

# **Analýza**

k výběru použité metody

ve znaleckém posudku č. 2537-167/14

o hodnotě akcií společnosti REPROGEN, a.s.

## OBSAH

<b>1.</b>	<b>VŠEOBECNÉ ÚDAJE .....</b>	<b>3</b>
1.1.	Úvod.....	3
1.2.	Den ocenění.....	3
1.3.	Prohlášení o nezávislosti.....	3
1.4.	Použitelnost Analýzy.....	3
<b>2.</b>	<b>NÁLEZ .....</b>	<b>4</b>
2.1.	Podklady pro zpracování .....	4
2.1.1.	Podklady poskytnuté Objednavatelem.....	4
2.1.2.	Podklady opatřené zpracovatelem a použítá literatura.....	4
<b>3.</b>	<b>OCENĚNÍ A ZÁVĚR .....</b>	<b>5</b>
3.1.	Použitý způsob ocenění.....	5
3.1.1.	Specifické předpoklady ocenění metodou DCF Společnosti.....	5
3.2.	Závěr .....	19

## **1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE**

### **1.1. Úvod**

Analýza k výběru použité metody ve Znaleckém posudku č. 2537-167/14 o hodnotě akcií společnosti REPROGEN, a.s. (dále v textu označeném též jako „Znalecký posudek“), se sídlem na adrese Planá nad Lužnicí, Husova 607, okres Tábor, PSČ 39111, IČ 46678450 (dále také jako „Společnost“), jež byl vypracován za účelem předpokládané dražby akcií Společnosti, je vypracována na žádost objednavatele, pro zdůvodnění použité likvidační metody při zpracování odhadu hodnoty jmění Společnosti, s ohledem na hodnoty získané za použití výnosové metody ocenění DCF (metody diskontovaných peněžních toků).

Tato Analýza potvrzuje závěry Znaleckého posudku č. 2537-167/14 a je jeho nedílnou součástí.

### **1.2. Den ocenění**

Odhad hodnoty jmění společnosti REPROGEN, a.s. výnosovou metodou ocenění DCF je proveden k datu 30.9.2014, což je den ocenění.

### **1.3. Prohlášení o nezávislosti**

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

Dále prohlašujeme, že jednání o odměně za zpracování této analýzy byla vedena tak, aby výše odměny nebyla nikterak závislá na výsledcích ocenění.

### **1.4. Použitelnost Zprávy**

Tato analýza je použitelná jenom pro výše uvedený účel, tj. jako doplnění Znaleckého posudku v souladu s informacemi uvedenými v rámci předchozí kapitoly 1.1 Úvod a je jeho nedílnou součástí.

## 2. NÁLEZ

### 2.1. Podklady pro zpracování

#### 2.1.1. Podklady poskytnuté Objednavatelem

- Finanční výkazy Společnosti k datu ocenění (30.9.2014)
- Historické finanční výkazy Společnosti za období 2009-2013
- Finanční plány Společnosti v podobě plánované rozvahy a výkazu zisků a ztrát a to pro období 2014-2019
- Plán investic Společnosti pro období 2014-2019
- Plán financování Společnosti pro období 2014-2019

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

Pro účely vyhotovení této zprávy byla využita nad rámec odborné literatury, uvedené v rámci Znaleckého posudku rovněž následující odborná literatura:

- Mařík - Diskontní míra v oceňování, Vysoká škola ekonomická 2001;
- Bradáč A., Krejčíř P. - Znalecký standard č. I/2005: Oceňování motorových vozidel, Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., prosinec 2004;
- Maříková P., Mařík M. - Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, Praha, Oeconomica, 2007;
- Mařík M. a kol. - Metody oceňování podniku, Praha, Ekopress, 2011;
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, Ekopress, Praha 2011;
- Ibbotson Associates - SBBI 2012 Valuation Edition Yearbook, Ibbotson Associates 2012;
- Internetové stránky prof. Damodarana, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Jiné podklady relevantní k datu ocenění

### 3. OCENĚNÍ A ZÁVĚR

#### 3.1. Použitý způsob ocenění

Jak bylo uvedeno v rámci předchozí kapitoly, obsahem této analýzy je provedení výpočtu hodnoty Společnosti výnosovou metodou ocenění DCF, aby bylo zřejmé, že hlavní metoda ocenění zvolená ve Znaleckém posudku je správná.

##### 3.1.1. Specifické předpoklady ocenění metodou DCF Společnosti

###### 3.1.1.1. Výchozí bilance společnosti REPROGEN, a.s.

Výchozí bilance Společnosti k datu ocenění je k 30.9.2014.

###### 3.1.1.2. Finanční plán

Finanční plán je vyhotoven v souladu s následujícími parametry.

Plán byl vyhotoven s přihlédnutím k dodanému plánu Rozvahy a Výkazu zisků a ztrát Společnosti, investic i financování pro období 2015-2019, jež byl dodán zástupci Společnosti.

Období 2014 bylo domodelováno s přihlédnutím k dodanému plánu 2015-2019 (viz výše) a rovněž s přihlédnutím k historicky dosaženému stavu bilance k 31.12.2013 a k 30.9.2014.

Pro následující období 2020-2024 byla predikce hospodaření Společnosti, rovněž predikce změn jednotlivých položek pracovního kapitálu, investic i financování dopracována Zhotovitelem ocenění a to v návaznosti na historicky dosažené hodnoty Společnosti a rovněž s ohledem na její očekávaný vývoj, plánovaný pro období 2015-2019.

###### 3.1.1.2.1. Predikce provozního výsledku hospodaření

Predikce příslušných poměrových ukazatelů hospodaření byla kalkulována následovně:

- Plán provozního výsledku hospodaření pro období 2014-2019 jsme obdrželi od zástupců Společnosti, prověřili jeho návaznost na historii a následně přejali pro účely výnosového ocenění
- Pro následující období 2020-2024 jsme dodaný plán, považovaný za aktuální výhled zástupců Společnosti prodloužili způsobem, jež koresponduje s historicky dosaženými výsledky hospodaření i absolutními hodnotami klíčových parametrů (viz vývoj klíčových poměrových ukazatelů hospodaření Společnosti uvedený níže)

Tabulka – Predikce provozního výsledku hospodaření (tis. Kč)

OBDOBÍ	1-9 2014	10-12 2014	2015	2016	2017	2018
<b>TRŽBY</b>						
Tržby z prodeje zboží	5 678	3 549	10 833	11 929	13 850	18 058
<b>Výkony</b>	<b>108 948</b>	<b>27 766</b>	<b>140 237</b>	<b>142 747</b>	<b>148 660</b>	<b>157 872</b>
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	101 061	33 725	137 974	140 255	145 766	154 100
Změna stavu zásob vlastní výroby	7 419	-6 475	1 108	1 220	1 417	1 847
Aktivace	468	516	1 155	1 272	1 477	1 925
<b>Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu</b>	<b>1 361</b>	<b>515</b>	<b>2 202</b>	<b>2 426</b>	<b>2 815</b>	<b>3 671</b>
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	256	57	367	405	470	612
Tržby z prodeje materiálu	1 105	458	1 835	2 021	2 345	3 059
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>6 267</b>	<b>14 399</b>	<b>21 832</b>	<b>22 493</b>	<b>23 937</b>	<b>26 947</b>
<b>TRŽBY PROVOZNÍ CELKEM</b>	<b>122 254</b>	<b>46 229</b>	<b>175 104</b>	<b>179 595</b>	<b>189 262</b>	<b>206 548</b>
<b>NÁKLADY</b>						

OBDOBÍ	1-9 2014	10-12 2014	2015	2016	2017	2018
<b>Náklady na prodané zboží</b>	<b>5 661</b>	<b>3 445</b>	<b>10 692</b>	<b>11 772</b>	<b>13 668</b>	<b>17 820</b>
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>73 210</b>	<b>19 712</b>	<b>94 575</b>	<b>96 230</b>	<b>101 097</b>	<b>110 328</b>
Spotřeba materiálu a energie	55 524	16 040	72 498	73 619	74 039	78 530
Služby	17 686	3 672	22 077	22 611	27 058	31 798
<b>Osobní náklady</b>	<b>32 741</b>	<b>10 317</b>	<b>45 273</b>	<b>46 669</b>	<b>48 082</b>	<b>49 589</b>
Mzdové náklady	24 090	7 617	33 290	34 280	35 300	36 300
Náklady na SZP	8 472	2 578	11 630	12 000	12 330	12 700
Sociální náklady	179	122	353	389	452	589
<b>Daně a poplatky</b>	<b>579</b>	<b>443</b>	<b>1 200</b>	<b>1 321</b>	<b>1 534</b>	<b>2 000</b>
<b>Náklady na prod. dlouh. majetek a materiál</b>	<b>1 161</b>	<b>332</b>	<b>1 753</b>	<b>1 930</b>	<b>2 240</b>	<b>2 922</b>
Náklady na prod. dlouh. majetek (=ZC)	282	-6	324	357	414	540
Náklady na prod. materiál (=ZC)	879	338	1 429	1 573	1 826	2 382
<b>Změna stavu rezerv a opravných položek</b>	<b>-69</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Ostatní provozní náklady</b>	<b>3 319</b>	<b>-61</b>	<b>3 825</b>	<b>4 212</b>	<b>4 887</b>	<b>6 376</b>
<b>NÁKLADY PROVOZNÍ CELKEM</b>	<b>116 602</b>	<b>34 188</b>	<b>157 318</b>	<b>162 134</b>	<b>171 508</b>	<b>189 035</b>
Odpisy (účetní)	10 528	3 529	14 072	13 951	14 024	14 012
<b>PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>-4 876</b>	<b>8 512</b>	<b>3 714</b>	<b>3 510</b>	<b>3 730</b>	<b>3 501</b>

Pro následující období byla predikce jednotlivých parametrů provozního výsledku hospodaření provedena následujícím způsobem:

**Tabulka – Predikce provozního výsledku hospodaření (tis. Kč)**

OBDOBÍ	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>TRŽBY</b>						
<b>Tržby z prodeje zboží</b>	<b>21 353</b>	<b>21 780</b>	<b>22 216</b>	<b>22 660</b>	<b>23 113</b>	<b>23 575</b>
<b>Výkony</b>	<b>167 876</b>	<b>171 234</b>	<b>174 658</b>	<b>178 151</b>	<b>181 714</b>	<b>185 349</b>
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	163 414	166 682	170 016	173 416	176 885	180 422
Změna stavu zásob vlastní výroby	2 185	2 229	2 273	2 319	2 365	2 412
Aktivace	2 277	2 323	2 369	2 416	2 465	2 514
<b>Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu</b>	<b>4 341</b>	<b>4 428</b>	<b>4 516</b>	<b>4 607</b>	<b>4 699</b>	<b>4 793</b>
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	724	738	753	768	784	799
Tržby z prodeje materiálu	3 617	3 689	3 763	3 838	3 915	3 993
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>29 319</b>	<b>29 533</b>	<b>30 463</b>	<b>31 418</b>	<b>32 400</b>	<b>33 048</b>
<b>TRŽBY PROVOZNÍ CELKEM</b>	<b>222 889</b>	<b>226 974</b>	<b>231 853</b>	<b>236 836</b>	<b>241 926</b>	<b>246 765</b>
<b>NÁKLADY</b>						
<b>Náklady na prodané zboží</b>	<b>21 073</b>	<b>21 494</b>	<b>21 924</b>	<b>22 363</b>	<b>22 810</b>	<b>23 266</b>
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>119 742</b>	<b>120 036</b>	<b>120 294</b>	<b>120 514</b>	<b>120 695</b>	<b>123 109</b>
Spotřeba materiálu a energie	85 315	87 021	88 762	90 537	92 348	94 195
Služby	34 427	33 015	31 532	29 977	28 347	28 914
<b>Osobní náklady</b>	<b>51 136</b>	<b>52 159</b>	<b>53 202</b>	<b>54 266</b>	<b>55 351</b>	<b>56 458</b>
Mzdové náklady	37 400	38 148	38 911	39 689	40 483	41 293
Náklady na SZP	13 040	13 301	13 567	13 838	14 115	14 397
Sociální náklady	696	710	724	739	753	768
<b>Daně a poplatky</b>	<b>2 365</b>	<b>2 412</b>	<b>2 461</b>	<b>2 510</b>	<b>2 560</b>	<b>2 611</b>
<b>Náklady na prod. dlouh. majetek a materiál</b>	<b>3 455</b>	<b>3 524</b>	<b>3 595</b>	<b>3 666</b>	<b>3 740</b>	<b>3 815</b>
Náklady na prod. dlouh. majetek (=ZC)	639	652	665	678	692	706
Náklady na prod. materiál (=ZC)	2 816	2 872	2 930	2 988	3 048	3 109
<b>Změna stavu rezerv a opravných položek</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Ostatní provozní náklady</b>	<b>7 540</b>	<b>7 691</b>	<b>7 845</b>	<b>8 002</b>	<b>8 162</b>	<b>8 325</b>
<b>NÁKLADY PROVOZNÍ CELKEM</b>	<b>205 311</b>	<b>207 316</b>	<b>209 320</b>	<b>211 321</b>	<b>213 318</b>	<b>217 584</b>
Odpisy (účetní)	14 027	13 863	13 557	13 303	13 098	13 074
<b>PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>3 551</b>	<b>5 795</b>	<b>8 976</b>	<b>12 212</b>	<b>15 510</b>	<b>16 106</b>

Predikce je založena na vývoji následujících klíčových poměrových ukazatelů, jejichž historická výše byla pro období 2009-2014(k 30.9.2014) kalkulována následovně:

**Tabulka – Historicky dosažené hodnoty poměrových ukazatelů hospodaření (tis. Kč)**

OBDOBÍ	2009	2010	2011	2012	2013	1.-9.2014
Výkonová spotřeba/Výkony	64%	67%	64%	64%	73%	67%
<i>spotřeba materiálu a energie/ Výkony</i>	49%	50%	48%	49%	58%	51%
<i>služby/ Výkony</i>	15%	17%	16%	15%	15%	16%
Mzdové N/(Výkony a Tržby za zboží)	26%	26%	21%	20%	20%	21%
N na soc. a zdr. Pojišť/Mzdové N	34%	35%	35%	35%	35%	35%
Daně a poplatky/(Výkony a Tržby za zb.)	1%	1%	0,8%	0,7%	0,6%	1%
OPV/(Tržby za zb. a Výkony)	15%	17%	12%	16%	21%	5%
OPN/N na zb. a Výkonová spotřeba	5%	4%	3%	11%	12%	4%

V návaznosti na předchozí predikujeme klíčové parametry pro období 2014-2019 v souladu s dodaným plánem, pro následující období 2020-2024 pak následovně:

- Spotřeba materiálu a energie/Výkony

Pro dané období ponecháváme predikci této položky na úrovni predikce pro 2019, neboť je prakticky totožná s průměrnou hodnotou dosaženou v období 2009-2013

- Služby/Výkony

Pro dané období tuto hodnotu predikujeme v mezích konvergence k průměru dosaženému za období 2009-2013. Tímto způsobem provedená predikce

- Mzdové náklady/(Výkony a Tržby za zboží)

Pro dané období ponecháváme predikci této položky na úrovni predikce pro 2019, neboť je nižší v porovnání s průměrnou hodnotou dosaženou v období 2009-2013, tudíž ji dále nezhoršujeme, ponecháváme.

- Náklady na sociální a zdravotní pojištění/Mzdové náklady

Danou položku ponecháváme ve stabilní výši korespondující s 2009-2013 i s dodanou predikcí 2014-2019.

- Daně a poplatky/(Výkony a Tržby za zboží)

Analogicky s předchozím, ponecháváme predikci na úrovni dodané predikce pro období 2019.

- Ostatní provozní výnosy/(Tržby za zboží a Výkony)

Predikci dané položky pro období 2020-2024 postupně navyšujeme na úroveň odpovídající průměru dat za období 2009-2013

- Ostatní provozní náklady/(Náklady na zboží a výkonová spotřeba)

Postupujeme analogicky jako v předchozím případě, tj. pro období 2020-2024 konvergujeme hodnotu poměrového ukazatele k průměrné hodnotě z období 2009-2013

V návaznosti na předchozí predikujeme jednotlivé poměrové ukazatele pro období finančního plánu 2014-2024 následujícím způsobem:

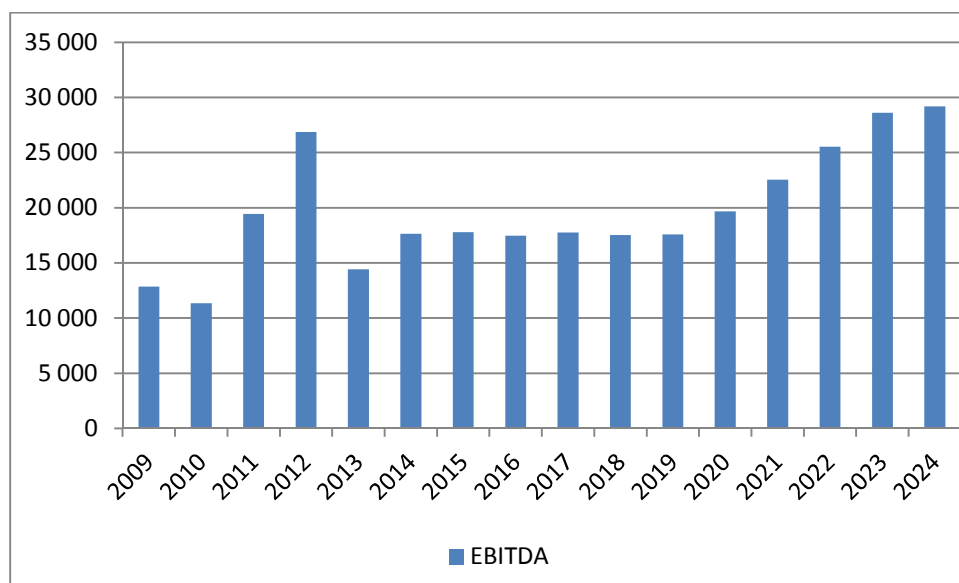
**Tabulka – Predikce poměrových ukazatelů hospodaření (tis. Kč)**

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Výkonová spotřeba/Výkony	68%	67%	67%	68%	70%	71%	70%	69%	68%	66%	66%
<i>spotřeba materiálu a energie/ Výkony</i>	52,3%	51,7%	51,6%	49,8%	49,7%	50,8%	51%	51%	51%	51%	51%
<i>služby/ Výkony</i>	15,6%	15,7%	15,8%	18,2%	20,1%	20,5%	19%	18%	17%	16%	16%
Mzdové N/(Výkony a Tržby za zboží)	22%	22%	22%	22%	21%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
N na soc. a zdr. Pojišť/Mzdové N	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
Daně a poplatky/(Výkony a Tržby za zb.)	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
OPV/(Tržby za zb. a Výkony)	14%	14%	15%	15%	15%	15%	16%	16%	16%	16%	16%

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
OPN/N na zb. a Výkonová spotřeba	3%	4%	4%	4%	5%	5%	6%	6%	7%	7%	7%

Souhrnný ukazatel EBITDA (provozní HV+Odpisy) predikujeme v návaznosti na předchozí následujícím způsobem:

**Tabulka – Historie a predikce ukazatele EBITDA (tis. Kč)**



### 3.1.1.2.2. Predikce změn pracovního kapitálu

Jednotlivé položky pracovního kapitálu predikujeme pro období 2014-2024 dle dodané predikce hodnot pro období 2014, následně pak dle doby obratu příslušných položek pracovního kapitálu (kr. pohledávky z obch. styku, kr. závazku z obch. styku a zásoby) a s přihlédnutím k historicky dosaženým hodnotám.

**Tabulka – predikce vybraných provozních tržeb a nákladů (tis. Kč)**

OBDOBÍ	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Provozní tržby	144 013	148 807	152 184	159 616	172 158	184 767	188 462	192 232	196 076	199 998	203 998
Provozní náklady	102 028	105 267	108 002	114 765	128 148	140 815	141 531	142 218	142 877	143 505	146 375

*Pozn.:*

*Provozní tržby = tržby za zboží a tržby za vl. výrobky a služby*

*Provozní náklady = náklady na zboží a náklady na výkonovou spotřebu*

### 3.1.1.2.3. Predikce změn krátkodobých pohledávek

Krátkodobé pohledávky z obchodního styku byly predikovány pro období 2014 dle dodaného plánu, pro následující období 2015-2024 pak dle doby obratu získané váženým průměrem z dat období 2011-2014 (váhy období 1,1,2,2).

Ostatní položky krátkodobých pohledávek byly predikovány primárně s přihlédnutím k dodanému plánu pro období 2014 a následně byly ponechány v konstantní výši.



Tabulka – Predikce změn kr. pohledávek (tis. Kč)

OBDOBÍ	10-12 14	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>POHLED. Z OBCH. VZT.</b>											
Stav ke konci období	22 249	19 659	20 105	21 087	22 744	24 410	24 898	25 396	25 904	26 422	26 950
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	56,39	48,22	48,22	48,22	48,22	48,22	48,22	48,22	48,22	48,22	48,22
Průměrná meziroční změna	0	2 590	-446	-982	-1 657	-1 666	-488	-498	-508	-518	-528
<b>STÁT – DAŇ. POHLED.</b>											
Stav ke konci období	685	685	685	685	685	685	685	685	685	685	685
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>OSTAT. POSKYT. ZÁLOHY</b>											
Stav ke konci období	984	984	984	984	984	984	984	984	984	984	984
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>JINÉ POHLEDÁVKY</b>											
Stav ke konci období	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>DOHAD. ÚČTY AKTIVNÍ</b>											
Stav ke konci období	414	414	414	414	414	414	414	414	414	414	414
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>POHLEDÁVKY CELKEM</b>											
Stav ke konci období	24 462	21 872	22 318	23 300	24 957	26 623	27 111	27 609	28 117	28 635	29 163
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	62,00	53,65	53,53	53,28	52,91	52,59	52,51	52,42	52,34	52,26	52,18
Průměrná meziroční změna	0	2 590	-446	-982	-1 657	-1 666	-488	-498	-508	-518	-528

#### 3.1.1.2.4. Predikce změn krátkodobých závazků

Krátkodobé závazky z obchodního styku byly predikovány pro období 2014 dle dodaného plánu, pro následující období 2015-2024 pak dle doby obratu získané váženým průměrem z dat období 2011-2014 (váhy období 1,1,1,4)

Položka závazky k zaměstnancům a závazky ze sociálního a zdravotního pojištění byla pro období 2014 predikována dle dodaného plánu, následně pro období 2015-2024 pak ve výši 1/12 příslušných provozních nákladů.

Ostatní položky krátkodobých závazků byly predikovány primárně s přihlédnutím k dodanému plánu pro období 2014 a následně byly ponechány v konstantní výši.

Tabulka – Predikce změn kr. závazků (tis. Kč)

OBDOBÍ	10-12 14	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>ZÁVAZKY Z OBCH. VZTAHŮ</b>											
Stav ke konci období	23 416	17 344	17 794	18 909	21 114	23 201	23 319	23 432	23 540	23 644	24 117
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	83,77	60,14	60,14	60,14	60,14	60,14	60,14	60,14	60,14	60,14	60,14
Průměrná meziroční změna	0	-6 072	451	1 114	2 205	2 087	118	113	109	103	473
<b>ZÁVAZKY K ZAMĚŠT.</b>											
Stav ke konci období	2 192	2 774	2 857	2 942	3 025	3 117	3 179	3 243	3 307	3 374	3 441
Průměrná meziroční změna	0	582	83	85	83	92	62	64	65	66	67
<b>ZÁVAZKY ZE SOC. ZABEZP. A ZDR. POJ.</b>											
Stav ke konci období	1 221	969	1 000	1 028	1 058	1 087	1 108	1 131	1 153	1 176	1 200
Průměrná meziroční změna	0	-252	31	28	31	28	22	22	23	23	24
<b>STÁT – DAŇ. ZÁV. A DOTACE</b>											
Stav ke konci období	629	629	629	629	629	629	629	629	629	629	629
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>KRÁTK. PŘIJATÉ ZÁLOHY</b>											
Stav ke konci období	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

OBDOBÍ	10-12 14	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>JINÉ ZÁVAZKY</b>											
Stav ke konci období	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	4,07	4,07	4,07	4,07	4,07	4,07	4,07	4,07	4,07	4,07	4,07
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>DOHADNÉ ÚČTY PASIVNÍ</b>											
Stav ke konci období	366	366	366	366	366	366	366	366	366	366	366
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>ZÁVAZKY CELKEM</b>											
Stav ke konci období	28 489	22 747	23 311	24 538	26 857	29 064	29 266	29 465	29 661	29 854	30 418
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	101,92	78,87	78,78	78,04	76,50	75,34	75,48	75,62	75,77	75,93	75,85
Průměrná meziroční změna	0	-5 742	564	1 227	2 319	2 207	202	199	196	193	564

### 3.1.1.2.5. Predikce změn stavu zásob

Položka Zásoby byla predikována pro období 2014 dle dodaného plánu, pro následující období 2015-2024 pak dle doby obrátu získané váženým průměrem z dat období 2011-2014 (váhy období 1,1,2,2).

**Tabulka – Predikce změn zásob (tis. Kč)**

OBDOBÍ	10-12 14	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Stav ke konci období	83 777	81 745	83 601	87 683	94 573	101 500	103 530	105 600	107 712	109 867	112 064
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	212,33	200,51	200,51	200,51	200,51	200,51	200,51	200,51	200,51	200,51	200,51
Průměrná meziroční změna	0	2 032	-1 855	-4 083	-6 890	-6 927	-2 030	-2 071	-2 112	-2 154	-2 197

### 3.1.1.2.6. Predikce změn stavu provozní hotovosti

Položka provozní hotovost byla predikována ve výši odpovídající optimální peněžní likviditě, jež byla stanovena ve výši nejnižší hodnoty peněžní likvidity za období 2010-2014 (k 30.9.2014), tedy ve výši 1,19% (Krátkodobý finanční majetek/krátkodobé závazky).

**Tabulka – Predikce změn provozní hotovosti (tis. Kč)**

OBDOBÍ	10-12 14	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024
Krátkodobý fin. majetek	5 616	11 169	16 516	18 525	19 133	16 490	21 469	28 460	37 554	48 336	59 646
Krátkodobé závazky	28 489	22 747	23 311	24 538	26 857	29 064	29 266	29 465	29 661	29 854	30 418
Peněžní likvidita	19,71%	49,10%	70,85%	75,50%	71,24%	56,74%	73,36%	96,59%	126,61%	161,91%	196,09%
Optimální peněž. likvidita	1,19%	1,19%	1,19%	1,19%	1,19%	1,19%	1,19%	1,19%	1,19%	1,19%	1,19%
Provozní hotovost	340	271	278	293	320	347	349	351	354	356	363
<b>Prům. změna v období</b>	<b>187</b>	<b>68</b>	<b>-7</b>	<b>-15</b>	<b>-28</b>	<b>-26</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-7</b>

### 3.1.1.2.7. Predikce změn položek pracovního kapitálu

V návaznosti na předchozí kapitole predikujeme změny jednotlivých položek pracovního kapitálu pro období 2014-2024 (počínaje 30.9.2014) následovně:

**Tabulka – Predikce změn pracovního kapitálu (tis. Kč)**

OBDOBÍ	10-12 14	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Zásoby (nárůst -/pokles +)	0	2 032	-1 855	-4 083	-6 890	-6 927	-2 030	-2 071	-2 112	-2 154	-2 197
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	0	2 590	-446	-982	-1 657	-1 666	-488	-498	-508	-518	-528
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	187	68	-7	-15	-28	-26	-2	-2	-2	-2	-7
Závazky (nárůst +/pokles -)	0	-5 742	564	1 227	2 319	2 207	202	199	196	193	564
z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)	0	582	83	85	83	92	62	64	65	66	67
<b>POHYB PRAC. KAPITÁLU (+/-)</b>	<b>187</b>	<b>-1 052</b>	<b>-1 744</b>	<b>-3 852</b>	<b>-6 255</b>	<b>-6 412</b>	<b>-2 319</b>	<b>-2 372</b>	<b>-2 426</b>	<b>-2 482</b>	<b>-2 169</b>

### 3.1.1.2.8. Predikce Investic a účetních odpisů

Plán investic pro období 2014-2019 vychází primárně z dodaného plánu investic, včetně informací o očekávané výši dotací.

Pozn. Plán investičních výdajů pro období 10.-12. 2014 byl stanoven ve výši odpisů pro dané období, tedy na částku 3 529 tis. Kč.

#### Tabulka – Plánované investice 2015

Položka	Suma (Kč)
1.) Osobní auta	1 500 000
2.) Traktor	1 100 000
3.) Krmný vůz	1 200 000
4.) Nákup zvířat základního stáda	1 500 000
5.) Topení kanceláře	600 000
6.) Ventilace ISK Radouňka	300 000
7.) Zametací zařízení	100 000
8.) Zemědělská půda	200 000
9.) Sběrač kamene	1 100 000
10.) Vodovod Želeč	1 000 000
<b>C e l k e m investice</b>	<b>8 600 000</b>

Pozn. v případě bodu 3) „Krmný vůz“ je očekávána dle disponibilních podkladů dotace ve výši 40% z pořizovací ceny, tedy v částce 480 tis. Kč.

#### Tabulka – Plánované investice 2016

Položka	Suma (Kč)
1.) Osobní auta	1 100 000
2.) Stroje rostlinná výroba	3 000 000
3.) Stroje na zpracování půdy	1 200 000
4.) Nákup zvířat základního stáda	1 500 000
5.) Vodovod Želeč, Podolí	800 000
6.) Zemědělská půda	200 000
<b>C e l k e m investice</b>	<b>7 800 000</b>

#### Tabulka – Plánované investice 2017

Položka	Suma (Kč)
1.) Výstavba SKVS Podolí	14 000 000
2.) Osobní auta	800 000
3.) Nákup zvířat základního stáda	1 600 000
<b>C e l k e m investice</b>	<b>16 400 000</b>

Pozn. v případě bodu 1) „Výstavba SKVS Podolí“ je očekávána dle disponibilních podkladů dotace ve výši 50% z pořizovací ceny, tedy v částce 7 000 tis. Kč.

#### Tabulka – Plánované investice 2018

Položka	Suma (Kč)
1.) Osobní auta	1 200 000
2.) Nákup půdy	1 500 000

Položka	Suma (Kč)
3.) Výměna podlah. krytín, vymalování PŘ a ubytovny	1 500 000
4.) Okna jídelny Želeč	100 000
5.) Nákup zvířat základního stáda	1 600 000
6.) Stroje rostlinná výroba	3 000 000
<b>C e l k e m investice</b>	<b>8 900 000</b>

**Tabulka – Plánované investice 2019**

Položka	Suma (Kč)
1.) Osobní auta	800 000
2.) Nákup motoru a příslušenství BPS	10 000 000
3.) Nákup zvířat základního stáda	1 600 000
<b>C e l k e m investice</b>	<b>12 400 000</b>

Pro následující období 2020-2024 predikujeme výši investic dle průměru hodnot investičních výdajů z období 2013-2019 navýšených pro následující období o inflaci (2% p.a.)

**Tabulka – Plánované investice a účetní odpisy (tis. Kč)**

OBDOBÍ	2013	2014	2015	2016	2017	2018
DNM celkem	32	33	32	31	31	30
<b>Odepisovaný DNM</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>32</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>30</b>
DHM celkem	175 189	180 530	175 059	168 909	171 285	166 174
neodepisovaný DHM majetek (pozemky)	26 960	26 960	26 960	26 960	26 960	26 960
<b>Odepisovaný DHM</b>	<b>148 229</b>	<b>153 570</b>	<b>148 099</b>	<b>141 949</b>	<b>144 325</b>	<b>139 214</b>
<b>Odepisovaný majetek celkem</b>	<b>148 261</b>	<b>153 603</b>	<b>148 131</b>	<b>141 980</b>	<b>144 356</b>	<b>139 244</b>
<b>Investice</b>	<b>8 264</b>	<b>19 399</b>	<b>8 600</b>	<b>7 800</b>	<b>16 400</b>	<b>8 900</b>
účetní odpisy v T/ Odepisovaný majetek v čase T-1	9%	9%	9%	9%	10%	10%
<b>účetní odpisy</b>	<b>13 900</b>	<b>14 057</b>	<b>14 072</b>	<b>13 951</b>	<b>14 024</b>	<b>14 012</b>

V rámci plánu výše investic pro období 2023 navýšujeme kalkulovanou výši tak, aby při inflačním navýšení hodnoty pro období 2023 o 2% výše investic pro období 2024 korespondovala s výši odpisů pro dané období.

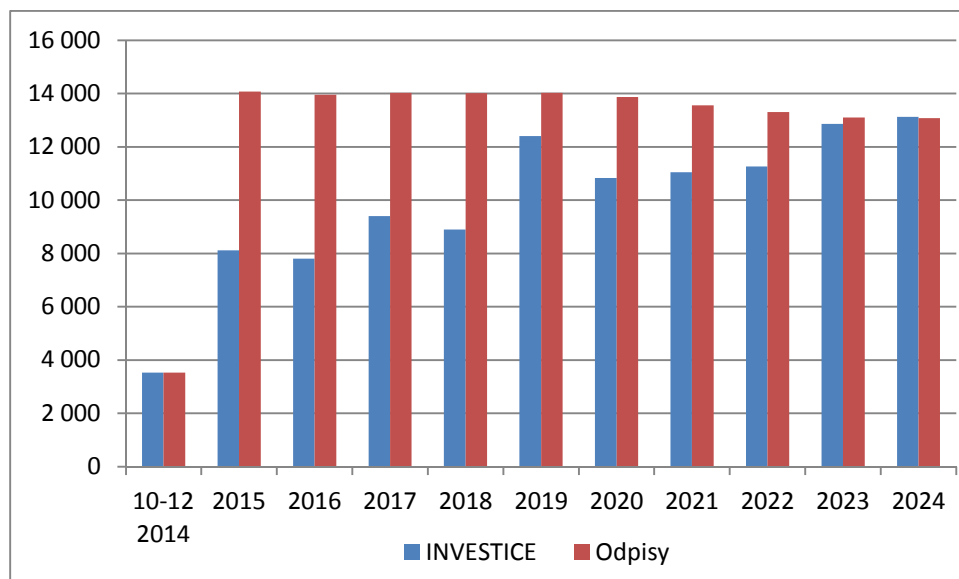
Výše odpisů byla pro období 2014-2019 predikována primárně dle dodaného plánu, následně pro období 2020-2024 ji předikujeme dle poměru účetní odpisy v T/ Odepisovaný majetek v čase T-1 dosaženém pro období 2019. Pro účely ocenění uvažujeme rovnost účetních a daňových odpisů.

**Tabulka – Plánované investice a účetní odpisy (tis. Kč)**

OBDOBÍ	2019	2020	2021	2022	2023	2024
DNM celkem	30	29	29	28	28	28
<b>Odepisovaný DNM</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
DHM celkem	164 547	161 509	158 993	156 951	156 719	156 767
neodepisovaný DHM majetek (pozemky)	26 960	26 960	26 960	26 960	26 960	26 960
<b>Odepisovaný DHM</b>	<b>137 587</b>	<b>134 549</b>	<b>132 033</b>	<b>129 991</b>	<b>129 759</b>	<b>129 807</b>
<b>Odepisovaný majetek celkem</b>	<b>137 617</b>	<b>134 578</b>	<b>132 062</b>	<b>130 020</b>	<b>129 787</b>	<b>129 835</b>
<b>Investice</b>	<b>12 400</b>	<b>10 824</b>	<b>11 041</b>	<b>11 261</b>	<b>12 865</b>	<b>13 122</b>
účetní odpisy v T/ Odepisovaný majetek v čase T-1	10%	10%	10%	10%	10%	10%
<b>účetní odpisy</b>	<b>14 027</b>	<b>13 863</b>	<b>13 557</b>	<b>13 303</b>	<b>13 098</b>	<b>13 074</b>

Graficky lze výše uvedené demonstrovat následovně:

Graf – predikce investičních výdajů a účetních odpisů (tis. Kč)



### 3.1.1.2.9. Predikce provozního Cash flow

V návaznosti na výše uvedené predikujeme pro období finančního plánu 2014-2024 (počínaje 30.9.2014) Cash flow z provozu následujícím způsobem:

Tabulka – Plánované provozní Cash flow (tis. Kč)

OBDOBÍ	10-12 2014	2015	2016	2017	2018	2019
Provozní zisk před zdaněním a úroky	8 512	3 714	3 510	3 730	3 501	3 551
Celkový daňový předpis (-)	-111	-106	-68	-109	-66	-75
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-150	-599	-599	-599	-599	-599
Prodaný dlouhodobý majetek	-6	324	357	414	540	639
Odpisy	3 529	14 072	13 951	14 024	14 012	14 027
<b>PROVOZNÍ PŘÍJEM</b>	<b>11 774</b>	<b>17 404</b>	<b>17 151</b>	<b>17 459</b>	<b>17 388</b>	<b>17 542</b>
INVESTICE	3 529	8 120	7 800	9 400	8 900	12 400
<b>INVESTICE (-)</b>	<b>-3 529</b>	<b>-8 120</b>	<b>-7 800</b>	<b>-9 400</b>	<b>-8 900</b>	<b>-12 400</b>
<i>dotace</i>		480		7 000		
Zásoby (nárůst -/pokles +)	0	2 032	-1 855	-4 083	-6 890	-6 927
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	0	2 590	-446	-982	-1 657	-1 666
Čas. rozlišené aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	187	68	-7	-15	-28	-26
Závazky (nárůst +/pokles -)	0	-5 742	564	1 227	2 319	2 207
<i>z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)</i>	0	582	83	85	83	92
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0	0
<b>POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)</b>	<b>187</b>	<b>-1 052</b>	<b>-1 744</b>	<b>-3 852</b>	<b>-6 255</b>	<b>-6 412</b>
<b>PROVOZNÍ CASH-FLOW</b>	<b>8 431</b>	<b>8 233</b>	<b>7 607</b>	<b>4 207</b>	<b>2 233</b>	<b>-1 269</b>

Pozn.: V rámci predikce investičních výdajů (řádek „INVESTICE“) je zohledněna rovněž uvažovaná dotace v letech 2015 a 2017.

Pozn 2: V rámci CF z provozu pro období 10-12 2014 je zohledněna ztráta z hospodaření společnosti dosažená v období 1-9 2014.

Tabulka – Plánované provozní Cash flow (tis. Kč)

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024
Provozní zisk před zdaněním a úroky	5 795	8 976	12 212	15 510	16 106
Celkový daňový předpis (-)	-502	-1 106	-1 721	-2 348	-2 461
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-599	-599	-599	-599	-599
Prodaný dlouhodobý majetek	652	665	678	692	706
Odpisy	13 863	13 557	13 303	13 098	13 074
<b>PROVOZNÍ PŘÍJEM</b>	<b>19 209</b>	<b>21 492</b>	<b>23 873</b>	<b>26 353</b>	<b>26 826</b>
<b>INVESTICE (-)</b>	<b>-10 824</b>	<b>-11 041</b>	<b>-11 261</b>	<b>-12 865</b>	<b>-13 122</b>
<i>dotace</i>					
Zásoby (nárůst -/pokles +)	-2 030	-2 071	-2 112	-2 154	-2 197
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	-488	-498	-508	-518	-528
Čas. rozlišené aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-2	-2	-2	-2	-7
Závazky (nárůst +/pokles -)	202	199	196	193	564
z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)	62	64	65	66	67
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
<b>POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)</b>	<b>-2 319</b>	<b>-2 372</b>	<b>-2 426</b>	<b>-2 482</b>	<b>-2 169</b>
<b>PROVOZNÍ CASH-FLOW</b>	<b>6 066</b>	<b>8 080</b>	<b>10 186</b>	<b>11 006</b>	<b>11 535</b>

### 3.1.1.3. Kalkulace CF do perpetuity

V rámci následující kapitoly byla provedena deskripce původní verze kalkulace Cash flow do perpetuity a jednotlivých variant korekcí.

Kalkulace do perpetuity je stanovena následujícím způsobem:

$$CF_{2025} = [\text{Upravený EBIT} * (1 - \text{daň. sazba}) - NI] * (1 + \text{míra růstu}) \text{ kde,}$$

- Upravený EBIT – je upravený provozní hospodářský výsledek 2024
- Daň. sazba – je plánovaná daň sazba v roce 2024
- NI („net investments“), resp. čisté investice, nad úroveň investic obnovovacích ve vyšší odpisů

Parametr „Čisté investice“, resp. NI kalkulujeme poté následovně:

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

$$NI = [16\,106 * (1 - 0,19)] * (0,02/0,086)$$

$$NI = 3\,034 \text{ tis. Kč}$$

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

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

$$CF \text{ do perpetuity} = [16\,106 * (1 - 0,19) - 3\,034] * (1 + 0,02)$$

$$CF \text{ do perpetuity} = 10\,212 \text{ tis. Kč}$$

Pro Období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu CF provozní každoročně ve výši **10 212 tis. Kč.**

### 3.1.1.4. Diskontní míra

Pro stanovení nákladu kapitálu je nutné stanovit:

- Náklady vlastního kapitálu
- Náklady na cizí zdroje

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

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

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu je nutné zjistit:

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

##### 3.1.1.4.1.1. Bezriziková sazba

V říjnu 2014 (8.12.2014) činila průměrná výnosnost dlouhodobých dluhopisů České republiky se splatností v roce 2024-25, typ prodej, na úrovni **0,77% p.a.** Splatnost dluhopisů se splatností v r. 2057 činila k uvedenému datu **3,69% p.a.**

#### Tabulka – Sazba dluhopisů České republiky

Název	Cena		Y-T-M	
	Nákup	Prodej	Nákup	Prodej
ST. DLUHOP. 3,75/20	119,65	120,25	0,301	0,207
ST. DLUHOP. VAR/20	99,2	99,8	0,243	0,143
ST. DLUHOP. 3,85/21	123,25	123,85	0,381	0,302
ST. DLUHOP. 4,70/22	131,5	132,1	0,541	0,474
ST. DLUHOP. VAR/23	107,2	107,8	0,3	0,231
ST. DLUHOP. 5,70/24	145,45	146,05	0,713	0,661
ST. DLUHOP. 2,40/25	114,9	115,5	0,938	0,884
ST. DLUHOP. VAR/27	99,3	99,9	0,365	0,318
ST. DLUHOP. 2,50/28	114,25	115,05	1,354	1,294
ST. DLUHOP. 4,20/36	138	139,5	2,038	1,969
ST. DLUHOP. 4,85/57	150,8	155,8	2,802	2,656
ST. DLUHOP. 3,80/15	101,25	101,35	0,078	-0,208
ST. DLUHOP. 3,40/15	102,4	102,55	0,087	-0,113
ST. DLUHOP. VAR/15	101	102	0,008	-1,17
ST. DLUHOP. 6,95/16	107,8	107,95	0,031	-0,092
ST. DLUHOP. 0,50/16	100,6	100,8	0,132	0,01
ST. DLUHOP. VAR/16	100,46	100,66	0,168	0,063
ST. DLUHOP. 4,00/17	109	109,3	0,138	0,018
ST. DLUHOP. VAR/17	102,9	103,3	0,167	0,019
ST. DLUHOP. 0,85/18	102,2	102,6	0,174	0,053
ST. DLUHOP. 4,60/18	116,4	117	0,139	-0,008
ST. DLUHOP. 5,00/19	120,85	121,45	0,17	0,047
ST. DLUHOP. 1,50/19	106,05	106,65	0,253	0,134

Zdroj: [www.patria.cz](http://www.patria.cz)

Vzhledem k délce období finančního plánu a rovněž k aktuální výši sazeb vládních dluhopisů (nízké v porovnání s minulostí) i s ohledem na stávající odbornou literaturu aplikujeme při kalkulaci bezrizikové sazby metodiku prof. Wengera (viz literatura Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, Ekopress, Praha 2011), jež doporučuje pro prvních 10 let finančního plánu aplikaci aktuální výnosnosti 10ti letých vládních dluhopisů, následně pak aplikaci výnosové sazby dle kalkulace prof. Wengera. Kalkulace bezrizikové výnosnosti vychází pro období perpetuity vychází z komparace aktuální výnosnosti 10-ti letých vládních dluhopisů a

aktuální výnosnosti vládních dluhopisů s nejdelsí splatností, v daném případě se splatností v roce 2057.

Pro období 2014-2024 stanovujeme výši bezrizikové sazby na úrovni **0,77%**, pro období po roce 2024 pak dle zmíněné kalkulace prof. Wengera ve výši **3,69% p.a.**

#### 3.1.1.4.1.2. Koefficient $\beta$

Koefficient beta je stanoven metodou analogie podle relevantních společností působících ve stejném odvětví v rámci evropského regionu. Jedná se o odvětví „Farming/Agriculture“, které se nám jeví jako nejbližší obory, ve kterých působí oceňovaná společnost. Nezádlužená beta je tedy pro účel výpočtu diskontu Společnosti kalkulována ve výši průměrné hodnoty s těchto odvětví **0,57**.

**Tabulka - Stanovení beta metodou analogie**

Odvětví	Počet firem	Beta	D/E poměr	Nezádlužená beta
Farming/Agriculture	37	0,70	27,21%	0,57

Zdroj: [www.stern.nyu.edu/~adamodar](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar)

#### 3.1.1.4.1.3. 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 průměrným odhadem pro budoucnost.

Nejvhodnějším základem pro výpočet historických premií jsou disponibilní data o vývoji kapitálových trhů v USA, a to za období 1928-2014 ([www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)). Základem pro výpočet přírážky za tržní riziko je tedy co možná nejdelsí 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 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/>

Pro účely kalkulace diskontu v rámci ocenění metodou DCF uvažujeme výši prémie za tržní riziko společnosti kalkulované průměrem mezi hodnotou dosaženou aritmetickým a následně i geometrickým průměrem za období 1928-2013, tedy ve výši **5,45% p.a.** (průměr hodnot 6,29% a 4,62%)

#### 3.1.1.4.1.4. Přirážka za riziko země

Pokud se použije pro kalkulaci diskontní míry zahraniční bezrizikové výnosnosti a dále zahraniční výnosnosti tržního indexu, je nutné dále zohlednit přirážku za riziko dané země (viz např. Mařík M. - Diskontní míra v oceňování). Tato přirážka se však dá 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.**

#### 3.1.1.4.1.5. Prémie za velikost a tržní kapitalizaci

Prémie za riziko propočítává např. společnosti Ibbotson Associates ve své publikaci 2012 Valuation Yearbook, která obsahuje část týkající se prémie 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	1,88%
mikro kapitalizace	1,028	422,811	<b>3,89%</b>

Při výpočtu diskontu pro období 2014 a následující připočteme tedy prémii 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“.

#### 3.1.1.4.1.6. Přirážka 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 podniků malé, resp. střední velikosti, s omezenými možnostmi diverzifikace své podnikatelské činnosti, případně u podniků s nejistou, resp. omezenou možností predikce budoucího vývoje.

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

### 3.1.1.4.1.7. Výsledná kalkulace nákladů vlastního kapitálu

Zjištěné hodnoty mohou tedy být dosaženy do vzorce:

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

Výslednou kalkulaci diskontního faktoru (WACC) uvádíme v části 3.1.1.4.3 Průměrné vážené náklady kapitálu - WACC

### 3.1.1.4.2. Diskontní míra – náklady cizích zdrojů

Náklady na cizí zdroje byly společně s plánem financování uvažovány v souladu s jejich plánovanou výší pro období 2014-2019, následně byly tyto parametry prolougovány i pro období 2020-2024.

Pro období perpetuity (po roce 2024) predikujeme poměr cizích/celkových zdrojů dle období 2024, výši nákladů na cizí zdroje pak ve výši bezrizikové sazby pro období perpetuity navýšené o rozdíl mezi tímto parametrem a náklady na cizí zdroje v období 2024.

Pozn. bezriziková sazba pro období 2024 činí 0,77% pro období perpetuity 3,69%, náklady na cizí zdroje pro období 2024 činí 2,52%. Náklady na cizí zdroje v období perpetuity = 3,69% + (2,52% - 0,77%) = 5,05% p.a.

### 3.1.1.4.3. Průměrné vážené náklady kapitálu - WACC

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

**Tabulka - Diskontní faktor pro období plánu a perpetuitu**

<b>DISKONTNÍ FAKTOR</b>	<b>10-12 2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Bezriziková sazba	0,77%	0,77%	0,77%	0,77%	0,77%	0,77%
Nezadlužená beta	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57
Přírážka za tržní riziko	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%
Přírážka za riziko země	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Přírážka za tržní kapitalizaci	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	62,50%	65,64%	65,47%	64,97%	62,74%	59,61%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročení cizí zdroje	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%
Náklady na vlastní zdroje	13,36%	14,09%	14,05%	13,93%	13,42%	12,79%
<b>WACC</b>	<b>6,98%</b>	<b>6,91%</b>	<b>6,92%</b>	<b>6,93%</b>	<b>6,98%</b>	<b>7,05%</b>

**Tabulka - Diskontní faktor pro období plánu a perpetuitu**

<b>DISKONTNÍ FAKTOR</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>Perpetuita</b>
Bezriziková sazba	0,77%	0,77%	0,77%	0,77%	0,77%	3,69%
Nezadlužená beta	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57
Přírážka za tržní riziko	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%
Přírážka za riziko země	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Přírážka za tržní kapitalizaci	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	55,21%	53,60%	52,63%	52,32%	52,27%	52,27%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročení cizí zdroje	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%
Náklady na vlastní zdroje	12,06%	11,83%	11,70%	11,66%	11,65%	14,56%
<b>WACC</b>	<b>7,14%</b>	<b>7,18%</b>	<b>7,20%</b>	<b>7,21%</b>	<b>7,21%</b>	<b>8,60%</b>

### 3.1.1.5. Kalkulace hodnoty Společnosti metodou DCF

V návaznosti na projekci Cash flow z provozu a diskont stanovujeme hodnotu Společnosti výnosovou metodou DCF následovně:

**Tabulka – Hodnota Společnosti metodou DCF (tis. Kč)**

Rok	10.-12.14	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Perpet.
CF pro ocenění	8 431	8 233	7 607	4 207	2 233	-1 269	6 066	8 080	10 186	11 006	11 535	<b>10 212</b>
Diskontní sazba	6,98%	6,91%	6,92%	6,93%	6,98%	7,05%	7,14%	7,18%	7,20%	7,21%	7,21%	<b>6,60%</b>
NPV	<b>129 713</b>	123 507	123 811	124 766	129 201	135 982	146 832	151 254	154 032	154 937	155 097	154 741
Hodnota dluhů	-81 320											
Neprovoz. aktiva	0											
Volná hotovost	867											
<b>Hodnota podniku</b>	<b>49 259</b>											

Výchozí výnosová hodnota podniku je součtem současné hodnoty Cash Flow z provozu, po odpočtu dluhů (bankovní úvěry k datu ocenění činí 81 065 tis. Kč, položka odložený daňový závazek pak 255 tis. Kč). Připočtena je naopak položka neprovozní hotovost (867 tis. Kč), jež odpovídá přebytku nad úroveň provozní hotovosti k datu ocenění (blíže viz kapitola 3.1.1.2.6 Predikce změn stavu provozní hotovosti).

### 3.2. Závěr

Jsme názoru, že při splnění všech výše uvedených předpokladů je výchozí hodnota jmění Společnosti zjištěná výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků na principu „going concern“, odhadnutelná na částku 49 259 000,- Kč.

Na základě výše uvedeného zjištění činíme závěr, že aktuální majetková hodnota společnosti je výrazně vyšší, než hodnota výnosová a z toho důvodu považujeme za základní a rozhodující metodu ocenění ve znaleckém posudku č. 2537-167/14 metodu majetkovou – likvidační.

V Brně 5.12.2014

Vypracovali : Ing. David Hrazdára  
 Ing. Pavel Neugebauer  
 Ing. Jiří Faltýnek  
 Ing. Rostislav Čada, Ph.D.