

# **Odborný odhad**

č. 36-01/14

o stanovení hodnoty akcií společnosti COLORLAK, a.s.

# ODBORNÝ ODHAD

**36-01/14**

o stanovení hodnoty akcií společnosti COLORLAK, a.s. pro účely dražby

<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 Hrazdára Ing. Pavel Neugebauer Ing. Jiří Faltýnek Ing. Hana Kůsová
<b>Účel odhadu:</b>	Odborný odhad je vypracován za účelem stanovení hodnoty akcií společnosti COLORLAK, a.s. pro účely dražby.
<b>Odborný odhad obsahuje:</b>	36 stran textu včetně příloh
<b>Odborný odhad se předává:</b>	ve 3 vyhotoveních
<b>Výtisk číslo:</b>	4 - archivní
<b>V Brně:</b>	11. srpna 2014

## OBSAH

OBSAH .....	3
1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE.....	5
1.1. Předmět a účel ocenění.....	5
1.2. Den ocenění .....	5
1.3. Prohlášení o nezávislosti.....	5
1.4. Použitelnost odhadu .....	5
1.5. Definice zkratk.....	5
2. NÁLEZ .....	6
2.1. Zjištění stavu.....	6
2.2. Předpoklady a omezující podmínky .....	6
2.2.1. Podklady pro zpracování odhadu .....	6
2.2.2. Ověření vstupních dat.....	7
2.3. Popis předmětu ocenění .....	7
2.4. Základní charakteristika emitenta cenných papírů .....	8
2.4.1. Identifikace akcií.....	8
2.4.2. Předmět podnikání dle výpisu z OR .....	8
2.4.3. Majetkové účasti Společnosti.....	8
3. ODBORNÝ ODHAD .....	10
3.1. Metodika oceňování.....	10
3.1.1. Názvosloví.....	10
3.2. Obecná metodika při oceňování.....	13
3.2.1. Výnosový přístup.....	13
3.2.2. Srovnávací přístup .....	13
3.2.3. Metody založené na analýze majetku - substanční.....	14
3.2.4. Metoda likvidační hodnoty .....	16
3.3. Použitý způsob ocenění .....	17
3.3.1. Popis použité metody .....	17
3.4. Základní předpoklady obecné povahy.....	20
3.4.1. Zvažované období.....	20
3.4.2. Právní forma.....	20
3.4.3. Daňová politika.....	20
3.4.4. Inflace .....	20
3.4.5. Ekonomické uspořádání a právní systém .....	20
3.4.6. Účetní zásady.....	21
3.4.7. Skutečnosti po dni ocenění.....	21
3.4.8. Ostatní předpoklady.....	21
3.5. Ocenění výnosovou metodou DCF entity.....	21
3.5.1. Výchozí bilance k 30.06.2014 .....	21
3.5.2. Finanční plán .....	25
3.5.3. Kalkulace CF do perpetuity .....	28
3.5.4. Kalkulace diskontu .....	28
3.6. Vlastní ocenění .....	32
3.6.1. Ocenění metodou DCF.....	32
3.7. Stanovení ceny akcií .....	33
3.7.1. Prémie a diskonty z hodnoty akcií (minorita a nelikvidita).....	33

3.7.2. Stanovení hodnoty předmětných akcií.....	35
<b>4. ZÁVĚR.....</b>	<b>36</b>

## 1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE

### 1.1. Předmět a účel ocenění

Tento Odborný odhad je vypracován na základě žádosti objednavatele, společnosti CAPITAL MARKETS, o.c.p., a.s., se sídlem Ul. 29. augusta 36, Bratislava 811 09, Slovenská Republika, IČ: 36 853 054 (dále také jen „Objednavatel“).

Naším úkolem je vyhotovit ocenění akcií společnosti COLORLAK, a.s. se sídlem na adrese Staré Město, Tovární 1076, PSČ 686 03, IČ 494 44 964, označované dále také jako „Společnost“, pro účely předpokládané dražby.

**Celkové množství akcií, které budou předmětem dražby je 11 192 ks, což představuje podíl na základním kapitálu Společnosti ve výši 0,063%.**

### 1.2. Den ocenění

Stanovení hodnoty akcií Společnosti je provedeno ke dni 30. června 2014.

### 1.3. Prohlášení o nezávislosti

Společnost A&CE Consulting, s. r. o., prohlašuje, že není ke Společnosti, Objednavateli, ani k jiným akcionářům Společnosti ve vztahu personální či finanční závislosti, v zaměstnaneckém či obdobném právním vztahu, stejně tak jako se nepodílí na řízení či kontrole podnikání uvedené Společnosti.

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

### 1.4. Použitelnost odhadu

Tento odborný odhad je použitelný jenom pro výše uvedený účel – tedy pro stanovení hodnoty akcií společnosti COLORLAK, a.s. pro účely dražby.

### 1.5. Definice zkratk

Seznam základních zkratk, které jsou použity v tomto odhadu:

- **„Společnost“** – společnost COLORLAK, a.s., která je předmětem ocenění, se sídlem na adrese Staré Město, Tovární 1076, PSČ 686 03, IČ 494 44 964.
- **„Skupina COLORLAK“** – konsolidační celek skládající se ze společností COLORLAK, a.s., PANTER COLOR a.s., Pšstěkova 22/1171, Praha 4, IČ: 26201143, AAA Barvy, s.r.o., Velvarská 23, Horoměřice, IČ: 25519492, COLORLAK SK, s.r.o., Slovenská republika, Zvolenský cesta 37, Banská Bystrica, IČO: 36254487
- **„Objednavatel“** – společnost CAPITAL MARKETS, o.c.p., a.s., se sídlem Ul. 29. augusta 36, Bratislava 811 09, Slovenská Republika, IČ: 36 853 054
- **„Zpracovatel“** – 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

## 2. NÁLEZ

### 2.1. Zjištění stavu

Vstupní údaje použité pro ocenění provedené v tomto odhadu byly ověřeny z podkladů poskytnutých pověřenými pracovníky Společnosti.

### 2.2. Předpoklady a omezující podmínky

#### 2.2.1. Podklady pro zpracování odhadu

##### 2.2.1.1. Podklady poskytnuté Objednatелеm

- Rozvaha a výkaz zisků a ztrát Společnosti k 30.6.2014, 31.12.2013, 31.12.2012;
- Konsolidovaná účetní závěrka Skupiny COLORLAK 2012, 2013;
- Konsolidovaná účetní závěrka Skupiny COLORLAK k 30.6.2014 – ve zkrácené konsolidaci;
- Plán rozvahy a výkazu zisku a ztrát Skupiny COLORLAK na roky 2014-2017;
- Přehled o financování Skupiny COLORLAK;
- Kopie hromadná akcie ve jmenovité hodnotě 40 Kč společnosti COLORLAK, a.s. (emise 1, číslo: 326 349-326 352);
- Doplňující informace od pověřených osob relevantní k ocenění Společnosti podané v průběhu zpracování odhadu.

##### 2.2.1.2. Podklady opatřené zpracovatelem a použitá literatura

- Výpis z obchodního rejstříku COLORLAK, a.s. vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 1112, pořízený prostřednictvím Internetu;
- Výpis z obchodního rejstříku EKOLAK s.r.o. vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl C, vložka 25410, pořízený prostřednictvím Internetu;
- Výpis z obchodního rejstříku MILANO COLOR, a.s. vedeného Krajským soudem v Plzni, oddíl B, vložka 1214, pořízený prostřednictvím Internetu;
- Výpis z obchodního rejstříku PANTER COLOR a.s. vedeného Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 6750, pořízený prostřednictvím Internetu;
- Výpis z obchodního rejstříku AAA Barvy, s.r.o. vedeného Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 82961, pořízený prostřednictvím Internetu;
- Výpis z obchodního rejstříku COLORLA SK, s.r.o. vedeného Okresním soudem v Banské Bystrici, oddíl Sro, vložka 15802/S, pořízený prostřednictvím Internetu;
- Informace o společnosti COLORLAK, 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., v platném znění;
- Vyhláška Ministerstva spravedlnosti ČR č.77/1993 Sb., v platném znění;
- Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku), v platném znění;
- 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 platném znění;
- Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, v platném znění;

## 2. NÁLEZ

- Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), v platném znění;
- Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, v platném znění;
- 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.

### 2.2.2. Ověření vstupních dat

Odborný odhad je založen na údajích poskytnutých pověřenými osobami Společnosti a na veřejně dostupných informacích. Údaje poskytnuté Společností považuje Zpracovatel za pravdivé a správné. Poskytnuté podkladové materiály pro zpracování tohoto odhadu jsou v kompetenci a odpovědnosti odpovědných osob Společnosti.

V kompetenci a odpovědnosti Společnosti jsou zejména následující podkladové materiály a předpoklady, na kterých je ocenění založeno:

- konsolidovaný výkaz Skupiny COLORLAK k 30.06.2014 (ve zkrácené konsolidaci);
- plán rozvahy a výkazu zisku a ztrát Skupiny COLORLAK na roky 2014 – 2017;
- další informace o základních věcných faktorech fungování Společnosti v budoucnu.

Údaje a kalkulace zahrnují účinky inflace. Kalkulace jsou dále založeny na předpokladu, že činnost Společnosti probíhá nezávisle v jejím současném stavu a v souladu s tím neodráží synergické efekty, které by mohly být přístupné třetí straně.

V této souvislosti Zpracovatel podotýká, že odchylky od prognózovaného vývoje mohou nastat částečně:

- z důvodů určitých nejistot v budoucím českém ekonomickém a legislativním vývoji a
- z dalších rizik vztahujících se na podmínky daného odvětví (riziko nepředpokládaného vývoje kursu CZK k zahraničním měnám, rizika marketingové, technické, finanční a ekonomické povahy).

Poslední dostupné informace byly získány dne 11. srpna 2014.

### 2.3. Popis předmětu ocenění

Předmětem ocenění jsou akcie vydané společností COLORLAK, a.s., resp. přiměřená výše protiuplnění odpovídající jejich hodnotě. Primárním předmětem ocenění bude závod Společnosti

## 2. NÁLEZ

ve smyslu souboru majetku a závazků resp. dluhů, od jehož hodnoty bude hodnota akcií odvozena.

Rozhodli jsme se pro stanovení hodnoty společnosti COLORLAK, a.s. použít konsolidované výkazy Skupiny COLORLAK. Společnost COLORLAK a.s. eviduje k datu ocenění dceřiné společnosti PANTER COLOR a.s. (100% obchodní podíl), COLORLAK SK, s.r.o. (100% obchodní podíl), COLORLAK POLSKA SP Z O O (66% obchodní podíl), MILANO COLOR (100% obchodní podíl), a.s. a EKOLAK s.r.o. (100% obchodní podíl). Společnost PANTER COLOR a.s. má ve své evidenci 100% podíl ve společnosti AAA Barvy, s.r.o.

Součástí konsolidovaných výkazů Skupiny COLORLAK je společnost COLORLAK, a.s. a její dceřiné společnosti PANTER COLOR a.s., COLORLAK POLSKA PS Z O O, COLORLAK SK, s.r.o. a vnučka AAA BARVY, s.r.o.

Dceřiné společnosti MILANO COLOR, a.s. a EKOLAK s.r.o. nejsou zahrnuty do Skupiny COLORLAK, a proto jsme je ocenili zvlášť a do ocenění jsme jejich hodnotu promítli.

### 2.4. Základní charakteristika emitenta cenných papírů

Základní identifikační údaje o Společnosti, jež je předmětem ocenění, byly převzaty z výpisu z obchodního rejstříku. Společnost je zapsána v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 1112.

<b>Obchodní firma:</b>	<b>COLORLAK, a.s.</b>
Právní forma:	akciová společnost
Sídlo:	Staré Město, Tovární 1076, PSČ 686 03
IČ:	494 44 964
Základní kapitál:	178 543 930,- Kč
Datum vzniku:	1. září 1993

#### 2.4.1. Identifikace akcií

- 17 854 393 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 10,- Kč

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

Podle výpisu z obchodního rejstříku jsou předmětem podnikání Společnosti:

- Podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady
- Opravy silničních vozidel
- Činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence
- Silniční motorová doprava – nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí
- Výroba nebezpečných chemických látek a nebezpečných chemických směsí a prodej chemických látek a chemických směsí klasifikovaných jako vysoce toxické a toxické
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
- zednictví
- malířství, lakýrnictví, natěračství

#### 2.4.3. Majetkové účasti Společnosti

Společnost COLORLAK, a.s. k 30.6.2014 eviduje majetkový podíl v následujících společnostech:

## 2. NÁLEZ

<b>Název společnosti</b>	<b>IČ</b>	<b>Podíl</b>
PANTER COLOR a.s.	26201143	100%
MILANO COLOR, a.s.	26406951	100%
EKOLAK s.r.o.	25323130	100%
COLORLAK POLSKA	0000379393	66%
COLORLAK SK, s.r.o.	36254487	100%

### 3. ODBORNÝ ODHAD

#### 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 přisouvali 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 společnosti neexistuje.

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

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

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

Hodnota závisí na budoucím užitku, který můžeme z držení společnosti (závodu) 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 společnosti je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do závodu) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (present value).

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

### 3. ODBORNÝ ODHAD

Z uvedeného vyplývají závěry:

- Hodnota závodu (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 závod hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?
- Jakou hodnotu lze považovat za nespornou?

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

- 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 společnosti 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 společnosti 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 společnosti.

#### 3.1.1.3. Trh

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

#### 3.1.1.4. Tržní hodnota

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

### 3. ODBORNÝ ODHAD

Osobními poměry se rozumějí 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 ze společnosti (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 společnosti. 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 společnosti. 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 závodu 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 závodu, ochrannou známku či obchodní značku a možnosti jejich využití.

#### 3.2. Obecná metodika při oceňování

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

- 1) Metody výnosové - Metoda DCF, Metoda kapitalizace zisku
- 2) Metody majetkové – Substanční metoda, Zjištění likvidační hodnoty, Hodnota zjištěná na úrovni Čistého obchodního jmění, Hodnota zjištěná na úrovni Vlastního kapitálu, Majetkové ocenění na principu tržních cen
- 3) Metody srovnávací

##### 3.2.1. Výnosový přístup

Výnosový přístup je nejvíce používán především při oceňování celých závodů, jejich částí a průmyslových práv, příp. jiného duševního vlastnictví. Mezi základní varianty tohoto přístupu patří: metoda diskontovaného salda cash-flow (DCF entity), 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 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 vztážené 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 Zpracovatel považuje v podmínkách České republiky pro menší společnosti prakticky za neuskutečnitelné a především nepoužitelné pro stanovení přesné hodnoty závodu nebo jiné jeho charakteristiky – např. očekávaného zisku.

### 3. ODBORNÝ ODHAD

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 závodu je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odpočtena suma individuálně oceněných dluhů. 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 závodu (going concern princip) dostáváme se k ocenění na základě:

- 1) reprodukčních cen
- 1) historických cen – metoda čistého obchodního majetku (ČOM) nebo vlastního kapitálu (VK), resp. účetní hodnota na principu historických cen
- 2) uspořené nákladů
- 3) tržních cen

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

- 4) likvidační hodnotu na základě ČOM nebo VK
- 5) 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 neboli DRC (depreciation replacement costs) 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. Metoda je nejčastěji používána pro ocenění specializovaných aktiv (nemocnice, divadla, jednoúčelové stroje, apod.), respektive také v případech, kdy je porušen princip tzv. nepřetržitého podnikání (tzv. on going business). Dále je hojně používána v pojišťovnictví, kde je potřebné stanovit hodnotu pro výpočet základny pojistného.

##### 3.2.3.2. Metoda historických cen

Tento majetkový přístup je založen na korektním ocenění majetku (vybrané auditorské postupy se zohledněním opravných položek, vyhodnocení přínosů jednotlivých aktiv – např. postupem DCF,

### 3. ODBORNÝ ODHAD

údaji z kapitálového trhu, ostatními relevantními postupy) a ocenění dluhů (vybrané auditorské postupy), přičemž výsledek je dán vztahem ocenění majetku celkem minus ocenění dluhů celkem.

#### 3.2.3.2.1. Metoda zjištění hodnoty závodu na úrovni vlastního kapitálu (VK)

Podmnožinou metody ČOJ je metoda, která zjišťuje hodnotu závodu na úrovni vlastního kapitálu (položka výkazu rozvahy), jako rozdíl rozvahově evidovaného majetku a dluhů (aktiva celkem minus cizí zdroje minus ostatní pasiva), tedy na základě historických cen.

Účetní ocenění čistého obchodního majetku společnosti (tj. hodnotu odvozenou z účetní hodnoty vlastního kapitálu) nelze považovat za metodu ocenění zobrazující správně hodnotu oceňovaného závodu s výjimkou případu, kdy jde o zcela nově pořízená aktiva závodu, u něhož dosud nelze usuzovat na další vývoj z důvodu krátkého trvání jeho existence, což není případ oceňované společnosti.

#### 3.2.3.2.2. Metoda uspořené nákladů

Pokud má investor rozhodnout mezi alternativou koupě závodu a vybudováním nového závodu, nejsou likvidační hodnota a substanční hodnota na principu reprodukčních nákladů přiměřeným kritériem pro rozhodování. Pokud můžeme vycházet z předpokladu, že je známa pravděpodobná úroveň budoucích výnosů, pak hodnota závodu uvažovaného ke koupi plyne ze schopnosti jeho substance nahradit výdaje spojené s vybudováním nového závodu.

Substanční hodnota uspořené nákladů je kvantitativním vyjádřením substitučního efektu existující majetkové podstaty. Hodnota majetkové podstaty závodu je pak dána schopností nahradit plánované investiční výdaje s přihlédnutím k provozním nákladům.

Metoda úspory nákladů je tedy založena na předpokládaném podnikatelském konceptu, který může klást v mnohém odlišné nároky na podnikovou substanci. Tím se liší od základního provedení substanční hodnoty na bázi reprodukčních nákladů. Substanční hodnota na základě úspory nákladů je tedy hodnota závodu odvozená na principech:

- 1) Vazby k budoucnosti
- 2) Ocenění závodu jako celku
- 3) Subjektivního přístupu

#### 3.2.3.3. Majetkové ocenění na principu tržních cen

Tento přístup spočívá v ocenění majetkových položek závodu jejími tržními hodnotami. Hodnota vlastního kapitálu závodu by pak byla stanovena jako součet tržních hodnot majetkových položek snížený o dluhy.

Tento typ majetkového ocenění pokračujícího závodu je vhodný (a často i jediný možný) u investičních společností a firem holdingového typu. Je to tedy případ závodu, jejichž hlavní činnost nespočívá ve výrobě, obchodu nebo poskytování služeb, ale v držbě aktiv, nejčastěji finančních nebo realitních.

Dle názoru odborné veřejnosti nemá velký význam aplikovat tuto metodu na běžný provozní závod, pokud se předpokládá jeho další trvání, i když se s takovýmto případem můžeme někdy setkat. Je třeba si uvědomit, že oceníme-li každou majetkovou položku tržní hodnotou, předpokládáme, že by teoreticky byla jako samostatná položka prodána. To je ale neslučitelné s předpokladem dalšího pokračování závodu jako funkčního celku. U běžných provozních závodů

### 3. ODBORNÝ ODHAD

má tedy tento přístup význam při předpokladu ukončení jeho provozu. Pak ovšem ústí v ocenění likvidační hodnotou, která je popsána v následujících kapitolách.

#### 3.2.3.4. Zjištění goodwill u substanční metody

Použití substanční metody pro ocenění závodu není vhodné, pokud výpočet hodnoty nezohledňuje rovněž goodwill resp. záporný goodwill. Substanční metoda staticky zachycuje stav a hodnotu majetku a dluhů k určitému datu bez ohledu na výnosnost tohoto majetku pro akcionáře ve fungujícím závodu.

Jako vhodnou metodu zobrazující nejlépe hodnotu oceňovaného závodu ji lze použít:

- 1) pouze pro závod, u něhož je splněn předpoklad nepřetržitého trvání v dohledné budoucnosti a
- 2) pouze v případě, že je provedeno ocenění všech hmotných i nehmotných složek podnikání a zpracovatel identifikuje případnou výši hodnoty goodwillu (může nabývat i hodnot záporných = záporný goodwill), což je dle našeho názoru hodnota zjistitelná opět jediné jednou z variant výnosových metod.

Goodwill (zde) chápeme jako nadhodnotu celkového závodu 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 závodu = 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 nejtypičtěji zjištění hodnoty na úrovni vlastního kapitálu společnosti (neúplná substanční metoda), pak musíme hodnotu chápat pouze jako orientační.

#### **3.2.4. 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 hodnota majetku resp. alespoň účetní evidence majetku. Pro zjištění hodnoty jednotlivých složek majetku jsou pak používány všechny opodstatněné metody v závislosti na účelu ocenění:

- 1) Reprodukční ceny
- 2) Historické ceny
- 3) Srovnávací přístup
- 4) Výnosové ocenění

Její použití má opodstatnění v případě, že není předpokládána další existence společnosti (závodu) – je zpochybněn či porušen going concern princip a tehdy se předpokládá, že likvidace přinese větší zisk, než další pokračování v podnikání společnosti, tedy likvidační hodnota > výnosová hodnota.

### 3. ODBORNÝ ODHAD

#### 3.3. Použitý způsob ocenění

Ocenění se provádí za účelem stanovení hodnoty společnosti COLORLAK, 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 COLORLAK, 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 závodu. 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 odborného odhadu 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 COLORLAK, a.s. jsme se proto rozhodli použít metodu výnosovou, metodu diskontovaných peněžních toků.**

Základní metodou pro zjištění tržní hodnoty závodu tedy byla zvolena výnosová metoda - metoda DCF. Jedná se o kvantifikaci hodnot toho majetku / závazků resp. dluhů závodu, které mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow závodu. Při stanovení čistého cash-flow Společnosti jsme vycházeli z konsolidované rozvahy Skupiny COLORLAK ke dni 30.06.2014 a podnikatelského plánu poskytnutého zástupci Společnosti doplněného o informace o strategických záměrech Společnosti a Skupiny COLORLAK a také o aktuálním vývoji hospodaření.

##### 3.3.1. 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.

##### 3.3.1.1. Určení hotovostních toků k diskontování

Přiklonili jsem se k postupu založeném na diskontování čistých hotovostních toků, tj. volné hotovosti vytvářené provozní a investiční činností společnosti, a dále upravené tak, aby bylo

### 3. ODBORNÝ ODHAD

zohledněno zdanění společnosti. Pro větší názornost uvádíme níže postup stanovení čistého hotovostního toku:

- Provozní Příjmy před placením úroků a daní
- Daně na Příjmy před placením úroků a daní
- + Změna v odložených daních
- = Čistý provozní zisk minus upravené daně
- + Odpisy
- + Úpravy o jiné bezhotovostní položky zahrnuté v Příjmech před placením úroků a daní
- = Hrubý peněžní příjem
- Investice do fixních aktiv
- +/- změna pracovního kapitálu
- Investice do ostatních čistých aktiv
- = Volný provozní hotovostní tok akcionářům i věřitelům Společnosti

#### 3.3.1.2. Stanovení období explicitní projekce a výpočet konečné hodnoty

Do hodnoty společnosti vstupují veškeré hotovostní toky vytvořené po datu ocenění. Z praktického hlediska se budoucí období obvykle rozděluje na dva časové úseky. První úsek zahrnuje období, pro které byly vytvořeny explicitní projekce hotovostních toků. Se vzdálenějším časovým horizontem však roste očekávaná odchylka budoucích hotovostních toků od jejich projektovaných hodnot. Proto je období explicitní projekce omezeno na časový horizont, pro nějž je smysluplné projekci připravovat. Obvykle je horizontem projekce zvolen rok, ve kterém lze předpokládat dosažení stabilizované výkonnosti společnosti, vyčerpání konkurenčních výhod, vyrovnání průmyslového cyklu apod. Hodnota společnosti vytvářená hotovostními toky za horizontem explicitní projekce, tedy tzv. konečná hodnota (terminal value) se pak stanoví na základě určitých zjednodušujících předpokladů. Zpracovatel dal v tomto případě přednost obvykle používanému vzorci trvalosti růstu volných hotovostních toků:

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

kde

$TV$  konečná hodnota (budoucích volných hotovostních toků vytvořených za horizontem explicitně projektovaného období),

$FCF_{T+1}$  stabilizovaná úroveň volného hotovostního toku v prvním roce po explicitním projektovaném období,

$r_T$  míra výnosnosti kapitálu požadovaná investory pro terminální období (podrobněji viz níže),

$g$  očekávaná dlouhodobá míra růstu volných hotovostních toků

a současná hodnota konečné hodnoty se určí jako

$$PVTV = \frac{TV}{(1+r)^T}$$

kde

$T$  délka explicitního projektovaného období v letech

$r$  míra výnosnosti kapitálu požadovaná investory pro explicitně projektované období

Celková hodnota závodu pro akcionáře i věřitele společnosti se určí jako součet současné hodnoty volných hotovostních toků z explicitně projektovaného období a současné hodnoty konečné hodnoty, tedy

### 3. ODBORNÝ ODHAD

$$CHP = PVFCF + PVTV$$

Hodnota závodu (enterprise value) resp. společnosti se potom určí jako rozdíl mezi hodnotou závodu a tržní hodnotou úročených cizích zdrojů v zahajovací bilanci.

$$EV = CHP - TÚCZ$$

#### 3.3.1.3. Odhad požadované výnosnosti kapitálu

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

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

##### 3.3.1.3.1. Náklady vlastního kapitálu

Při určení požadovaných nákladů vlastního kapitálu jsme použili standardní postup založený na modelu oceňování kapitálových aktiv (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Tento model předpokládá, že tržní výnos akciového kapitálu je roven nákladům bezrizikového 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.

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

##### 3.3.1.3.2. Náklady na cizí zdroje

Při ocenění Skupiny COLORLAK byly využity skutečné náklady na cizí zdroje financování, dle dodaného finančního plánu včetně úrokových sazeb k příslušným úvěrům a půjčkám.

##### 3.3.1.3.3. 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 kalkulován na základě

### 3. ODBORNÝ ODHAD

očekávaného objemu využívaných úročených cizích zdrojů. Pro období perpetuity jsou použity hodnoty z posledního roku finančního plánu.

#### 3.3.1.3.4. Stanovení diskontů za nelikviditu

U společností jejichž akcie nejsou veřejně obchodovatelné, či u společností s ručením omezeným je dle našeho názoru nutné dále uplatnit diskont za nelikviditu. Likvidita nebo-li obchodovatelnost je pro výpočet ceny akcií či podílů jedním z nejzásadnějších parametrů. Je definována jako schopnost přeměnit daný cenný papír na hotovost rychle, s minimem transakčních a administrativních nákladů, a to s vysokou mírou pravděpodobnosti, že výsledná prodejní cena se nebude odlišovat od očekávané (tj. indikované např. na veřejném trhu).

Diskont za nelikviditu jsme v případě ocenění Společnosti uplatnili.

### 3.4. Základní předpoklady obecné povahy

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

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

#### 3.4.1. Zvažované období

Za rozhodující z hlediska ocenění je považován stav Společnosti resp. Skupiny COLORLAK ke dni ocenění, tj. k 30.6.2014. 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).

#### 3.4.2. Právní forma

Společnost COLORLAK, a.s., která je akciovou společností dle českého práva s veškerými specifiky úpravy této právní formy podnikání.

#### 3.4.3. 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 %.

#### 3.4.4. Inflace

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

#### 3.4.5. 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

### 3. ODBORNÝ ODHAD

právní a institucionální uspořádání včetně daňového systému, a že tak nebude podstatným způsobem ovlivněna finanční a komerční pozice oceňované společnosti.

#### 3.4.6. Účetní zásady

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

#### 3.4.7. 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.

#### 3.4.8. Ostatní předpoklady

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

### 3.5. Ocenění výnosovou metodou DCF entity

#### 3.5.1. Výchozí bilance k 30.06.2014

Od pověřených osob Společnosti jsme obdrželi definici Skupiny COLORLAK za rok 2011, 2012, 2013 a k 30.06.2014. Při ocenění jsme vycházeli z těchto údajů platných též ke dni ocenění tj. z konsolidované účetní závěrky (zkrácená konsolidace). Definice výchozí bilance Skupiny COLORLAK je uvedena v následující tabulce.

Tabulka - Výchozí bilance Skupiny COLORLAK k 30.06.2014 (tis. Kč)

<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>683 235</b>
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0
<b>Stálá aktiva</b>	<b>214 720</b>
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>50 020</b>
Zřizovací výdaje	0
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0
Software	6 705
Ocenitelná práva	41 216
Goodwill	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	2 099
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>164 700</b>
Pozemky	11 725
Stavby	103 305
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	39 155
Pěstitelské celky trvalých porostů	0
Základní stádo a tažná zvířata	0

### 3. ODBORNÝ ODHAD

Jiný dlouhodobý hmotný majetek	532
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	2 309
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	7 674
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>0</b>
Podíly v ovládaných a řízených osobách	0
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0
Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním	0
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>466 902</b>
Zásoby	242 155
Materiál	57 069
Nedokončená výroba a polotovary	6 372
Výrobky	47 646
Zvířata	0
Zboží	131 068
Poskytnuté zálohy na zásoby	0
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>135</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	0
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0
Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0
Dohadné účty aktivní	0
Dlouhodobě poskytnuté zálohy	135
Jiné pohledávky	0
Odložená daňová pohledávka	0
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>204 145</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	195 960
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0
Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0
Stát - daňové pohledávky	1 792
Ostatní poskytnuté zálohy	5 234

### 3. ODBORNÝ ODHAD

Dohadné účty aktivní	73
Jiné pohledávky	1 086
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>20 467</b>
Peníze	7 167
Účty v bankách	13 300
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0
<b>Časové rozlišení</b>	<b>1 613</b>
Náklady příštích období	1 613
Komplexní náklady příštích období	0
Příjmy příštích období	0

<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>683 235</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>185 066</b>
<b>Základní kapitál</b>	<b>178 725</b>
Základní kapitál	178 725
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0
Změny základního kapitálu	0
<b>Kapitálové fondy</b>	<b>-162 144</b>
Emisní ážio	0
Ostatní kapitálové fondy	684
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-116 307
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	-46 521
<b>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</b>	<b>16 799</b>
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	16 351
Statutární a ostatní fondy	448
<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>116 182</b>
Nerozdělený zisk minulých let	196 431
Neuhrazená ztráta minulých let	-80 249
<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</b>	<b>35 504</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>497 922</b>
<b>Rezervy</b>	<b>736</b>
Rezervy podle zvláštních právních předpisů (zákonné)	736
Rezervy na důchody a podobné závazky	0
Rezerva na daň z příjmů	0
Ostatní rezervy	0
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>19 750</b>

### 3. ODBORNÝ ODHAD

Závazky z obchodních vztahů	0
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0
Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0
Závazky ke společníkům, členům družstev a k účastníkům sdružení	0
Dlouhodobé přijaté zálohy	0
Vydané dluhopisy	0
Dlouhodobé směnky k úhradě	0
Dohadné účty pasivní	0
Jiné závazky	17 027
Odložený daňový závazek	2 723
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>188 565</b>
Závazky z obchodních vztahů	153 304
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	310
Závazky k účetním jednotkám - podstatný vliv	1 711
Závazky ke společníkům, členům družstev a k účastníkům sdružení	0
Závazky k zaměstnancům	4 508
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	4 710
Stát - daňové závazky a dotace	7 499
Krátkodobé přijaté zálohy	1 085
Vydané dluhopisy	0
Dohadné účty pasivní	9 812
Jiné závazky	5 626
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>288 871</b>
Bankovní úvěry dlouhodobé	32 419
Krátkodobé bankovní úvěry	176 540
<b>Krátkodobé finanční výpomoci</b>	<b>79 912</b>
Časové rozlišení	247
Výdaje příštích období	247
Výnosy příštích období	0

*Poznámka: Obdržené konsolidované výkazy Skupiny COLORLAK jsme upravili o jednu účetní operaci, která se týká společnosti COLORLAK, a.s. a PANTER COLOR. Jde o pohledávku za ovládající osobou ve výši 4 958 tis. Kč., která vznikla 30.6.2014 tj. k datu ocenění. Tato pohledávka je zúčtována pouze u společnosti PANTER COLOR. U mateřské společnosti COLORLAK, a.s. ke dni sestavení konsolidovaných výkazů není tento závazek proúčtován. Abychom mohli výkazy použít, upravili jsme konsolidované výkazy o operaci, která se již časově nestihla a upravili jsme položku aktiv, resp. pohledávku za ovládající osobou o 4 958 tis. Kč (4 958 – 4 958) a ve výkazu zisku a ztrát jsme výnosy také понížili o tuto hodnotu. Výsledek hospodaření běžného účetního období jsme upravili tak na hodnotu 35 504 tis. Kč (40 463 – 4 958).*

### 3. ODBORNÝ ODHAD

#### 3.5.2. Finanční plán

Finanční plán Skupiny COLORLAK v podobě konsolidované rozvahy a výkazu zisků a ztrát pro období 2014 – 2017 byl vyhotoven pověřenými pracovníky Společnosti. Finanční plán jsme podrobili analýze jednotlivých položek konsolidovaných výkazů vzhledem k historickým hodnotám a vzhledem k informacím o budoucím vývoji Společnosti. Provedli jsme pouze drobné revize v oblasti pracovního kapitálu a u finančního plánu na rok 2014 jsme korigovali provozní náklady z důvodu data ocenění k 30.6.2014.

Níže uvádíme kalkulační tabulku, která zachycuje historický vývoj jednotlivých položek růstu výnosů/nákladů a vypočtené poměry nákladovosti. Rok 2014 je půlen vzhledem k datu ocenění tj. 30.6.2014, a proto jsou jejich ukazatelé neporovnatelné s ostatními roky.

	2011	2012	2013	1-6/2014
růst tržeb (zboží)		-4,06%	10,91%	-68,93%
růst nákladů na prodané zboží		2,12%	9,14%	-77,32%
podíl nákladů na tržbách (zboží)	77,13%	82,10%	80,79%	58,97%
růst výkonů	51,14%	-10,22%	-5,40%	0,54%
růst výkonové spotřeby	24,90%	-18,13%	-5,23%	14,00%
mzdové náklady růst		-2,08%	1,31%	-47,01%

	7-12/2014	2015	2016	2017
růst tržeb (zboží)	153,57%	3,86%	3,64%	4,81%
růst nákladů na prodané zboží	260,38%	3,63%	4,00%	4,73%
podíl nákladů na tržbách (zboží)	83,81%	76,62%	76,89%	76,83%
růst výkonů	-82,67%	4,71%	2,65%	2,06%
růst výkonové spotřeby	-88,78%	6,58%	3,07%	3,28%
mzdové náklady růst	-2,65%	2,20%	1,38%	2,38%

##### 3.5.2.1. Plán provozního hospodářského výsledku

V návaznosti na informace uvedené v rámci předchozí kapitoly predikujeme výši jednotlivých parametrů Provozního hospodářského výsledku pro období finančního plánu 2014-2017 následovně:

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

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017
Tržby z prodeje zboží	727 215	755 259	782 738	820 367
<b>Výkony</b>	<b>398 786</b>	<b>417 583</b>	<b>428 634</b>	<b>437 454</b>
Tržby z prodeje DHM	5 982	5 615	5 615	5 615
Ostatní provozní výnosy	1 346	2 165	2 164	2 164
Výnosy z ostatního dl. finančního majetku	1 222	3 259	4 074	4 888
Výnosové úroky	190	287	236	236
Ostatní finanční výnosy	3 247	3 248	3 248	3 248
<b>TRŽBY PROVOZNÍ</b>	<b>1 052 701</b>	<b>1 103 961</b>	<b>1 142 468</b>	<b>1 192 190</b>

Analogicky predikujeme výši provozních nákladů:

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

### 3. ODBORNÝ ODHAD

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017
Náklady na prodané zboží	558 401	578 665	601 810	630 267
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>313 499</b>	<b>334 128</b>	<b>344 393</b>	<b>355 672</b>
<b>Osobní náklady</b>	175 839	179 700	182 188	186 528
Daně a poplatky	2 970	2 897	2 825	2 825
ZC prodaného DHM	5 610	5 025	5 025	5 025
Změna stavu rezerv a OP	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	9 776	9 976	10 067	10 167
Nákladové úroky	10 675	10 045	8 851	7 328
Ostatní finanční náklady	4 642	4 669	4 639	4 639
<b>NÁKLADY PROVOZNÍ</b>	<b>1 081 412</b>	<b>1 125 105</b>	<b>1 159 798</b>	<b>1 202 451</b>
Odpisy (účetní)	20 903	22 421	22 801	22 801

Na základě výše uvedených dat predikujeme výši položky Provozní hospodářský výsledek pro období finančního plánu 7-12/2014-2017 následovně:

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

OBDOBÍ	7-12/2014	2015	2016	2017
TRŽBY PROVOZNÍ	586 245	1 183 870	1 222 399	1 268 848
NÁKLADY PROVOZNÍ	566 574	1 115 060	1 150 947	1 195 123
Odpisy (účetní)	11 341	22 421	22 801	22 801
<b>PROVOZNÍ hospodářský výsledek</b>	<b>8 330</b>	<b>46 389</b>	<b>48 651</b>	<b>50 924</b>
<b>PROVOZNÍ hospodářský výsledek (bez odpočtu odpisů)</b>	<b>19 671</b>	<b>68 810</b>	<b>71 452</b>	<b>73 725</b>

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

Predikce účetních odpisů pro období finančního plánu 2014-2017 je kalkulována navíc separátně v rámci následující kapitoly.

#### 3.5.2.2. Plán investic a odpisů

Plán investic a odpisů byl kalkulován s ohledem na historii a také s ohledem na výhled managementu Společnosti a plán investic na rok 2014. Dodržení plánu investic na rok 2014 je dle zástupců Společnosti nejisté a v době zpracování odborného odhadu je obtížné identifikovat investiční akce, které budou probíhat v roce 2014 nebo zda se přesunou na rok 2015. V dalších letech plánu, jsme se rozhodli poměr investic k odpisům zachovat. Přehled plánovaných hodnot investic a odpisů je uveden v následující tabulce.

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

OBDOBÍ	7-12/2014	2015	2016	2017
<b>Investice</b>	<b>14 000</b>	<b>22 000</b>	<b>22 000</b>	<b>22 000</b>
Účetní odpisy	11 341	22 421	22 801	22 801

Z dat uvedených výše je patrné, že predikce účetních odpisů je kalkulována na základě výše investic v průběhu plánu. Do dalších let plánu jsme se rozhodli pro zjednodušení účetní i daňové odpisy harmonizovat.

#### 3.5.2.3. Plán provozního příjmu - shrnutí

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

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

### 3. ODBORNÝ ODHAD

OBDOBÍ	7-12/2014	2015	2016	2017
Provozní zisk před zdaněním a úroky	8 330	46 389	48 651	50 924
Celkový daňový předpis (-)	-7 473	-7 579	-8 381	-9 257
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-856	-1 235	-863	-419
Prodaný dlouhodobý majetek	5 610	5 025	5 025	5 025
Prodaný materiál	0	0	0	0
Odpisy	11 341	22 421	22 801	22 801
<b>PROVOZNÍ PŘÍJEM</b>	<b>16 952</b>	<b>65 021</b>	<b>67 233</b>	<b>69 074</b>

#### 3.5.2.4. Plán pracovního kapitálu

V následující tabulce predikujeme změny jednotlivých položek Pracovního kapitálu promítající se do predikce provozní výše Cash flow v období finančního plánu 7-12/2014-2017. U jednotlivých položek Pracovního kapitálu vycházíme z dodaného plánu, pouze u položky krátkodobé závazky jsme provedli mírnou korekci v době obratu u let 2016 a 2017, z důvodu dodržení poměru mezi dobou obratu u krátkodobých pohledávek a závazků.

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

OBDOBÍ	7-12/2014	2015	2016	2017
Zásoby (nárůst -/pokles +)	59 321	-21	574	-526
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	52 422	-860	-1 396	-627
Čas. rozlišené aktivní (nárůst -/pokles +)	-3 589	0	10	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	2 325	1 493	257	668
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	0	0	0	0
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	0	0	0	0
Závazky (nárůst +/pokles -)	-18 255	-15 000	4 762	5 232
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	1 061	0	0	0
<b>POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)</b>	<b>93 285</b>	<b>-14 388</b>	<b>4 206</b>	<b>4 747</b>

#### 3.5.2.5. Plán provozního Cash flow

V návaznosti na informace uvedené v rámci předchozích kapitol predikujeme pro období finančního plánu 2014-2017 roční výši Provozního Cash flow následovně:

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

OBDOBÍ	7-12/2014	2015	2016	2017
<b>PROVOZNÍ PŘÍJEM</b>	<b>16 952</b>	<b>65 021</b>	<b>67 233</b>	<b>69 074</b>
INVESTICE (-)	-14 000	-22 000	-22 000	-22 000
POHYB PRAC. KAPITÁLU (+/-)	93 285	-14 388	4 206	4 747
<b>PROVOZNÍ CASH-FLOW</b>	<b>96 237</b>	<b>28 633</b>	<b>49 439</b>	<b>51 822</b>
<b>FINANČNÍ CASH-FLOW</b>	<b>-52 223</b>	<b>-65 090</b>	<b>-30 796</b>	<b>-49 320</b>
Hotovost na začátku období	20 467	64 481	28 024	46 667
<b>ČISTÉ CASH-FLOW</b>	<b>44 014</b>	<b>-36 457</b>	<b>18 643</b>	<b>2 501</b>
Hotovost na konci období	64 481	28 024	46 667	49 169

#### 3.5.2.6. Plán Bilance

Na základě výše uvedeného predikujeme výhled jednotlivých položek Bilance pro období finančního plánu 2014-2017 následovně:

**Tabulka – Predikce Bilance v (tis. Kč)**

### 3. ODBORNÝ ODHAD

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017
FIXNÍ AKTIVA	211 769	206 323	200 497	194 671
OBĚŽNÁ AKTIVA	399 149	363 543	383 005	386 660
Zásoby	182 834	182 855	182 281	182 807
Dlouhodobé pohledávky	111	81	78	78
Krátkodobé pohledávky	151 723	152 583	153 979	154 606
Hotovost	64 481	28 024	46 667	49 169
ČASOVÉ ROZLIŠ. AKTIVNÍ	5 202	5 202	5 192	5 192
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>616 120</b>	<b>575 068</b>	<b>588 694</b>	<b>586 523</b>
VLASTNÍ KAPITÁL	181 416	179 727	215 456	254 920
CIZÍ ZDROJE	433 396	394 033	371 931	330 296
Rezervy	736	736	736	736
Dlouhodobé závazky	14 765	12 625	8 913	3 413
Krátkodobé závazky	170 310	155 310	160 072	165 304
Bankovní úvěry a výpomoci	247 585	225 362	202 210	160 843
ČASOVÉ ROZLIŠ. PASIVNÍ	1 308	1 308	1 307	1 307
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>616 120</b>	<b>575 068</b>	<b>588 694</b>	<b>586 523</b>

#### 3.5.3. Kalkulace CF do perpetuity

Pro výpočet CF v perpetuitě platí tedy vztah:

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

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

$NI = 50\,924 * (1 - 0,19) * (0,02 / 0,1044)$

$NI = 7\,905$  tis. Kč

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

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

$CF\ do\ perpetuity = [50\,924 * (1 - 0,19) - 7\,905] * (1 + 0,02)$

$CF\ do\ perpetuity = 34\,010$  tis. Kč

Pro Období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu CF provozní každoročně ve výši **34 010 tis. Kč**.

#### 3.5.4. Kalkulace diskontu

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.

### 3. ODBORNÝ ODHAD

Pro stanovení nákladu kapitálu je nutné stanovit:

- Náklady vlastního kapitálu
- Náklady na cizí zdroje

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

#### 3.5.4.1. 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

##### 3.5.4.1.1. Bezriziková sazba

V srpnu 2014 (4.8.2014) činila výnosnost dlouhodobých dluhopisů České republiky se splatností v roce 2024, typ prodej, na úrovni **1,46% p.a.** Splatnost dluhopisů se splatností v r. 2057 činila k uvedenému datu **3,42% p.a.**

##### 3.5.4.1.2. Bety komparativních společností

###### 3.5.4.1.2.1. 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  $\beta$ .

###### 3.5.4.1.2.2. 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) závodů
- kalkulace koeficientu  $\beta$  na základě historických dat závodu (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 rizikovosti odvětví společnosti, pracuje s hodnotami historické výnosnosti, resp. rizikovosti společností, působících na americkém, resp. evropském trhu.

###### 3.5.4.1.2.3. 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.

### 3. ODBORNÝ ODHAD

**Tabulka – Kalkulace koeficientu beta**

Odvětví	Počet firem	Beta	Cizí/Celkové zdroje	Nezadlužená beta
Diversified	54	1,19	43,06%	0,86
Chemical (Basic)	60	1,05	19,36%	0,90

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

Na základě výše uvedeného kalkulujeme pro účely ocenění průměrný koeficient pro dané odvětví nezadlužené bety ve výši **0,881**.

#### 3.5.4.1.3. Riziková prémie pro vyspělé trhy

Výše rizikové prémie, 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 prémie ovšem není možný. Proto volíme metodu, která je v těchto situacích obvyklá a odhad budoucí prémie odvozujeme z minulých hodnot dosažených na kapitálových trzích, přičemž předpokládáme, že minulost bude přiměřeným odhadem pro budoucnost.

Nejvhodnějším základem pro výpočet historických prémie jsou disponibilní data o vývoji kapitálových trhů v USA, a to za období 1928-2013 ([www.damodaran.com](http://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.

Nutno však podotknout, že část odborné veřejnosti preferuje při kalkulaci přírážky za tržní riziko stále průměr geometrický, aplikujeme při stanovení přírážky za tržní riziko medián obou hodnot.

**Tabulka – Kalkulace rizikové prémie aritmetickým průměrem**

OBDOBÍ	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Prémie za riziko trhu (Stocks - T.Bonds)
1928-2013	11,50%	3,57%	5,21%	<b>6,29%</b>
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/>

**Tabulka – Kalkulace rizikové prémie geometrickým průměrem**

OBDOBÍ	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Prémie za riziko trhu (Stocks - T.Bonds)
1928-2013	9,55%	3,53%	4,93%	<b>4,62%</b>
1964-2013	9,89%	5,07%	6,56%	3,33%
2004-2013	7,34%	1,54%	4,27%	3,07%

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

### 3. ODBORNÝ ODHAD

Pro účely kalkulace diskontu v rámci ocenění metodou DCF uvažujeme vyšší prémii za tržní riziko společnosti kalkulované ve výši mediánu mezi aritmetickým a geometrickým průměrem za období 1928-2013, tedy ve výši **5,45% p.a.**

#### 3.5.4.1.4. Přírážka za riziko země

Pokud se použije pro kalkulaci diskontní míry zahraniční bezrizikové výnosnosti a dále zahraniční výnosnosti tržního indexu, je nutné dále zohlednit přírážku za riziko dané země (viz např. Mařík M. - Diskontní míra v oceňování). Tato přírážka 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 přírážka vychází z ratingu dané země a z volatility výnosnosti akciového a dluhopisového trhu.

Dle námi zjištěných informací činí aktuální hodnota přírážky pro Českou republiku **1,05 % p.a.**

#### 3.5.4.1.5. 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 prémii za velikost v členění společností dle jejich velikosti (tržní kapitalizace). Při výpočtu diskontní míry připočteme tedy premii za velikost a tržní kapitalizaci v hodnotě **3,89 % p.a.**, neboť Společnost spadá do decilu „mikro kapitalizace“.

#### Tabulka - Size premium (prémie za tržní kapitalizaci)

Decil	Tržní kapitalizace nejmenších společností (v mil. \$)	Tržní kapitalizace největších společností (v mil. \$)	Přírážka za tržní kapitalizaci
střední kapitalizace	1621,096	6896,389	1,14%
nízká kapitalizace	422,999	1620,86	1,88%
mikro kapitalizace	1,028	422,811	<b>3,89%</b>

Zdroj: SBBI Valuation Edition 2012 Yearbook

#### 3.5.4.1.6. Prémie za specifická rizika

Prémie za specifická rizika je rovněž nedílnou součástí metodiky CAPM kalkulující diskontní míru pro výnosové ocenění, jejíž deskripce je uvedena v rámci české i zahraniční odborné literatury. Z praxe vyplývá nutnost její aplikace primárně u společností malé, resp. střední velikosti, s omezenými možnostmi diverzifikace své podnikatelské činnosti, případně u závodů s nejistou, resp. omezenou možností predikce budoucího vývoje.

S ohledem na účely ocenění a rizika promítnutá přímo do finančního plánu neuvažujeme o přírážce za specifická rizika.

#### 3.5.4.1.7. Výsledná kalkulace nákladů vlastního kapitálu

Zjištěné hodnoty mohou tedy být dosazeny do vzorce:

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

#### 3.5.4.2. Diskontní míra – náklady cizích zdrojů

Pro období finančního plánu 2014-2017 jsou náklady na cizí zdroje plánovány na úrovni průměrných sazeb čerpaných úvěrů a půjček Společnosti.

### 3. ODBORNÝ ODHAD

#### 3.5.4.3. 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>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Perpetuita</b>
Bezriziková sazba	1,46%	1,46%	1,46%	1,46%	3,42%
Nezadlužená beta	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88
Přirážka za tržní riziko	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%
Přirážka za riziko země	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Přirážka za tržní kapitalizaci	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%
Tržní poměr cizích a celk. zdrojů	61,99%	62,37%	55,29%	50,14%	50,14%
<i>Sazba daně z příjmů</i>	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročení cizí zdroje	4,20%	4,06%	3,99%	3,96%	3,96%
Náklady na vlastní zdroje	18,64%	18,76%	16,81%	15,74%	17,70%
<b>WACC</b>	<b>9,19%</b>	<b>9,11%</b>	<b>9,30%</b>	<b>9,46%</b>	<b>10,44%</b>

### 3.6. Vlastní ocenění

#### 3.6.1. Ocenění metodou DCF

Při uvážení všech předpokladů právní, ekonomické, provozní a všeobecné povahy, které byly základem pro sestavení prognóz, činí hodnota aktiv (majetku)/pasiv (dluhů), mající přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow Skupiny COLORLAK (zaokrouhleno):

Provozní + perpetuitní efekt celkem.....490 251 tis.Kč

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

###### 3.6.1.1.1. Neprovozní aktiva

Byla identifikována neprovozní aktiva v podobě 100% obchodního podílu ve společnosti MILANO COLOR, a.s. a EKOLAK s.r.o.. Jedná se o společnosti, které vykazují minimální provozní činnost a jsou neaktivní z hlediska hospodaření. Tento finanční majetek jsme se rozhodli ocenit ekvivalencí na úrovni vlastního kapitálu společnosti MILANO COLOR, a.s. a společnosti EKOLAK s.r.o. k 31.12.2013.

<b>Název společnosti</b>	<b>Podíl</b>	<b>Vlastní kapitál k 31.12.2013 (Kč)</b>	<b>Ocenění (Kč)</b>
MILANO COLOR, a.s.	100%	1 299 000,-	1 299 000,-
EKOLAK s.r.o.	100%	490 000,-	490 000,-

###### 3.6.1.1.2. Volná hotovost

Skupina COLORLAK k 30.6.2013 eviduje krátkodobý finanční majetek ve výši 20 467 tis. Kč. Peněžní likvidita k datu ocenění činí 6,81%. Dle našeho názoru lze konstatovat, že Skupina COLORLAK k 30.06.2013 disponuje neprovozní (přebytečnou) hotovostí vzhledem k hodnotám krátkodobých dluhů v minimální výši 1 322 tis. Kč při použití peněžní likvidity dosažené k 31.12.2013.

###### 3.6.1.1.3. Ocenění odečitatelných cizích zdrojů a odložený daňový závazek

Veškeré úročené cizí zdroje, které budou odečteny od hodnoty Společnosti, jsou oceněny v účetní hodnotě ke dni ocenění. Jedná se o bankovní úvěry v hodnotě 288 871 tis. Kč. Závazky k ovládaným a řízeným osobám v podobě půjčky společnosti EKOLAK s.r.o. ve výši 310 tis. Kč.

### 3. ODBORNÝ ODHAD

Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem ve výši 1 711 tis. Kč. Jde o neúročenou půjčku společnosti COLORLAK SK za fyzickou osobou. Položka jiné dlouhodobé závazky obsahují půjčku společnosti COLORLAK, a.s. ve výši 10 151 tis. Kč a úvěry na automobily ve výši 4 899 tis. Kč. Celková hodnota odečitatelných cizích zdrojů činí k datu ocenění 305 942 tis. Kč.

Odložený daňový závazek k datu ocenění činí 2 723 tis. Kč, a jehož předpokládaná splatnost je 10 let byl diskontován na současnou hodnotu a odečten v aktuální (diskontované) výši, která činí 1 632 tis. Kč.

#### 3.6.1.2. Závěrečná analýza

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

Aktiva (majetek) / pasiva (závazky/dluhy) Společnosti, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow .....490 251 tis. Kč

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

Neprovozní hotovost.....1 322 tis. Kč

Neprovozní aktiva .....1 789 tis.Kč

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

Hodnota odečitatelných cizích zdrojů .....305 942 tis.Kč

Odložený daňový závazek .....1 623 tis.Kč

**CELKEM .....185 797 tis. Kč**

**Hodnota čistého obchodního majetku společnosti COLORLAK, a.s. zjištěná výnosovou metodou DCF, činí ke dni ocenění po zaokrouhlení na celé tisíce 185 797 tis. Kč.**

### 3.7. Stanovení ceny akcií

#### 3.7.1. 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.

### 3. ODBORNÝ ODHAD

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 závod 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 společnost 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 společnost bez majoritního akcionáře, se může i např. 10% akcií jevit jako majorita se kterou jsou spojeni 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 tato hodnota rozdrobena na stovky akcií.

Prémie za minoritu by naopak neměla odrážet:

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

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

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

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

**V návaznosti na výše uvedené jsme stanovili výši diskontu za minoritu na 13%.**

### 3. ODBORNÝ ODHAD

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>	<b>Hodnoty pro privátní</b>
Tržby (tis. Kč)	1 183 870
Kladný nebo záporný hospodářský výsledek ve sledovaném období	1
Hotovost/Hodnota Společnosti	11%
Veřejně obchodovaný objem/ Hodnota Společnosti	0%
<b>Výstup</b>	
<b>Diskont za nelikviditu</b>	<b>11,93%</b>

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

#### 3.7.2. 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)	185 066 000
Základní kapitál (Kč)	178 725 000
<b>Výnosová hodnota společnosti (Kč)</b>	<b>185 797 018</b>
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 10 Kč	10,40
<b>Diskont za minoritu</b>	<b>13,00%</b>
<b>Diskont za nelikviditu</b>	<b>11,93%</b>
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 10 Kč	7,80
<b>Hodnota 11 192 ks akcie 10,-Kč</b>	<b>87 297,60</b>
<b>Balík k dražbě celkem</b>	<b>87 297,60</b>

#### **4. ZÁVĚR**

**Jsmo názoru, že při splnění všech výše uvedených předpokladů činí hodnota jedné akcie emitované společností COLORLAK, a.s. na jméno v listinné podobě o nominální hodnotě 10,-Kč po zaokrouhlení na celé koruny částku:**

**7,80 Kč za jednu akcii na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 10,- Kč**

V Brně dne 11. srpna 2014

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

Ing. David Hrazdíra  
jednatel společnosti