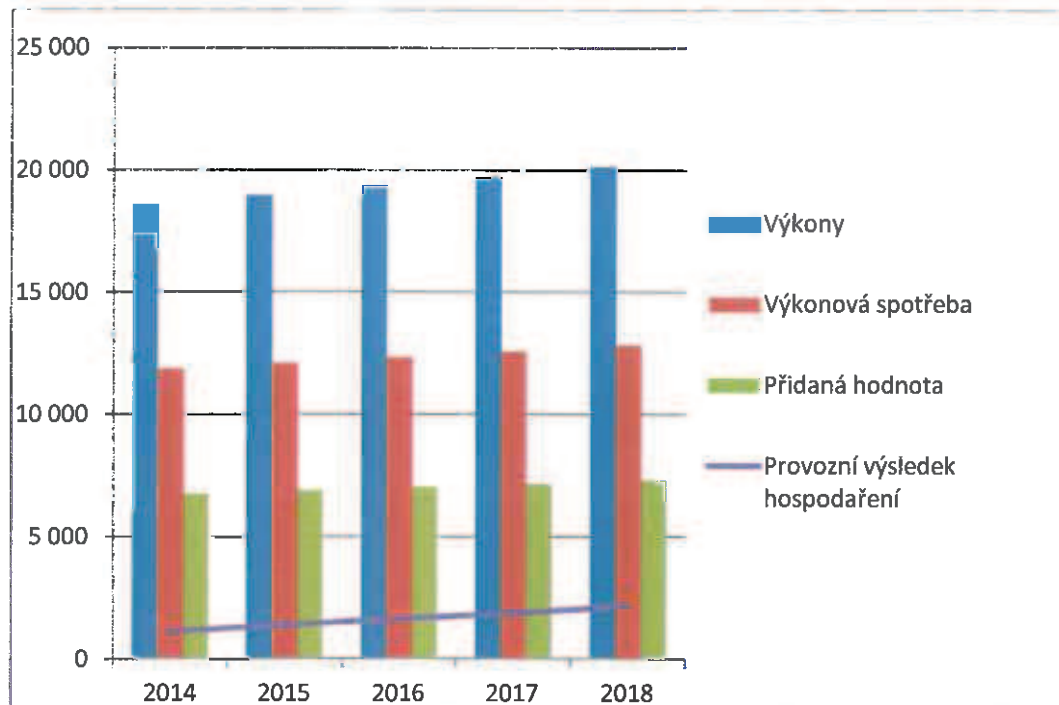
OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017	2018
TRŽBY PROVOZNÍ	18 590	18 961	19 341	19 727	20 122

Analogicky predikujeme výši provozních nákladů:

Tabulka – Predikce provozních nákladů v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017	2018
Výkonová spotřeba	11 847	12 084	12 326	12 572	12 824
Spotřeba mat. a energie	4 968	5 068	5 169	5 273	5 378
Služby	6 879	7 016	7 157	7 300	7 446
Osobní náklady	2 114	2 157	2 200	2 244	2 289
Mzdové náklady	1 549	1 580	1 612	1 644	1 677
Odměny členům orgánu společnosti	0	0	0	0	0
Náklady na SZP	512	522	533	543	554
Sociální náklady	53	54	55	56	57
Daně a poplatky	400	400	400	400	400
Náklady na prodaný DHM a materiál	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a OP	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	0	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	0	0	0	0	0
NAKLADY PROVOZNÍ	14 362	14 641	14 926	15 216	15 513
Odpisy (účetní)	3 118	2 959	2 800	2 641	2 482

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 2014 - 2018 následovně:

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

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017	2018
TRŽBY PROVOZNÍ	18 590	18 961	19 341	19 727	20 122
NÁKLADY PROVOZNÍ	14 362	14 641	14 926	15 216	15 513
Odpisy (účetní)	3 118	2 959	2 800	2 641	2 482
PROVOZNÍ hospodářský výsledek	1 110	1 361	1 615	1 870	2 128
PROVOZNÍ hospodářský výsledek (bez odpočtu odpisů)	4 228	4 320	4 415	4 511	4 609

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

Predikce účetních odpisů pro období finančního plánu 2014 - 2018 je kalkulována navíc separátně v rámci následující kapitoly.

2.8.2.2. Plán investic a odpisů

Plán investic a odpisů byl kalkulován s ohledem na historii a také s ohledem na výhled managementu Společnosti.

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

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017	2018
Investice	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Účetní odpisy	3 118	2 959	2 800	2 641	2 482
Daňové odpisy	3 118	2 959	2 800	2 641	2 482

2.8.2.3. Plán provozního příjmu - shrnutí

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

Tabulka – Predikce Provozního příjmu v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017	2018
Provozní zisk před zdaněním a úroky	1 110	1 361	1 615	1 870	2 128
Celkový daňový předpis (-)	0	0	0	0	0
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	0	0	0	0	0
Prodaný dlouhodobý majetek	0	0	0	0	0
Prodaný materiál	0	0	0	0	0
Odpisy	3 118	2 959	2 800	2 641	2 482
PROVOZNÍ PŘÍJEM	4 228	4 320	4 415	4 511	4 609

2.8.3. Pracovní kapitál

2.8.3.1. 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 2014 - 2018 (tis.Kč)

Pohledávky	2014	2015	2016	2017	2018
Pohledávky z obchodních vztahů	2 547	2 597	2 649	2 702	2 756
Doba obratu	50,00	50,00	50,00	50,00	50,00
Změna oproti minulému období	160	-51	-52	-53	-54

2.8.3.2. Závazky

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

Tabulka - Plán závazků na roky 2014 - 2018 (tis.Kč)

Závazky	2014	2015	2016	2017	2018
Závazky z obchodních vztahů	3 895	3 973	4 052	4 133	4 216
Doba obratu	120,00	120,00	120,00	120,00	120,00
Změna oproti minulému období	-1 919	78	79	81	83

2.8.3.3. Zásoby

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

Tabulka - Plán zásob na roky 2014 - 2018 (tis.Kč)

Zásoby	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby	16	17	17	17	18
Doba obratu	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32
Změna oproti minulému období	0	0	0	0	0

2.8.4. Způsob financování

Společnost využívá úročené cizí zdroje (půjčky). Provedli jsme podrobné naplánování celkového úročeného financování dle skutečných úrokových sazeb a předpokládané splatnosti:

Tabulka - Plán financování Společnosti (tis.Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Úroková míra	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Stav k 31.12.	2 782	1 391	0	0	0
Čerpání (+)					
Splátka (-)	-1 391	-1 391			
Úrok	42	14	0	0	0
Stav k 31.12.	1 391	0	0	0	0

2.8.5. Pokračující hodnota

Míru růstu v období 2014 - 2018 kalkulujeme dle dodaného finančního plánu. Pro období perpetuity, tj. po roce 2018 plánujeme míru růstu Společnosti s ohledem na vzdálenost časového horizontu od data ocenění ve výši dlouhodobě očekávané výše inflace, tj. 2% p.a.

2.8.5.1. 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:

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

- Upravený EBIT – je upravený provozní hospodářský výsledek 2018
- Daň. sazba – je plánovaná daň sazba v roce 2018
- NI („net investments“), resp. čisté investice, nad úroveň investic obnovovacích ve výši odpisů

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

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

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

$$NI = [2\,128 * (1 - 0,19)] * (0,02 / 0,0904)$$

$$NI = 381 \text{ tis.Kč}$$

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

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

$$\text{CF do perpetuity} = [2\,128 * (1 - 0,19) - 381] * (1 + 0,02)$$

$$\text{CF do perpetuity} = 1\,369 \text{ tis.Kč}$$

Pro období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtu kalkulovat hodnotu CF provozní každoročně ve výši **1 369 tis.Kč**.

2.8.6. 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:

- Náklady vlastního kapitálu
- Náklady na cizí zdroje

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

2.8.6.1. 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

2.8.6.1.1. 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 **3,12% p.a.**

Tabulka – Sazba státních bezrizikových dluhopisů k 31.12.2013 (zdroj: www.patria.cz)

Název	Cena		Výnos do doby splatnosti	
	Nákup	Prodej	Nákup	Prodej
ST. DLUHOP. 5,70/24	128,95	129,55	2,501	2,444
ST. DLUHOP. 2,50/28	92,83	93,43	3,117	3,063
ST. DLUHOP. 4,20/36	116,8	118,8	3,159	3,048
ST. DLUHOP. 4,85/57	115	119	4,107	3,934

2.8.6.1.2. Bety komparativních společností

2.8.6.1.2.1. 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 .

2.8.6.1.2.2. Metody kalkulace

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

- kalkulace koeficientu β metodou 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.

2.8.6.1.2.3. Kalkulace koeficientu β Společnosti metodou analogie

V souladu s výše uvedeným a s ohledem na dostupnost 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
Real Estate	62	0,80229	2,087181	0,276674609

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

Na základě výše uvedeného kalkulujeme pro účely ocenění průměrný koeficient pro dané odvětví nezadlužené bety ve výši **0,277**.

2.8.6.1.3. Riziková premie pro vyspělé trhy

Výše rizikové premie, resp. přírážky za tržní riziko, by měla vyjádřit výnosové ocenění rizikovosti tržního portfolia, tedy o kolik bude větší výnos rizikem zatíženého tržního portfolia (R_m) oproti bezrizikovým aktivům (r_f). Ačkoliv koncept CAPM vyžaduje, aby rozdíl $R_m - r_f$ byl vyjádřen na úrovni očekávaných hodnot, přímý odhad budoucí premie ovšem není možný. Proto volíme metodu, která je v těchto situacích obvyklá a odhad budoucí premie odvozujeme z minulých hodnot dosažených na kapitálových trzích, přičemž předpokládáme, že minulost bude přiměřeným odhadem pro budoucnost.

Nejvhodnějším základem pro výpočet historických premii jsou dostupná data o vývoji kapitálových trhů v USA, a to za období 1928-2013 (www.damodaran.com). Základem pro výpočet přírážky za tržní riziko je tedy co možná nejdelší časová řada historických dat, z nichž je přírážka za tržní riziko kalkulována metodou průměrování. V souladu s českou i zahraniční odbornou literaturou aplikujeme způsob průměrování příslušných dat v závislosti na úrovni závislosti jednotlivých dat uvedené časové řady. S ohledem na kalkulovanou úroveň vzájemné závislosti/korelace dat ($R_M - r_f$) kapitálového trhu jednotlivých let uvedené časové řady pohybující se v hodnotách blízkých 0 lze konstatovat, že data časové řady jsou vzájemně nekorelována a tudíž lze pro účely kalkulace přírážky za tržní riziko aplikovat aritmetický průměr.

Tabulka – Kalkulace rizikové premie aritmetickým průměrem

OBDOBÍ	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Premie za riziko trhu (Stocks - T.Bonds)
1928-2013	11,50%	3,57%	5,21%	6,29%
1964-2013	11,29%	5,11%	6,97%	4,32%
2004-2013	9,10%	1,56%	4,69%	4,41%

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 1928-2013, tedy ve výši **6,29% p.a.**

2.8.6.1.3.1. 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 použít i 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 **1,05 % p.a.**

2.8.6.1.3.2. Premie za velikost a tržní kapitalizaci

Premie 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).

Tabulka – Kalkulace přirážky za tržní kapitalizaci

Decil	Tržní kapitalizace nejmenších společností (v mil. \$)	Tržní kapitalizace největších společností (v mil. \$)	Přirážka za tržní kapitalizaci
střední kapitalizace	1621,096	6896,389	1,14%
nízká kapitalizace	422,999	1620,86	1,100%
mikro kapitalizace	1,028	422,811	3,89%

Při výpočtu diskontu pro období 2012 a následující připočteme tedy premii za velikost a tržní kapitalizaci v hodnotě **3,89 % p.a.**, neboť Společnost pro tento účel považujeme za nedílnou část funkčního celku, jehož hodnota odpovídá decilu označeném jako „mikro kapitalizace“.

2.8.6.1.4. Výsledná kalkulace nákladu vlastního kapitálu

Zjištěné hodnoty mohou tedy být dosazeny do vzorce:

Minimální požadovaná míra návratnosti = bezriziková sazba + β · (riziková premie včetně přirážky za riziko dané země) + přirážka za tržní kapitalizaci + přirážka za specifická rizika

2.8.6.2. Diskontní míra – náklady cizích zdrojů

Pro období finančního plánu 2014 - 2018 jsou náklady na cizí zdroje plánovány na úrovni průměrných sazeb čerpaných úvěrů a půjček Společnosti.

2.8.6.3. 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	2014	2015	2016	2017	2018	Perpetuita
Bezriziková sazba	3,12%	3,12%	3,12%	3,12%	3,12%	3,12%
Nezadlužená beta	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28
Přirážka za tržní riziko	6,29%	6,29%	6,29%	6,29%	6,29%	6,29%
Přirážka za riziko země	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Přirážka za tržní kapitalizaci	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%
Tržní poměr cizích a celk. zdrojů	10,34%	5,55%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročení cizí zdroje	2,00%	2,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady na vlastní zdroje	9,23%	9,14%	9,04%	9,04%	9,04%	9,04%
WACC	8,45%	8,72%	9,04%	9,04%	9,04%	9,04%

2.8.7. Projekce cash flow

Finanční plán Společnosti se odráží v celkovém cash flow následovně:

Tabulka – Projekce VZZ (tis.Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Provozní výnosy	18 590	18 961	19 341	19 727	20 122
Provozní náklady	14 362	14 641	14 926	15 216	15 513
Odpisy (účetní)	3 118	2 959	2 800	2 641	2 482
Provozní zisk před zdaněním a úroky	1 110	1 361	1 615	1 870	2 128
Neprovozní výnosy	0	0	0	0	0
Neprovozní náklady	0	0	0	0	0
Placené úroky z úvěru a úročených závazků	42	14	0	0	0
Přijaté úroky	0	0	0	0	0
Celkový zisk před zdaněním	1 068	1 347	1 615	1 870	2 128
Nedaňové náklady	0	0	0	0	0
Uplatnitelná daňová ztráta	-43 848				
Základ daně	-42 780	1 347	1 615	1 870	2 128
Sazba daně	19%	19%	19%	19%	19%
Daň	0	0	0	0	0
ZISK PO ZDANĚNÍ	1 068	1 347	1 615	1 870	2 128

Tabulka – Projekce Cash-flow (tis.Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Provozní zisk před zdaněním a úroky	1 110	1 361	1 615	1 870	2 128
Celkový daňový předpis (-)	0	0	0	0	0
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	0	0	0	0	0
Prodaný dlouhodobý majetek	0	0	0	0	0
Prodaný materiál	0	0	0	0	0
Odpisy	3 118	2 959	2 800	2 641	2 482
Provozní příjem	4 228	4 320	4 415	4 511	4 609

Investice (-)	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000
Zásoby (nárůst - / pokles +)	0	0	0	0	0
Pohledávky (nárůst - / pokles +)	160	-51	-52	-53	-54
Čas. rozlišené aktivní (nárůst - / pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst - / pokles +)	379	-16	-17	-17	-17
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	0	0	0	0	0
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	0	0	0	0	0
Závazky (nárůst + / pokles -)	-1 897	81	83	85	86
z toho Zaměstnanci (nárůst + / pokles -)	31	3	3	3	3
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 (+/-)	-1 358	14	14	14	15

PROVOZNÍ CASH-FLOW PRO OCENĚNÍ	1 870	3 334	3 429	3 525	3 624
Čerpání/splátky bank. úvěrů (+/-)	-1 391	-1 391	0	0	0
Čerpání/splátky dlouhodobých závazků (+/-)	0	0	0	0	0
Čerpání/splátky dlouhodobých pohledávek (-/+)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost	-379	16	17	17	17
Neprovozní příjmy a výdaje (rozdíly) po zdanění (-)	-42	-14	0	0	0
Zisk do rezerv (-)	0	-67	-81	-94	-106
Finanční cash-flow	-1 812	-1 389	17	17	17
Hotovost na začátku období	3 805	3 863	5 808	9 254	12 796
Čisté cash-flow	58	1 945	3 445	3 542	3 641
Hotovost na konci období	3 863	5 808	9 254	12 796	16 437

Tabulka – Projekce Bilance (tis.Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Fixní aktiva	38 575	36 457	34 498	32 698	31 058
Oběžná aktiva	6 616	6 514	8 511	12 008	15 604
Zásoby	16	16	17	17	17
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	2 795	2 635	2 685	2 737	2 790
Hotovost	3 805	3 863	5 808	9 254	12 796
Časové rozlišení aktivní	316	316	316	316	316
AKTIVA CELKEM	45 507	43 287	43 325	45 023	46 977
Vlastní kapitál	25 367	26 435	27 783	29 397	31 268

Cizí zdroje	20 137	16 849	15 539	15 622	15 707
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	3 860	3 860	3 860	3 860	3 860
Krátkodobé závazky	16 277	14 380	14 461	14 544	14 629
Bankovní úvěry a výpomoci	0	-1 391	-2 782	-2 782	-2 782
Časové rozlišení pasivní	3	3	3	3	3
PASIVA CELKEM	45 507	43 287	43 325	45 023	46 977

2.9. Vlastní ocenění

2.9.1. 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 26 916 tis.Kč

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

2.9.1.1.1. Volná hotovost

Společnost k 31.12.2013 eviduje krátkodobý finanční majetek ve výši 3 805 tis. Kč. Peněžní likvidita k datu ocenění činí 24%. Dle našeho názoru lze konstatovat, že Společnost k 31.12.2013 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 550 tis.Kč.

2.9.1.1.2. Ocenění dluhů a neprovozních závazků

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

2.9.1.2. 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 26 916 tis.Kč

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

Neprovozní hotovost 550 tis.Kč

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

Hodnota odečitatelných cizích zdrojů 2 782 tis.Kč

Neprovozní závazky 2 782 tis.Kč

CELKEM 21 902 tis.Kč

Hodnota čistého obchodního majetku společnosti FROL a.s. zjištěná výnosovou metodou, činí ke dni ocenění 21 902 tis.Kč.

2.10. Rekapitulace

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

Metoda ocenění	Hodnota ocenění FROL a.s. (v Kč)
Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)	21 902 000

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 FROL a.s. ve výši 21 902 000,-Kč.

2.11. 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 struktury - 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 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 přírážce za velikost
- Dopad kurzových změn vzhledem k tomu že kalkulace často závisí na přepočtu do USD
- Synergické efekty konkrétního kupujícího – zde záleží na účelu ocenění a hladině hledaných hodnot, kterým by ocenění z pohledu konkrétním kupujícím bezesporu bylo

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

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

V praxi bylo provedeno několik studií vycházejících z porovnání ceny akvizic kontrolních podílů s cenou menšinových podílů před provedením akvizice. Jednou z uvedených studií je Mergerstat Control Premium Study (poslední volně dostupná za rok 2012) zkoumající uskutečněné transakce např. v rozdělení na jednotlivá tržní odvětví. Bohužel studie vykazuje vyšší míru volatility premií a tudíž menší míru spolehlivosti. Např. pro oblast zemědělství a lesnictví, 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 velikost draženého podílu, jsme se rozhodli diskont za minoritu neuplatňovat.

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)	18 225
Kladný nebo záporný hospodářský výsledek ve sledovaném období	1
Hotovost/Hodnota Společnosti	17%
Veřejně obchodovaný objem/ Hodnota Společnosti	0%
Výstup	
Diskont za nelikviditu	12,74%

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

2.12. 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)	25 367 000
Základní kapitál (Kč)	68 800 000
Výnosová hodnota podniku (Kč)	21 902 019
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 10 000 Kč	3 183
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 100 000 Kč	31 834
Diskont za minoritu	0,00%
Diskont za nelikviditu	12,74%
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 10 000 Kč	2 777,00
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 100 000 Kč	27 778,00
Hodnota 69 ks akcie 10 000,-Kč	191 613,00
Hodnota 222 ks akcie 100 000,-Kč	6 166 716,00
Balík k dražbě celkem	6 358 329,00

3. ZÁVĚR

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:

2 777,- Kč

Slovy: dvatisícesedmsetsedmdesát sedm korun českých

Jsme názoru, že při splnění všech výše uvedených předpokladů činí hodnota jedné akcie na jméno v listinné podobě o nominální hodnotě 100 000,-Kč po zaokrouhlení na celé koruny částku:

27 778,- Kč

Slovy: dvacetsedmtisíc sedmset sedmdesát osm korun českých

V Brně dne 8.dubna 2014

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 2412-41/14 znaleckého deníku.



Otisk znalecké pečeti:

.....

Podpis za znalecký ústav:

.....

Přílohy

- 1) Výpis z obchodního rejstříku FROL a.s. vedeného Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 8124, pořízený prostřednictvím Internetu.

Výpis

z obchodního rejstříku, vedeného
Městským soudem v Praze
oddíl B, vložka 8124

Datum zápisu:	23. června 1998
Spisová značka:	B 8124 vedená u Městského soudu v Praze
Obchodní firma:	FROL a.s.
Sídlo:	Praha 1, Nové Město, Ve Smečkách 589/14, PSČ 110 00
Identifikační číslo:	258 15 512
Právní forma:	Akciová společnost
Předmět podnikání:	nákup a prodej nemovitostí koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej zprostředkovatelská činnost výroba zmrazených potravin a polotovarů jakož i ostatní zmrazené potravinářské produkce, vyjma činností (komodit) uvedených v příloze zák. 455/91 Sb. v platném znění
Statutární orgán - představenstvo:	předseda : Ing. František Kolařík Ostrava - Poruba, Výletní 2280/3, PSČ 708 00 den vzniku funkce: 30. prosince 2011 den vzniku členství: 30. prosince 2011 místopředseda: Ing. Jiří Sadil Frýdlant nad Ostravicí - Nová Ves 364, PSČ 739 11 den vzniku funkce: 30. prosince 2011 den vzniku členství: 30. prosince 2011 člen: Jaroslav Špinka Ostrava - Bělský Les, Horní 3030/96, PSČ 700 30 den vzniku funkce: 30. prosince 2011 den vzniku členství: 30. prosince 2011
Způsob jednání:	J e d n á n í : Za představenstvo jednají navenek jménem společnosti a činí jménem společnosti právní úkony, včetně realizování firemního podepisování, vždy dva členové představenstva společně a nerozdílně, když jedním z nich je předseda představenstva.
Dozorčí rada:	člen: Ing. Aleš Kilian Olomouc - Slavonín, Hakenova 260/9, PSČ 783 01 den vzniku funkce: 30. prosince 2011 den vzniku členství: 30. prosince 2011 člen: Lucie Lahodová Ostrava - Hrabůvka, Plzeňská 1123/5, PSČ 700 30

den vzniku funkce: 30. prosince 2011
den vzniku členství: 30. prosince 2011

člen:

Markéta Rosmannová
Ostrava - Kunčičky, Výhradní 483/14, PSČ 718 00
den vzniku funkce: 30. prosince 2011
den vzniku členství: 30. prosince 2011

Akcie:	100 ks akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč
	678 ks akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 100 000,- Kč
Základní kapitál:	68 800 000,- Kč Splaceno: 68 800 000,- Kč
Ostatní skutečnosti:	Na společnost FROL a.s. se sídlem Praha 1, Nové Město, Ve Smečkách 589/14, PSČ 110 00, IČ 25815512, jako hlavního akcionáře a společnost nástupnickou přešlo jmění společnosti FROL Servis a.s. se sídlem Praha 1, Nové Město, Ve Smečkách 589/14, PSČ 110 00, IČ 44938888, která byla zrušena bez likvidace usnesením valné hromady ze dne 19.května 2008, na základě Smlouvy o převzetí jmění ze dne 19.května 2008.

Správnost tohoto výpisu se potvrzuje

Městský soud v Praze