ZNALECKÝ POSUDEK č. 116-013/15

ve věci:	**STANOVENÍ VÝŠE PROTIPLNĚNÍ ZA JEDNU AKCII SPOLEČNOSTI:** **ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886**
účel:	Nucený přechod účastnických cenných papírů podle ustanovení § 375 a následujících zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) č. 90/2012 Sb., společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, se sídlem Mladá Boleslav - Plazy 103. Ocenění se provádí v souladu s ustanovením § 376, odst. 1 zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) č. 90/2012 Sb.
zadavatel:	společnost ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, se sídlem Mladá Boleslav - Plazy 103
počet stran:	44 stran textu včetně úvodní a znalecké doložky 6 stran příloh 50 stran celkem
datum:	31. srpen 2015
rozdělovník:	3 výtisky zadavatel, 1 výtisk zpracovatel
výtisk č.	**2**

Stanovení výše protiplnění za jednu akcii společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886

Vypracoval: Ing. David Šoffer

Obsah:

INFORMAČNÍ SDĚLENÍ 4

1. ÚVOD 5
1.1 ZNALECKÝ ÚKOL 5
1.2 OSVĚDČENÍ 7
1.3 PODKLADY 8
1.4 NÁZVOSLOVÍ, ZKRATKY, ZÁKLADNÍ POJMY 9
1.5 OBECNÉ PŘEDPOKLADY A OMEZUJÍCÍ PODMÍNKY 10
1.6 IDENTIFIKACE A POPIS SPOLEČNOSTI 11
1.7 ZÁKLADNÍ FINANČNÍ ÚDAJE 12
1.8 OBECNÉ PŘÍSTUPY K OCENĚNÍ OBCHODNÍHO ZÁVODU 13

2. STRATEGICKÁ ANALÝZA 19
2.1 MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA ČESKÉ REPUBLIKY 19
2.2 ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU 23
2.3 ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU 25
2.4 ZÁVĚRY STRATEGICKÉ ANALÝZY 26

3. FINANČNÍ ANALÝZA 27

4. FINANČNÍ PLÁN A GENERÁTORY HODNOTY 28
4.1 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ 29
4.2 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY 30
4.3 PLÁNOVANÉ FINANČNÍ VÝKAZY 32
4.4 FINANČNÍ ANALÝZA A ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ FINANČNÍHO PLÁNU 33

5. OCENĚNÍ OBCHODNÍHO ZÁVODU 34
5.1 ZVOLENÁ METODA OCENĚNÍ 34
5.2 METODA DISKONTOVANÉHO ČISTÉHO PENĚŽNÍHO TOKU 35

6. REKAPITULACE VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ 43

ZNALECKÁ DOLOŽKA 44

INFORMAČNÍ SDĚLENÍ

Dokončil jsem znalecký posudek, jehož výsledkem mělo být stanovení výše protiplnění v penězích za jednu akcii společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, za účelem vypořádání akcionářů při nuceném přechodu účastnických cenných papírů podle ustanovení § 375 a následujících zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) č. 90/2012 Sb. Znalecký posudek byl vypracován za účelem doložení přiměřenosti výše protiplnění při nuceném přechodu účastnických cenných papírů podle ustanovení § 376 zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) č. 90/2012 Sb.

Znalecký posudek byl vypracován v souladu se zákonem o znalcích a tlumočnících č. 36/1967 Sb. v jeho platném znění. Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. v jeho platném znění se pro daný účel ocenění nepoužije.

Na základě provedené analýzy majetku a závazků, a s využitím všeobecně uznávaných oceňovacích metod uvedených v tomto posudku, které byly aplikovány na ocenění obchodního závodu společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, jsem stanovil částku, na kterou se oceňuje reálná hodnota obchodního závodu společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, kterou lze vztáhnout na 100% akcií této společnosti, podle ustanovení § 375 a následujících zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) č. 90/2012 Sb., k datu **20. července 2015** ve výši

222.257.000,- Kč

(slovy: dvě sta dvacet dva milióny dvě sta padesát sedm tisíc korun českých).

Jelikož společnost ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, emitovala k datu ocenění celkem 200 kusů kmenových akcií na jméno v listinné podobě ve stejné jmenovité hodnotě 10.000,- Kč a 200 ks akcií na jméno v listinné podobě ve stejné jmenovité hodnotě 150.000,- Kč, je možné pro účely vypořádání akcionářů při nuceném přechodu účastnických cenných papírů podle ustanovení § 375 a následujících zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) č. 90/2012 Sb., stanovit výši protiplnění v penězích za jednu kmenovou akcii na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 10.000,- Kč vydanou společností ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, se sídlem se sídlem Mladá Boleslav - Plazy 103, v částce

69.455,22 Kč

(slovy: šedesát devět tisíc čtyři sta padesát pět korun českých a dvacet dva haléřů).

Ing. David Šoffer

1. ÚVOD

1.1 ZNALECKÝ ÚKOL

Obchodní společnost ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, se sídlem Mladá Boleslav - Plazy 103, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, pod číslem vložky 11227 v oddíle B, požádala prostřednictvím svého statutárního orgánu zpracovatele, aby provedl ocenění hodnoty 100% akcií této společnosti a každé z těchto akcií, a to pro účely nuceného přechodu účastnických cenných papírů podle ustanovení § 375 a následujících zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) č. 90/2012 Sb. Předmětem ocenění tak budou kmenové akcie na jméno ve stejné jmenovité hodnotě 10.000,- Kč emitované společností ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886.

Znalecký posudek je vypracován za účelem doložení přiměřenosti výše protiplnění při nuceném přechodu účastnických cenných papírů podle ustanovení § 375 a § 376 zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) č. 90/2012 Sb.:

§ 375

Akcionář je oprávněn požadovat, aby představenstvo svolalo valnou hromadu a předložilo jí k rozhodnutí návrh na přechod všech ostatních účastnických cenných papírů na tohoto akcionáře, jestliže vlastní ve společnosti akcie,

a) jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí alespoň 90 % základního kapitálu společnosti, na nějž byly vydány akcie s hlasovacími právy, a

b) s nimiž je spojen alespoň 90% podíl na hlasovacích právech ve společnosti (dále jen „hlavní akcionář").

§ 376

(1) Vlastníci účastnických cenných papírů mají právo na přiměřené protiplnění v penězích, jehož výši určí valná hromada. Hlavní akcionář doloží přiměřenost protiplnění znaleckým posudkem nebo jej odůvodní podle § 391 odst. 1. Posudek nesmí být ke dni doručení žádosti podle § 375 starší než 3 měsíce.

(2) Společně se žádostí podle § 375 doručí hlavní akcionář společnosti zdůvodnění výše protiplnění nebo znalecký posudek a rozhodnutí České národní banky podle § 391, vyžaduje-li se.

S ohledem na plánovaný termín žádosti hlavního akcionáře podle ustanovení § 375 zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) č. 90/2012 Sb., zvolil znalec co možná nejbližší možný a ekonomicky odůvodnitelný termín, ke kterému ocenění provede. Vzhledem k aktuální dostupnosti účetních podkladů byl zvolen pro ocenění termín **20. července 2015**. Ke dni 30. 6. 2015 byla

vyhotovena předběžná účetní závěrka společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, kterou lze pro účely tohoto posudku vztáhnout k datu ocenění.

Na postup při oceňování se nepoužije zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku.

Tržní hodnota

V případě, kdy předmětem ocenění jsou akcie společnosti, pro něž neexistuje v České republice transparentní trh s dostatečným počtem probíhajících obchodů, nelze pro jejich ocenění využít běžných metod tržního porovnání se srovnatelnými obchodními závody obchodovanými za tržních podmínek ani jiných vhodných oceňovacích metod vedoucích ke stanovení tržní hodnoty, tak jak je definována v Mezinárodních oceňovacích standardech *(International Valuation Standards Commitee - IVSC).*

Pro zvažování prodeje, kdy není znám konkrétní kupující, je zjišťována tržní hodnota obchodního závodu nezávislá na subjektivních očekáváních. Přitom je vždy nutné postupovat tak, že tržní hodnota je stanovena za podmínek platných v době zpracování ocenění. Hodnota majetku je proměnlivá v čase a je ovlivněna mnoha faktory, které se mění zejména v období rozvoje tržního hospodářství. Tržní hodnota je v souladu s Mezinárodními oceňovacími standardy (International Valuation Standards Commitee - IVSC) definována jako odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupě chtivým kupujícím a prodeje chtivým prodávajícím, při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly za plné informovanosti, rozumně a bez nátlaku.

Při oceňování se nahlíží na obchodní závod nebo na obchodní podíl jako na zboží, které má svoji hodnotu a cenu. V případě akcií, které jsou na veřejném trhu běžně obchodovány, se tržní hodnotou standardně rozumí hodnota, za kterou se akcie prodává na trhu v daném okamžiku. V případě, kdy akcie nebo podíly nejsou veřejně obchodovatelné, je nutné hledat teoretickou tržní hodnotu jako aktuální cenu, na které by se setkala tržní nabídka s poptávkou.

Zásada nejvyššího a nejlepšího užití

Tržní hodnota podle výše uvedeného standardu musí jako zásadní předpoklad odrážet rovněž nejlepší možné využití oceňovaného majetku („Highest and Best Use"), které je definováno následovně.

Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.

S ohledem na výše uvedenou definici a cíl znaleckého posudku, jímž je ocenění 100% akcií, je zřejmé, že pro uvedené ocenění je nutné, s ohledem na výše uvedené skutečnosti, využít metody vedoucí k nalezení netržní kategorie hodnoty.

Objektivizovaná hodnota (Institut der Wirtschaftsprüfer)

Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku (IDW S 1).

Fair Value (International Valuation Standards Commitee - IVSC)

Částka, za niž by aktivum mohlo být směněno mezi znalými a ochotnými partnery při běžné transakci. (IVS, 2007, odst. 3.2).

Obdobně je hodnota Fair Value definována i v Mezinárodních standardech účetního výkaznictví IFRS *(International Accounting Standards Board).*

Fair Value (International Accounting Standards Board).

Částka, za kterou může být aktivum směněno mezi znalými a ochotnými smluvními stranami za obvyklých podmínek (IAS 16, odst. 16.6).

Hodnotu Fair Value definovanou ve výše uvedených standardech lze označit pro české účely jako hodnotu reálnou.

Pro ocenění jmění obchodního závodu, které lze vztáhnout na 100% akcií, na úrovni reálné i objektivizované hodnoty, je pak možné využít běžně používané metody a oceňovací principy, které vedou ke stanovení tržních i netržních kategorií hodnoty obchodního závodu. S ohledem na účel tohoto posudku, byla znalcem zvolena jako vhodná kategorie hodnoty, hodnota reálná.

Tento posudek je tedy vypracován za účelem ocenění hodnoty 100% akcií společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, reálnou hodnotou.

1.2 OSVĚDČENÍ

Potvrzuji tímto, že:

- nemám žádné současné ani budoucí zájmy na majetku, který je předmětem posudku, a nemám osobní zájem nebo zaujatost vzhledem k osobám, které jsou současnými nebo předpokládanými budoucími majiteli tohoto majetku,
- na vypracování posudku se kromě mě a v posudku uvedených osob nepodílely žádné další osoby,

- v posudku je uvedeno všechno o předpokladech a omezujících podmínkách ovlivňujících tento posudek, hodnoty a závěry v něm obsažené,
- posudek byl vyhotoven v počtu uvedeném na titulní straně a zadavateli byl předán v počtu uvedeném rovněž na titulní straně,
- upozorňuji, že znalecký posudek může být použit výhradně pro účely uvedené v posudku a interpretace nebo použití výsledku ocenění úzce souvisí s účelem, pro který byl posudek zpracován,
- posudek nesmí být jako celek ani jeho jednotlivé části kopírován nebo rozmnožován pro jiné účely bez předchozího souhlasu znalce.

1.3 PODKLADY

Pro vypracování tohoto posudku byly znalci k dispozici následující podklady:

1. řádné roční účetní závěrky společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, za roky 2011 až 2014 a předběžná účetní závěrka za období prvního pololetí roku 2015 (k 30. 6. 2015),
2. dožádané detailní informace z účetních knih společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, včetně analytických evidencí, zejména knih závazků a pohledávek a knih dlouhodobého majetku k 31. 12. 2014 a k 30. 6. 2015,
3. přehled nemovitých věcí vlastněných společností ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, a nájemních smluv včetně dodatků vážících se k těmto nemovitým věcem, a to platných k datu ocenění,
4. ocenění nemovitých věcí provedené znalcem Ing. Jiřím Gabrielem,
5. Literatura:

- Mařík, M.: Určování hodnoty firem, Praha, Ekopress 1998, ISBN 80-86119-09-2.
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy, Ekopress 2003, ISBN 80-86119-57-2.
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy, Ekopress 2007, 2.upravené a rozšířené vydání, ISBN 80-86929-00-0.
- Maříková, P. - Mařík, M.: Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, ISBN: 978-80-245-1242-6, Praha 2007.
- Kislingerová, E.: Oceňování podniku, 2. přepracované a doplněné vydání, C. H. Beck v Praze roku 2001, ISBN 80-7179-529-1.
- Šantrůček, J.: Pohledávky, jejich cese a hodnota, II. aktualizované vydání, VŠE v Praze, IOM, 2005, ISBN 80-245-0873-7.

- Maříková, P.: Oceňování podniků s omezenou perspektivou, Časopis soudní inženýrství, ročník 2005, číslo 16.
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování pro pokročilé, Hlubší pohled na vybrané problémy, Ekopress, s.r.o., 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.

1.4 NÁZVOSLOVÍ, ZKRATKY, ZÁKLADNÍ POJMY

Obchodní závod představuje organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu (ustanovení § 502 občanského zákoníku č. 89/2012 Sb.).

Jmění vyjadřuje souhrn majetku a dluhů osoby. Majetkem osoby se přitom rozumí souhrn všeho, co osobě patří (ustanovení § 495 občanského zákoníku č. 89/2012 Sb.).

Výnosy a náklady vyjadřují pojmy uváděné zákonem o účetnictví č. 563/1991 Sb.

Účetní evidence je souhrn veškerých účetních dokladů, účetních knih a písemnosti, které splňují náležitosti zákona o účetnictví č. 563/1991 Sb. a souvisejících předpisů.

Cena je ekonomický pojem používaný pro částku, která je požadována, nabízena nebo zaplacena za zboží nebo službu. Vzhledem k možnostem, motivacím nebo zájmům kupujícího a prodávajícího může nebo nemusí mít cena zaplacená za zboží nebo službu vztah k hodnotě, kterou mohou tomuto zboží připisovat jiní. Obecně je cena indikací relativní hodnoty připisované zboží konkrétním kupujícím v konkrétních podmínkách.

Kupní (prodejní) cena je určena dohodou prodávajícího a kupujícího při převodu vlastnictví k věci jako výsledek jejich smluvního jednání, přičemž na tuto cenu mohou mít vliv osobní a jiné neobvyklé poměry.

Hodnota je na rozdíl od ceny odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase, podle konkrétní definice (kategorie) hodnoty.

Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv. Na rozdíl od čistého obchodního majetku představuje vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele, o kterých podnikatel účtuje a hodnotově je vyjádřen rozdílem mezi kapitálem podnikatele a cizím kapitálem.

Obchodní podíl představuje podle ustanovení § 32 a násl. zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) č. 90/2012 Sb. míru účasti společníka na čistém obchodním majetku obchodní korporace. Každý společník může mít pouze jeden podíl v téže obchodní korporaci; to neplatí pro účast v kapitálové společnosti a podíl komanditisty. Obchodní podíl představuje práva a povinnosti společníka a jim odpovídající účast na společnosti. Zakládá právo majitele podílet se na rozhodování, vlastnictví a dodatečném zhodnocení majetku obchodní

společnosti. Jeho výše se určuje podle poměru vkladu společníka k základnímu kapitálu společnosti, pokud však společenská smlouva nestanoví jinak.

Společnost představuje obchodní společnost ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, se sídlem Mladá Boleslav - Plazy 103, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze pod číslem vložky 11227 v oddíle B.

1.5 OBECNÉ PŘEDPOKLADY A OMEZUJÍCÍ PODMÍNKY

Vzhledem k přesnému, a rovněž konkrétnímu zadání posudku, bylo nutné vypracovat posudek v souladu s následujícími obecnými předpoklady a omezujícími podmínkami.

- Posudek respektuje plně zadání a zaměřil se pouze na splnění úkolů znalce vymezených zadavatelem.
- Znalec neposuzoval vzhledem k zadání pravost nebo úplnost účetních evidencí ani jiných evidencí a podkladů předložených zadavatelem.
- Znalec vycházel při zpracování posudku ze Společností předložených standardních podkladů, z vlastních databází nebo obecně dostupných informací.
- Předpokládá se, že právní vlastnictví k nemovitým ani movitým věcem nebylo zpochybněno a že odpovídá předloženým evidencím. Dále se předpokládá, že neexistují žádná jiná omezení vlastnického práva než ta, která jsou případně v textu uvedena.
- Znalec vycházel při vypracování toho posudku z právních předpisů platných v době jeho vypracování.
- Analýzy, názory a závěry uvedené v tomto znaleckém posudku jsou platné pouze při splnění podmínek a předpokladů uvedených v tomto znaleckém posudku. Jedná se přitom o profesionální analýzy, úvahy a závěry znalce.
- Předpokládá se chování a jednání orgánů a vedoucích pracovníků Společnosti v souladu se všemi platnými právními předpisy České republiky.
- Nepředpokládá se automaticky nepřetržité trvání oceňovaného obchodního závodu, neboť podle charakteru podnikání tohoto obchodního závodu se může jednat o obchodní závod s trváním na omezený počet let.
- Znalec nepřebírá odpovědnost za změny v tržních podmínkách nebo v zákonných předpisech, ke kterým může dojít po vyhotovení tohoto posudku a které nemohly být v době vyhotovení tohoto posudku dostatečně spolehlivě predikovány.
- Během zajišťování nezbytných podkladů pro splnění znaleckého úkolu se znalec nesetkal s žádnými potížemi a znalci při jeho práci nebyly kladeny žádné překážky.

1.6 IDENTIFIKACE A POPIS SPOLEČNOSTI

Název:	ALEVEN Plazy, a.s.
IČ:	27616886
Zápis v OR:	vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 11227
Datum zápisu:	1. listopadu 2006
Sídlo:	Mladá Boleslav - Plazy 103, PSČ 29301
Právní forma:	akciová společnost
Základní kapitál:	32.000.000,- Kč, splaceno 100%,

Akcie:

- 200 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 10.000,- Kč,
- 200 ks akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 150.000,- Kč

Statutární orgán: Dipl. Ing. Jiří Chlistovský, S.K.Neumanna 349, Mladá Boleslav, předseda představenstva

Způsob jednání: jménem společnosti jedná předseda představenstva samostatně

Dozorčí rada: Jitka Vávrová, Kpt. Jaroše 48, Most, předseda dozorčí rady

Předmět podnikání:

- pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor.

Trvání společnosti: na dobu neurčitou

Rozhodující, a také jedinou, podnikatelskou činností Společnosti byl v době vyhotovení tohoto znaleckého posudku pronájem nebytových prostor.

Společnost ALEVEN a.s., se sídlem Plazy 103, Mladá Boleslav, IČ: 26723344, jako právní předchůdce společnosti ALEVEN Plazy, a.s., byla založená v roce 2002 cíleně pouze za účelem výstavby a následného pronájmu výrobně skladových prostor pro společnosti skupiny RECTICEL.

Společnost ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, vznikla následně rozdělením, se založením nových právnických osob, výše uvedené společnosti ALEVEN a.s., s tím, že na společnost přešlo jmění zanikající společnosti ALEVEN a.s., jak bylo uvedeno

v projektu rozdělení. Současně rozdělením vznikla společnost ALEVEN Jablonec a.s., se sídlem Plazy 103, Mladá Boleslav.

Předmětem činnosti Společnosti je nadále pronájem výrobně skladovacích prostor, které jsou nyní pronajaty společnosti RECTICEL Interiors CZ s.r.o. a společnosti proseat Mladá Boleslav s.r.o., vlastněnou z 51% skupinou RECTICEL.

Součástí uceleného výrobně skladovacího areálu v majetku Společnosti jsou rovněž budovy v majetku společnosti RECTICEL Interiors CZ s.r.o., která je i vlastníkem některých komunikací sloužících k dopravní obsluze areálu. Tyto komunikace musí využívat na základě příslušných smluvních ujednání společnost ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, k obsluze svých nemovitých věcí nacházejících se ve stejném areálu.

Rozhodující majetkové a závazkové tituly Společnosti

V dlouhodobém majetku vykazuje společnost ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, pouze nemovité věci uvedené na listu vlastnictví č. 301, vedeném Katastrálním úřadem pro Středočeský kraj, katastrální pracoviště Mladá Boleslav, katastrální území Plazy a nedokončený dlouhodobý majetek v podobě rozestavěného dlouhodobého nemovitého a souvisejícího movitého majetku, zejména hal na dotčených pozemcích.

V krátkodobém majetku eviduje Společnost hodnotou nevýznamné krátkodobé poskytnuté zálohy související s pronájmem a hrazené zálohy na daň z příjmů právnických osob za období roku 2015. Dále jsou v krátkodobém majetku evidovány finanční prostředky v hotovosti a na bankovních účtech a hodnotou nevýznamné časové rozlišení aktivní (předplacené náklady). Společnost vzhledem ke svému předmětu činnosti nevyužívá žádné specielní technické vybavení.

Společnost ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, eviduje k datu ocenění v cizích zdrojích pouze běžné obchodní krátkodobé závazky, závazky vůči státu a hodnotou nevýznamný závazek vůči akcionáři. Odložený daňový závazek je pro účely tohoto posudku považován za součást vlastního kapitálu Společnosti.

Účetnictví, zpracování mezd a daňová evidence jsou vedeny kompletně externí účetní společností.

Majetek Střediska není zastaven a ani o něj nejsou vedeny, statutárnímu orgánu k datu ocenění známé, právní spory.

Veškeré složky majetku, vzhledem k jedinému předmětu činnosti Společnosti, je nezbytné v rámci tohoto posudku považovat za provozně nutný majetek. Společnost nevlastní žádný obchodní podíl v jiných společnostech.

1.7 ZÁKLADNÍ FINANČNÍ ÚDAJE

Základní finanční údaje byly čerpány z předložených účetních závěrek společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, a to konkrétně účetních závěrek k 31. 12. 2011, k 31. 12. 2012, k 31. 12. 2013, k 31. 12. 2014 a z předběžné účetní závěrky k 30. 6. 2015. Společnost ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, v období let 2011 až 2015

působila ve stejném předmětu podnikání a při zhruba stejné struktuře majetku a závazků a v průběhu těchto let u ní nedošlo k žádným významným hospodářským, ekonomickým, finančním nebo personálním změnám. Účetní závěrky společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, lze tedy bez jakýkoliv úprav považovat za transparentní vzhledem k účelu tohoto posudku. Výkazy za uvedená období jsou Přílohou č. 1 tohoto posudku.

1.8 OBECNÉ PŘÍSTUPY K OCENĚNÍ OBCHODNÍHO ZÁVODU

Cílem ocenění obchodního závodu je vyjádřit jeho hodnotu pomocí finanční částky. Pro výsledek ocenění je podstatné, z jakého důvodu je ocenění prováděno a jaká očekávání (individuální, tržní) jsou do ocenění promítána. Danému účelu ocenění je třeba podřídit volbu metody a její konkrétní modifikaci.

V oceňovací praxi existují tři okruhy metod:

- metody založené na analýze majetku,
- metody založené na analýze výnosů a
- metody založené na analýze trhu.

Ocenění na základě analýzy majetku

Nejjednodušší metodou z tohoto typu ocenění je metoda **účetní hodnoty**, při které je vlastní kapitál stanoven rozdílem mezi účetní hodnotou celkových aktiv a sumy závazků. Údaje jsou získány z bilance obchodního závodu. Úkolem oceňovatele je účetní hodnoty upravit podle zjištěného reálného stavu, který není mnohdy v účetních systémech obchodního závodu respektován.

Zejména se jedná o úpravu:

- zůstatkové hodnoty investičního majetku na bázi reprodukčních cen a stavu opotřebení,
- hodnoty zásob podle aktuální nákupní nebo prodejní ceny,
- pohledávek formou opravných položek podle míry nejistoty jejich splatnosti.

Přes omezenou vypovídací schopnost metoda informuje o proporcích v nastavení majetkové a zdrojové struktury obchodního závodu. V posudcích může být metoda používána jako výchozí hodnota. Účetní ocenění čistého obchodního majetku společnosti nelze považovat za metodu ocenění zobrazující správně hodnotu oceňovaného obchodního závodu s výjimkou případu, kdy jde o zcela nově pořízená aktiva obchodního závodu, u něhož dosud nelze usuzovat na další vývoj z důvodu krátkého trvání jeho existence. Uvedení účetní hodnoty čistého obchodního majetku však může přispět k vypovídací hodnotě znaleckého posudku.

Ocenění metodou **substanční hodnoty** je založené na analýze jednotlivých složek majetku, které jsou oceňovány podle pravidel vypracovaných pro odlišné druhy

majetku a závazků. Pro zjištění vlastního kapitálu je určitým způsobem oceněna každá majetková složka. Souhrn hodnot tvoří substanční hodnotu majetku obchodního závodu brutto. Při ocenění obchodního závodu v chodu (tzn. při respektování principu „going concern") zjišťujeme užitnou hodnotu jednotlivých aktiv pro odhad hodnoty celého obchodního závodu v provozu, jehož jsou součástí, a to bez ohledu na jejich nejlepší využití nebo tržní hodnotu, která by mohla být získána při likvidaci obchodního závodu jejich prodejem po kusech. Vycházeno je z reprodukčních, pořizovacích a účetních hodnot, které jsou dále upravovány podle zjištěného reálného stavu majetku.

Metoda je založena na principu pojetí náhrady. Perspektivní kupující nebude platit více za aktiva, která připadají v úvahu, než činí náklady na jejich pořízení. Pokud by bylo možné odhadnout i náklady na pořízení hlavních nemateriálních aktiv, pak by tato veličina, tzv. úplná substanční hodnota, tvořila horní hranici pro cenu obchodního závodu.

Substanční hodnota netto, tj. hodnota vlastního kapitálu, je vypočítána:

+ substanční hodnota provozně nutných aktiv brutto
- reálná hodnota závazků
+ prodejní hodnota majetku provozně nepotřebného
= substanční hodnota netto

Ocenění metodou **likvidační hodnoty** získáváme jako součet prodejních cen individuálního prodeje majetku obchodního závodu. Tato hodnota tvoří dolní hranici hodnoty obchodního závodu. Likvidační hodnota musí též zahrnovat náklady na likvidační proces a vliv dlouhodobého trvání likvidace, kdy během několika let dochází k inflačnímu znehodnocení zdrojů. Pokud bude výsledek výnosového ocenění nižší než je hodnota likvidační, měla by být za hodnotu obchodního závodu označena likvidační hodnota.

Výpočet je prováděn v případě, kdy na základě zjištěných výsledků nelze předpokládat pokračování činnosti obchodního závodu. Dále je používána při rozhodování o sanaci, kdy je porovnávána s výnosovou hodnotou vypočítanou z finančního plánu, který zahrnuje sanační opatření. Vyšší z obou hodnot je následně vhodným předpokladem pro rozhodnutí o sanaci nebo likvidaci.

Ocenění na základě analýzy výnosů

Tzv. výnosové metody vycházejí z předpokladu, že hodnota vlastního kapitálu obchodního závodu není prostým součtem hodnot jednotlivých aktiv po odpočtu závazků, ale je dána užitkem, který poskytuje svému majiteli. Teoreticky je tedy nejsprávnější metodou ocenění. Hledaným užitkem jsou budoucí zisky nebo finanční příjmy majitele. Klíčem k pochopení těchto metod je vztah mezi tokem peněžních příjmů a hodnotou zdroje (vlastního kapitálu), který je vytváří. Investor ve skutečnosti nakupuje tok budoucích příjmů (výnos nebo cash-flow). Při ocenění mohou být budoucí příjmy generovány ze současných aktivit podnikatelského

majetku nebo může být uvažováno i nejvhodnější využití, a to podle účelu prováděného ocenění.

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda je preferovaná v německy hovořících zemích v kontinentální Evropě. Vychází z předpokladu, že současná hodnota obchodního závodu je dána řadou budoucích zisků. Důraz klade na prokázané výsledky a současný výnosový potenciál obchodního závodu. Je opatrná v hodnocení budoucího vývoje, akceptuje pouze dohlédnutelné předpoklady. Základním podkladem jsou dosažené výsledky za předchozí období, tzn. výkazy zisků a ztrát a rozvahy za posledních 3 až 5 let, které jsou upravovány na srovnatelnou reálnou úroveň.

Z řady minulých upravených čistých výnosů je odhadován odnímatelný čistý výnos, tj. prostředky, které je možno rozdělit vlastníkům aniž by byla dotčena podstata obchodního závodu. Používána je paušální metoda nebo analytická metoda, která strukturou výpočtu respektuje různé fáze vývoje obchodního závodu, tj. vývoj, stabilní fázi příp. likvidační hodnotu v případě omezené životnosti obchodního závodu. Trvale odnímatelný čistý výnos je odhadován jako průměr za několik období v minulosti i v budoucnosti s vyloučením extrémních hodnot. Tento ukazatel je použit při výpočtu hodnoty obchodního závodu při stabilním růstu zisku, který lze kvantifikovat pomocí trvalého procentního tempa.

Kalkulovaná úroková míra se vztahuje pouze ke kapitálu, který je investován vlastníky obchodního závodu. Základem pro její stanovení je velice často bezriziková úroková míra státních obligací. Řada hospodářských výsledků je projektována ve stálých cenách a je tedy nezbytné vyloučit z ní očekávanou inflaci. Připočítána je následně přirážka za riziko podnikání například v závislosti na dosahované ziskovosti podnikatelských aktivit oceňovaného obchodního závodu, variabilitě prodeje sortimentu oceňovaného obchodního závodu, atraktivitě relevantního trhu a případně dalších specifických faktorech. V případě potřeby je možné připočítat další přirážky jako je přirážka za nižší prodejnost oceňovaného subjektu apod.

Konečným výsledkem této metody ocenění obchodního závodu je zjištění hodnoty vlastního kapitálu oceňovaného obchodního závodu. Přitom je financování investic nad objem plánovaných odpisů předpokládáno zásadně cizími zdroji a do čistého výnosu je tedy promítáno formou úroků z cizího kapitálu.

Metoda diskontovaných peněžních toků (dále jen „DCF")

Očekávaný užitek je v metodě DCF stanoven na bázi současné hodnoty očekávaných volných peněžních toků. Za tímto účelem je sestavován finanční plán odhadující co nejvěrněji vývoj společnosti v konkrétním tržním prostředí v časovém výhledu 5 až 15 let. Vyžaduje správné a úplné zhodnocení veličin ovlivňujících vývoj potenciálu trhu a oceňovaného obchodního závodu. Je to teoreticky nejpropracovanější a v praxi nejpoužívanější metoda.

Pracovní postup je při využití této metody následující:

- Provedení strategické analýzy hodnotící stav a předpoklad vývoje tržního prostředí, ve kterém obchodní závod působí, a vnitřního potenciálu oceňovaného obchodního závodu;
- Provedení finanční analýzy, která upravuje účetní obraz obchodního závodu na úroveň zjištěné reality a systémem poměrových ukazatelů prověřuje finanční zdraví obchodního závodu;
- Sestavení finančního plánu, ve kterém jsou pod vlivem změn trhu zapracovány změny kapacit, produkce, pracovních sil, tržeb, nákladů a výnosů, realizované provozní ziskové marže a ve svém důsledku provozního peněžního toku;
- Stanovení kalkulované úrokové míry, a to jako průměrných vážených nákladů cizího a vlastního kapitálu (WACC) v metodě **DCF entity**, případně nákladů na vlastní kapitál při konkrétní úrovni zadlužení při použití metody **DCF equity** nebo **APV**. Váhou je pak cílová struktura vlastního a cizího kapitálu. Náklady cizího kapitálu jsou vypočítány jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb těch typů cizího kapitálu, které v obchodního závodu existují nebo jsou uvažovány v rámci finančního plánu. Náklady na vlastní kapitál odpovídají očekáváním konkrétních investorů s přihlédnutím k riziku spojenému s investicí. Stanoveny jsou kvalifikovaným odhadem nebo podle modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Průměrná výnosnost se rovná součtu bezrizikové úrokové míry (většinou jsou brány do úvahy státní dluhopisy s odpovídající dobou splatnosti) a rizikové prémie, která je kvantifikována jako rozdíl tržního akciového indexu a bezrizikové úrokové míry a násobena parametrem BETA, který zde představuje směrodatnou odchylku výnosnosti cenného papíru od jeho průměrných výnosů;
- Provedení vlastního ocenění.

Metoda existuje ve variantách, které mají svá specifika:

- Metoda **DCF entity** vychází z peněžních toků společnosti (FCFF) a v prvém kroku je vypočítána hodnota obchodního závodu brutto. Odečtením úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění a přičtením provozně nepotřebných aktiv, jejichž hodnota je zjišťována odděleně, je stanovena netto hodnota vlastního kapitálu.
- Metoda **DCF equity** vychází z peněžních toků vlastníků obchodního závodu (FCFE), jejichž diskontováním je získána přímo hodnota netto obchodního závodu, tj. vlastního kapitálu.

Metoda DCF APV, u které je v prvém kroku zjišťována brutto hodnota obchodního závodu jako součet hodnoty obchodního závodu za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků z cizího kapitálu. Odpočtem cizího kapitálu ke dni ocenění je zjištěna netto hodnota vlastního kapitálu.

Metoda EVA (Economic Value Added)

Ekonomická přidaná hodnota je metoda, která odlišuje zisk vykázaný v účetnictví od tzv. ekonomického zisku. Ekonomický zisk je v rámci této metody definován jako čistý výnos z provozní činnosti snížený o náklady kapitálu. Obchodní závod vykazující účetní zisk dosahuje ekonomického zisku pouze tehdy, je-li účetní zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál. Metoda EVA se opírá o vlastní podstatu financí a základní kritéria investičního rozhodování s ohledem na pravidlo současné hodnoty. Jestliže je očekávaná výnosnost vyšší než kapitálová nákladovost vzniká hodnota pro majitele.

Výpočet pomocí nákladů na kapitál:

EVA = NOPAT - Capital * WACC

Kde:

NOPAT = net operating profit after taxes = zisk z provozní činnosti (hlavního provozu) obchodního závodu po zdanění

Capital = kapitál vázaný v aktivech sloužících hlavnímu provozu (činnosti) obchodního závodu

WACC = weighted average cost of capital = průměrné vážené náklady kapitálu

Výpočet pomocí hodnotového rozpětí:

EVA = (NOPAT / Capital - WACC) * Capital

Hodnota obchodního závodu (Hp) je vypočtena součtem investovaného kapitálu a současné hodnoty EVA:

$$Hp = Capital + SUM \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

Obchodní závod s kladným rostoucím ukazatelem EVA bude s velkou pravděpodobností poskytovat investorům očekávaný výnos. Poroste i hodnota MVA – Market Value Added = přírůstek tržní hodnoty společnosti, tj. rozdíl mezi částkou, kterou by akcionář a ostatní investoři získali prodejem svých akcií, a hodnotou, kterou do společnosti vložili.

Obdobně jako u metody DCF se podle způsobu stanovení nákladů na kapitál používá ve variantách EVA-entity, EVA-equity a EVA-APV.

Hlavní výhodou metody EVA je propojení hospodářského výsledku s velikostí rizika, které je spojeno s dosahováním tohoto výsledku. Použití metody EVA jako nástroje k řízení a oceňování stále roste. EVA je ukazatel s úzkou vazbou na tvorbu hodnoty pro vlastníka a tím je vhodný zejména pro ocenění podílů a akcií.

Ocenění na základě analýzy trhu

Tyto metody jsou založeny na srovnání předmětného obchodního závodu s obdobnými obchodními závody, jejichž ceny byly v současné době nebo nedávné minulosti na trhu realizovány a jsou známé. Hodnota oceňovaného obchodního závodu je odvozena z informací o realizovaných cenách nebo stanovených tržních hodnotách srovnatelných aktiv, a to:

- Srovnáním s podobnými obchodními závody, u kterých je známa hodnota (oceněné obchodními závody, akciové společnosti obchodované na burze); ocenění je založeno na použití multiplikátorů pro výpočet dílčích odhadů hodnoty akcie (výnosové, majetkové a dividendové) a stanovení výsledného odhadu pomocí zdůvodněného váženého průměru.
- Srovnáním s podobnými obchodními závody, které byly předmětem srovnatelných transakcí (prodej, přeměna, fúze); na rozdíl od předchozí varianty se vychází z hodnoty vlastního kapitálu obchodního závodu jako celku. Vedle ziskových jsou používány také množstevní násobitelé.
- Srovnáním s podobnými obchodními závody, které byly oceňovány pro vstup na burzu; jedná se o obdobu s první variantou avšak při nižším rozsahu dostupných údajů.

Metoda je limitována dvěma okruhy problémů:

- Shoda resp. srovnatelnost je možná u běžně obchodovaných předmětů s omezeným spektrem vlastností avšak u složitého statku, jakým je obchodní závod, je shoda téměř vyloučena a zjištěné odchylnosti je nutné zohlednit v ocenění, což může znamenat značné praktické problémy.
- Metoda je závislá na existenci relevantní srovnávací datové základny, která není pro případ prodeje obchodního závodu v ČR k dispozici – zejména z důvodu omezeného rozsahu případů a nedostatečného nebo zcela chybějícího zveřejnění transakcí s obchodními závody v ČR. Zahraniční databáze jsou navíc nevyužitelné, protože obchodní závod je vázán na určité místo a konkrétní podmínky trhu.

Metody založené na hodnotách daných trhem jsou vhodné v případě veřejně obchodovatelných akcií, které se podle § 19 odst. 1 písm. a) zákona o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. oceňují kurzem vyhlášeným na burze v den ocenění. Pokud nebylo v den ocenění cenným papírem na tuzemské burze obchodováno, ocení se posledním kurzem vyhlášeným na tuzemské burze v období předcházejících 30 dnů přede dnem ocenění. Nebyl-li cenný papír na burze obchodován v těchto posledních 30 dnech, ocení se nejnižším dosaženým kurzem vyhlášeným ve stejném období u ostatních organizátorů tuzemského mimoburzovního trhu cenných papírů.

2. STRATEGICKÁ ANALÝZA

Účelem strategické analýzy je vyhodnotit tržní prostředí, ve kterém obchodní závod působí, a odhadnout jeho vývoj. Vedle toho je analyzován potenciál oceňovaného obchodního závodu a tendence předpokládaného vývoje. Smyslem strategické analýzy je rovněž zjistit předpoklad dalšího vývoje obchodního závodu a vytvořit základ pro stanovení prognózy tržeb a finančního plánu.

2.1 MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA ČESKÉ REPUBLIKY

Společnost ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, působí výhradně na trhu v České republice. Vzhledem k regionu působnosti a typu podnikání je Společnost ovlivňována zejména celkovým politickým i hospodářským prostředím České republiky.

Politické prostředí v České republice bylo v roce 2008 a následně i na počátku roku 2009 poměrně nestabilní. Počínaje 1. 1. 2008 byly zavedeny v České republice významné reformy veřejných financí, které zasáhly zejména do daňové oblasti, což ještě více přispělo k politické polarizaci společnosti v České republice. Vzhledem k tomu, že reforma veřejných financí byla očekávána již před koncem roku 2007, začala úroveň inflace před koncem roku 2007 růst. Celková inflace za rok 2007 zůstala na úrovni 2,8%, avšak v listopadu 2007 vzrostla na 5% a po zavedení daňových reforem byla v lednu 2008 oznámena nejvyšší inflace od roku 1998 ve výši 7,5%. V roce 2008 tento trend nadále pokračoval a Český statistický úřad pro rok 2008 nakonec vyhlásil inflaci ve výši 6,3%. Prognóza vývoje inflace pro období roku 2009 byla v květnu 2009 ze strany ČNB odhadována ve výši mírně nad 1% a to rovněž i pro rok 2010. Následně byla v roce 2009 dosažena míra inflace ve výši 1,0% a ze strany MF ČR byla průměrná míra inflace pro období roku 2010 odhadována ve výši 2,0% a pro období roku 2011 ve výši 1,8%. V červenci 2010 byla ze strany ČNB odhadována průměrná míra inflace pro období roku 2010 ve výši 1,7% a pro období roku 2011 ve výši 2,1% (v porovnání ze strany MF ČR byla pro rok 2010 odhadována míra inflace ve výši 1,6% a pro rok 2011 ve výši 2,5%). V lednu 2011 byla nakonec vyhlášena ČSÚ míra inflace pro rok 2010 ve výši 1,5%.

Hospodářská situace v ČR na sklonku roku 2008 začínala být silně ovlivňována celosvětovou ekonomickou krizí, jejíž důsledky se v ČR začaly rázně projevovat již počátkem roku 2009 a pokračují do současné doby. Vzhledem k poměrně velké otevřenosti české ekonomiky jsou dopady této krize na českou ekonomiku oproti očekávání velice výrazné, o čemž svědčí ukazatele zveřejněné a také odhadované ČNB ohledně vývoje růstu HDP a dalších makroekonomických ukazatelů v letech 2008 až 2011. V květnu 2008 byl meziroční růst reálného HDP odhadován ČNB pro rok 2008 ve výši 4,7% a pro rok 2009 ve výši 4,0%. V srpnu 2008 pak pro rok 2008 ve výši 4,1%, pro rok 2009 ve výši 3,6% a pro rok 2010 ve výši 4,1% a v listopadu 2008 byl ČNB odhadován meziroční růst reálného HDP pro rok 2008 ve výši 4,6%, pro rok 2009 ve výši 2,9% a pro rok 2010 ve výši 3,1%. Následující rok byl již nejprve v únoru 2009 ČNB odhadován pokles HDP pro rok 2009 ve výši 0,3% a pro rok 2010 růst ve výši 0,9% a v květnu 2009 odhadován pokles HDP pro rok 2009 ve

výši 2,4% a pro rok 2010 růst ve výši 1,4%. V listopadu 2009 již ČNB prognózuje pro rok 2009 pokles HDP o 4,4% a pro roky 2010 prognózuje nárůst HDP o 1,4% a pro rok 2011 o 2,2%. V červenci 2010 již ČNB prognózuje pro rok 2010 nárůst HDP o 1,4% a pro rok 2011 o 2,1% a MF ČR pro rok 2010 nárůst HDP o 1,6% a pro rok 2011 nárůst o 2,3%. V listopadu 2010 ČNB prognózuje pro rok 2010 nárůst HDP o 2,3%, pro rok 2011 o 1,2% a pro rok 2012 nárůst o 2,5%. V říjnu 2010 MF ČR prognózuje pro rok 2010 nárůst HDP o 2,2%, pro rok 2011 o 2,0%. Obě prognózy se tedy poměrně liší v míře dosaženého tempa růstu HDP i v období, kdy má být dosahované tempo růstu HDP zvýšené. Pro rok 2012 byly oběma institucemi prognózovány poklesy tempa růstu HDP ve výši okolo -1%. Změna tohoto negativního trendu je prognózována až pro roky 2013 a 2014, kdy by HDP měl růst meziročně o 0,8% resp. 2,5%.

Dle prognózy ČNB z února 2014 se meziroční pokles české ekonomiky ve třetím čtvrtletí 2013 zmírnil. Česká ekonomika ve třetím čtvrtletí 2013 meziročně klesla o 1,2 % vlivem snížení čistého vývozu a pokračujícího propadu hrubé tvorby fixního kapitálu. Ostatní složky poptávky vykázaly nulové nebo mírně kladné příspěvky. Mezičtvrtletně se HDP druhé čtvrtletí v řadě lehce zvýšil. Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 prognóza předpokládá nepatrné meziroční zvýšení HDP při jeho zrychlujícím mezičtvrtletním růstu. Celková inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 v průměru nacházela v dolní polovině tolerančního pásma cíle a měnově-politická inflace se pohybovala hluboko pod jeho dolní hranicí. Pokračovalo protiinflační působení domácí ekonomiky, zatímco oslabený kurz koruny měl vliv v opačném směru. Záporná korigovaná inflace bez pohonných hmot nadále odrážela zejména významně protiinflační vliv domácí ekonomiky, zatímco oslabený kurz koruny začal působit prostřednictvím dovozních cen v opačném směru.

Celková i měnově-politická inflace by se s významným přispěním oslabeného kurzu koruny měla do konce roku 2014 vrátit k cíli ČNB. Průměrná inflace přitom v roce 2014 dosáhne 0,5 % a v příštím roce 1,5 %. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a setrvání kurzu koruny na hladině 27 CZK/EUR až do počátku roku 2015. Uvedená hladina kurzu nadále zajišťuje uvolnění měnových podmínek v potřebném rozsahu. Na zasedání 6. února 2014 bankovní rada ČNB jednomyslně rozhodla ponechat úrokové sazby na stávající úrovni, tj. na technické nule. Bankovní rada také rozhodla nadále používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek České národní banky intervenovat v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Charakter tohoto kurzového závazku se přitom nemění a ČNB potvrdila ponechání tohoto kurzového závazku přinejmenším do začátku roku 2015.

Ekonomická aktivita v efektivní eurozóně ve druhé polovině roku 2013 mírně vzrostla. Předpokládaný růst efektivního ukazatele je tažen zejména výkonem německé a slovenské ekonomiky, které mají zároveň nejvyšší podíl na českém vývozu. Další zrychlení tempa růstu ekonomické aktivity v eurozóně na 2 % se očekává v roce 2015. Rizikem zůstávají stále nedořešené dluhové problémy řady zemí eurozóny a stav finančního sektoru. Cenový vývoj zůstává vlivem snížení cen komodit při jen pozvolném oživování ekonomické aktivity velmi utlumený, když ceny průmyslových výrobců v eurozóně meziročně klesají a totéž platí v některých zemích i pro spotřebitelské ceny. Dle předpokladů prognózy však ceny v eurozóně porostou, a to

postupně zrychlujícím tempem. Nízký výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR zohledňuje nadále uvolněnou stávající i očekávanou měnovou politiku ECB. Kurz eura k dolaru v poslední době posílil, jeho výhled však směřuje k oslabování. U cen ropy se na horizontu prognózy předpokládá pozvolný pokles.

Aktuální prognózy potvrzují oživování světové ekonomiky, které pokračovalo v celém roce 2014. Česká ekonomika po dvouletém poklesu vzrostla v roce 2014 reálně o 2 %. Za tímto růstem stála rostoucí domácí poptávka, která odrážela jak optimističtější očekávání spotřebitelů a části podnikatelského sektoru v další ekonomický vývoj, tak i příznivý vývoj zaměstnanosti a růst disponibilního důchodu při nízké inflaci. K dynamickému růstu investic přispělo také intenzivní čerpání prostředků ze strukturálních fondů. Naproti tomu vnější sektor zůstal své tradiční prorůstové roli dlužen, protože v mnoha členských zemích Evropské unie zůstala růstová dynamika slabá a vyhlídky na její rychlejší oživení zatíženy strukturálními problémy a geopolitickými riziky.

Hlavním zdrojem růstu a rozhodujícím faktorem výkonu celé domácí ekonomiky byly výsledky průmyslu, které dokumentuje růst hrubé přidané hodnoty. Ta se zvýšila výrazněji (o 2,6 %) než celkový výkon měřený HDP, zvláště potom ve zpracovatelském průmyslu (o 6,0 %).

Průmyslová produkce se v roce 2014 vrátila k růstu po dvou letech recese. Podržela si ho převážně i ve druhé polovině roku, kdy byla tempa růstu již ovlivňována vysokou základnou z druhé poloviny roku 2013, kdy český průmysl již zřetelněji ožíval. Za celý rok 2014 se produkce českého průmyslu meziročně zvýšila o 4,9 % a v jeho rámci výroba ve zpracovatelském průmyslu stoupla o 6,4 %. Ve zpracovatelském průmyslu byly hlavními nositeli růstu výroba motorových vozidel a výroba počítačů, které dosahovaly nadprůměrného tempa, a jejich podíl na celkových tržbách průmyslu se meziročně zvyšoval. Zatímco hlavním znakem ve většině odvětví zpracovatelského průmyslu byla stabilizace, v sektorech těžby a dobývání a výroby a rozvodu elektřiny, plynu a tepla produkce nadále klesala (v roce 2014 o 2,8 %, resp. o 2,4 %).

Rostoucí průmyslová produkce a zvýšení celkových tržeb (o 10 %) při nižším růstu zaměstnanosti (průměrný evidenční počet zaměstnanců se zvýšil o 1,8 %) se promítly do růstu produktivity práce (o 8 %), která výrazně předstihla růst reálných mezd (3,4 % přepočtených indexem cen průmyslových výrobců, resp. 2,1 % přepočtených indexem spotřebitelských cen). Zvýšení produktivity práce se projevilo poklesem jednotkových mzdových nákladů nominálních (o 5,1 %) a reálných (o 4,3 %). Průměrná hrubá měsíční nominální mzda zaměstnanců v průmyslu v roce 2014 meziročně vzrostla o 2,5 % a činila 27 608 Kč.

Hospodářský růst v roce 2014 byl celkově vyvážený a postavený na zdravých základech. V letošním roce MPO očekává další zrychlení jeho dynamiky, které by mělo být zajištěno opět domácí poptávkou a na straně zdrojů pokračujícím růstem průmyslové výroby.

Česká ekonomika dynamicky rostla rovněž počátkem roku 2015. Reálný HDP zaznamenal extrémní mezičtvrtletní nárůst o 2,5 %. Stejně jako ve 4. čtvrtletí 2014 (kdy však působilo opačným směrem) byl ale růst HDP ovlivněn legislativním omezením doby prodeje tabákových výrobků se starou nálepkou. S ohledem na

rozkolísanost HDP vlivem legislativních změn je proto mnohem vhodnějším ukazatelem pro hodnocení vývoje ekonomiky hrubá přidaná hodnota. Reálná hrubá přidaná hodnota v 1. čtvrtletí 2015 mezi-čtvrtletně vzrostla o 1,3 %, což byl největší přírůstek od 4. čtvrtletí 2007. Hrubá přidaná hodnota se zvýšila téměř ve všech odvětvích ekonomiky, nejvíce však (stejně jako v předchozím čtvrtletí) ve zpracovatelském průmyslu, a to o 2,6 %.

Ekonomický růst byl tažen výhradně domácí poptávkou. Meziročně se zvýšila spotřeba domácností a vlády, jakož i tvorba fixního kapitálu. Mimořádně vysoký příspěvek změny zásob byl dán jak obnovením zásoby zmíněných tabákových nálepek, tak i postupující konjunkturou včetně zvýšení zásoby nedokončených infrastrukturních projektů.

V zahraničním obchodu se navzájem kompenzuje růst ekonomik hlavních obchodních partnerů ČR a zvýšené dovozy, dané rychlejším růstem domácí poptávky a vysokou dovozní náročností českého exportu.

Dobrou kondici ekonomiky potvrzují i další základní makroekonomické indikátory. Domácnosti nadále těží z velmi nízké inflace. Na trhu práce dynamicky roste zaměstnanost a klesá nezaměstnanost. Běžný účet platební bilance od roku 2014 dosahuje přebytku.

V roce 2015 je ekonomika stimulována několika jednorázovými faktory. Jde zaprvé o pozitivní nabídkový šok v podobě nízkých cen ropy – průměrná korunová cena ropy Brent by v roce 2015 měla být o čtvrtinu nižší než v roce 2014. Dalším pozitivním faktorem je fiskální stimulace, jejíž rozsah odhadujeme okolo 0,4 % HDP.

Efekt expanzivní fiskální politiky je dále prohlubován čerpáním z fondů EU z Programovacího období 2007–2013, které je možno využít do konce roku 2015.

Zejména nečekaně silný růst ekonomiky v 1. čtvrtletí roku 2015 vede k razantní revizi prognózy reálného růstu HDP v roce 2015 z 2,7 % na 3,9 %. Lepší reálný vývoj hospodářství není důvodem pro zásadní revizi v predikci výnosu daní. Je to dáno tím, že daňové příjmy vesměs vycházejí především z nominálních hodnot. Předpověď růstu nominálního HDP na rok 2015 se proti minulé predikci změnila pouze minimálně (ze 4,7 % na 4,9 %).

V roce 2016 by měly uvedené jednorázové faktory odeznít a ekonomický růst by měl odrážet normální podmínky a možnosti české ekonomiky. Anticipovaná vyšší cena ropy bude prostřednictvím nákladů firem působit proinflačně, stejně jako narůstající kladná produkční mezera, která zvýší tlak na růst mezd.

Fiskální politika bude mírně proticyklická, orientovaná na snižování deficitu vládního sektoru. Ukončení evropských projektů financovaných z minulé finanční perspektivy (2007–2013) a pomalejší náběh čerpání z nové finanční perspektivy 2014–2020 zmírní růst investic. Z těchto důvodů predikci růstu reálného HDP pro rok 2016 ponechává MF ČR na 2,5 %.

Pro vývoj světového obchodu nadále přetrvávají nejistoty spojené s vývojem ekonomiky Číny, což by mohlo vést i ke zpomalení evropských exportů do této oblasti. Další rizika pro globální ekonomiku představují přetrvávající napětí na Ukrajině či nestabilita na Blízkém východě a v severní Africe, jež by mohly ovlivnit trhy s ropou a zemním plynem. Naopak pozitivně ve smyslu zpomalení cenového

růstu ropy by mohl působit návrat íránské ropy na světové trhy. Situace Řecka, i když prochází poměrně dramatickým vývojem, by českou ekonomiku neměla přímo zásadněji ovlivnit.

V české ekonomice mohou nastat tlaky na zhodnocení měnového kurzu pod hranici 27 CZK/EUR. ČNB však má dostatečné nástroje k tomu, aby nadměrné apreciaci zabránila.

Shrnutí vývoje hlavních makroekonomických indikátorů včetně aktuální predikce, je uvedeno v následující přehledné tabulce.

Vývoj hlavních makroekonomických indikátorů české ekonomiky a jejich predikce převzatá od MF ČR z července 2015 (zdroj dat: www.mfcr.cz)

Hlavní makroekonomické indikátory		Skutečnost						Aktuální predikce	
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Hrubý domácí produkt	mld. Kč b.c.	3 922	3 954	4 023	4 042	4 077	4 261	4 469	4 647
Hrubý domácí produkt	růst v %, s.c.	-4,7	2,3	2,0	-0,9	0,5	2,0	3,9	2,5
Spotřeba domácností růst	růst v %, s.c.	0,4	1,0	0,3	-1,5	0,7	1,5	2,9	2,4
Spotřeba vlády růst	růst v %, s.c.	3,8	0,4	-3,0	-1,8	2,3	1,8	2,0	1,6
Tvorba hrubého fixního kapitálu	růst v %, s.c.	-11,5	1,3	1,1	-3,2	-2,7	2,0	6,4	3,1
Příspěvek ZO k růstu HDP	p.b., s.c.	0,8	0,5	1,9	1,3	0,0	-0,2	-0,4	0,3
Deflátor HDP	růst v %	1,9	-1,5	-0,2	1,4	1,4	2,5	1,0	1,5
Průměrná míra inflace	%	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,5	1,5
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %	-1,4	-1,0	0,4	0,4	1,0	0,8	1,0	0,2
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	průměr v %	6,7	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1	5,7	5,5
Objem mezd a platů (dom. koncept)	růst v %, b.c.	-2,1	0,6	2,2	2,5	0,4	1,9	4,2	4,1
Saldo běžného účtu	% HDP	-2,4	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,6	0,5	0,2
Předpoklady:									
Směnný kurz CZK/EUR		26,4	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5	27,5	27,5
Dlouhodobé úrokové sazby	% p.a.	4,7	3,7	3,7	2,8	2,1	1,6	0,8	1,3
Ropa Brent	USD/barel	62	80	111	112	109	99	61	68
HDP eurozóny (EA12)	růst v %, s.c.	-4,2	2,0	1,6	-0,8	-0,4	0,8	1,4	1,8

2.2 ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU

Vnější potenciál obchodního závodu lze vyjádřit jako šance a rizika, které nabízí podnikatelské prostředí, tedy relevantní trh, ve kterém se pohybuje oceňovaný obchodní závod. Analýzu vnějšího potenciálu lze rozdělit do pěti základních kroků. První krok spočívá ve vymezení relevantního trhu z regionálního a věcného hlediska a kvantifikace velikosti trhu. Ve druhém kroku se analýza zabývá popisem základních tendencí na vymezeném relevantním trhu. Ve třetím kroku je nutno stanovit hlavní obecné a specifické faktory působící na vymezený relevantní trh. Čtvrtá část analýzy vnějšího potenciálu představuje prognózu budoucího tempa růstu relevantního trhu.

Pátá část analýzy představuje zhodnocení atraktivity relevantního trhu a shrnutí celé analýzy vnějšího potenciálu oceňovaného subjektu.

Vymezení relevantního trhu

Společnost působí na trhu výhradně jako subjekt poskytující pronájem budov a pozemků, která má v majetku, a to bez provádění s nájmem souvisejících služeb. Plán jiného využití majetku nebyl znalci v době provádění ocenění znám.

Není záměrem managementu ani vlastníků Společnosti poskytovat jiné druhy služeb nebo provádět jiné druhy podnikání než shora uvedené. Veškeré výnosy Společnosti tak budou představovat výnosy z pronájmu budov a souvisejících pozemků dle uzavřených nájemních smluv ke dni ocenění.

V nabídce na pronájem budov a pozemků, které jsou ke dni ocenění v majetku Společnosti, se v Mladé Boleslavi a jejím širším okolí nachází značné množství obdobných nemovitých věcí. Kvalita jejich využití je dána především polohou budov a pozemků a zejména pak možnostmi využití pro konkrétního nájemce, v daném případě pak pro konkrétní dosti specifickou výrobu a skladování. Pro provozovanou výrobu oběma současnými nájemci je zapotřebí příslušné technologické vybavení nemovitých věcí, které je povětšinou zabudováno napevno a připojeno na příslušné inženýrské sítě. Za takové situace nemá příliš smysl definovat odpovídající tržní podíl obchodního závodu na relevantním trhu. Je zřejmé, že odpovídající trh v dané lokalitě v reálné podobě existuje, je obecně poměrně široký, avšak z hlediska nabídky obdobných nemovitých věcí značně nesourodý.

Základní dosavadní tendence relevantního trhu

Trh v oblasti poskytování pronájmu budov a pozemků pro umístění výrobců v automobilovém průmyslu je ovlivňován velice silně obecným vývojem celé ekonomiky, neboť poptávka po osobních automobilech je velice úzce na vývoj celé ekonomiky navázána. Z tohoto důvodu nemá význam pro účely tohoto posudku zkoumat tendence relevantního trhu. Žádné jiné tendence, které by poukazovaly na mimořádný pokles nebo nárůst tržního podílu oceňovaného subjektu na relevantním trhu nebyly znalcem zjištěny.

Hlavní obecné a specifické faktory působící na relevantní trh

Mezi základní obecné faktory působící na vymezené relevantní trhy patří vždy počet potencionálních klientů v regionu. V daném místě je vzhledem ke konkrétní shora popisované situaci nutno uvažovat v obecné rovině se značným množstvím potencionálních zákazníků. Vzhledem k právní situaci, kdy oba nájemci mají uzavřeny nájemní smlouvy na dobu určitou a jsou již několik let umístěni v pronajímaných prostorách, je neúčelné v rámci tohoto posudku provádět analýzu celkové množiny potencionálních zákazníků.

Velice významným obecným faktorem, který může rovněž výrazně ovlivnit vymezené relevantní trhy vzhledem k velice silné vazbě na automobilový průmysl, patří vývoj

HDP v příslušné ekonomice. Vývoj HDP představuje zjednodušeně vývoj ekonomického potencionálu celé ekonomiky, kde se vymezený relevantní trh nachází.

Mimo uvedené obecné faktory působí na relevantní vymezené trhy rovněž řada specifických faktorů, které je však nutno zařadit mezi hůře kvantifikovatelné nebo špatně předvídatelné veličiny. Jako příklad takových faktorů lze uvést zejména změny v právním rámci České republiky, zásadní změny v politické oblasti nebo mnoho dalších faktorů, které by potencionálně mohly ovlivnit relevantní trh obchodního závodu. Tyto faktory by však vzhledem k současné politické situaci a členství České republiky v evropských strukturách neměly předvídatelně nastat. Ostatní, například demografické nebo jiné spotřebitelské faktory, nemají na podnikatelské aktivity oceňovaného obchodního závodu přímý a okamžitý vliv a z tohoto důvodu nemá smysl se jimi v rámci tohoto posudku a zejména jeho účelu zabývat.

Prognóza budoucího tempa růstu relevantního trhu

Vzhledem k tomu, že v případě Společnosti je uvažováno s uzavřením pouze stávajících dvou nájemních smluv, je prognóza budoucího tempa růstu relevantního trhu dána vývojem těchto nájemních vztahů.

Zhodnocení atraktivity relevantního trhu a shrnutí analýzy vnějšího potenciálu

Jak bylo uvedeno v rámci jednotlivých odstavců tohoto bodu, relevantní trh a prognóza jeho vývoje je v daném případě, mimo stávající uzavřené nájemní vztahy, velice těžko analyzovatelná a tudíž i odhadnutelná bez využití mnoha zjednodušujících předpokladů, neboť výstavba, umístění a technologické vybavení nemovitých věcí v majetku Společnosti, determinují jejich využití jen pro jednu velice úzkou skupinu nájemců. Vnější potenciál tak závisí na mnoha faktorech, které nelze odpovědně předvídat s dostatečnou přesností. Popisované skutečnosti jsou proto využity pouze v rámci výběru a použití jednotlivých metod ocenění obchodního závodu v tomto posudku.

2.3 ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU

Úkolem analýzy vnitřního potenciálu (analýza konkurenční síly) oceňovaného obchodního závodu je odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného obchodního závodu do budoucnosti. Jak bylo uvedeno shora, je tržní podíl na relevantním trhu značně zafixován stávajícími nájemními vztahy dlouhodobé povahy na dobu určitou.

Z výše uvedených důvodů není možné a ani pro účely tohoto posudku rozhodující provádět výpočet tržního podílu Společnosti a ani odhadovat jeho vývoj v čase, popřípadě provádět rozbor faktorů ovlivňujících vnitřní potenciál obchodního závodu.

2.4 ZÁVĚRY STRATEGICKÉ ANALÝZY

Závěry provedené analýzy lze formulovat pro oceňovaný subjekt přehledně v tabulce shrnující tzv. SWOT analýzu, která je uvedená následovně.

SWOT analýza	
Příležitosti	**Hrozby**
• nemovité věci vhodné pro dlouhodobý pronájem ale i pro případný prodej	• pokles trhu s nemovitými věcmi • odchod nájemců nebo ukončení jejich činnosti před vypršením nájemních smluv
Silné stránky	**Slabé stránky**
• ekonomicky a finančně silní nájemci • provozně stabilní Společnost	• jediný předmět činnosti • instalace speciální technologie stávajícími nájemci • některé k provozu areálu nutné pozemky a komunikace nejsou ve vlastnictví Společnosti • smlouvy nájemní na dobu určitou • rozestavěné objekty dosud bez nájemní smlouvy

3. FINANČNÍ ANALÝZA

Finanční analýza je důležitým nástrojem, prostřednictvím kterého se hodnotí minulost, současnost a na základě které je možné nalézt doporučení vhodných řešení do předpokládané budoucnosti finančního hospodaření analyzovaného subjektu. Jejím cílem je určit finanční zdraví hodnoceného subjektu, identifikovat jeho potencionální slabiny, které by mohly vést k problémům v budoucnosti a rovněž určit silné stránky hodnoceného subjektu. Dále je předmětem finanční analýzy posouzení, zda je analyzovaný subjekt schopen další existence a zda je tedy naplněn klíčový předpoklad „going concern".

Při rozhodování znalce o případném provedení finanční analýzy byly vzaty do úvahy veškeré základní ekonomické veličiny zjištěné během analýzy finančních výkazů a účetních podkladů Společnosti za období let 2011 až 2014, které byly základem pro vypracování podaných daňových přiznání k dani z příjmů právnických osob za uvedená zdaňovací období a dále pak právní a ekonomické podmínky k datu ocenění uzavřených nájemních smluv.

V daném případě bylo znalcem rozhodnuto o neprovedení finanční analýzy, neboť Společnost má pouze jedinou pasivní ekonomickou činnost. Finanční analýza by tak byla významně ovlivněna stávajícími nájemními vztahy mezi Společností a nájemci. Vlastní vypovídací schopnost takové finanční analýzy by vlivem uvedených skutečností byla nepatrná, v obecném hodnocení významně zkreslená a neměla by tudíž pro ocenění význam. Z prognózy vývoje hospodaření obchodního závodu Společnosti pak vyplývá zcela bezproblémové dodržení zásady „going concern" i bez provedení odpovídající podrobné finanční analýzy.

4. FINANČNÍ PLÁN A GENERÁTORY HODNOTY

Generátory hodnoty představují základní podnikohospodářské veličiny, které určují hodnotu obchodního závodu. V zásadě je nutné pracovat s těmito generátory hodnoty:

- tržby,
- marže provozního zisku,
- investice do pracovního kapitálu a
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku.

Finanční plán je poté obecně sestavován pomocí uvedených generátorů hodnoty a měl by poskytovat vhodnou prognózu budoucího vývoje oceňovaného obchodního závodu.

Finanční plán byl z důvodů uvedených v předchozích pasážích tohoto posudku sestaven na základě údajů získaných na základě strategické analýzy a je proto sestaven výhradně na dobu platnosti k datu ocenění uzavřených nájemních smluv.

Sestavený finanční plán se skládá z plánované rozvahy, plánovaného výkazu zisku a ztráty a plánovaného výkazu cash flow. Plán je vyhotoven v běžných cenách. V případě obdobného podnikatelského subjektu je vhodné sestavit finanční plán nejprve pro výkaz zisku a ztráty a následně je vyhotoven odpovídající výkaz rozvahy aktiv a pasiv a plánovaný výkaz cash-flow.

Sestavení plánovaných výkazů zisku a ztráty na jednotlivá plánovaná období je determinováno zejména výnosy z nájemních vztahů podle jednotlivých nájemců a dle platných nájemních smluv a rovněž tak odhadem celkových nákladů na jejich zabezpečení. Ostatní náklady a výnosy z běžného provozu lze charakterizovat jako zanedbatelné.

Odhad realizovatelných tržeb z nájemného byl vyhotoven na základě smluvních ujednání. Dalšími výnosy jsou pak odhadované výnosy vyplývající nikoliv z vlastní podnikatelské činnosti. Jedná se zejména o odhad výnosů z úroků z úložek na běžném bankovním účtu, které jsou však v daném případě zcela zanedbatelné. Náklady na opravy dlouhodobého majetku jsou plánovány v rámci celkových provozních nákladů. Provozní náklady vychází ve vyhotoveném finančním plánu jednak z jejich předchozího vývoje a jednak jsou odvozeny od jejich obvyklé míry zjištěné statistickým sledováním zveřejněným Ministerstvem průmyslu a obchodu České republiky za období roku 2014, kdy v odvětví Činnosti v oblasti nemovitostí byla dosahována přidaná hodnota vzhledem k obratu ve výši 66,08%. V plánu jsou dále provozní náklady kalkulovány s vlivem odhadované míry inflace. Ostatní finanční náklady představují odhad nákladů na správu běžného bankovního účtu a jsou pro účely tohoto posudku poměrně nevýznamné.

Daň z příjmů je kalkulována po celou dobu finančního plánu ve výši 19% sazby.

Sestavení plánovaných výkazů rozvahy aktiv a pasiv následně vycházelo z již sestavených výkazů zisku a ztráty za jednotlivá plánovaná období.

V položkách pracovního kapitálu se nachází zejména pohledávky z titulu výnosů z nájemného dle příslušných smluvních ujednání a disponibilní finanční prostředky. V krátkodobých závazcích z obchodního styku jsou běžné závazky vyplývající z provozních nákladů zajišťovaných externími dodavateli a případně vůči státu. Vzhledem k typu činnosti a jejímu rozsahu jsou plánovány náklady na zaměstnance pouze za účelem zajištění potřebné administrativní činnosti pro správu Společnosti, a to na základě údajů z let 2011 až 2013.

4.1 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ

Pro základní podnikatelské zaměření potřebuje každý obchodní závod aktiva v určité velikosti a struktuře a tato nezbytná aktiva se označují jako provozně potřebná. Ostatní aktiva se považují za provozně nepotřebná. Důvody pro rozčlenění majetku na tyto dvě skupiny jsou následující:

- část majetku obchodního závodu nemusí být téměř vůbec využívána a proto z něj neplynou obchodnímu závodu žádné příjmy nebo jiné užitky,
- část majetku obchodního závodu nemusí souviset s provozem a proto je spojen s jinými riziky.

V důsledku uvedených skutečností se pro každou skupinu aktiv používají jiné metody ocenění.

Při vymezení provozně potřebného majetku obchodního závodu pro jím prováděné podnikatelské činnosti, je nejprve nutné v daném konkrétním případě rozdělit aktiva s ohledem na jejich účast na aktivní nebo pasivní složce podnikatelské činnosti. Aktiva provozně nepotřebná pak budou tvořit pouze nadbytečné finanční prostředky na běžném bankovním účtu, které není potřeba pro aktivní (provozní) část obchodního závodu.

Hodnota provozně nepotřebných finančních prostředků byla stanovena na základě ukazatele Likvidita L1 (jedná se o poměr finančního majetku a součtu krátkodobých závazků a krátkodobých bankovních úvěrů) zveřejněného Ministerstvem průmyslu a obchodu České republiky za období roku 2014, kdy v odvětví Činnosti v oblasti nemovitostí dosahoval tento ukazatel hodnoty 0,44. Nadbytečné finanční prostředky budou dále uloženy na běžném bankovním účtu s úročením odhadovaném ve výši efektivní úrokové sazby 0,1% p.a., neboť jejich jiné další využití není s ohledem na dobu a předpoklady sestavení finančního plánu realistické.

U dlouhodobého majetku byly vzaty jako rozhodující kritérium úvahy managementu Společnosti a zejména stávající předmět podnikání. Z těchto důvodů je celý dlouhodobý majetek považován za provozně potřebný, avšak s ohledem na jeho strukturu, bez potřeby pravidelných obnovovacích investic na dobu sestaveného finančního plánu.

4.2 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY

Tržby a prognóza vývoje

Tržby Obchodního závodu nebylo potřeba rozdělit na segmenty, neboť veškeré tržby pochází výhradně z nájemného. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku v plánovaných obdobích nejsou plánovány stejně jako mimořádné položky nákladů a výnosů. Případné finanční výnosy z úroků nebylo potřeba z provozní části vyloučit, neboť, jak uvedeno shora, týkají se provozně potřebného majetku a jsou dosahovány jen v nevýznamné hodnotě. Prognóza vývoje tržeb vychází následně ze strategické analýzy, uzavřených nájemních smluv a týká se pouze provozní části.

Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je důležitým ukazatelem, jenž indikuje ziskovost podnikatelské činnosti hodnoceného subjektu. Zjišťuje se na základě vzorce, kde korigovaný provozní výsledek hospodaření je upraven o náklady a výnosy, které nesouvisí s hlavním předmětem činnosti. Při jeho výpočtu se neuvažuje s odpisy, jejichž analýza a zahrnutí do finančního plánu je prováděno obvykle v souvislosti s dalším generátorem hodnoty – investicemi do dlouhodobého majetku. V daném případě je však provozní zisková marže dána pouze vývojem tržeb z nájemného a odpovídajícími náklady na jejich zabezpečení. Z uvedeného důvodu by bylo provádění výpočtů prognózy provozní ziskové marže běžnými metodami neodůvodněné. Finanční plán byl proto sestaven na základě predikce základních nákladových položek, které jsou spojeny s pronájmem předmětných nemovitých věcí, a to na základě údajů z trhu dle jejich obvyklé míry zjištěné statistickým sledováním zveřejněným Ministerstvem průmyslu a obchodu České republiky za období roku 2014 v odvětví Činnosti v oblasti nemovitostí a porovnáním s údaji minulého vývoje, neboť žádné neobvyklé nákladové položky nelze očekávat. Náklady na pojištění předmětných nemovitých věcí byly odvozeny od jejich výše dosahované v roce 2014. Ostatní nákladové a výnosové položky jsou zcela zanedbatelné. Rezervy a opravné položky nejsou plánovány.

Pracovní kapitál

V této části kalkulovaný pracovní kapitál obsahuje určité modifikace na rozdíl od pracovního kapitálu uváděného ve finanční analýze. Odečítáme veškerá krátkodobá cizí pasiva (krátkodobé závazky), která lze považovat za tzv. neúročený cizí kapitál. Veškeré plánované nákladové a výnosové položky obchodního závodu navíc souvisí přímo s provozní činností a není proto nutné zvolit pro položky nesouvisející s provozní činností samostatné plánování.

Vzorec pro výpočet pracovního kapitálu jako generátoru hodnoty je následující (veškeré veličiny jsou zahrnovány do výpočtu jen v provozně nezbytném rozsahu):

pracovní kapitál = zásoby + krátkodobé pohledávky – krátkodobé závazky + časové rozlišení aktivní – časové rozlišení pasivní.

Vypočtené hodnoty pracovního kapitálu podle uvedené metodiky zachycují detailně tabulky, které jsou Přílohou č. 2 tohoto posudku.

Zásoby

Společnost nevykazuje vzhledem ke svému předmětu podnikání žádné zásoby.

Krátkodobé pohledávky

Další položkou pracovního kapitálu jsou krátkodobé pohledávky, které znalec považuje za provozně nutné, protože veškeré souvisí s provozní činností. Doba obratu pohledávek se vztahuje k tržbám, neboť je dána uzavřenými nájemními smlouvami. Vývoj krátkodobých pohledávek je proto zcela stabilizovaný. Z uvedených důvodů se rovněž neuvažuje s vykázáním pohledávek po sjednaném datu splatnosti.

Krátkodobé neúročené závazky

Vazba krátkodobých neúročených závazků k tržbám je dána nutnými provozními náklady na zajištění pronájmu nemovitých věcí. Z daného důvodu v jejich struktuře rovněž nelze očekávat žádné významné výkyvy. Růst jejich nominální hodnoty je dán pouze odhadovanou mírou inflace.

Dlouhodobý majetek

Pro naplánování vývoje dlouhodobého majetku a investic do jeho pořízení je obecně nezbytné ho nejdříve rozdělit na majetek provozně nutný a majetek provozně nepotřebný. Toto rozdělení bylo již učiněno v úvodu. Celý dokončený dlouhodobý majetek v rámci finančního plánu je nutno považovat za provozně nutný. Dlouhodobý finanční majetek není evidován.

Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku

Investice do dlouhodobého majetku nejsou, s ohledem na strukturu nemovitých věcí, možnosti jejich realistického využití a k datu ocenění uzavřené nájemní smlouvy, plánovány.

Způsob financování

Společnost využívá vlastních zdrojů financování. Bankovní úvěry nejsou v sestaveném finančním plánu plánovány.

4.3 PLÁNOVANÉ FINANČNÍ VÝKAZY

Pro účely různých oceňovacích metod na základě analýzy výnosů oceňovaného subjektu je povětšinou nezbytné sestavit kompletní finanční plán oceňovaného subjektu, který je založen na výše uvedených plánovaných položkách. Ty jsou v rámci finančního plánu uspořádány do obvykle využívaných finančních výkazů přizpůsobených využité oceňovací metodě. V posudku jsou proto využity výkazy rozvahy aktiv a pasiv spolu s výkazem zisku a ztráty, které jsou vzájemně provázány na základě výše zjištěných ekonomických ukazatelů. Výkaz rozvahy aktiv a pasiv je pro přehlednost členěn na samostatný výkaz aktiv a samostatný výkaz pasiv. Dále na tyto základní výkazy navazuje výkaz přehledu peněžních toků (výkaz cash-flow), který je pro kompletní finanční obraz oceňovaného subjektu naprosto nezbytný u jakékoliv oceňovací metody založené na analýze hospodaření.

Plánovaná rozvaha

Aktiva

V plánovaném výkazu rozvahy aktiv jsou aktiva uspořádána dle obvyklého schématu využívaného příslušnými ustanoveními zákona o účetnictví č. 563/1991 Sb. Jejich suma v rámci sestaveného finančního plánu v čase prakticky nekolísá vzhledem k jednoduché struktuře majetku a vzhledem k jediné plánované podnikatelské aktivitě. Pozvolný pokles celkové sumy aktiv je dán převážně pravidelnou plánovanou lineární amortizací nemovitých věcí.

Plánovaný výkaz rozvahy aktiv je uveden v příloze tohoto posudku č. 1.

Pasiva

Výše vlastního kapitálu v rámci finančního plánu je determinována vývojem odhadovaných hospodářských výsledků, které by měly být po dobu finančního plánu průběžně rozdělovány akcionářům při zajištění dostatečného volného cash-flow. Cizí kapitál se pohybuje rovněž ve stabilizované úrovni a v plánovaných letech nepřesahuje ani zdaleka hodnoty vlastního kapitálu.

Plánovaný výkaz rozvahy pasiv je uveden v příloze tohoto posudku č. 1.

Plánovaný výkaz zisků a ztrát

Plánovaný výkaz zisku a ztráty je pro přehlednost rozdělen na výsledek hospodaření z provozní činnosti a výsledek hospodaření z finanční oblasti, dále je uváděna povinnost odvodu daně z příjmů právnických osob a celkové shrnutí dosaženého hospodářského výsledku za sledovaná období. Daňové sazby daně z příjmů právnických osob jsou uvažovány dle platného znění zákona o daních z příjmů č. 586/1992 Sb. ke dni ocenění, a to po celou dobu plánu.

Plánovaný výkaz zisku a ztráty je uveden v příloze tohoto posudku č. 1.

Plánovaný výkaz přehledu peněžních toků (cash-flow)

Plánovaný výkaz cash-flow zobrazuje zdroje a využití peněžních toků oceňovaného obchodního závodu podle jednotlivých kategorií. Dosahované roční peněžní toky jsou poměrně příznivé po celou dobu sestaveného finančního plánu.

Plánovaný výkaz přehledu peněžních toků (cash-flow) je uveden v příloze tohoto posudku č. 2.

4.4 FINANČNÍ ANALÝZA A ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

Následně po vyhotovení finančního plánu je obecně vhodné provést krátkou finanční analýzu rozhodujících veličin pomocí vybraných zásadních poměrových ukazatelů.

S ohledem na způsob sestavení finančního plánu a základní ekonomické a finanční předpoklady, na jejichž základě byl sestaven, byla finanční analýza provedena v sestaveném finančním plánu na základě zásadních ukazatelů finanční analýzy.

Altmanova formule bankrotu (Z-skóre)

Mezi široce využívané vícerozměrné modely hodnocení finanční pozice oceňovaného subjektu, které obvykle syntetizují několik poměrových ukazatelů do jediného čísla charakterizujícího finanční zdraví oceňovaného subjektu, patří bankrotní model Altmanova Z–skóre.

Altmanovo Z-skóre vyjadřuje finanční situaci oceňovaného subjektu a je určitým doplňujícím ukazatelem při jeho finanční analýze. Pro oceňovaný obchodní závod bylo v tomto posudku využito kritérium Altmanova Z´´- skóre, které se využívá pro nevýrobní obchodní závody. Uspokojivou finanční situaci hodnoceného obchodního závodu indikuje hodnota ukazatele větší než 2,89. Při vypočítané hodnotě od 1,23 do 2,89 hovoříme o tzv. nevyhraněné finanční situaci - šedé zóně, kdy nelze bankrot hodnoceného obchodního závodu zcela vyloučit. Hodnota Z´´- skóre menší než 1,23 signalizuje velmi silné finanční problémy obchodního závodu a je nutné vzít do úvahy možnost jeho bankrotu.

Na základě Altmanova Z´´- skóre, které se v jednotlivých letech sestaveného finančního plánu pohybuje vysoko nad hranicí 2,89, je zřejmé, že oceňovaný obchodní závod vykazuje po celou dobu sestaveného finančního plánu výhradně pozitivní ukazatele finančního zdraví. Bilančně je vyhotovený finanční plán vyrovnaný. Rizika, s výjimkou všeobecných nepředvídatelných rizik, lze hodnotit jako malá.

V letech po skončení platnosti stávajících nájemních smluv je však nutné konstatovat, že dodržení zásady „going concern" bude nutné přehodnotit, neboť nejistota s uzavřením následných nových nebo obnovených nájemních smluv a jejich případných podmínek je značně vysoká. V rámci tohoto posudku je tedy uvažováno po skončení sestaveného finančního plánu s řízenou likvidací Společnosti.

5. OCENĚNÍ OBCHODNÍHO ZÁVODU

5.1 ZVOLENÁ METODA OCENĚNÍ

Dle běžných a ustálených zvyklostí v oceňovací praxi je vhodné pro ocenění jmění použít pro daný účel odůvodněný způsob ocenění, který musí vždy odpovídat charakteru předmětu ocenění.

Majetkový způsob ocenění

Prvním možným způsobem ocenění obchodního závodu společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, je některý majetkový způsob ocenění.

Substanční metodu nelze v daném případě použít, neboť u oceňovaného obchodního závodu nebylo provedeno ocenění všech hmotných i nehmotných složek jeho majetku. Nelze tak spolehlivě identifikovat goodwill či badwill oceňovaného obchodního závodu.

Likvidační metodu by bylo možné v daném případě využít, avšak pouze v rámci určení pokračující hodnoty při využití některé z vhodných výnosových metod, a to z důvodu existence stávajících nájemních vztahů, které jsou právně i ekonomicky z pohledu Společnosti značně zafixovány.

Metoda účetní hodnoty bere v úvahu pouze hodnoty majetku a závazků, které jsou zachyceny v účetnictví oceňovaného obchodního závodu. Zásadní nevýhodou této metody může být skutečnost, že opomíjí ocenění většiny nehmotných složek majetku, které nejsou velice často podle daňových a účetních předpisů předmětem zachycení v účetnictví (jedná se zejména o know-how, ochranné známky, potenciál lidských zdrojů, zákaznické databáze, kontakty s dodavateli a odběrateli apod.). V daném případě zkreslení z nezahrnutí všech výše uvedených položek může být významné a proto nemá smysl tuto metodu ocenění pro daný účel posudku aplikovat.

Způsob ocenění na základě analýzy trhu

V případě, kdy předmětem ocenění je jmění (obchodního závodu), pro něž neexistuje v České republice transparentní trh s dostatečným počtem probíhajících obchodů, nelze pro jeho ocenění využít běžných metod tržního porovnání se srovnatelnými obchodní závody obchodovanými za tržních podmínek ani jiných vhodných oceňovacích metod vedoucích ke stanovení tržní hodnoty, tak jak je definována v Mezinárodních oceňovacích standardech *(International Valuation Standards Commitee - IVSC)*. Ocenění na bázi tržního porovnání je proto v daném případě pro daný účel posudku prakticky nepoužitelné, neboť oceňovaný obchodní závod resp. akcie, které ho reprezentují, nejsou na veřejných trzích obchodovány.

Způsob ocenění na základě analýzy výnosů oceňovaného obchodního závodu

Jediným vhodným způsobem ocenění jmění oceňovaného obchodního závodu společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, je způsob ocenění metodou založenou na výnosových principech. Tento způsob ocenění představuje oproti majetkovému způsobu ocenění dynamický pohled na hodnotu jmění oceňovaného subjektu. V obdobných případech je v praxi obvykle využívána metoda diskontovaných volných peněžních toků.

Výjimka z ocenění

V tomto znaleckém posudku není vzhledem k jeho účelu a rovněž tak z důvodu dosud neuzavřených nájemních smluv na nedokončené objekty, přihlédnuto k novým investicím do nedokončeného dlouhodobého majetku, které obchodní závod vykazuje k datu ocenění. Hodnota těchto nedokončených staveb je přičtena k hodnotě neprovozního majetku v úrovni nákladů vynaložených na jejich výstavbu k datu ocenění.

5.2 METODA DISKONTOVANÉHO ČISTÉHO PENĚŽNÍHO TOKU

Jako bylo uvedeno v předchozích kapitolách, druhou vhodnou možností ocenění obchodního závodu společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, je způsob ocenění některou metodou založenou na výnosových principech.

Základní metodou založenou na analýze výnosů oceňovaného subjektu je metoda diskontovaných peněžních toků (cash-flow), která byla také v rámci tohoto posudku využita. Dále je v posudku využíváno označení této metody jako „DCF". Vzhledem k tomu, že metod DCF existuje více, bylo nutno zvolit pro účely tohoto posudku odpovídající variantu této metody. Vzhledem k tomu že Společnost měla nebo má obecně potřebu úročených cizích závazků, byla zvolena varianta DCF entity, která vychází z peněžních toků vlastníkům společnosti i věřitelům.

V literatuře jsou peněžní toky vlastníkům a věřitelům označovány zkratkou vycházející z anglického překladu jako FCFF, která bude rovněž využita v rámci tohoto posudku. Diskontováním těchto peněžních toků je možno získat hodnotu obchodního závodu brutto, od které se odečtením hodnoty úročeného cizího kapitálu a přičtením hodnoty provozně nepotřebných aktiv ke dni ocenění získá hodnota obchodního závodu netto, tzn. hodnota čistého obchodního majetku neboli vlastního kapitálu oceňovaného obchodního závodu.

Očekávaný užitek je v metodě DCF stanoven na bázi současné hodnoty očekávaných volných peněžních toků. Za tímto účelem byly v předchozích kapitolách tohoto posudku provedeny některé analytické postupy, které umožňují tuto metodu na ocenění prakticky aplikovat.

Jednalo se o následující kroky:

- V kapitole 2. byla provedena strategická analýza, která zhodnotila stav a předpoklady vývoje tržního prostředí, ve kterém se Společnost nachází, a současně byla provedena podrobná analýza jejího vnitřního potenciálu. Výsledkem strategické analýzy byla prognóza tržeb Společnosti.
- V kapitole 3. bylo zhodnoceno ekonomické a finanční postavení Společnosti a zvážena nutnost provedení detailní finanční analýzy. Na základě tohoto posouzení bylo následně zhodnoceno finanční zdraví Společnosti do budoucnosti z ekonomického a finančního pohledu.
- Následně byl v kapitole 4. sestaven podrobný finanční plán pro Společnost, a to na základě generátorů hodnoty (tržeb, investic do dlouhodobého majetku, provozní ziskové marže a pracovního kapitálu).

K dokončení metody DCF je potřeba provést ještě následující pracovní postupy:

- Stanovit kalkulovanou úrokovou míru, a to jako odhad nákladů na vlastní kapitál při konkrétní úrovni zadlužení. Váhou je zde cílová struktura vlastního a cizího kapitálu. Náklady na vlastní kapitál odpovídají očekáváním konkrétních investorů s přihlédnutím k riziku spojenému s investicí. V rámci tohoto posudku budou stanoveny podle modelu oceňování kapitálových aktiv (v posudku dále označovaném CAPM). Průměrná výnosnost se rovná součtu bezrizikové úrokové míry (většinou jsou brány do úvahy státní dluhopisy) a rizikové prémie, která je kvantifikována jako rozdíl tržního akciového indexu a bezrizikové úrokové míry a násobena koeficientem β, který obecně představuje směrodatnou odchylku výnosnosti cenného papíru od jeho průměrných výnosů;
- Provedení vlastního ocenění.

Výpočet diskontní míry

Vzhledem ke zvolené metodě DCF entity musí být diskontní míra stanovena ve výši průměrných vážených nákladů kapitálu (dále jen zkratkou „WACC"). Na náklady kapitálu je pohlíženo z pohledu vlastníka jako na náklady příležitosti. Ty v této projekci představují výnosy, které by vlastník subjektu získal, kdyby investoval alternativně za odpovídajícího rizika.

Pro výpočet diskontní míry je vhodné zvolit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM), protože se jedná o zatím jediný teoreticky podložený a ve světové praxi uznávaný způsob kalkulace diskontní míry pro tržní ocenění (M. Mařík a kol.: Metody oceňování podniku, EKOPRESS, Praha 2003, str. 198). Jedná se o model, který je používán zejména v anglosaských zemích, ale stále více se prosazuje i v jiných zemích včetně kontinentální Evropy.

Model CAPM postihuje pouze riziko systematické, protože lze předpokládat, že potencionální investor riziko diverzifikuje. Pro nízkou spolehlivost a komplikovaný přístup k datům získaným z českého kapitálového trhu, který navíc například v porovnání s kapitálovým trhem USA není dosud dostatečně rozvinutý, je vhodné

využít spíše vstupní údaje z kapitálového trhu USA. V případě využití těchto dat je však nezbytné zohlednit riziko země, což znamená zohlednit riziko České republiky. Postup výpočtu pak lze znázornit dále uvedeným vzorcem:

$$N_{vk} = r_f + \beta * RPT + RPZ$$

$\mathbf{N_{vk}}$ = náklady vlastního kapitálu

$\mathbf{r_f}$ = bezriziková výnosnost, kterou jsem stanovil ve výši 3,20%, a která představuje průměrnou roční výnosnost třicetiletých amerických vládních dluhopisů platnou k datu ocenění převzatou ze statistik zveřejněných na stránkách U.S. Department of the Treasury (použitý zdroj dat: http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates).

β = koeficient β se stanoví na úrovni Total β – faktoru pro konkrétní odvětví evropské ekonomiky, do nichž lze zařadit oceňovaný obchodní závod, podle jeho zásadního předmětu činnosti. V daném případě se jedná o sektor subjektů zabývajících se realitní činností (Real Estate (General/Diversified). Koeficient Total β pro uvedený sektor ekonomiky byl v lednu 2015 uváděn na stránkách www.damodaran.com ve výši 2,795.

Nezadlužený faktor β je nutno převést pro účely dalšího výpočtu na faktor zadlužený, a to pomocí následujícího vzorce:

$$\beta_Z = \beta_N * (1 + ((1 - d) * CK / VK)$$

Kde:

$\mathbf{\beta_Z}$ – beta zadlužená

$\mathbf{\beta_N}$ – beta nezadlužená

d – sazba daně z příjmů právnických osob – pro rok 2015 a následující činí 19%

CK/VK – poměr cizího kapitálu (CK) k vlastnímu kapitálu (VK) – výpočet tohoto poměru je uveden v Příloze č. 2 tohoto posudku

Přepočet nezadluženého faktoru β na faktor zadlužený je uveden pro jednotlivá období rovněž v Příloze č. 2 tohoto posudku.

Do vzorce pro výpočet nákladů vlastního kapitálu dále vstupují:

Koeficient RPT = jedná se o rizikovou přirážku kapitálového trhu USA, která se stanoví jako geometrický průměr tržní rizikové prémie oproti vládním dluhopisům emitovaným vládou USA, která je k dispozici na stránkách www.damodaran.com. Z časového hlediska se volí délka posuzovaného období již od roku 1928, protože zohledněním delšího období jsou lépe eliminovány výkyvy amerického kapitálového trhu. V lednu 2015 se jednalo o hodnotu 5,00%.

Koeficient RPZ = jedná se o rizikovou prémii země, kterou lze získat rovněž ze stránek www.damodaran.com, přičemž pro Českou republiku, která je hodnocena ratingem A1, je riziko selhání země v lednu 2015 hodnoceno na úrovni 1,05%. Tuto hodnotu je nutno dále korigovat o rozdíl volatility trhu akcií v České republice a volatility vládních dluhopisů podle následujícího vztahu:

RPZ = riziko selhání země * volatilita trhu akcií / volatilita vládních dluhopisů

Protože je v podmínkách České republiky obtížné získat aktuální hodnoty pro zlomek uvedený ve vztahu, nahrazuje se obvykle orientačním koeficientem ve výši 1,5.

RPZ = 1,05% * 1,5

RPZ = 1,58%

Rizikovou přirážku je nutno ještě upravit o vliv rozdílu mezi inflací v České republice a v USA. Podle predikce inflace v USA převzaté ze stránek www.cbo.gov a na základě souhrnu predikce MF ČR na stránkách www.mfcr.cz a predikce České národní banky na stránkách www.cnb.cz, jejichž hodnoty jsou uvedeny přehledně v následující tabulce, byl vypočten geometrický průměr očekávaných hodnot inflace v obou ekonomikách a následně z tohoto geometrického průměru byla vypočtena přirážka za rozdíl v inflačním očekávání mezi USA a Českou republikou. Rozdíl v očekávané inflaci v obou ekonomikách pak činí - 0,28%.

Rozdíl v inflaci USA – ČR - (zdroj dat: vlastní výpočty znalce a prameny v textu shora)

Plánovaná inflace	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CPI USA	1,4	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
CPI Česká republika	0,5	1,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0

Geometrický průměr plánované inflace	Hodnota
USA	1,90
Česká republika	1,62
Inflační diferenciál	**- 0,28**

RPZ po započtení inflačního diferenciálu = 1,58 – 0,28 = 1,30%

Další rizikové přirážky není pro daný účel nutno použít. Všechny potřebné údaje k výpočtu nákladů vlastního kapitálu i vlastní výpočet dle následujícího postupu, jsou uvedeny přehledně v Příloze č. 2 tohoto posudku.

Výsledné průměrné vážené náklady kapitálu lze stanovit pomocí následujícího vzorce:

$$WACC = N_{ck} * (1 - d) * CK / K + N_{vk} * VK / K$$

Kde:

N_{ck} – náklady cizího kapitálu

N_{vk} – náklady vlastního kapitálu

d – sazba daně z příjmů právnických osob – pro rok 2015 a následující činí 19%

CK / K – poměr cizího kapitálu (CK) k celkovému investovanému kapitálu vyjádřenému v oceněním získané hodnotě (K) – iterační výpočet tohoto poměru je uveden v Příloze č. 2 tohoto posudku

VK / K – poměr vlastního kapitálu (VK) k celkovému investovanému kapitálu vyjádřenému v oceněním získané hodnotě (K) – iterační výpočet tohoto poměru je uveden v Příloze č. 2 tohoto posudku

Vlastní ocenění

Jak již bylo uvedeno shora, oceňovaný obchodní závod nikdy neevidoval, neeviduje v současné době a ani mu v plánované budoucnosti nevznikne potřeba evidovat:

- smlouvy o operativním pronájmu, které by však svou povahou splňovaly znaky smluv o finančním pronájmu a bylo by je tedy pro účely metody DCF entity nutné považovat za smlouvy o finančním pronájmu,
- nestandardní dlouhodobé bankovní úvěry.

Současná struktura cizího úročeného kapitálu a vlastního kapitálu jak vyplývá provedených analýz a také z plánů vlastníků oceňovaného subjektu by měla zůstat v dohledné budoucnosti totožná. Dosažený zisk by měl být pravidelně vyplácen avšak s ohledem na potřebnou finanční stabilitu oceňovaného obchodního závodu. V daném případě tedy může být stanovena hodnota první fáze jak je uvedeno přehledně v Příloze č. 2 tohoto posudku. Součtem diskontovaných volných peněžních toků do oceňovaného obchodního závodu za období let 2015 (druhé pololetí) až 2022 byla znalcem stanovena hodnota první fáze ve výši **46.511 tis. Kč.**

Stanovení pokračující hodnoty

Pro stanovení pokračující hodnoty existuje u výnosových metod několik přístupů. Pro výpočet hodnoty oceňovaného subjektu jsou běžně využívány modely založené na perpetuitě, které předpokládají nekonečné trvání existence oceňovaného subjektu.

V daném případě je však odhad existence oceňovaného obchodního závodu po ukončení první fáze, která se shoduje s dobou trvání stávajících fixních nájemních smluv, omezen koncem existence těchto nájemních smluv dle jejich platného znění. Následný stav v oblasti pronájmu předmětných prostor je značně nejistý, neboť stávající vlastník bude omezen směrem k získání obdobných nájemců několika faktory. Zásadním omezujícím faktorem je podle názoru znalce vlastnictví některých staveb a pozemků nacházejících se v provozovaném areálu jedním ze současných nájemců, přičemž tyto stavby a pozemky musí Společnost sdílet pro běžné bezproblémové provozování celého areálu. Dalším významným omezujícím faktorem je nutnost technického přepracování stávajících technologií v budovách, které jsou plně uzpůsobeny současným nájemníkům a jejich výrobě. Takové přepracování technologií by dle názoru managementu Společnosti bylo značně nákladné.

Z uvedených důvodů nebyla stanovena žádná další stabilizační fáze finančního plánu ani pokračující hodnota a na konci první fáze je pouze uvažováno se stanovením likvidační hodnoty majetku obchodního závodu po odečtení splatných provozních závazků. Takto zjištěná hodnota pak odpovídá amortizační hodnotě používané u obchodních závodů s omezenou perspektivou.

Úkolem oceňovatele je v rámci stanovení likvidační hodnoty na konci první fáze zjistit předpokládané příjmy z prodeje veškerého majetku oceňovaného subjektu a tyto příjmy korigovat o výdaje na vyrovnání dluhů, úhradu nákladů na vlastní proces likvidace, úhradu daní souvisejících s příjmy z prodeje majetku a případně úhradu souvisejících provozních výdajů na běžný provoz oceňovaného obchodního závodu během probíhající likvidace.

Nemovité věci

V případě pozemků nacházejících se v majetku Společnosti k datu ocenění byla jejich předpokládaná reálná hodnota po skončení první fáze stanovena v úrovni jejich obvyklé ceny ke dni ocenění, stanovené ze strany znalce Ing. Jiřího Gabriela, zvýšené o odhadovanou míru inflace stanovenou pro jednotlivé roky trvání první fáze ze strany ČNB.

V případě staveb byla vzata jako předpokládaná reálná hodnota po skončení první fáze jejich zůstatková hodnota vycházející z jejich obvyklé hodnoty ke dni ocenění snížené o obvyklou amortizaci (stanovena v průměrné zůstatkové době životnosti staveb v délce 90 let dle stanoviska znalce Ing. Jiřího Gabriela), a to ke dni skončení první fáze.

Krátkodobý finanční majetek

V případě krátkodobého finančního majetku v podobě zůstatku peněz v hotovosti a na bankovních účtech bylo využito ocenění v úrovni zůstatku těchto finančních prostředků ke dni skončení první fáze.

Majetek společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, v úrovni předpokládané reálné hodnoty ke konci první fáze v tis. Kč (zdroj dat: vlastní výpočty znalce)

Položka	Likvidační hodnota
Pozemky	63.599
Stavby	255.189
Krátkodobý finanční majetek	16
Celkem	**318.804**

Odhad nákladů souvisejících s prodejem majetku

Protože budou prodávány nemovité věci, je nutné uvažovat zejména s povinností odvodu daně z nabytí nemovitých věcí ve výši 4% z předpokládané reálné hodnoty ke dni prodeje tzn. přibližně ke konci první fáze.

S úhradou provize realitním kancelářím spojenou s prodejem nemovitých věcí není uvažováno, neboť se bude jednat o činnost likvidátora.

V běžných provozních výdajích je nutné uvažovat zejména s odměnou za činnost likvidátora po dobu likvidace Společnosti, a to v odhadované délce 12 měsíců. Běžné provozní náklady vyjma vlastní odměny likvidátora lze spatřit následně již pouze v nutnosti úhrady nákladů na střežení provozovaného areálu a spotřebu nutných energií na konzervaci areálu do doby jejich prodeje konečnému zájemci. Tyto náklady jsou již z důvodu jednoduchosti výpočtu zahrnuty v předpokládané celkové odměně likvidátora, která odborným odhadem dle obvyklé výše odměny v obdobných případech činí 120 tis. Kč za 12 měsíců jeho činnosti.

Výpočet daně z příjmů právnických osob

Základ daně z příjmů právnických osob je vypočítán na základě rozdílu tržeb z odprodeje majetku a zůstatkové hodnoty majetku. Pro určení daňové povinnosti je tento základ daně násoben příslušnou daňovou sazbou.

Likvidační hodnota ke konci první fáze se následně získá jako rozdíl předpokládané prodejní hodnoty veškerého majetku po odečtení závazků a po odečtení veškerých výše uvedených položek výdajů spojených s prodejem majetku a likvidací, jak je patrné z následující přehledné tabulky.

Likvidační hodnota na konci první fáze společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, v tis. Kč (zdroj dat: vlastní výpočty znalce)

Položka	Hodnota
Majetek celkem	318.804
Závazky celkem	- 0
Výdaje spojené s prodejem majetku a likvidací	- 43.108
Likvidační hodnota	**275.696**

Provozně nepotřebný majetek v podobě provozně nepotřebných finančních prostředků byl ke dni ocenění evidován ve výši 26.021 tis. Kč a byl oceněn vzhledem k jeho povaze v úrovni nominální hodnoty. K provozně nepotřebnému majetku je nutno přičíst ještě hodnotu nedokončených dlouhodobých investic v úrovni nákladů vynaložených na jejich realizaci evidovaných ke dni ocenění.

Výsledné ocenění obchodního závodu společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, metodou DCF entity odpovídající amortizační hodnotě oceňovaného obchodního závodu ke dni ocenění je pak přehledně uvedeno v následující tabulce.

Rekapitulace ocenění Společnosti metodou DCF entity k 20. 7. 2015 (v tis. Kč) – zdroj dat: vlastní výpočty znalce

Položka	Hodnota
Hodnota 1.fáze (součet diskontovaných FCFF za období 2015 až 2022)	46.511
Likvidační hodnota na konci první fáze	77.057
Hodnota obchodního závodu brutto	**123.568**
Úročené cizí zdroje k datu ocenění	0
Provozně nepotřebný majetek k datu ocenění	98.689
Hodnota obchodního závodu netto	**222.257**

Na základě provedeného ocenění výnosovou metodou DCF entity je stanovena reálná amortizační hodnota oceňovaného obchodního závodu společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, která připadá na 100% akcií společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, k datu **20. července 2015** ve výši **222.257.000,- Kč**.

6. REKAPITULACE VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ

Předmětem ocenění byly kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 10.000,- Kč a akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 150.000,- Kč vydané obchodní společností ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, se sídlem Mladá Boleslav - Plazy 103.

Úkolem tohoto znaleckého posudku bylo stanovení výše protiplnění v penězích za jednu akcii společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, pro vypořádání akcionářů při nuceném přechodu účastnických cenných papírů podle ustanovení § 375 a následujících zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) č. 90/2012 Sb. Znalecký posudek byl vypracován za účelem doložení přiměřenosti výše protiplnění při nuceném přechodu účastnických cenných papírů podle ustanovení § 376 zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) č. 90/2012 Sb.

Ocenění pro výše uvedený účel bylo zpracováno jedním způsobem, a to z důvodů uvedených v tomto posudku. Výsledná reálná hodnota jedné akcie byla odhadnuta na základě aplikace všeobecně uznávaných oceňovacích metod, neboť předmětné akcie nejsou veřejně obchodovány.

Na základě provedené analýzy majetku, závazků a s využitím všeobecně uznávaných oceňovacích metod uvedených v tomto posudku, které byly aplikovány na ocenění obchodního závodu společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, jsem stanovil částku, na kterou se oceňuje reálná hodnota obchodního závodu společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, kterou lze vztáhnout na celou emisi akcií této společnosti, k datu ocenění následovně:

Způsob ocenění	Zjištěná hodnota v Kč
Výnosová metoda	222.257.000,00

Jediným využitelným způsobem ocenění v tomto posudku, byl způsob založený na výnosových principech. Konkrétně byla použita metoda diskontovaných volných peněžních toků (DCF entity) vedoucí k nalezení **amortizační hodnoty obchodního závodu** s ohledem na predikci vysoce pravděpodobné budoucnosti oceňovaného obchodního závodu při znalosti právního stavu stávajících nájemních smluv a možností oceňovaného subjektu k datu ocenění. Na konci sestaveného finančního plánu odpovídajícímu platnosti stávajících nájemních smluv je následně zjištěna likvidační hodnota zbývajícího majetku. Tento způsob ocenění reprezentuje, v rámci předpokladů uvedených v posudku, dynamický pohled na hodnotu jmění společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886. Výnosové ocenění zpracované na bázi amortizační hodnoty pak nejlépe vystihuje reálnou hodnotu oceňovaného obchodního závodu pro účely tohoto posudku.

Na základě uvedených skutečností jsem stanovil reálnou hodnotu obchodního závodu společnosti ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, zjištěnou metodou diskontovaných volných peněžních toků vedoucí k nalezení amortizační hodnoty, která připadá na

celou emisi akcií vydaných společností ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, se sídlem se sídlem Mladá Boleslav - Plazy 103, a to k datu 20. července 2015 částkou ve výši **222.257.000,- Kč**.

Jelikož společnost ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, emitovala k datu ocenění celkem 200 kusů kmenových akcií na jméno v listinné podobě ve stejné jmenovité hodnotě 10.000,- Kč a 200 ks akcií na jméno v listinné podobě ve stejné jmenovité hodnotě 150.000,- Kč, je možné pro účely tohoto posudku stanovit výši reálné hodnoty 1 kusu kmenových akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 10.000,- Kč vydaných společností ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, se sídlem se sídlem Mladá Boleslav - Plazy 103, v částce **69.455,22 Kč,** a výši reálné hodnoty 1 kusu akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 150.000,- Kč, vydaných společností ALEVEN Plazy, a.s., IČ: 27616886, se sídlem se sídlem Mladá Boleslav - Plazy 103, v částce **1.041.828,33 Kč.**

ZNALECKÁ DOLOŽKA

Znalecký posudek jsem podal jako znalec, jmenovaný rozhodnutím Krajského soudu v Plzni ze dne 20.10.2003 pod č.j. Spr 2104/02 pro základní obor ekonomika – odvětví účetní evidence, specializace bytové hospodářství a rozšířením oprávnění rozhodnutím Krajského soudu v Plzni ze dne 13.05.2009 pod č.j. Spr 1047/2009 pro základní obor ekonomika – odvětví ceny a odhady, specializace oceňování podniku.

Znalecký úkon je zapsán pod poř. číslem 116-013/15 znaleckého deníku.

Plzeň, 31. srpen 2015

Ing. David Šoffer
Lábkova 8, Plzeň

Příloha č.1

Finanční plán

ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU (v tis. Kč)

označení	AKTIVA	Stav 31.12.2011	Stav 31.12.2012	Stav 31.12.2013	Stav 31.12.2014	Plán 31.12.2015	Plán 31.12.2016	Plán 31.12.2017	Plán 31.12.2018	Plán 31.12.2019	Plán 31.12.2020	Plán 31.12.2021	Plán 31.12.2022
	AKTIVA CELKEM	155 682	161 119	158 400	191 616	197 188	188 809	184 087	178 705	173 526	168 330	162 580	159 665
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál												
B.	Dlouhodobý majetek	131 344	151 758	149 914	157 741	190 105	185 029	179 953	174 877	169 801	164 725	159 649	155 649
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Software a ocenitelná práva												
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	131 344	151 758	149 914	157 741	190 105	185 029	179 953	174 877	169 801	164 725	159 649	155 649
B.II.	Pozemky	13 219	13 219	13 219	19 432	19 679	19 679	19 679	19 679	19 679	19 679	19 679	19 679
	Stavby	116 635	111 424	106 213	101 002	170 426	165 350	160 274	155 198	150 122	145 046	139 970	139 970
	Samostatné movité věci a soubory movitých věc												
	Nedokončený dlouhodobý majetek	1 490	27 115	30 482	37 307								
	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku												
B.III	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B.III	Podíly v ovládaných a řízených osobách												
C.	Oběžná aktiva	24 177	9 277	8 456	33 675	7 083	3 780	4 134	3 828	3 719	3 605	2 931	16
C.I.	Zásoby	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Zboží												
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.II	Dlouhodobé pohledávky za ovládanými osobami												
C.III	Krátkodobé pohledávky	5 991	4 820	4 462	4 226	4 403	2 479	2 468	2 413	2 417	2 421	1 581	0
C.III	Pohledávky z obchodního styku	3 736	3 866	4 350	4 123	4 232	2 305	2 316	2 232	2 232	2 232	1 488	0
	Pohledávky - koncern												
	Odložená daňová pohledávka												
	Stát - daňové pohledávky	2 255	879										
	Krátkodobé poskytnuté zálohy		475	103	103	171	174	177	181	185	189	93	0
	Dohadné účty aktivní												
	Jiné pohledávky												
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	18 186	4 457	4 024	29 649	2 680	1 301	1 641	1 415	1 302	1 184	1 250	16
C.IV.	Peníze	3	1	1	1	10	1	1	5	2	4	10	16
	Účty v bankách	18 183	4 456	4 023	29 648	2 670	1 300	1 640	1 410	1 300	1 180	1 240	
	Krátkodobé cenné papíry a podíly												
	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek												
D.	Časové rozlišení	161	84	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
D.I	Náklady příštích období	161	84										
	Příjmy příštích období												

ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU (v tis. Kč)

označení	PASIVA	Stav 31.12.2011	Stav 31.12.2012	Stav 31.12.2013	Stav 31.12.2014	Plán 31.12.2015	Plán 31.12.2016	Plán 31.12.2017	Plán 31.12.2018	Plán 31.12.2019	Plán 31.12.2020	Plán 31.12.2021	Plán 31.12.2022
	PASIVA CELKEM	155 682	161 119	158 409	191 616	197 183	188 809	184 067	178 705	173 520	168 330	162 580	159 665
A.	Vlastní kapitál	146 220	145 314	145 967	178 973	198 151	184 381	179 636	174 457	169 273	164 084	160 105	159 665
A.I.	Základní kapitál	2 000	2 000	2 000	2 000	32 000	32 000	32 000	32 000	32 000	32 000	32 000	32 000
A.II.	Kapitálové fondy	2 000	2 000	2 000	2 000	32 000	32 000	32 000	32 000	32 000	32 000	32 000	32 000
A.II	Emisní ážio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ostatní kapitálové fondy												
	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků												
	Fond z neprovozní část												
A.III	Fondy ze zisku												
A.III	Zákonný rezervní fond	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400
	Statutární a ostatní fondy	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let												
A.IV	Nerozdělený zisk minulých let	130 525	133 820	122 814	149 221	138 572	144 751	139 981	135 236	130 057	124 873	124 584	127 705
	Neuhrazená ztráta minulých let	130 525	133 820	122 814	149 221	138 572	144 751	139 981	135 236	130 057	124 873	124 684	127 705
A.V.	Výsledek hospodaření												
B.	Cizí zdroje	13 285	9 094	20 668	28 352	17 178	7 290	7 255	6 821	6 816	6 811	3 021	-440
B.I.	Rezervy	5 197	12 691	9 202	9 245	5 638	2 577	2 591	2 456	2 455	2 454	1 280	0
B.I	Rezervy zákonné	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Rezerva na daň z příjmů												
	Ostatní rezervy												
	Rezerva na důchody a podobné závazky												
B.II.	Dlouhodobé závazky												
B.II	Závazky z obchodního styku	3 850	5 368	5 652	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Závazky - ovládající a řídicí osoba												
	Dlouhodobé přijaté zálohy												
	Dohadné účty pasivní												
	Odložený daňový závazek												
	Jiné dlouhodobé závazky	3 850	5 368	5 652	0								
B.III.	Krátkodobé závazky												
B.III	Závazky z obchodního styku	1 547	7 322	3 550	8 245	5 638	2 577	2 591	2 456	2 455	2 454	1 280	0
	Závazky - ovládající a řídicí osoba		2 070	867	4 529	1 130	526	633	810	810	810	406	0
	Závazky k zaměstnancům		4 489										
	Závazky ze sociálního zabezpečení												
	Stát - daňové závazky a dotace		617	2 883	3 715	4 499	1 951	1 958	1 646	1 645	1 644	874	0
	Dohadné účty pasivní												
	Závazky - koncern												
	Krátkodobé přijaté zálohy												
	Jiné závazky	1 547	147										
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoc												
B.IV	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Krátkodobé bankovní úvěry												
	Krátkodobé finanční výpomoc												
C.I.	Časové rozlišení												
C.I.	Výdaje příštích období	4 265	3 114	3 231	3 368	3 399	1 551	1 860	1 792	1 792	1 792	1 195	0
	Výnosy příštích období	1 398	22	4	8								
		2 867	3 092	3 227	3 360	3 399	1 551	1 860	1 792	1 792	1 792	1 195	

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)

Označení	TEXT	Stav 31.12.2011	Stav 31.12.2012	Stav 31.12.2013	Stav 31.12.2014	Plán 31.12.2015	Plán 31.12.2016	Plán 31.12.2017	Plán 31.12.2018	Plán 31.12.2019	Plán 31.12.2020	Plán 31.12.2021	Plán 31.12.2022
I	Tržby za prodej zboží												
A	Náklady vynaložené na prodané zboží												
+	Obchodní marže	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
II.	Výkony	35 767	37 107	40 323	40 567	40 650	22 138	22 248	21 437	21 437	21 437	14 291	0
II.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	35 767	37 107	40 323	40 567	40 650	22 138	22 248	21 437	21 437	21 437	14 291	0
	Změna stavu vnitroodnikových zásob vlastní výroby												
	Aktivace												
B	Výkonová spotřeba	15 832	17 792	9 838	446	13 957	7 622	7 668	7 417	7 417	7 417	4 944	0
	Služby	15 832	17 792	9 838	446	13 957	7 622	7 668	7 417	7 417	7 417	4 944	0
	Spotřeba materiálu a energie												
+	Přidaná hodnota	20 135	19 345	30 485	40 121	26 793	14 516	14 581	14 020	14 020	14 020	9 347	0
C	Osobní náklady	78	98	96	0	96	97	99	99	101	103	105	0
	Mzdové náklady												
	Odměny členům orgánů obchodní korporace	72	72	72		72	73	74	75	77	79	81	
	Náklady na sociální zabezpečení	6	24	24		24	24	24	24	24	24	24	
	Sociální náklady												
D	Daně a poplatky	214	216	214	209	245	245	245	245	245	245	245	245
E	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	5 211	5 211	5 211	5 211	5 076	5 076	5 076	5 076	5 076	5 076	5 076	0
III	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu												
F	Zůstatková cena prodaného dlouhodob. majetku a mater.												
G	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti												
V	Zúčtování opravných položek do provozních výnosů												
H	Zúčtování opravných položek do provozních nákladů												
VI	Ostatní provozní výnosy												
I	Ostatní provozní náklady	167	243	187	168	189	172	173	178	183	187	191	195
VII	Převod provozních výnosů												
J	Převod provozních nákladů												
*	Provozní výsledek hospodaření	14 465	13 579	24 787	34 519	21 207	8 926	8 957	8 421	8 416	8 409	3 730	-440
VIII	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů												
K	Prodané cenné papíry a podíly												
IX	Výnosy z finančních investic	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IX	Výnosy z cenných papírů a podílů v podnicích ve skupině												
	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů												
	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku												
X	Výnosy z krátkodobého finančního majetku												
L	Náklady z finančního majetku												
XI	Výnosy z přecenění majetkových cenných papírů												
M	Náklady z přecenění majetkových cenných papírů												
XII	Zúčtování rezerv do finančních výnosů												
N	Tvorba rezerv na finanční náklady												
XIII	Zúčtování opravných položek do finančních výnosů												
O	Zúčtování opravných položek do finančních nákladů												
XIV	Výnosové úroky	41	57	9	5								
P	Nákladové úroky	733											
XV	Ostatní finanční výnosy	447		697	211								
Q	Ostatní finanční náklady		686	0	15								
XV	Převod finančních výnosů												
R	Převod finančních nákladů												
*	Finanční výsledek hospodaření	249	-629	700	201	0	0	0	0	0	0	0	0
S	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 419	3 856	4 844	6 368	4 029	1 696	1 702	1 800	1 599	1 599	709	0
S	- splatná	2 409	2 137	4 561	6 368	4 029	1 696	1 702	1 800	1 599	1 599	709	0
	- odložená	-990	1 719	283									
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	13 295	9 094	20 653	28 352	17 178	7 230	7 255	6 621	6 816	6 811	3 021	-440
XVII	Mimořádné výnosy												
T	Mimořádné náklady												
U	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
U	- splatná												
	- odložená												
*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
W	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům												
***	Hospodářský výsledek za účetní období	13 295	9 094	20 653	28 352	17 178	7 230	7 255	6 821	6 816	6 811	3 021	-440
	Hospodářský výsledek před zdaněním	14 714	12 950	25 497	34 720	21 207	8 926	8 957	8 421	8 415	8 409	3 730	-440

Příloha č.2

Výpočet FCFF

	Stav 31.12.2011	Stav 31.12.2012	Stav 31.12.2013	Stav 31.12.2014	Plán 31.12.2015	Plán 31.12.2016	Plán 31.12.2017	Plán 31.12.2018	Plán 31.12.2019	Plán 31.12.2020	Plán 31.12.2021	Plán 31.12.2022
FCFF - pracovní kapitál												
Pohledávky	5 152	4 904	4 462	4 226	4 403	2 479	2 482	2 413	2 417	2 421	1 681	0
Zásoby	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobý finanční majetek	18 186	4 457	4 014	29 649	2 898	1 301	1 645	1 415	1 302	1 184	1 250	18
Krátkodobý finanční majetek (provozně nutný)	681	1 222	1 562	3 628	2 401	1 134	1 140	1 081	1 080	1 080	563	0
Krátkodobý finanční majetek (nepotřebný)	17 505	3 235	2 452	26 021	199	167	501	334	222	104	687	18
Krátkodobé závazky	2 949	7 344	3 534	8 253	5 538	2 572	2 591	2 456	2 456	2 464	1 281	0
Pracovní kapitál provozně nutný	3 888	782	2 470	-399	1 246	1 086	1 042	1 038	1 042	1 097	964	0
Investice do pracovního kapitálu		3 106	-1 688	2 869	-1 645	210	-6	4	-5	-5	83	964
Ukazatel minimální peněžní likvidity	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44
Provozně nutný investovaný kapitál	135 232	152 540	152 394	157 342	191 351	186 066	180 996	175 915	170 843	165 772	160 613	159 649
Změna korigovaného provozního výsledku hospodaření	0	-1 622	16 163	7 471	-19 534	-1 339	25	-434	-5	-5	-3 790	-3 461
Investice netto - dlouhodobý majetek a pracovní kapitál	168	-17 328	156	-4 958	-34 009	5 286	5 070	5 080	5 071	5 159	964	
Korigovaný provozní výsledek hospodaření												
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Provozní hospodářský výsledek - korigovaný	14 953	12 950	25 497	34 720	10 604	8 926	8 967	8 421	8 415	8 409	3 730	-440
Daň z příjmu z korigovaného provozního výsledku hospodaření	2 841	2 461	4 844	6 597	2 015	1 696	1 702	1 600	1 599	1 598	709	0
Zdaněný korigovaný provozní výsledek hospodaření	12 112	10 490	20 653	28 123	8 589	7 230	7 265	6 821	6 816	6 811	3 021	-440
Odpisy - zdroj	5 211	5 211	5 211	5 211	2 538	5 076	5 076	5 076	5 076	5 076	5 076	0
Investice do pracovního kapitálu	-3 723	3 106	-1 688	2 869	-922	210	-6	4	-5	-5	83	964
Investice do dlouhodobého majetku	0	-25 525	-3 367	-13 036	-247	0	0	0	0	0	0	0
FCFF	13 600	-6 819	20 808	23 165	10 857	12 516	12 325	11 901	11 888	11 883	8 180	524
Provozní hospodářský výsledek - korigovaný před odpisy a daní	20 164	18 161	30 708	39 931	13 142	14 002	14 043	13 497	13 491	13 485	8 806	-440
Ziskové marže shora (korigovaný HV před daní a odpisy)	56,38%	48,94%	76,16%	96,48%	64,66%	63,25%	62,07%	62,96%	62,93%	62,91%	61,62%	0,00%
Podíl odpisů na tržbách	14,57%	14,04%	12,92%	12,85%	12,49%	12,93%	12,81%	23,68%	23,68%	23,68%	35,52%	0,00%
Ziskové marže shora (korigovaný HV po dani a odpisech)	33,86%	28,27%	51,22%	69,36%	42,26%	32,80%	32,61%	31,82%	31,80%	31,79%	21,14%	0,00%
Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu	8,96%	6,88%	13,55%	17,87%	4,49%	3,89%	4,01%	3,88%	3,99%	4,11%	1,88%	-0,28%
Náklady kapitálu												
Bezrizikový výnos (US bonds)	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%
Vlastní kapitál - účetní vyjádření	146 220	145 314	145 967	179 973	188 151	184 381	179 636	174 457	169 272	164 084	160 106	159 665
Cizí kapitál - účetní vyjádření	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Podíl VK/CK (z účetních hodnot)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Podíl CK/VK (z účetních hodnot)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Podíl VK/CK (z tržních hodnot)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Podíl CK/VK (z tržních hodnot)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
WACC	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%
Diskontovaný FCFF												
Beta nezadlužená	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795
Beta zadlužená	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795
Riziková přirážka kapitálového trhu USA (RPT)	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Riziková přirážka země (RPZ)	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%
Náklady vlastního kapitálu	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%
Náklady dluhu kapitálu	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%	1,74%
Diskontní sazba období		18,47%	18,47%	18,47%	9,23%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%	18,47%
Diskontní faktor (upravený pololetně)					0,9165	0,7737	0,6531	0,5512	0,4654	0,3929	0,3317	0,2799
Diskontovaný FCFF					9 207	9 671	8 049	6 553	5 525	4 661	2 709	147
Míra inflace v ČR (odhad)	1,9%	3,3%	1,4%	0,4%	0,5%	1,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Ing. David Soffer
znalec v oboru EKONOMIKA
specializace:
oceňování podniku

Ing. David Soffer
znalec v oboru EKONOMIKA
specializace:
oceňování podniku