



Znalecký posudek

3822-242/20

o stanovení hodnoty akcií emitovaných
společností DOBA a.s. pro účely dražby

ZNALECKÝ POSUDEK

3822-242/20

o stanovení hodnoty akcií emitovaných společnosti DOBA a.s. pro účely dražby

Zadavatel:	CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s. Jana Babáka 2733/11, Královo Pole, 612 00 Brno IČ 277 58 419 Spisová značka B 5249 vedená u Krajského soudu v Brně	
Vypracoval:	Kreston A&CE Consulting, s.r.o. Moravské náměstí 1007/14, 602 00 Brno Ing. David Hrazdíra, jednatel společnosti IČ 441 19 097 DIČ CZ699001790 – člen skupiny Kreston A&CE Group Spisová značka C 4037 vedená u Krajského soudu v Brně	Znalecká kancelář
Zpracovatelé:	Ing. David Hrazdíra Ing. Pavel Neugebauer	Ing. Michal Drábek
Předmět a účel ocenění:	Předmětem znaleckého posudku je ocenění akcií společnosti DOBA a.s. Posudek byl vypracován pro účely dražby těchto akcií.	
Obor a odvětví posudku:	Ekonomika – Oceňování obchodních závodů	
Posudek obsahuje:	171 stran textu včetně příloh	
Posudek se předává:	ve 2 vyhotovených	
Výtisk číslo:	3 - archivní	
Datum:	V Brně dne 29. září 2021	

OBSAH

1	ZADÁNÍ.....	5
1.1	Odborná otázka, účel a skutečnosti sdělené Zadavatelem.....	5
1.2	Den ocenění.....	5
1.3	Prohlášení znalce o nezávislosti	5
1.4	Použitelnost znaleckého posudku	5
1.5	Definice zkratek.....	5
2	VÝČET PODKLADŮ.....	6
2.1	Podklady poskytnuté pověřenými osobami Zadavatele.....	6
2.2	Podklady opatřené zpracovatelem, použité databáze a literatura	6
2.3	Ověření vstupních dat.....	7
3	NÁLEZ.....	9
3.1	Základní identifikace Společnosti	9
3.2	Schéma vztahů Společnosti a Propojených osob.....	11
3.3	Výchozí rozvaha Společnosti	11
3.4	Strategická analýza	13
3.4.1	Makroekonomické prostředí	13
3.4.2	Analýza odvětví	16
3.5	Finanční analýza Společnosti.....	18
3.5.1	Analýza rozvahy	18
3.5.2	Analýza výkazu zisků a ztrát	19
3.6	Základní předpoklady obecné povahy	23
4	POSUDEK	24
4.1	Metodika oceňování – názvosloví.....	24
4.2	Metody oceňování obchodního závodu.....	27
4.2.1	Metody založené na analýze výnosů	28
4.2.2	Metody založené na analýze majetku	28
4.2.3	Metody založené na analýze trhu	30
4.3	Diskonty a prémie při ocenění podniku.....	31
4.3.1	Diskonty na úrovni podniku	32
4.3.2	Diskonty a prémie na úrovni akcionáře	32
4.3.3	Základna diskontů a prémíí a použité metody ocenění	32
4.3.4	Empirické stanovení výše diskontu za omez. obchodovatelnost v podmínkách ČR	33
4.3.5	Empirické stanovení výše diskontu za minoritu v podmínkách ČR.....	34
4.4	Použitý způsob ocenění.....	35
4.4.1	Detailní popis primární metody ocenění.....	35
4.5	Výnosové ocenění Společnosti	37
4.5.1	Finanční plán	37
4.5.2	Pracovní kapitál.....	39
4.5.3	Plán investic a odpisu.....	44
4.5.4	Způsob financování	45
4.5.5	Plán provozního cash flow	45
4.5.6	Plán bilance.....	46
4.5.7	Pokračující hodnota	48
4.5.8	Diskontní míra	48
4.5.9	Výsledný propočet.....	52
4.6	Ocenění Společnosti metodou majetkovou na principu historických cen	55

4.7	Rekapitulace výsledků ocenění	55
4.8	Vyvození výsledné hodnoty akcií Společnosti pro účely dražby	56
4.8.1	Výpočet diskoutu za minoritu	56
4.8.2	Výpočet diskoutu za nelikviditu	57
4.8.3	Aplikace diskontů a stanovení výsledné hodnoty akcie Společnosti.....	58
5	ODŮVODNĚNÍ.....	59
6	ZÁVĚR	60

1 ZADÁNÍ

1.1 Odborná otázka, účel a skutečnosti sdělené Zadavatelem

Odbornou otázkou zadanou Zadavatelem znaleckého posudku je ocenění akcií společnosti DOBA a.s., IČ 451 48 139, se sídlem Na Výsluní 1181, 294 01 Bakov nad Jizerou (dále jen „Společnost“).

Znalecký posudek je vypracován pro účely dražby 744 kusů akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 500,- Kč emitovaných Společnosti.

Zadavatel nám nesdělil žádné skutečnosti, které mohou mít vliv na přesnost závěru znaleckého posudku nad rámec těch, které jsou ve znaleckém posudku uvedeny nebo byly součástí předaných podkladů.

1.2 Den ocenění

Ocenění akcií, respektive jmění Společnosti je prováděno podle stavu relevantních, zejména účetních podkladů a stavu majetku a závazků ke dni 30.6.2021. Události nám známé do dne zpracování tohoto Znaleckého posudku byly zohledněny.

1.3 Prohlášení znalce o nezávislosti

Společnost Kreston A&CE Consulting, s.r.o., prohlašuje, že není ke Společnosti, Propojeným osobám ani k jejich akcionářům či společníkům ve vztahu personální či finanční závislosti, v zaměstnaneckém či obdobném právním vztahu, stejně tak jako se nepodílí na řízení či kontrole podnikání těchto společností.

Odměna a náhrada nákladů Znalce za zpracování Znaleckého posudku byla sjednána jako smluvní odchylně od zákona a nezávisle na výsledcích znaleckého posudku.

Znalecký posudek je vyhotoven s přihlédnutím k aktuálně platné právní úpravě a na ni navazujícím výkladovým pravidlům obecně uznávaným k datu vyhotovení Znaleckého posudku.

1.4 Použitelnost znaleckého posudku

Tento Znalecký posudek je použitelný pouze pro výše uvedený účel, tedy pro účel dražby akcií Společnosti.

1.5 Definice zkratky

Seznam základních zkrátek, které jsou použity v tomto posudku:

- ▶ „**Zadavatel**“ – CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s., IČ 277 58 419, se sídlem Jana Babáka 2733/11, 612 00 Brno;
- ▶ „**Společnost**“ – DOBA a.s., IČ 451 48 139, se sídlem Na Výsluní 1181, 294 01 Bakov nad Jizerou;
- ▶ „**Propojené osoby**“ - AAS Automotive s.r.o., IČ 257 35 691, se sídlem Na Výsluní 1181, 294 01 Bakov nad Jizerou, AUTODROM MOST a.s., IČ 254 19 048, se sídlem Most, Tvrzova 5, PSČ 43401 a MAINTAIN s.r.o., IČ 257 36 761, se sídlem Na Výsluní 1181, 294 01 Bakov nad Jizerou;
- ▶ „**Znalec**“ – Kreston A&CE Consulting, s.r.o., IČ 441 19 097, se sídlem Moravské náměstí 1007/14, 602 00 Brno;
- ▶ „**CF**“ – Cash flow, peněžní tok;
- ▶ „**OR**“ – Obchodní rejstřík Ministerstva spravedlnosti ČR;
- ▶ „**ARES**“ – Administrativní registr ekonomických subjektů Ministerstva financí ČR;
- ▶ „**ČNB**“ – Česká národní banka.

2 VÝČET PODKLADŮ

Zpracovatel obdržel následující výčet podkladů a dále jsme provedli také rešerši veřejně dostupných zdrojů a placených databází. Pro vypracování znaleckého posudku byly použity následující podklady:

2.1 Podklady poskytnuté pověřenými osobami Zadavatele

- ▶ Schéma vztahů Společnosti a Propojených osob;
- ▶ Výroční zprávy Společnosti a Propojených osob za roky 2016-2019;
- ▶ Předběžné účetní výkazy Společnosti a Propojených osob k datu ocenění a k 31.12.2020;
- ▶ Obratové předvahy Společnosti za roky 2019 a 2020;
- ▶ Obratové předvahy společnosti MAINTAIN s.r.o. za roky 2018-2020;
- ▶ Obratové předvahy společností AUTODROM MOST a.s. a AAS Automotive s.r.o. za roky 2015-2020;
- ▶ Přiznání k dani z příjmu právnických osob Společnosti a Propojených osob za rok 2019;
- ▶ Výpočet odložené daně společností AUTODROM MOST a.s. a AAS Automotive s.r.o. za rok 2019;
- ▶ Přehled daňových odpisů společnosti MAINTAIN s.r.o. za roky 1999-2019;
- ▶ Plán daňových i účetních odpisů společnosti AUTODROM MOST a.s. na roky 2020-2055;
- ▶ Plán účetních odpisů společnosti AAS Automotive s.r.o. na rok 2021;
- ▶ Finanční plán společnosti MAINTAIN s.r.o. na roky 2020-2023;
- ▶ Finanční plán společnosti AUTODROM MOST a.s. na roky 2020-2023;
- ▶ Finanční plán společnosti AAS Automotive s.r.o. na roky 2021 a 2022;
- ▶ Přehled investic společností AUTODROM MOST a.s. a AAS Automotive s.r.o. za roky 2015-2020;
- ▶ Přehled aktuálního financování společností AUTODROM MOST a.s., AAS Automotive s.r.o. a MAINTAIN s.r.o.;
- ▶ Detail pohybu na účtu 06 společnosti AUTODROM MOST a.s. v letech 2015-2018;
- ▶ Detail pohybu na účtu 06 Společnosti v letech 2017-2019;
- ▶ Prezentace společnosti AAS Automotive s.r.o. o předmětu činnosti a portfoliu odběratelů;
- ▶ Informace o trhu, odběratelích a struktuře tržeb společnosti AUTODROM MOST a.s.;
- ▶ Inventurní soupis majetku společnosti AUTODROM MOST a.s.;
- ▶ Soupis rozhodnutí o udělení pokut společnosti AUTODROM MOST a.s. dle stavu k roku 2020;
- ▶ Další doplňující informace od pověřených osob Zadavatele týkající se majetku, závazků a věcných faktorů minulého, současného a budoucího hospodaření Společnosti a Propojených osob podané v průběhu zpracování tohoto Znaleckého posudku ústně, elektronickou poštou či písemně.

2.2 Podklady opatřené zpracovatelem, použité databáze a literatura

- ▶ Výpis z Obchodního rejstříku Společnosti a Propojených osob (or.justice.cz);
- ▶ Výpis z Registrových ekonomických subjektů Společnosti a Propojených osob (wwwinfo.mfcr.cz);
- ▶ Internetový zdroj informací o společnosti AAS Automotive s.r.o. (www.aas-automotive.cz);
- ▶ Internetový zdroj informací o společnosti AUTODROM MOST a.s. (www.autodrom-most.cz);
- ▶ Finanční data o příslušných odvětvích z databáze Refinitiv-Eikon (dříve Thomson Reuters);
- ▶ Finanční data o příslušných odvětvích z databáze TP Catalyst (dříve Amadeus);
- ▶ Makroekonomická predikce MFČR, duben 2021 (www.mfcr.cz);
- ▶ Zákon č. 254/2019 Sb., o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech;
- ▶ Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění zákona č. 322/2006 Sb., zákona č. 227/2009 Sb., zákona č. 444/2011 Sb. a zákona č. 183/2017 Sb.;
- ▶ Vyhláška Ministerstva spravedlnosti č. 503/2020 Sb., o výkonu znalecké činnosti;
- ▶ Vyhláška Ministerstva spravedlnosti č. 504/2020 Sb., o znalečném;
- ▶ Vyhláška Ministerstva spravedlnosti č. 505/2020 Sb., kterou se stanoví seznam znaleckých odvětví jednotlivých znaleckých oborů, jiná osvědčení o odborné způsobilosti, osvědčení vydaná profesními komorami a specializační studia pro obory a odvětví;

- ▶ Vyhláška Ministerstva spravedlnosti č. 508/2020 Sb., o odměně a náhradě hotových výdajů konzultanta přibraného pro účely trestního řízení;
- ▶ Vyhláška Ministerstva spravedlnosti ČSR č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících, ve znění vyhlášek č. 11/1985 Sb., č. 184/1990 Sb., č. 77/1993 Sb. a č. 432/2002 Sb.;
- ▶ Zákon č. 151/1997 Sb., „o oceňování majetku a o změně některých zákonů“ (zákon o oceňování majetku), ve znění zákona č. 121/2000 Sb., zákona č. 237/2004 Sb., zákona č. 257/2004 Sb., zákona č. 296/2007 Sb., zákona č. 188/2011 Sb., zákona č. 350/2012 Sb., zákona č. 303/2013 Sb., zákona č. 340/2013 Sb., zákona č. 344/2013 Sb., zákona č. 228/2014 Sb., zákona č. 225/2017 Sb. a zákona č. 237/2020 Sb.;
- ▶ Vyhláška Ministerstva financí č. 441/2013 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku) ve znění vyhlášky č. 199/2014 Sb., vyhlášky č. 345/2015 Sb., vyhlášky č. 53/2016 Sb., vyhlášky č. 443/2016 Sb., vyhlášky č. 457/2017 Sb., vyhlášky č. 188/2019 Sb. a vyhlášky č. 488/2020 Sb.;
- ▶ Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění zákona č. 458/2016 Sb., zákona č. 163/2020 Sb. a zákona č. 33/2020 Sb.;
- ▶ Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, ve znění zákona č. 215/2009 Sb., zákona č. 227/2009 Sb., zákona č. 355/201 Sb., zákona č. 167/2012 Sb., zákona č. 303/2013 Sb., zákona č. 298/2016 Sb. a zákona č. 33/2020 Sb.;
- ▶ Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění zákona č. 460/2016 Sb., zákona č. 303/2017 Sb., zákona č. 111/2018 Sb. a zákona č. 171/2018 Sb. zákona č. 163/2020 Sb. a zákona č. 33/2020 Sb.;
- ▶ Česká národní banka. Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE). Verze 1.1, 2014 (www.cnb.cz);
- ▶ IVS 2017. International Valuation Standards. London: IVS Council, 2017. ISBN 978-0-9569313-3-7;
- ▶ IVS 2017. Mezinárodní oceňovací standardy. Překlad. Jesenice: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-44-6;
- ▶ Brealey R. a S. Myers: Teorie a praxe firemních financí, Praha: Victoria Publishing, 1992. ISBN 80-85605-24-4;
- ▶ Copeland, T., T. Koller a J. Murrin. Stanovení hodnoty firem. Praha: Victoria Publishing, 1994. ISBN 80-85605-41-4;
- ▶ Duff & Phelps. Valuation Handbook: Guide to Cost of Capital. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2017. ISBN 978-1-119-36672-0;
- ▶ Duff & Phelps. Valuation Handbook: Guide to Cost of Capital. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2017, Preview Version, včetně aktualizovaných hodnot za období 2019;
- ▶ Krabec, T. Oceňování podniků a standardy hodnoty. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2865-0;
- ▶ Mařík, M. a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 4., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.;
- ▶ Mařík, M. a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-42-2.;
- ▶ Mařík, M. a P. Maříková. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. Praha: Oeconomica (IOM), 2007. ISBN 978-80-245-1242-6;
- ▶ Raffegeau J. a F. Dubois: Finanční oceňování podniků, Praha: HZ, 1996. ISBN 80-86009-03-3;
- ▶ Aktuální zdroje o parametrech diskontu výnosového ocenění publikované institutem Duff&Phelps.

2.3 Ověření vstupních dat

Znalecký posudek je založen výlučně na údajích poskytnutých pověřenými osobami Zadavatele, na datech z placených databází a na veřejně dostupných informacích. Údaje poskytnuté Zadavatelem považuje znalec za pravdivé, úplné a správné a nebyly již dále verifikovány. Poskytnuté podkladové materiály pro zpracování tohoto znaleckého posudku jsou v kompetenci a odpovědnosti pověřených osob Zadavatele. Dále neručíme za data z veřejných zdrojů a databází, které nebylo možné ověřit, respektive jejichž ověření je nad rámec odbornosti znalce a jeho znaleckého úkolu.

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

- ▶ Schéma vztahů Společnosti a Propojených osob;
- ▶ Předběžné účetní výkazy Společnosti a Propojených osob k datu ocenění a k 31.12.2020;
- ▶ Finanční plány Společnosti a Propojených osob;
- ▶ Přehled investic společností AUTODROM MOST a.s. a AAS Automotive s.r.o. za roky 2015-2020;
- ▶ Přehled aktuálního financování společností AUTODROM MOST a.s., AAS Automotive s.r.o. a MAINTAIN s.r.o.;
- ▶ Další doplňující informace od pověřených osob Zadavatele týkající se majetku, závazků a věcných faktorů minulého, současného a budoucího hospodaření Společnosti a Propojených osob podané v průběhu zpracování tohoto Znaleckého posudku ústně, elektronickou poštou či písemně.

Poslední informace relevantní pro zpracování Znaleckého posudku, které byly Zpracovateli získány a použity, jsou platné k datu vyhotovení znaleckého posudku. Ocenění je nutné revidovat, pokud se zásadně změní předpoklady, na kterých je ocenění založeno.

3 NÁLEZ

Provedli jsme ekonomický a faktický rozbor dat předaných Zadavatelem, který jsme doplnili o zdroje z veřejně dostupných zdrojů a placených databází. Rozkladem všech těchto vstupních informací jsme připravili potřebné zdroje pro odborné zpracování posudku.

3.1 Základní identifikace Společnosti

Předmětem ocenění je 100% obchodní podíl, respektive jmění společnosti DOBA a.s., z něhož je následně stanovena hodnota 744 ks akcií Společnosti určených k dražbě. Primárním předmětem ocenění tedy bude Společnost ve smyslu souboru majetku a závazků, od jehož hodnoty bude hodnota akcií odvozena.

Tabulka: Základní údaje o Společnosti dle OR podle stavu ke dni 30. června 2021

Obchodní firma	DOBA a.s.	
Sídlo	Na Výsluní 1181, 294 01 Bakov nad Jizerou	
IČ	451 48 139	
Spisová značka	B 1516 vedená u Městského soudu v Praze	
Den zápisu	5. května 1992	
Právní forma	Akciová společnost	
Základní kapitál	12 999 500,- Kč	

Předmět podnikání

Předmětem podnikání Společnosti dle Obchodního rejstříku je:

- ▶ výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
- ▶ pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor

Dle informací uvedených v rámci registru ekonomických subjektů (www.czso.cz) lze předmět podnikání Společnosti dle členění CZ-NACE Rev. 2 detailněji charakterizovat následovně:

Tabulka: Zařazení Společnosti dle Registru ekonomických subjektů

Název atributu	Kód	Text
Statistická právní forma	121	Akciová společnost
Institucionální sektor: dle ESA2010	11002	Národní soukromé nefinanční podniky
Velikostní kategorie podle počtu zam.	230	25-49 zaměstnanců
Činnosti – dle CZ-NACE	6820	Pronájem a správa vlastních nebo pronajatých nemovitostí
	74	Ostatní profesní, vědecké a technické činnosti
	00	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
	8292	Balící činnosti

Následující tabulka zobrazuje informace o statutárním orgánu Společnosti:

Statutární orgán – představenstvo

Předseda představenstva:	KAREL ZETKA, dat. nar. 14. března 1958 č.p. 102, 293 01 Dalovice Den vzniku funkce: 20. prosince 2017 Den vzniku členství: 20. prosince 2017
Člen představenstva:	RENATA ZETKOVÁ, dat. nar. 11. května 1958 č.p. 102, 293 01 Dalovice Den vzniku členství: 20. prosince 2017
Člen představenstva:	MAREK ZETKA, dat. nar. 29. listopadu 1989 č.p. 308, 294 23 Čistá Den vzniku členství: 6. března 2020
Způsob jednání:	Společnost zastupují navenek členové představenstva takto: - samostatně každý člen představenstva, nebo společně dva členové představenstva v záležitostech zcizování nebo zatěžování akcií a jiných podílů na právnických osobách, nebo samostatně člen představenstva nebo společně členové představenstva, které k tomuto jednání v určitém rozsahu nebo na určitou dobu pověří představenstvo svým rozhodnutím.

Dozorčí rada Společnosti má následující podobu:

Dozorčí rada

Předseda dozorčí rady:	JITKA SOSVOROVÁ, dat. nar. 26. července 1959 Mileny Hážové 976, Mladá Boleslav III, 293 01 Mladá Boleslav Den vzniku funkce: 20. prosince 2017 Den vzniku členství: 20. prosince 2017
Člen dozorčí rady:	JIŘÍ ŠILHART, dat. nar. 27. června 1970 č.p. 22, 293 01 Dalovice Den vzniku členství: 28. srpna 2017
Člen dozorčí rady:	SOŇA ZETKOVÁ, dat. nar. 17. března 1982 č.p. 308, 294 23 Čistá

Dle informací uvedených v Obchodním rejstříku vydala Společnost následující akcie:

- ▶ 25 999 ks akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 500,- Kč

Ostatní skutečnosti uvedené v Obchodním rejstříku jsou shrnuty v následující tabulce:

Ostatní skutečnosti

Obchodní korporace se podřídila zákonu jako celku postupem podle § 777 odst. 5 zákona č.90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech.

Zakladatel splatil 100 % základního jmění společnosti, které je představováno cenou vkládaného hmotného a dalšího majetku uvedeného v zakladatelské listině. Ocenění tohoto majetku je obsaženo ve schváleném privatizačním projektu státního podniku Okresní průmyslový podnik Bakov, s.p.

Založení společnosti: akciová společnost byla založena podle § 172 obchodního zákoníku. Jediným zakladatelem společnosti je Fond národního majetku České republiky se sídlem v Praze 1, Gorkého náměstí 32, na který přešel majetek státního podniku ve smyslu § 11 odst. 3 zák. č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby.

V zakladatelské listině učiněné ve formě notářského zápisu ze dne 27. dubna 1992 bylo rozhodnuto o schválení jejich stanov a jmenování členů představenstva a dozorčí rady.

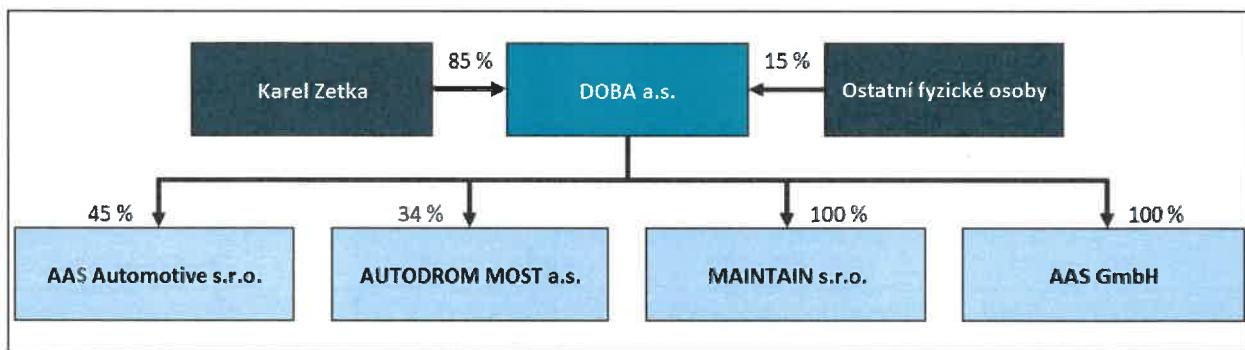
Stanovy společnosti schválené mimořádnou valnou hromadou 5.1.1996 ve znění změn schválených mimořádnou valnou hromadou 8.2.1996

Valná hromada společnosti rozhodla dne 12.06.2007 o revokaci rozhodnutí valné hromady ze dne 4.6.2002 o zvýšení základního kapitálu společnosti z dosavadní výše 13,554.500,-Kč o 15.000.000,-Kč.

3.2 Schéma vztahů Společnosti a Propojených osob

V následujícím schématu je uvedena vlastnická struktura Společnosti a její podíly v Propojených osobách.

Obrázek: Schéma vztahů Společnosti a propojených osob



Zdroj dat: Podklady Zadavatele

Z výše uvedeného je zřejmé, že společnost DOBA a.s. vlastní obchodní podíly na společnostech AUTODROM MOST a.s., AAS Automotive s.r.o., MAINTAIN s.r.o. a AAS GmbH. Z toho důvodu se při dalším postupu zaměříme i na tyto společnosti.

3.3 Výchozí rozvaha Společnosti

Od pověřených osob Zadavatele tohoto znaleckého posudku jsme obdrželi předběžnou rozvahu Společnosti vyhotovenou k datu ocenění 30.6.2021.

Tabulka – Aktiva Společnosti k datu ocenění (v tis. Kč)

Položka	Netto
AKTIVA CELKEM	248 459
Stálá aktiva	201 605
Dlouhodobý nehmotný majetek	0
Dlouhodobý hmotný majetek	69 100
Pozemky	1 896
Stavby	34 610
Hmotné movité věci a jejich soubory	4 790
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	24 316
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	3 488
Dlouhodobý finanční majetek	132 505
Podíly – ovládaná nebo ovládající osoba	-13 692
Zápůjčky a úvěry – ovládaná nebo ovládající osoba	120 900
Podíly – podstatný vliv	25 297
Oběžná aktiva	45 266
Zásoby	164
Zboží	164
Dlouhodobé pohledávky	213
Odložená daňová pohledávka	213
Krátkodobé pohledávky	36 301
Pohledávky z obchodních vztahů	9 612
Krátkodobé poskytnuté zálohy	104
Jiné pohledávky	26 585
Peněžní prostředky	8 588
V pokladně	134
Na účtech v bankách	8 454
Casové rozlišení	1 587
Náklady příštích období	1 587

Tabulka – Pasiva Společnosti k datu ocenění (v tis. Kč)

Položka	Stav
PASIVA CELKEM	248 459
Vlastní kapitál	202 339
Základní kapitál	13 000
Ažio a kapitálové fondy	0
Fondy ze zisku	185 031
Ostatní rezervní fondy	2 730
Statutární a ostatní fondy	182 301
Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	895
Výsledek hospodaření běžného účetního období	3 413

Položka	Stav
PASIVA CELKEM	248 459
Cizí zdroje	46 134
Rezervy	0
Dlouhodobé závazky	40 647
Závazky k úvěrovým institucím	26 464
Jiné závazky	14 183
Krátkodobé závazky	5 488
Závazky k úvěrovým institucím	-993
Krátkodobé přijaté zálohy	1 492
Závazky z obchodních vztahů	2 536
Závazky ke společníkům	28
Závazky k zaměstnancům	173
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	578
Stát – daňové závazky a dotace	590
Jiné závazky	1 084
Časové rozlišení	-14
Výdaje přístří období	-14

3.4 Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného závodu. Výnosový potenciál je závislý na potenciálu vnějším a vnitřním, kterým společnost disponuje. Vnější potenciál lze souhrnně kvalitativně vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí (odvětví, relevantní trh), v němž se pohybuje oceňovaný závod, vnitřní potenciál souhrnně silných a slabých stránek závodu.

3.4.1 Makroekonomické prostředí

Česká republika je malou otevřenou ekonomikou se silným proexportním zaměřením. Vývoj tuzemské ekonomiky je velmi závislý na velkých vyspělých zemích, jako je Německo a celá Evropská unie, USA ale i Rusko atd. Výkyvy v těchto destinacích zásadně ovlivňují i ekonomiku ČR. Níže provedená makroanalýza ČR čerpá zejména ze zdroje Makroekonomická predikce – duben 2021, pravidelně zveřejňované na internetových stránkách Ministerstva financí ČR, doplněk pak z Českého statistického úřadu.

Hrubý domácí produkt

V roce 2016 dochází ke zpomalení tempa růstu reálného HDP na 2,5 %, v následujícím roce 2017 došlo opět ke zrychlení růstu HDP, a to na 5,2 %. Rok 2018 byl ve známení zvolnění tempa ekonomického růstu, a to na 3,2 % meziročně. Rok 2019 přinesl další mírné zvolnění v podobě meziročního reálného růstu 2,3 %. V roce 2020 nastal výrazný propad světové i tuzemské ekonomiky v důsledku pandemie, přijatých protiepidemických opatření a jejich doprovodných efektů. Tuzemská ekonomika zaznamenala mezi první a druhou vlnou epidemie silné oživení, za celý rok 2020 je nicméně i tak dosaženo poklesu reálného HDP o 5,6 %. K poklesu došlo ve všech oblastech domácího užití s výjimkou výdajů sektoru vládních institucí. V důsledku předpokládaného zlepšení epidemické situace ve spojitosti s procesem očkování proti COVID-19 a očekávanému oživení i v zahraničí je pro rok 2021 predikován hospodářský růst ve výši 3,1 % a pro rok 2022 ve výši 3,7 %.

Nejvýznamnějším faktorem s kladným příspěvkem k růstu HDP ve 4. čtvrtletí roku 2020 byl výsledek zahraničního obchodu, který k HDP připsal + 3,3 procentního bodu.

V rámci domácího užití byla v roce 2020 jedinou rostoucí složkou spotřeba sektoru vládních institucí s meziročním růstem 3,5 %. Naproti tomu se spotřeba domácností meziročně snížila o 5,2 % v důsledku uzavření značné části obchodů a provozoven služeb, a také přetrvávající vysoké míře úspor z důvodu vyšší nejistoty dalšího vývoje.

Nejvýznamnější pokles ve 4. čtvrtletí roku 2020 zaznamenala tvorba hrubého fixního kapitálu, a to o 12,7 % (za celý rok 2020 pak činí pokles 8,1 %). Nejvýznamnější bylo snížení investic do strojů a zařízení. Ze sektorového hlediska pád brzdily rostoucí veřejné investice.

Pro rok 2021 je očekávám růst všech složek užití. Tvorba hrubého fixního kapitálu je predikována s meziročním růstem 3,8 %, spotřeba domácností by si však měla připsat pouhých 0,1 % a spotřeba vládních institucí by měla růst o 3,4 %. Příspěvek čistého exportu k HDP by měl být kladný.

Tabulka – Hlavní makroekonomické indikátory, vývoj a predikce

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
						Historická data	
Hrubý domácí produkt	<i>mld. Kč, b.c.</i>	4 797	5 111	5 410	5 749	5 652	5 932
	<i>růst v % b.c.</i>	3,7	6,5	5,8	6,3	-1,7	4,9
Reálný hrubý domácí produkt	<i>růst v %, s.c.</i>	2,5	5,2	3,2	2,3	-5,6	3,1
Spotřeba domácností	<i>růst v %, s.c.</i>	3,8	4,0	3,5	3,0	-5,2	0,1
Spotřeba vládních institucí	<i>růst v %, s.c.</i>	2,5	1,8	3,8	2,2	3,5	3,4
Tvorba hrubého fixního kapitálu	<i>růst v %, s.c.</i>	-3,0	4,9	10,0	2,3	-8,1	3,8
Příspěvek čistých vývozů k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	1,4	1,2	-1,2	0,0	-0,3	0,4
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	-0,3	0,5	-0,5	-0,2	-1,5	0,9
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	1,1	1,3	2,6	3,9	4,2	1,8
Míra inflace spotřebitelských cen	<i>průměr v %</i>	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	2,5
Zaměstnanost (VŠPS)	<i>růst v %</i>	1,9	1,6	1,4	0,2	-1,3	-1,4
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	<i>průměr v %</i>	4,0	2,9	2,2	2,0	2,6	3,6
Objem mezd a platů (<i>dom. koncept</i>)	<i>růst v %, b.c.</i>	5,7	9,2	9,6	6,7	0,0	0,7
Saldo běžného účtu	<i>% HDP</i>	1,8	1,5	0,4	0,3	3,6	1,3
Saldo sektoru vládních institucí	<i>% HDP</i>	0,7	1,5	0,9	0,3	-6,2	-8,8
Předpoklady:							
Směnný kurz CZK/EUR		27,0	26,3	25,6	25,7	26,4	25,9
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p.a.</i>	0,4	1,0	2,0	1,5	1,1	1,5
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	44	54	71	64	42	64
HDP eurozóny	<i>růst v %, s.c.</i>	1,8	2,7	1,9	1,3	-6,8	3,8
							3,6

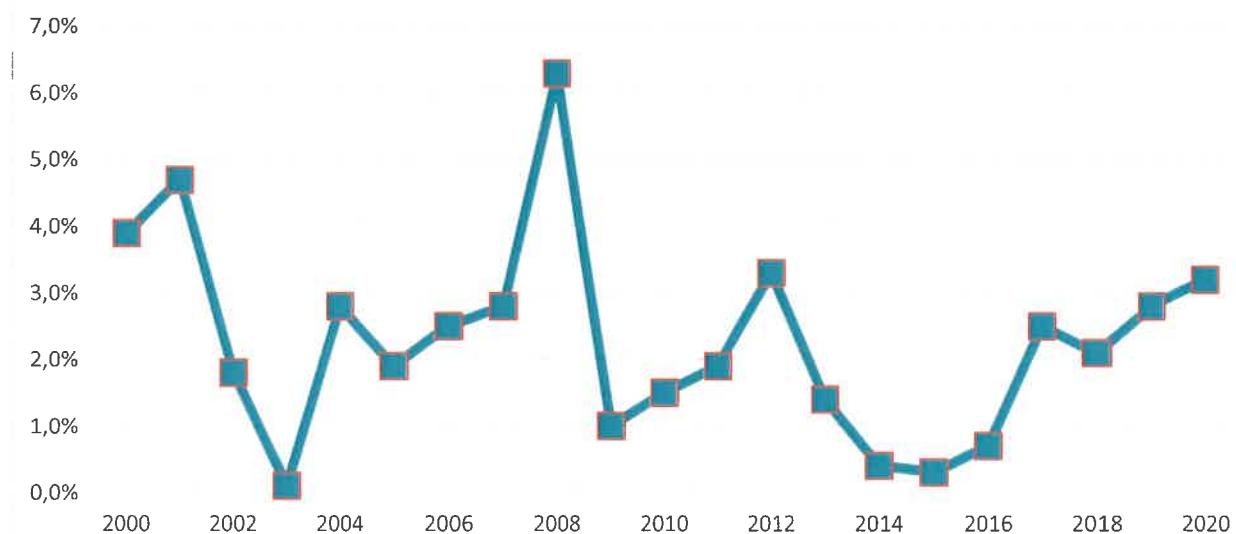
Zdroj: Makroekonomická predikce MF ČR, duben 2021

Míra inflace

Průměrná roční míra inflace ČR v letech 2000–2020 činí 2,3 %. Na přelomu let 2016 a 2017 došlo k výraznému zrychlení meziročního růstu spotřebitelských cen nad inflační cíl České národní banky. Proinflační efekty vyšší ceny ropy, růstu mezd a kladné produkční mezery převážily nad protiinflačními vlivy vyplývajícími z předpokládaného zpřísňování měnových podmínek. Tyto faktory vedly ke zvýšení průměrné míry inflace v roce 2017 na 2,5 %. V roce 2018 setrval meziroční růst spotřebitelských cen v horní polovině

tolerančního pásma 2% inflačního cíle ČNB, vzhledem k propadu ceny ropy však došlo ke snížení inflace, která se tak v roce 2018 pohybovala průměrně na úrovni 2,1 %. V roce 2019 byly proinflační tlaky umocněny administrativními opatřeními a růstem cen potravin, v důsledku čehož se listopadová i prosincová inflace vyšplhala nad toleranční pásmo inflačního cíle ČNB. Za celý rok 2019 činila průměrná meziroční inflace 2,8 %. Ke snížení inflace nedošlo ani v roce 2020 během propadu spotřebitelské poptávky, a to nejvíce v důsledku výpadku na straně nabídky společně s dynamicky rostoucími cenami potravin. Tepřve ve 4. čtvrtletí roku 2020 došlo ke zpomalení tempa růstu spotřebitelských cen pod horní hranici tolerančního pásma inflačního cíle ČNB. Průměrná míra inflace za rok 2020 činí 3,2 %. V roce 2021 by již měly chybět některé proinflační faktory a v důsledku poklesu jednotkových nákladů práce a záporné produkční mezery by měl růst spotřebitelských cen zvолнit na 2,5 % ročně. Výraznějšímu poklesu by měly bránit zejména vyšší ceny ropy a potravin. V roce 2022 by dle výše uvedené prognózy měla míra inflace dále zvолнit na 2,3 %.

Obrázek: Vývoj míry inflace v ČR v letech 2000-2020



Zdroj: Český statistický úřad

Míra nezaměstnanosti

Průměrná míra nezaměstnanosti se v ČR v letech 2000-2019 pohybovala kolem 6 %. Lepší se hospodářská situace od roku 2014, kdy nezaměstnanost dosahovala 6,1 %, však vedla k postupnému poklesu nezaměstnanosti na 5 % v roce 2015 a 4 % v roce 2016. V roce 2017 dosáhla sezónně očištěná harmonizovaná míra nezaměstnanosti 2,9 % a od začátku roku 2016 byla stále nejnižší v celé Evropské unii. Na trhu práce způsobovala ekonomická konjunktura perzistentní zvyšování poptávky po pracovní síle. Vysoký růst zaměstnanosti, který od konce roku 2014 setrvale přesahoval hranici 1 %, již vyčerpal nevyužité zdroje. Růst zaměstnanosti se proto začal zpomalovat. Zatímco v roce 2018 činil meziroční nárůst zaměstnanosti 1,4 %, v roce 2019 již pouze 0,2 %, čímž se poprvé od roku 2014 růst zaměstnanosti snížil pod hranici 1 %. V roce 2020 došlo k mírnému navýšení míry nezaměstnanosti na hodnotu 2,6 % v důsledku propadu ekonomiky a s ním spojenému snížení poptávky po práci. V letošním roce by měla nezaměstnanost dále růst, a to na 3,6 %. V roce 2022 by měl následovat nepatrný nárůst na 3,7 %. Proti sobě by měly působit na jedné straně ekonomické oživení a růst poptávky po práci, na straně druhé pak koncem roku 2021 ukončení vládních opatření udržujících vysokou zaměstnanost.

V roce 2021 je očekáváno oživení globální ekonomické aktivity. Růstové vyhlídky se v posledních několika měsících poměrně výrazně zlepšily, a to díky postupujícímu očkování proti COVID-19 a dalším fiskálním stimulům v některých zemích, zejména ve Spojených státech amerických. Dostupná data také naznačují, že se některé ekonomiky s restriktivními protiepidemickými opatřeními vyrovnávají lépe než během první vlny pandemie. Výhled přesto zůstává zatížen značnými negativními riziky. Kritickým faktorem bude rychlosť a efektivnost očkovacího procesu a účinnost vakcín proti novým mutacím koronaviru.

Makroekonomická predikce duben 2021 počítá se scénářem, že proces očkování obyvatelstva povede k výraznějšímu uvolnění současných restriktivních opatření a od třetího čtvrtletí 2021 by mělo dojít k výraznějšímu oživení ekonomické aktivity a postupné kompenzaci negativních šoků do agregátní nabídky i poptávky.

3.4.2 Analýza odvětví

V rámci této kapitoly je provedena analýza společností působících analogicky s oceňovanou Společností ve stejném odvětví i regionu. Analýza byla provedena na základě disponibilních dat za období 2015-2019. Byla využita data finanční databáze TP Catalyst, což je databáze obsahující finanční informace o více než 20 milionech evropských společností.

Níže jsou zobrazeny omezující podmínky pro vyhledávací strategii v databázi TP Catalyst. Omezili jsme vyhledávání pouze na aktivní společnosti působící v České republice. Kritériem pro vymezení relevantního trhu bylo zvoleno členění dle NACE rev. 2. Společnost jsme zařadili pod primární NACE kód 68.20 - Pronájem a správa vlastních nebo pronajatých nemovitostí. Omezili jsme typy účtů na nekonsolidované. Byly vybrány pouze společnosti s dostupnými daty o EBITDA marži v alespoň třech letech z pěti v rámci sledovaného období let 2015-2019. Vyhledávání jsme dále z důvodu velikostní srovnatelnosti omezili pouze na společnosti s počtem zaměstnanců v intervalu 20-100, a to v alespoň třech letech z pěti v rámci sledovaného období. Celkem bylo tímto způsobem nalezeno 113 společností, které jsou srovnatelné s námi oceňovanou Společností.

2 Potential comparable population selection	
Criterion	
1. All companies in the scope of analysis	Step result
2. Status: Active	Search result
3. World region/Country/Region in country: Czech Republic	23,634,261
4. NACE Rev. 2 primary codes: 6820 - Renting and operating of own or leased real estate	16,508,602
5. EBITDA Margin (%): All companies with a known value, 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, for at least 3 of the 5 selected periods	323,644
6. Number of employees: 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, min=20, max=100, for at least 3 of the 5 selected periods	873,336
Boolean search : 1 And 2 And 3 And 4 And 5 And 6	TOTAL
Note: access to European companies - All companies, with unconsolidated accounts sourced from local registry filings preferred	

Byly srovnávány primárně hospodářské parametry, zejména pak ukazatele „Provozní výnosy, resp. Obrat“, „EBITDA/Provozní výnosy, resp. Obrat. Jak již bylo uvedeno výše, do výběrového vzorku byly zařazeny společnosti z daného odvětví, jež publikovaly data alespoň ve třech z pěti let za období 2015-2019.

Srovnáním položky „Provozní výnosy“ Společnosti s provozními výnosy všech vybraných společností zahrnutých do výběrového vzorku, jež reprezentuje příslušné odvětví, byla identifikována **míra významu Společnosti v daném odvětví**.

Následně srovnáním příslušných poměrových ukazatelů Společnosti s hodnotami těchto ukazatelů z dat společností za příslušné odvětví byla provedena **komparace se společnostmi působícími v rámci daného odvětví**.

Tabulka – Hospodářské parametry odvětví i Společnosti v rámci regionu ČR (v tis. Kč, %)

OBDOBÍ	2015	2016	2017	2018	2019*	průměr
Obrat odvětví	11 317 228	12 189 469	13 854 095	12 442 180	6 006 910	12 450 743
míra růstu odvětví ČR		7,71 %	13,66 %	-10,19 %	-51,72 %	3,72 %
Obrat Společnosti	42 492	45 580	63 229	75 093	83 123	61 903
míra růstu Společnosti		7,27 %	38,72 %	18,76 %	10,69 %	18,86 %
podíl na trhu	0,38 %	0,37 %	0,46 %	0,60 %	1,38 %	0,45 %
EBITDA marže odvětví ČR:						
1. quartil	3,68 %	4,49 %	4,69 %	3,19 %	2,24 %	4,01 %
medián	11,85 %	12,48 %	13,69 %	13,61 %	14,65 %	12,90 %
3. quartil	26,99 %	30,42 %	28,81 %	32,74 %	37,03 %	29,74 %
průměr	16,59 %	18,29 %	18,88 %	18,84 %	22,07 %	18,15 %
počet společností ve vzorku	109	110	112	101	34	108
EBITDA marže Společnosti	0,12 %	4,54 %	-3,79 %	7,41 %	13,76 %	4,41 %

Zdroj: Databáze TP Catalyst

*Pozn.: Data za rok 2019 doposud nejsou úplná, tudíž jsou údaje nepřesné. Z toho důvodu je odvětvový průměr kalkulován pouze na datech z let 2015-2018.

Z výše uvedeného je patrný výrazný růst tržeb Společnosti v porovnání s odvětvím. V roce 2019 Společnost vykázala maximální výši tržeb, v roce 2020 následoval mírný pokles (viz dále v rámci finanční analýzy). V důsledku výrazného růstu tržeb v průběhu sledovaného období vzrostl i tržní podíl Společnosti z 0,38 % na 0,60 % v rámci odvětví CZ-NACE 68.20.

Průměrná hodnota EBITDA marže Společnosti dosahuje ve sledovaném období 4,41 %, což společnost řadí spíše na úroveň prvního quartili, nicméně v letech 2018 a 2019 došlo k významnému nárůstu, a to až k mediánovým hodnotám odvětví (v roce 2020 činila EBITDA marže Společnosti 5,56 %, za první pololetí roku 2021 bylo dosaženo hodnoty 14,02 %).

Výše uvedený růst tržeb i EBITDA marže byl způsoben z velké části i zprovozněním druhého skladu náhradních dílů pro společnost ŠKODA AUTO a.s., což lze vzhledem k významu této skutečnosti považovat spíše za jednorázovou událost, a nepředpokládáme tempo růstu tržeb na takto vysokých úrovních i v dalších letech, o čemž ostatně svědčí i dosažení maxima v roce 2019 a následná stabilizace výše tržeb.

Závěry strategické analýzy

V návaznosti na výše uvedeném v rámci jednotlivých kapitol strategické analýzy je možné shrnout data následovně:

1. S ohledem na velikost a úroveň otevřenosti české ekonomiky lze i nadále předpokládat, že vnější prostředí bude působit na makroekonomický vývoj v České republice. Ekonomický vývoj v České republice v následujícím období lze hodnotit v závislosti na míře intenzity **negativních dopadů současné pandemie** koronaviru a s tím souvisejících restriktivních opatření.
2. Při posouzení historického vývoje obratu odvětví a obratu Společnosti (včetně dat za období 2020-6.2021) **nepředpokládáme** vzhledem k výše uvedenému charakteru růstu Společnosti v dalších letech plánu **významné růstové tendencie**.
3. Ziskovost společnosti je z pohledu odvětví nižší, a to historicky na úrovni přibližně 1. kvartilu hodnot. Vzhledem k vývoji EBITDA marže v posledních letech však lze předpokládat **dosažení vyšších hodnot**, a to přibližně v rozmezí 1. a 2. kvartilu hodnot EBITDA marže odvětví.

Všechny výše uvedené body nás vedou k závěru, že existuje podložená možnost, že s ohledem na svůj potenciál oceňovaná Společnost v budoucnu svůj dlouhodobý podíl na příslušném trhu i úroveň ziskovosti udrží.

3.5 Finanční analýza Společnosti

V rámci následujících kapitol byla provedena finanční analýza předmětu ocenění za období let 2016-6.2021.

3.5.1 Analýza rozvahy

Celková hodnota aktiv Společnosti vykazovala ve sledovaném období 2016-6.2021 spíše růstový trend s výjimkou poklesu v roce 2019 a k datu ocenění, a to zejména v důsledku prodeje podílu na společnosti BA Group AG (2019) a zaúčtováním opravné položky k dlouhodobému finančnímu majetku (2021). Většinu majetku tvoří dlouhodobá aktiva Společnosti v podobě dlouhodobého finančního majetku. Výše oběžných aktiv se ve sledovaném období pohybovala mezi cca 40 a 60 mil. Kč, z čehož přibližně polovinu tvořily dlouhodobé pohledávky. Časové rozlišení vykazuje po celé sledované období méně významné hodnoty do 1 % bilanční sumy.

Tabulka – Vývoj Aktiv Společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.6.2021
AKTIVA CELKEM	209 756	246 580	280 033	259 489	263 330	248 459
Stálá aktiva	171 069	188 187	217 338	200 280	215 029	201 605
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	42 773	39 152	49 982	48 913	63 662	69 100
Dlouhodobý finanční majetek	128 296	149 035	167 356	151 367	151 367	132 505
Oběžná aktiva	38 228	57 099	61 067	57 806	45 690	45 266
Zásoby	127	140	4	35	35	164
Dlouhodobé pohledávky	28 402	28 312	28 203	26 839	26 839	26 815
Krátkodobé pohledávky	5 132	24 364	10 223	12 711	12 446	9 699
Peněžní prostředky	4 567	4 283	22 637	18 221	6 370	8 588
Časové rozlišení	459	1 294	1 628	1 403	2 611	1 587

Celková hodnota pasiv Společnosti vykazovala v souladu s vývojem aktiv ve sledovaném období spíše růstový trend. Většinu zdrojů tvoří vlastní kapitál, jehož výše je po celé období stabilní s výjimkou růstu v roce 2019 v důsledku vyššího VH prodejem podílu na společnosti BA Group AG. Naproti tomu výše cizích zdrojů byla v letech 2016-2018 značně proměnlivá, a to především v důsledku pohybu na účtech dlouhodobých závazků. V roce 2020 významněji vzrostly i bankovní úvěry Společnosti. Časové rozlišení pasiv nenabývalo ve sledovaném období významných hodnot.

Tabulka – Vývoj Pasiv Společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.6.2021
PASIVA CELKEM	209 756	246 580	280 033	259 489	263 329	248 459
Vlastní kapitál	186 622	184 733	184 473	216 123	216 029	202 339
Základní kapitál	13 555	13 338	13 000	13 000	13 000	13 000
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
Rezervní, nedělitelný a ostatní fondy ze zisku	175 432	171 459	169 939	170 494	201 105	185 031
Výsledek hospodaření minulých let	-1 491	1 457	978	978	978	895
Výsledek hospodaření za účetní období	-874	-1 521	556	31 651	946	3 413
Cizí zdroje	22 703	60 596	94 643	42 077	45 462	46 134
Rezervy	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	7 500	50 000	80 000	0	627	14 183
Krátkodobé závazky	4 690	3 783	12 686	32 194	18 353	6 481
Bankovní úvěry a výpomoci	10 513	6 813	1 957	9 883	26 482	25 471
Časové rozlišení	431	1 251	917	1 289	1 838	-14

3.5.2 Analýza výkazu zisků a ztrát

V rámci následující kapitoly je provedena analýza historických dat provozní činnosti Společnosti, a to za období let 2016-6.2021.

Tabulka – Vývoj položek Výkazu zisků a ztrát Společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.6.2021
Tržby za prodej zboží	895	1 113	1 177	1 024	1 101	226
Náklady vynaložené na prodané zboží	195	266	283	258	406	0
Výkony	38 336	43 337	69 027	77 554	76 975	42 008
Výkonová spotřeba	20 161	25 411	43 459	47 326	51 998	24 634
Spotřeba materiálu a energie	6 831	3 219	3 138	3 918	13 271	8 054
Služby	13 330	22 192	40 321	43 408	38 727	16 580
Přidaná hodnota	18 875	18 773	26 462	30 994	25 672	17 600
Osobní náklady	20 444	20 822	23 290	22 504	23 406	11 846
Mzdové náklady	15 163	15 533	17 272	16 723	17 951	9 008
Náklady na sociální zabezpečení a zdr. pojištění	4 709	4 673	5 217	5 104	5 078	2 644
Sociální náklady	572	616	801	677	377	194

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.6.2021
Daně a poplatky	218	111	101	114	143	59
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	4 811	3 419	4 499	4 914	5 096	2 381
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	2 999	15 010	620	0	50	775
ZC prodaného dl. majetku a materiálu	2 223	10 293	0	0	107	488
Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	3 350	3 769	4 269	4 545	3 068	3 157
Ostatní provozní náklady	268	8 723	2 397	1 483	622	2 666
Provozní výsledek hospodaření	-2 740	-5 816	1 064	6 524	-584	4 092

Z historických dat Společnosti uvedených výše je patrné následující:

- ▶ Dlouhodobý nárůst Výkonů mimo nepatrný pokles v roce 2020;
- ▶ Proměnlivý vývoj přidané hodnoty a osobních nákladů s pozitivním trendem od roku 2018, kdy přidaná hodnota převyšuje osobní náklady;
- ▶ Proměnlivý vývoj ostatních provozních výnosů a nákladů, přičemž výnosy zaznamenaly ve sledovaném období spíše růstový trend, zatímco náklady spíše trend klesající;
- ▶ Spíše zlepšující se Provozní výsledky hospodaření.

Jednotlivé poměrové ukazatele hospodaření lze kalkulovat za období 2016-6.2021 následujícím způsobem:

Tabulka – Vývoj poměrových ukazatelů hospodaření Společnosti (v %)

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020	6.2021	průměr*
Míra růstu tržeb za zboží	-	24,36 %	5,75 %	-13,00 %	7,52 %	-	6,16 %
Obchodní marže	78,21 %	76,10 %	75,96 %	74,80 %	63,12 %	-	73,64 %
Míra růstu Výkonů	-	13,05 %	59,28 %	12,35 %	-0,75 %	-	20,98 %
Výkonová spotřeba/Výkony	51,39 %	57,17 %	61,90 %	60,23 %	66,60 %	58,33 %	59,46 %
Materiál a energie/Výkony	17,82 %	7,43 %	4,55 %	5,05 %	17,24 %	19,17 %	10,42 %
Služby/Výkony	34,77 %	51,21 %	58,41 %	55,97 %	50,31 %	39,47 %	50,14 %
Osobní náklady/Tržby	52,11 %	46,84 %	33,17 %	28,64 %	29,98 %	28,05 %	38,15 %
Mzdové N/Tržby	38,65 %	34,94 %	24,60 %	21,28 %	22,99 %	21,33 %	28,49 %
N na soc. a zdr. pojišt./Mzdové N	31,06 %	30,08 %	30,20 %	30,52 %	28,29 %	29,35 %	30,03 %
Soc. N/Mzdové N	3,77 %	3,97 %	4,64 %	4,05 %	2,10 %	2,15 %	3,70 %
Daně a poplatky/Tržby	0,56 %	0,25 %	0,14 %	0,15 %	0,18 %	0,14 %	0,26 %
OPV/Tržby	8,54 %	8,48 %	6,08 %	5,78 %	3,93 %	7,48 %	6,56 %
OPN/Tržby	0,68 %	19,62 %	3,41 %	1,89 %	0,80 %	6,31 %	5,28 %

*Poznámka: průměr kalkulován za období let 2016-2020.

Společnost vykazuje ve sledovaném období:

- ▶ Proměnlivé, ale poměrně vysoké míry růstu Výkonů, a to zejména v důsledku zprovoznění druhého skladu náhradních dílů pro společnost ŠKODA AUTO a.s. v roce 2018 – růst výkonů o 59 %;

- ▶ Klesající obchodní marži;
- ▶ Spíše růst poměrového ukazatele Výkonová spotřeba/Výkony;
- ▶ Pokles poměrového ukazatele Osobní náklady / Tržby;
- ▶ Proměnlivý vývoj položek poměrových ukazatelů Ostatní provozní výnosy/Tržby a Ostatní provozní náklady/Tržby.

Následně je provedena finanční analýza rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity Společnosti i odvětví (šedé podbarvení) specifikovaného v předchozí kapitole 3.4.2 Analýza odvětví, a to za období let 2015-2019. Z důvodu neúplnosti odvětvových dat za rok 2019 je průměr kalkulován z hodnot za roky 2015-2018.

Tabulka – Ukazatelé rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity Společnosti a odvětví

OBDOBÍ	2015	2016	2017	2018	2019	průměr
Rentabilita vlastního kapitálu (s EAT)	0,60 % -0,13 %	-0,50 % 8,66 %	-0,78 % 6,50 %	0,36 % 4,72 %	14,64 % 6,24 %	-0,08 % 4,94 %
Rentabilita aktiv (s EBIT)	0,51 % 3,04 %	-0,45 % 2,84 %	-0,58 % 2,91 %	0,24 % 2,68 %	12,20 % 3,16 %	-0,07 % 2,87 %
Rentabilita tržeb (s EBIT)	-12,62 % 6,63 %	-6,01 % 5,61 %	-9,20 % 9,14 %	1,42 % 7,55 %	7,85 % 12,73 %	-6,60 % 7,23 %
Podíl vlastního kapitálu	84,08 % 59,35 %	88,97 % 59,45 %	74,92 % 60,39 %	65,88 % 62,61 %	83,29 % 63,35 %	78,46 % 60,45 %
Úrokové krytí	-10,38 27,73	-0,65 23,06	-1,78 14,61	2,39 34,65	17,30 5,74	-2,60 25,01
Celková likvidita	1,35 3,89	2,56 3,84	5,83 4,02	4,58 4,72	0,96 2,98	3,58 4,12
Pohotová likvidita	1,35 3,79	2,55 3,68	5,82 3,90	4,58 4,61	0,96 2,88	3,58 4,00
Peněžní likvidita	0,27 2,00	0,30 2,26	0,43 3,17	1,66 2,15	0,57 2,33	0,66 2,39
Obrat čistých aktiv	0,22 2,84	0,23 0,67	0,27 0,70	0,28 1,61	n.a. 0,57	0,25 1,46
Doba obratu zásob [dny]	n.a. 1,97	1,02 1,98	0,81 1,73	0,02 2,00	0,15 1,59	0,50 1,92
Doba obratu pohledávek [dny]	9,67 114,76	34,01 124,45	37,26 117,59	36,08 104,85	40,07 73,78	29,25 115,41
Doba obratu závazků [dny]	12,86 26,81	15,24 32,24	9,41 26,04	8,56 29,36	14,70 17,83	11,52 28,61

Zdroj: Databáze TP Catalyst

Z tabulky výše vyplývá, že Společnost není příliš rentabilní v porovnání s odvětvím, ukazatele však v posledních letech zaznamenaly výrazné zlepšení. Nízká rentabilita je dána i skutečností, že většina majetku Společnosti je neprovozního charakteru (dlouhodobý finanční majetek).

Podíl vlastního kapitálu Společnosti se pohyboval nad průměrem v odvětví. Ukazatel úrokového krytí je v rámci odvětví výrazně vysoko, Společnost dosahovala v důsledku záporných výsledků hospodaření i záporných hodnot tohoto ukazatele. V posledních letech (2018 a 2019) došlo k výraznému nárůstu úrokového krytí.

Ukazatele likvidity jsou v rámci odvětví rovněž velmi vysoké, Společnost dosahuje proměnlivých, ale též vyšších hodnot těchto ukazatelů s výjimkou roku 2019, kdy hodnoty těchto ukazatelů výrazně poklesly, a to z důvodu nárůstu krátkodobých závazků k ovládající osobě ve výši 25 mil. Kč.

Obrat aktiv značí výrazně neefektivní využití majetku, nicméně tato skutečnost je dána již zmíněným charakterem Společnosti, kdy provozní majetek tvoří pouze menší část hodnoty aktiv a většina bilanční sumy je v podobě dlouhodobého finančního majetku, který se na provozní činnosti Společnosti nepodílí. Doba obratu zásob je jak v rámci odvětví, tak i u Společnosti velmi nízká – je teda zřejmé, že k činnosti v rámci uvedeného odvětví nejsou zásoby podstatné. Doba obratu obchodních pohledávek i závazků je výrazně nižší ve srovnání s odvětvím.

V návaznosti na výše uvedená zjištění je možné shrnout závěry finanční analýzy následovně:

1. Hospodaření Společnosti bylo v rámci sledovaného období značně proměnlivé.
2. Poslední roky (2018+) naznačují významnější zlepšení provozní činnosti Společnosti, a to zejména v důsledku zprovoznění druhého skladu náhradních dílů.
3. Většinu účetní hodnoty Společnosti tvoří neprovozní majetek, což vede k nízkým hodnotám rentability a obratu aktiv.
4. Zadluženost Společnosti je nízká, likvidita s výjimkou roku 2019 vysoká.
5. V oblasti aktivity byly zaznamenány proměnlivé hodnoty, vždy nižší než odvětvový průměr.

Závěry finanční analýzy

Všechny výše uvedené body nás vedou k závěru, že Společnost je po finanční stránce zdravá a s vysokou pravděpodobností ji nehrozí platební neschopnost. **Lze tedy potvrdit předpoklad nepřetržitého fungování podniku, tj. going concern princip.**

3.6 Základní předpoklady obecné povahy

Dále jsou uvedeny rozhodující právní, ekonomické a ostatní předpoklady, které byly uvažovány pro účely ocenění akcií Společnosti:

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

Zvažované období

Za rozhodující z hlediska ocenění je považován stav Společnosti a Propojených osob ke dni 30.6.2021. Pro ocenění výnosovou metodou je relevantní finanční plán, který zahrnuje období do konce roku 2030. Toto období však nezobrazuje celou očekávanou životnost této společnosti, neboť pro účely ocenění tímto způsobem ocenění je předpokládáno jejich nepřetržité trvání. Další období od posledního roku plánu je pro účely ocenění modelováno pomocí kapitalizace budoucích volných peněžních toků majitelům i věřitelům – Free Cash Flow to the Firm za využití perpetuitního efektu.

Právní forma

Společnost a Propojené osoby jsou akciovými společnostmi nebo společnostmi s ručením omezeným dle českého práva s veškerými specifiky úpravy této právních forem podnikání.

Daňová politika

Pro účely prognózy byl přijat předpoklad, že pro rok 2021 a dále se v České republice pro daň z příjmu právnických osob uplatňuje daňová sazba ve výši 19 %.

Inflace

Údaje a kalkulace finančních toků u výnosového ocenění zahrnují účinky inflace.

Ekonomické uspořádání a právní systém

Předpokládá se, že nedojde k podstatným změnám podmínek, v nichž Společnost a Propojené osoby podnikají. Předpokládá se rovněž, že současná politika vlády v ekonomické oblasti bude pokračovat stejným směrem, a že nedojde k takovým změnám, které by zásadním způsobem ovlivnily stávající právní a institucionální uspořádání včetně daňového systému, a že tak nebude podstatným způsobem ovlivněna finanční a komerční pozice Společnosti a Propojených osob.

Účetní zásady

Ocenění bylo zpracováno v souladu s účetní praxí. Znalec předpokládá, že účetní údaje obdržené od zástupců Zadavatele byly sestaveny v souladu se zásadami pro účetnictví platnými v České republice.

Skutečnosti po dni ocenění

Veškeré relevantní informace známé do data vyhotovení tohoto Znaleckého posudku byly adekvátním způsobem zohledněny.

Ostatní předpoklady

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

4 POSUDEK

4.1 Metodika oceňování – názvosloví

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

Cena

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

Hodnota

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

Trh

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

Tržní hodnota

(dle zákona č. 151/1997 Sb., „o oceňování majetku“)

Tržní hodnotou se rozumí odhadovaná částka, za kterou by měly být majetek nebo služba směněny ke dni ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím, a to v obchodním styku uskutečněném v souladu s principem tržního odstupu, po náležitém marketingu, kdy každá ze stran jednala informovaně, uvážlivě a nikoli v tísni. Principem tržního odstupu se pro účely zákona o oceňování majetku rozumí, že účastníci směny jsou osobami, které mezi sebou nemají žádný zvláštní vzájemný vztah a jednají vzájemně nezávisle.

Tržní hodnota

(dle „International Valuation standards“ 2017, citováno v rámci lit. M. Mařík, Metody oceňování podniku, čtvrté upravené a rozšířené vydání 2018)

Tržní hodnotou se rozumí odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

Takto stanovená hodnota je odpověď na otázku, kolik je ochoten zaplatit běžný (tj. průměrný) zájemce na trhu?

Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající

v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.

Je odpověď na otázku, jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou?

Investiční (subjektivní) hodnota

Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.

Při hledání subjektivní(investiční) hodnoty podniku tak odpovídáme na otázku, jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?

Spravedlivá hodnota

Spravedlivá hodnota (Equitable value) je odhadovaná cena pro převod aktiva nebo závazku mezi dvěma konkrétními, informovanými a ochotnými stranami, která odráží zájmy každé z těchto stran.

U této báze hodnoty je třeba poukázat na významný problém spojený s jejím názvem. Až do 2017 je totiž označována anglickým pojmem „fair value“. Stejný pojem existuje rovněž v rámci Mezinárodních účetních standardů, ovšem zde má zásadně odlišný význam. Pojem fair value v účetním výkaznictví, který je v české terminologii překládán jako reálná hodnota a má velmi blízko k pojmu tržní hodnota podle Mezinárodních účetních standardů, ale rozhodně nikoliv k pojmu spravedlivá hodnota Mezinárodních účetních standardů. Problém vyřešily teprve Mezinárodní účetní standardy 2017, které přistoupily ke změně označení této báze hodnoty z fair value změněno na **equitable value**.

Spravedlivá hodnota v podstatě odpovídá tzv. rozhodčí hodnotě, což je jedna z bází hodnoty v rámci konceptu Kolínské školy.

Kolínská škola

Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků.

Mezi základní funkce oceňování patří dle Kolínské školy následující: funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační, daňová.

Další netržní báze hodnoty

Kromě výše uvedeného lze v praxi identifikovat i další báze hodnoty, mezi něž řadíme primárně následující:

Synergická hodnota je vymezena jako „výsledek kombinace dvou nebo více aktiv nebo podílů, kdy tato kombinace má vyšší hodnotu než součet samostatných hodnot. Pokud je synergická hodnota dostupná většímu počtu účastníků, může být konzistentní s tržní hodnotou.“

Likvidační hodnota je částka, která by měla být dosažena při prodeji aktiva nebo skupiny aktiv na samostatném základě. Popisuje tedy situaci, kdy aktivum, které doposud fungovalo v rámci nějakého celku, bude prodáno samostatně.

Speciální hodnota je spojena s bází hodnoty odrázející konkrétní vlastnosti aktiva, jež mají hodnotu pouze pro konkrétního kupujícího.

Vnitřní hodnota je spojena se stanovením částky, jež investor považuje na základě ocenění nebo dostupných skutečností za „správnou“ nebo „reálnou“ hodnotu vlastnického podílu. Lze se s ní setkat zejména v rámci akciových analýz, kdy je cílem odhlédnout od přechodných výkyvů kapitálových trhů. V rámci oceňovacích standardů však zatím nebyla začleněna.

Reálná hodnota

Dle IFRS 13 (I. Mezinárodní oceňovací standardy 2017) je definice této hodnoty následující:

„Cena, která by byla získána z prodeje aktiva, nebo zaplacena za převzetí závazku v rámci řádné transakce mezi účastníky trhu ke dni ocenění.“

Výnosová hodnota

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

Likvidační hodnota

Částka, která by byla realizována při prodeji aktiva nebo skupiny aktiv po jednotlivých částech, měla by zohledňovat náklady na uvedení aktiv do provozuschopného stavu i na činnost v rámci likvidace. Používá se ve zvláštních případech, kdy se nepředpokládá další podnikání, ale likvidace společnosti, tj. ukončení činnosti a prodej jednotlivých položek aktiv.

Na rozdíl od obvyklé ceny či tržní hodnoty kategorie „likvidační hodnota“ naopak zahrnuje mimořádné vlivy a okolnosti trhu, kterými jsou prodej v tísni. Jedná se minimální prodejní cenu majetku, za kterou je majetkové položky či jejich soubory možné na trhu realizovat v krátkém časovém úseku. Tato hodnota vyjadřuje nejnižší zpětně získatelnou částku.

Věcná hodnota (časová cena)

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

Maximální a nejlepší použití

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

Cena obvyklá

Dle § 2, zákona č. 151/1997 Sb., „o oceňování majetku a o změně některých zákonů“ (Zákon o oceňování majetku), v aktuálním znění, se cenou obvyklou rozumí cena, která by byla dosažena při prodejích stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumějí například stav tisně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přirodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota

přikládaná majetku nebo službě vyplývající z osobního vztahu k nim. Obvyklá cena vyjadřuje hodnotu majetku nebo služby a určí se ze sjednaných cen porovnáním.

Cena mimořádná

Mimořádnou cenou se dle Zákona o oceňování majetku č. 151/1997 Sb., v aktuálním znění, rozumí cena, do jejíž výše se promítly mimořádné okolnosti trhu, osobní poměry prodávajícího nebo kupujícího nebo vliv zvláštní obliby.

Cena zjištěná (administrativní)

Specifická kategorie hodnoty stanovená dle Zákona o oceňování majetku č. 151/1997 Sb., v aktuálním znění a prováděcí Vyhlášky o oceňování majetku č. 441/2013 Sb., v aktuálním znění. Cena určená podle tohoto zákona jinak, než obvyklá cena nebo mimořádná cena, je cena zjištěná.

Cena historická (pořizovací)

Týká se především jednotlivých prvků investičního majetku společnosti. Jde hlavně o nemovitosti, stroje, zařízení a dopravní prostředky. Je to cena, za kterou byl majetek pořízen a náklady s jeho pořízením související, bez odpočtu opotřebení.

Cena reprodukční

Cena, za kterou by byl majetek pořízen ke dni ocenění, bez odpočtu opotřebení. Reprodukční cena tedy odpovídá ceně, za niž by poplatník v daném místě a v dané době pořídil hmotný majetek o stejných rozhodných vlastnostech, jaký měl v oné době on sám.

Cash flow (peněžní tok)

Dynamický ukazatel likvidity vyjadřující rozdíl mezi skutečnými příjmy a výdaji za určité časové období.

Goodwill

Hodnota, o kterou přesahuje souhrn předpokládaných budoucích příjmů současnou věcnou hodnotu i se započtením úvah o kapitalizaci. Kupující při koupi závodu kupuje zpravidla více než budovy, vybavení atd. Dostane rovněž některá souhrnná aktiva jako např. trh, další možnosti rozvoje na trhu pro něj novém, kvalifikované pracovníky a vedení závodu, ochrannou známkou či obchodní značku a možnosti jejich využití. Goodwill je vyčíslitelná hodnota a může nabývat také záporných hodnot (záporný goodwill).

4.2 Metody oceňování obchodního závodu

Pro určení hodnoty akciových podílů, čistého obchodního majetku, jmění, majetku, závodu a jejich částí je odbornou veřejností používána celá řada metod, přičemž všechny lze seskupit do tří oceňovacích přístupů:

- ▶ **Metody založené na analýze výnosů** – metoda diskontovaného cash flow (DCF), metoda kapitalizovaných čistých výnosů (tj. upravených zisků), metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA), metody kombinované (kombinující výnosové ocenění s oceněním majetkovým)
- ▶ **Metody založené na analýze majetku** – majetkové ocenění na principu tržních hodnot, substanční metoda na principu úspory nákladů, substanční metoda na principu nákladů znovupořízení, účetní hodnota na principu historických cen, likvidační metoda ocenění.

- ▶ **Metody založené na analýze trhu** – přímé ocenění z dat kapitálového trhu, ocenění dle údajů o podnicích uváděných na burzu, metoda srovnatelných podniků, metoda srovnatelných transakcí, metoda odvětvových násobitelů.

4.2.1 Metody založené na analýze výnosů

Výnosový přístup je nejvíce používán především při oceňování celých společností, jejich částí a průmyslových práv, příp. jiného duševního vlastnictví. Podstatou výnosových metod ocenění je stanovení současné hodnoty budoucích přínosů generovaných oceňovaným aktivem. Jednotlivé metody výnosového přístupu se pak dělí dle veličiny, která je chápána pod pojmem budoucí přínosy:

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV) vychází z německých oceňovacích standardů a dělí se na dvě varianty, analytickou a paušální. Analytická varianta vychází ze sestaveného finančního plánu, a je tak svým způsobem značně podobná s metodou DCF, rozdílem je pouze kalkulace budoucích výnosů v podobě upravených hospodářských výsledků, nikoliv cash flow.

Naproti tomu paušální metoda je využívána v případech, kdy je velice obtížné či nemožné stanovit budoucí výnosový potenciál závodu. Základem pro kalkulaci výnosů jsou historicky dosažené výsledky hospodaření. Hodnota závodu se pomocí této metody určí podílem trvale odnímatelného čistého výnosu a kapitalizační úrokové míry.

Metoda diskontovaného cash flow (DCF) je v současnosti nejpoužívanější výnosovou metodou ocenění. Její podstatou je projekce peněžních toků, které jsou následně diskontovány k datu ocenění a výsledkem je současná hodnota aktiva při zohlednění rizika dosažení projektovaného cash flow. Pravděpodobnost dosažení budoucího cash flow je dána vnitřními i vnějšími faktory specifickými pro každou obchodní společnost i její strategickou a finanční pozici.

Metoda DCF má tři varianty výpočtu, které se liší způsobem kalkulace cash flow a použitou diskontní mírou: DCF equity, DCF entity a DCF APV, přičemž při správné aplikaci metody by všechny varianty měly vést ke stejnemu výsledku ocenění. V tuzemské i celosvětové praxi bývá nejčastěji používána varianta DCF entity.

Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA) je založena na měření ekonomického zisku. Podstatou je, stejně jako u metody DCF, projekce budoucích přínosů, zde v podobě ekonomické přidané hodnoty, a následný převod na současnou hodnotu k datu ocenění.

Metoda EVA má rovněž 3 varianty výpočtu, EVA equity, EVA entity a EVA APV, které by rovněž měly vést ke stejnemu výsledku ocenění. Při splnění dodatečných podmínek je výsledek ocenění metodou EVA totožný s výstupem metody DCF.

Výnosový přístup vždy předpokládá dostupnost určité časové řady ekonomických výsledků – budoucí prognózu (DCF, EVA), či výsledky dosahované v minulosti (KČV).

4.2.2 Metody založené na analýze majetku

Princip majetkového ocenění je jednoduchý a obecně srozumitelný. Majetková hodnota společnosti je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku, od něhož je odečtena suma individuálně přeceněných závazků. Metody jsou založeny na ekonomickém principu, že kupující nezaplatí za aktivum více, než kolik činí náklady na pořízení aktiva se stejnou užitečností. Všechny majetkové metody předpokládají going concern princip, s výjimkou likvidační metody ocenění, která naopak předpokládá nucené ukončení podnikatelské činnosti.

Likvidační metoda je používána ve zvláštních případech, kdy se nepředpokládá další podnikání, ale likvidace společnosti, tj. ukončení činnosti a prodej jednotlivých položek aktiv. Metodu lze zařadit i do metod výnosových, neboť hodnota je dána předpokládaným výnosem z likvidace. Použití této metody je žádoucí v případě, kdy je oceňována ztrátová společnost, s omezenou životností, v případě rozhodování mezi likvidací či sanací, pro odhad dolní hranice ocenění, jako měřítko jistoty investovaného kapitálu nebo pro ocenění neprovozního majetku.

Ke zjištění likvidační hodnoty se používá za základ účetní hodnota majetku, respektive alespoň účetní evidence majetku. Pro zjištění hodnoty jednotlivých složek majetku jsou pak používány všechny opodstatněné metody (nákladové, srovnávací, výnosové) v závislosti na účelu ocenění.

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

Majetkové ocenění na principu tržních hodnot je vhodné pro ocenění investičních či holdingových společností – tedy tam, kde hodnota nespočívá v provozní činnosti společnosti, ale v držbě aktiv. Výsledná hodnota je dána součtem tržních hodnot jednotlivých položek majetku ponížených o závazky. Pakliže je u všech majetkových položek stanovena tržní hodnota, lze považovat i výsledek této metody za tržní hodnotu ocenění. Tento postup však není pro běžné provozní závody vhodný, neboť je-li oceněna každá majetková položka tržní hodnotou, předpokládáme, že by teoreticky byla jako samostatná položka prodána. To je ale neslučitelné s předpokladem dalšího pokračování závodu jako funkčního celku.

Substanční hodnotu na principu úspory nákladů je vhodné použít při rozhodování mezi koupí závodu a vybudováním nového „na zelené louce“. Klíčové zde jsou představy investora o budoucím podnikání a z toho plynoucí odhady investičních výdajů nutných pro vybudování nového závodu s adekvátními kapacitami. Hodnota majetkové podstaty závodu je pak dána schopností nahradit tyto plánované investiční výdaje s přihlédnutím k provozním nákladům. Pomocí této metody nejsou oceňovány izolovaně jednotlivé položky majetku, ale je pracováno s peněžními toky plynoucími z jednotlivých majetkových položek. Tato metoda je založena na principech vazeb k budoucnosti, ocenění závodu jako celku a na subjektivismu.

Substanční metoda na principu nákladů znovupořízení má za cíl nalézt odpověď na otázku, kolik by stálo znovuvybudování celého závodu. V závislosti na schopnosti zachycení všech položek (včetně nehmotných) jsou využívány dvě varianty této metody, a to úplná a neúplná.

Na rozdíl od předchozí metody jsou zde oceňovány položky izolovaně, tj. je stanovena hodnota každé z těchto položek pomocí nákladů znovupořízení/reprodukčních cen, jinými slovy stanovení současné pořizovací ceny se zohledněním morálního a technického opotřebení. Metoda je nejčastěji používána pro ocenění specializovaných aktiv (nemocnice, divadla, jednoúčelové stroje apod.). Dále je hojně používána v pojistovnictví, kde je potřebné stanovit hodnotu pro výpočet základny pojistného.

Účetní hodnota na principu historických cen udává, za kolik byl majetek skutečně pořízen. Tento postup ovšem většinou vede ke značné odchylce vykazované hodnoty dlouhodobého majetku od ekonomické reality, s výjimkou případu, kdy jde o zcela nově pořízená aktiva závodu, u něhož dosud nelze usuzovat na další vývoj z důvodu krátkého trvání jeho existence.

Výhodou však je velká průkaznost tohoto ocenění, neboť vychází ze zásad platných v účetnictví a často i auditorem ověřených údajů. Metoda bývá používána jako výchozí informace pro oceňovatele a základna pro posouzení výsledného ocenění.

Zjištění goodwill u substanční metody

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

Jako vhodnou metodu zobrazující nejlépe hodnotu oceňované společnosti ji lze použít:

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

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

Zjednodušeně platí vztah: Hodnota společnosti = věcná hodnota plus/mínus goodwill, kde věcná hodnota může být zjištěna precizněji (metoda reprodukčních cen) či zjednodušeně (metoda historických cen), a kde goodwill (záporný goodwill) zjišťujeme nejčastěji výnosovými metodami.

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

U ziskových společností, které splňují going concern princip, nejsou majetkové metody příliš používány, respektive mají pouze doplňkový či podpůrný charakter.

4.2.3 Metody založené na analýze trhu

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

Metodu přímého ocenění z dat kapitálového trhu lze použít pouze u akciových společností veřejně obchodovaných, respektive u těch, u nichž je známa tržní cena akcií. Tržní kapitalizace je pak určena součinem tržní hodnoty akcie a počtem vydaných akcií. Existují však jistá úskalí této metody, a to volba časového okamžiku, ke kterému tržní hodnotu akcie vztáhnout, a dále i rozdílnost mezních a průměrných veličin. Tímto je myšleno dosažení odlišné ceny při koupi/prodeji jedné akcie v porovnání s transakcí např. se 100 % akcií.

V současných podmírkách českého kapitálového trhu je možné používat tento postup pouze u vybraných titulů obchodovaných na burze, kde je k dispozici dostatečné množství relevantních údajů za dlouhý časový interval a je obchodováno s významnými objemy akcií.

Další srovnávací (tržní) metody umožňují nepřímé ocenění na základě tržního porovnání.

Stanovení hodnoty dle údajů o společnostech uváděných na burzu je považováno spíše za podpůrný přístup, neboť při IPO (Initial public offering – první veřejná nabídka akcií) není množství dostupných informací o srovnatelné společnosti natolik rozsáhlé, aby umožnilo relativně přesně stanovit hodnotu oceňovaného závodu.

Zbývající tři metody fungují prakticky na stejném principu, liší se však zejména v povaze získaných informací. Při použití **metody srovnatelných podniků** porovnáváme oceňovanou společnost s podniky, pro které jsou již dostupné informace o jejich valuaci – zpravidla u akciových společností obchodovaných na burze. **Metoda srovnatelných transakcí** funguje na stejném principu, avšak zde je oceňovaná společnost porovnávána s oceněním podniku, který je/byl předmětem uskutečněné transakce – porovnání na základě skutečně zaplacene ceny. **Metoda odvětvových násobitelů** se od dvou přechozích liší v tom, že nevyužívá data za konkrétní podniky či transakce, ale pracuje s průměrnými hodnotami v rámci odvětví – založeno na rozsáhlé datové základně.

Porovnání pomocí výše uvedených tří metod je založeno na konstrukci násobitele, který je určen poměrem známých tržních hodnot a vztahové veličiny. Násobitele lze rozdělit do následujících kategorií:

- ▶ ziskové multiplikátory – P/E ratio, EV/EBIT, EV/EBITDA
- ▶ majetkové multiplikátory – P/BV ratio, Tobinovo q
- ▶ výnosové multiplikátory – P/S ratio, V/S ratio
- ▶ specifické odvětvové multiplikátory – MV/zákazník apod.

Hodnota oceňované společnosti je pak určena součinem multiplikátoru a vztahové veličiny.

Použití srovnávací metody je možné pouze u některých stanovených charakteristik, a to za zachování konzistentních vnějších i vnitřních podmínek, což považujeme v podmírkách České republiky pro menší společnosti prakticky za neuskutečnitelné, a především nepoužitelné pro stanovení přesné hodnoty závodu nebo jiné jeho charakteristiky – např. očekávaného zisku. V těchto případech lze užít obchodované či jinak srovnatelné společnosti ze zahraničí, podnikající v příbuzném oboru.

Srovnávací metoda je použitelná především pro stanovení orientačního intervalu výsledné hodnoty společnosti, kdy aplikujeme statistickou metodu na základě dostatečně velkého počtu zjištění. Ale i v těchto případech je třeba počítat s vysokým rozptylem vedoucím k širokému intervalu spolehlivosti.

4.3 Diskonty a prémie při ocenění podniku

S ohledem na praxi nastávají případy, kdy práce oceňovatele nekončí zjištěním výsledku té či oné metody. Bývá tomu ze 2 základních důvodů:

- ▶ V rámci použité metody ocenění se nepodařilo, resp. nebylo možné, zohlednit některá specifika podniku mající vliv na jeho hodnotu
- ▶ Úkolem oceňovatele není zjistit hodnotu vlastního kapitálu podniku jako celku, ale zjistit hodnotu určitého podílu na vlastním kapitálu podniku, což v praxi bývá velmi častý případ

Podle toho, zda příslušné diskonty ovlivní hodnotu podniku jako celku nebo naopak je jejich účelem zohlednění specifik určitého akcionáře, dělíme diskonty a prémie na:

- ▶ Diskonty na úrovni podniku jako celku
- ▶ Diskonty na úrovni akcionáře

Diskont a prémii na obecné úrovni tedy můžeme definovat jako absolutní nebo relativní částku, která představuje změnu očekávaného rizika nebo užitku investora z titulu faktorů, které nebyly zahrnuty do výpočtu základní hodnoty, na niž se diskont aplikuje.

Použití a odhadu prémii a diskont jsou jednou z nejdiskutovanějších a nejkontroverznějších oblastí oceňování podniků nejen u nás, ale i v zahraničí, kde je teorie a praxe diskontů a prémii již mnohem pokročilejší. Přispívá k tomu nejednotnost nejen teoretických názorů, ale i rozdílnost výsledků empirických

studií v této oblasti, případně jejich velký rozptyl. Na jedné straně tak stojí praktická nutnost použití diskontu, na druhé straně závažné aplikační a teoretické problémy umocněné významným vlivem diskontu nebo prémie na celkový výsledek ocenění.

4.3.1 Diskonty na úrovni podniku

Diskonty na úrovni podniku ovlivňují plošně a stejnoměrně hodnotu pro všechny akcionáře (podílníky). Mezi diskonty na úrovni podniku nejčastěji patří:

- ▶ Diskont za klíčovou osobu ve vedení podniku
- ▶ Diskont za mimorozvahové závazky

Výše uvedené diskonty nejsou v praxi ČR příliš preferované, neboť většinou se oceňovateli přiklání spíše k zohlednění daného specifika podniku v rámci vlastní metody ocenění, např. peněžního toku nebo diskontní míry. Pouze v případě, že tyto faktory nejsou zohledněny v rámci ocenění, můžeme přikročit k odhadu výše diskontu.

Diskont za klíčovou osobu ve vedení vyjadřuje buď potenciální ztrátu hodnoty podniku z titulu možnosti ztráty klíčové osobnosti ve vedení podniku, nebo ztrátu reálnou.

Použití diskontu za mimorozvahové závazky pramení z existence např. různých soudních sporů, u nichž je nejasný výsledek a časový horizont nebo ze závazků z poškození životního prostředí. Mimorozvahové závazky jednak snižují hodnotu podniku přímo, ale také i nepřímo přes snížení obchodovatelnosti akcií nebo podílu dotčeného podniku. Je tedy doporučeno postupovat právě přes odhad závazku a jeho pravděpodobnosti.

4.3.2 Diskonty a prémie na úrovni akcionáře

Do druhé skupiny diskontů a prémí – na úrovni akcionáře patří:

- ▶ Diskont za omezenou obchodovatelnost
- ▶ Diskont za minoritu (resp. prémie za kontrolu)

Jedná se o diskonty, jež působí nerovnoměrně, tj. na úrovni daného akcionáře, jinak řečeno, hodnota akcie není alikvotní podílu na vlastním kapitálu podniku jako celku.

4.3.3 Základna diskontů a prémí a použité metody ocenění

Základní podmínkou správné aplikace diskontu je správná identifikace základny, na kterou je diskont aplikován.

Česká teorie se obecně přiklání k americkému modelu, který základny pro diskont na úrovni akcionáře definuje z hlediska obchodovatelnosti a z hlediska majority či minority. Obchodovatelnost a stupeň kontroly podniku jsou do jisté míry provázané veličiny, neboť stupeň kontroly podniku může ovlivňovat prodejnou daného obchodního podílu nebo podílu na vlastním kapitálu.

Obchodovatelnost u kontrolních a minoritních podílů je tedy problematika, kterou je třeba vnímat odděleně. Je tomu tak proto, že možnosti likvidity, které má vlastník majoritního podílu, jsou omezené a odlišné od vlastníka minoritního podílu. Riziko transakce, nejistota spojená s výslednou částkou, náklady na uskutečnění transakce a časová hodnota peněz, patří mezi faktory tvořící základ diskontu za omezenou obchodovatelnost u kontrolních podílů, jak akcií veřejně obchodovaných, tak i akcií veřejně neobchodovaných.

Zahraniční odborná literatura (Pratt, S.P. Business Valuation discount and premiums, 2001) uvádí pásmo, ve kterém se pohybuje diskont za obchodovatelnost u kontrolních podílů v USA (3-33 %), zatímco u minoritních podílů je pásmo podstatně vyšší (30-40 %). Z empirie tedy vyplývá, že vyšší diskont za omezenou obchodovatelnost vykazují minoritní podíly. U minoritních podílů vysoká likvidita pomáhá omezovat vliv nedostatku kontroly, takže podíl likvidity na celkové hodnotě je významný.

Závěrem nutno podotknout, že základny obou diskont jsou natolik provázané, že není možné jednotlivé diskonty na úrovni akcionáře zkoumat odděleně.

4.3.4 Empirické stanovení výše diskontu za omez. obchodovatelnost v podmírkách ČR

U kontrolních podílů v praxi ČR i v zahraničí není příliš obvyklé aplikovat diskont za omezenou obchodovatelnost. Naopak je tomu u podílů minoritních. Vzhledem k nedostatku lokálních informací o diskontu za omezenou obchodovatelnost budeme při zjišťování velikosti diskontu odkázáni na zahraniční studie.

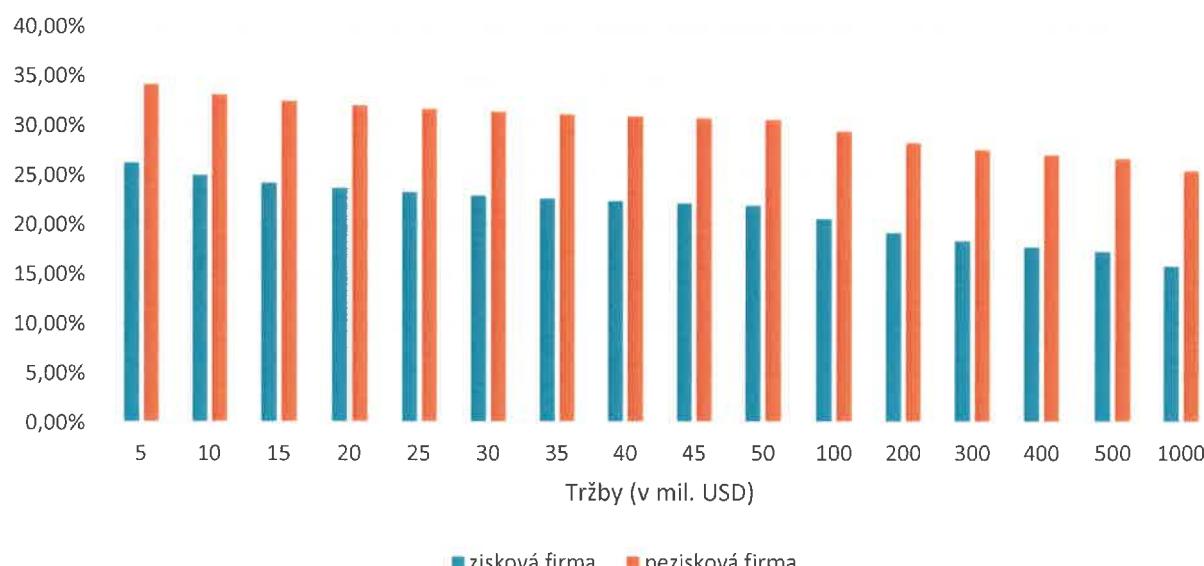
Nelze spoléhat čistě na průměry, je třeba se pokusit provést alespoň výběr transakcí ze stejného odvětví, s vyloučením extrémních hodnot a spolehnutím se spíše na medián než průměr.

Ocenění by mělo obsahovat podrobný popis (komentář) postupu stanovení diskontu, včetně náležitého zdůvodnění, výpočtů a uvedení zdrojů podkladových materiálů.

V praxi se konkrétním výpočtem zabývá renomovaný odborník prof. Aswarth Damodaran a to v rámci svého cca 60ti stránekového internetového příspěvku „Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount“ z období červen 2005.

V rámci výše uvedené odborné statí pak definuje komplexní výpočet stanovující výši diskontu za nelikviditu v členění na ziskové/neziskové firmy a dle velikosti tržeb srovnávaných entit:

Graf – Diskont za nelikviditu (v % z hodnoty firmy)



Zdroj: Internetové stránky prof. A. Damodarana

Dle výše uvedeného je diskont za nelikviditu kalkulován následovně:

$$\text{Illiquidity discount} = 0,145 - 0,0022 \times \text{LN(Revenues)} - 0,015 \times (\text{Index of profitability}) \\ - 0,016 \times (\text{Cash/Value}) - 0,11 \times (\text{Trading volume/Value})$$

Kde:

- ▶ Revenues = roční tržby posuzované entity
- ▶ Index of profitability = "1" v případě ziskové firmy, „0“ v případě neziskové firmy
- ▶ Cash/Value = neprovozní hotovost/hodnota posuzované entity
- ▶ Trading volume/Value = obchodovaná hodnota/celková hodnota posuzované entity

Z výše uvedené kalkulace prof. A. Damodarana založené na historických datech obchodovaných společností je patrné, že výše diskontu je nepřímo úměrná výši tržeb, indexu ziskovosti, výši podílu neprovozní hotovosti k celkové hodnotě firmy a rovněž i k výši obchodovaného množství k celkové hodnotě firmy.

Z předchozího grafu je rovněž patrné, že výše diskontu za nelikviditu vykazuje historicky nižší hodnoty v případě ziskových firem.

4.3.5 Empirické stanovení výše diskontu za minoritu v podmínkách ČR

V ČR jsou mezi odbornou veřejností známější studie, které porovnávají cenu akcií v majoritním balíku s cenou minoritní „neovlivněné“, např. studie Mergerstatu. Při použití v ČR pro neobchodované akciové společnosti a společnosti s.r.o., s nimiž je trh velmi omezený, nebo vůbec neexistuje, je nutné brát na zřetel také rozdíl v obchodovatelnosti minoritních podílů (akcií), z nichž vycházejí empirické studie, a obchodovatelnosti minoritních podílů (akcií) u oceňované společnosti.

Zásadním a klíčovým problémem interpretace výsledků studií je značný rozptyl hodnot od negativních prémii až po prémie ve výši stovek procent. V podmínkách ČR je velmi obtížné najít natolik porovnatelné transakce v databázi, aby bylo možné se na tento užší výběr spolehnout v lokálních podmínkách. Zároveň se tím otevírá možnost pro značnou subjektivitu oceňovatele ústící v jeho významné odpovědnosti za výsledek ocenění (zejména zvážíme-li velikost prémie průměrně 40-50 %).

Při určení velikosti diskontu za minoritu jsme vycházeli v souladu s informacemi uvedenými výše vycházeli ze studie „MERGERSTAT, Global Mergers and Acquisitions Information, Control Premium Study 2nd Quarter 2018“. Dle informací uvedených v rámci této studie byly zkoumány příslušné transakce za období 12 měsíců, při nichž byl nakupován vždy minimálně 50,1% podíl. Kalkulovaná výše kontrolního podílu (z nějž byl následně stanoven minoritní podíl) byla definována jako přebytek kupní ceny akcií, či obchodních podílů nad úroveň této ceny akcií či obchodních podílů při koupi minoritního podílu. Z dat zveřejněných transakcí pak aplikujeme pro výpočet hodnotu odpovídající mediánu zjištěných kontrolních prémii transakcí v příslušném odvětví, v něm oceňovaná Společnost působí.

Vztah mezi kontrolní prémii a diskontem za minoritu

V souladu s aktuální odbornou literaturou (M. Mařík, Metody oceňování podniku, čtvrté upravené a doplněné vydání, 2018) je kontrolní prémie a diskont za minoritu dvěma pohledy na totéž, přičemž parametr diskont za minoritu lze vyjádřit dle následujícího vzorce:

$$\text{Diskont za minoritu} = 1 - [1 \div (1 + \text{kontrolní prémie})]$$

Přepočet je aplikovatelný v případě, že se kontrolní prémie měří vzhledem k minoritní základně. Při použití studií MERGERSTATu je tato podmínka naplněna.

4.4 Použitý způsob ocenění

Znalecký posudek o ocenění akcií společnosti DOBA a.s., IČ 451 48 139, se sídlem Na Výsluní 1181, 294 01 Bakov nad Jizerou byl vypracován pro účely dražby akcií Společnosti.

Při volbě způsobu ocenění jsme nejprve analyzovali hospodářskou a finanční pozici Společnosti. Podle názoru Znalce i zástupců Zadavatele je Společnost schopna pokračovat v další činnosti a je tedy splněn předpoklad going concern princip. Společnost není v situaci, která by oceňovatele opravňovala k zjištění likvidační hodnoty. Společnost není ani v situaci, kdy by předpokládala zásadní změnu podnikatelské činnosti.

V úvahu přicházejí níže uvedené základní přístupy k ocenění, tj. založené na analýze výnosů, nebo na analýze majetku:

1. Výnosová metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
2. Majetková metoda na principu historických cen

Výnosová metoda – metodika analýzy diskontovaného salda cash-flow (DCF). Jedná se o kvantifikaci hodnot toho majetku/závazků závodu, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow závodu. Tato metoda dle našeho názoru nejlépe vystihuje reálnou hodnotu jmění oceňované Společnosti.

Metoda vyhodnocení účetní hodnoty vlastního kapitálu kalkuluje hodnotu subjektu výhradně dle účetních, nikoliv tržních dat, jejichž vypovídající schopnost je pro účely stanovení tržní hodnoty omezená. Závěry této metody ocenění proto považujeme pro daný účel ocenění za informativní, nikoliv primární.

Po zohlednění všech skutečností je podle našeho názoru v tomto případě nejvíce relevantní a reprezentativní použít k ocenění jmění Společnosti výnosový přístup – metodu diskontovaného cash-flow (DCF), kterou považujeme za hlavní metodu ocenění v tomto Znaleckém posudku.

4.4.1 Detailní popis primární metody ocenění

Za primární metodu ocenění byla v tomto posudku zvolena výnosová metoda diskontovaného cash flow (DCF) ve variantě entity. Volné peněžní toky jsou v rámci této varianty kalkulovány na úrovni celého podniku (FCFF) a diskontní mírou jsou průměrné vážené náklady na kapitál (WACC).

Pro ocenění touto metodou je nejprve nezbytné stanovit FCFF, které vychází z korigovaného provozního výsledku hospodaření (PVH očištěný o jednorázové, mimořádné a neprovozní tržby a náklady a dále rozšířený o finanční tržby a náklady provozního charakteru). Postup výpočtu FCFF pro ocenění je následující:

1.	+	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním (KPVH _D)
2.	-	Upravená daň z příjmů (KPVH _D × daňová sazba)
3.	=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění (KPVH)
4.	+	Odpisy
5.	+	Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdajem
6.	=	Předběžné cash flow z provozní činnosti
7.	-	Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
8.	-	Investice do pořízení provozně nutného dlouhodobého majetku
9.	=	Volné cash flow pro vlastníky i věřitele (FCFF)

Následně je nezbytné stanovit diskontní míru (viz dále). Poté lze přistoupit k samotnému ocenění společnosti jako celku. Obvykle bývá přistupováno k dělení výpočtu na dvě až tři fáze. Nejčastěji bývá využíván model dvoufázový, třífázový model je vhodné použít například u aktuálně rychle rostoucích podniků a tam, kde je předpoklad stabilizace parametrů v příliš vzdálené budoucnosti. Za použití dvoufázového modelu je výpočet provozní brutto hodnoty společnosti následující:

$$H_B = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{PH}{(1 + WACC)^T}$$

H_B	=	provozní hodnota podniku brutto
T	=	délka první fáze v letech
$FCFF_t$	=	volné cash flow v roce t
WACC	=	vážené průměrné náklady na kapitál
PH	=	pokračující hodnota (hodnota druhé fáze)

Z výše uvedeného vyplývá nutnost stanovení proměnné PH, tedy pokračující hodnoty (druhé fáze). Druhá fáze je období, které zachycuje hodnotu společnosti po prognózovaném časovém úseku, je-li ocenění prováděno při předpokladu pokračujícího závodu. Pro výpočet hodnoty druhé fáze je použit parametrický vzorec v následujícím tvaru:

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} \times (1 - CAPEX)}{WACC - g}$$

$KPVH_{T+1}$	=	korigovaný PVH v prvním roce druhé fáze
CAPEX	=	míra investic v druhé fázi
g	=	předpokládané tempo růstu volného cash flow

Celková hodnota společnosti pro akcionáře i věřitele společnosti – H_B (známá též jako Enterprise value, resp. „EV“) je tedy určena jako součet čisté současné hodnoty volného cash flow z explicitně projektovaného období (první fáze) a čisté současné hodnoty druhé fáze.

Hodnota společnosti netto (H_N) pro její vlastníky (též Equity value) je dána rozdílem mezi hodnotou společnosti pro vlastníky i věřitele (H_B) a tržní hodnotou úročených cizích zdrojů (ÚZ) v zahajovací bilanci, s přihlédnutím k neprovoznímu majetku (NM) či jiným neprovozním závazkům (NZ).

$$H_N = H_B - \text{ÚZ} + NM - NZ$$

Odhad požadované výnosnosti kapitálu

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

$$WACC = N_{VK} \times \frac{E}{C} + N_{CK} \times \frac{D}{C} \times (1 - t_e)$$

N _{VK}	=	náklady na vlastní kapitál
E	=	tržní hodnota vlastního kapitálu
C	=	celkový kapitál
N _{CK}	=	náklady na cizí kapitál
D	=	tržní hodnota úročených cizích zdrojů
t _e	=	efektivní daňová sazba

Při určení požadovaných **nákladů vlastního kapitálu** je obvykle používán postup založený na modelu oceňování kapitálových aktiv (capital asset pricing model, CAPM). Tento model předpokládá, že tržní výnos akciového kapitálu je roven nákladům bezrizikového dluhového kapitálu (R_f) plus prémie za riziko, která se rovná tržní odměně za riziko (rozdíl mezi očekávanou výnosností akciového trhu ($E(R_M)$) a bezrizikovou sazbou) násobené koeficientem vyjadřujícím příspěvek systematického rizika oceňované společnosti k riziku akciového trhu, obecně známým jako Beta koeficient. Požadovaný výnos vlastního kapitálu se tedy určí jako:

$$N_{VK} = R_f + [E(R_M) - R_f] \times \beta$$

Při stanovení zadlužené bety je možné použít tržní poměr vlastních a cizích zdrojů v daném sektoru podnikání. Kalkulace zadlužené bety je následující:

$$\beta_{zadl} = \beta_{nez} \times \left[1 + (1 - t_e) \times \frac{D}{E} \right]$$

Pro určení **nákladů na cizí zdroje** se vychází ze skutečně sjednaných sazeb u oceňované společnosti anebo z tržních dat.

Hodnota **váženého průměru nákladu kapitálu** je stanovena na základě výše popsaných nákladů na vlastní a cizí zdroje a tržního poměru cizích a celkových zdrojů, který je v období explicitního plánu i perpetuity kalkulován buď na základě očekávaného objemu využívaných úročených cizích zdrojů v poměru k tržní hodnotě metodou iterací anebo se využívá opět tržních hodnot obvyklých v daném odvětví.

4.5 Výnosové ocenění Společnosti

V následující kapitole je provedeno výnosové ocenění Společnosti metodou diskontovaného cash-flow (DCF).

4.5.1 Finanční plán

Finanční plán Společnosti pro období 7.2021-2030, který je hlavním podkladem pro výnosové ocenění, byl vyhotoven na základě analýzy historických účetních výkazů a Zadavatelem poskytnutých doplňujících informací. Finanční plán je vyhotoven na délku sledovaného období 10 let, poté je uvažováno s perpetuitou.

Tempo růstu výkonů i tržeb za prodané zboží odhadujeme na základě závěrů strategické analýzy (kapitola 3.4) po celé období plánu na úrovni dlouhodobého inflačního cíle ČNB, tj. ve výši 2 %. Ostatní provozní výnosy predikujeme po celé období plánu ve stabilním poměru k tržbám dle průměru historicky dosažených hodnot v letech 2016-2020.

Obchodní marže a veškeré nákladové položky (vyjma mzdových nákladů) jsou po celé období plánu predikovány ve stabilním podílu na tržbách dle průměru historicky dosažených hodnot v letech 2016-2020.

Mzdové náklady pro období plánu vycházejí ze stavu k datu 31.12.2020 a jsou po celé sledované období predikovány s 2% tempem růstu.

Prodej dlouhodobého hmotného majetku a materiálu není v rámci plánu uvažován.

Všechny výše uvedené skutečnosti byly promítnuty do finančního plánu. Takto sestavený finanční plán jsme využili pro ocenění jmění Společnosti výnosovou metodou DCF. Plán výnosů a nákladů na roky 7.2021-2030 v podobě pro ocenění uvádíme v následující tabulce.

Výsledkem finančního plánu je EBITDA marže ve výši 9,57 %, tedy v očekávaném rozmezí 1. kvartilu a mediánu odvětvových hodnot.

Pro období celého finančního plánu byly separátně plánovány vlastní účetní odpisy, jež jsou primárně odrazem predikce investic, viz kapitola 4.5.3 Plán investic a odpisů.

Tabulka – Finanční plán pro ocenění jmění Společnosti (v tis. Kč)

Položka	7.-12.2021	2022	2023	2024	2025
Tržby za prodej zboží	897	1 145	1 168	1 192	1 216
Náklady vynaložené na prodané zboží	296	302	308	314	320
Obchodní marže	601	844	860	878	895
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	36 507	80 085	81 686	83 320	84 987
Výkonová spotřeba	22 908	48 493	49 463	50 452	51 461
Spotřeba materiálu a energie	125	8 342	8 509	8 680	8 853
Služby	22 783	40 151	40 954	41 773	42 608
Přidaná hodnota	14 199	32 435	33 084	33 746	34 421
Osobní náklady	12 641	24 977	25 476	25 986	26 506
Mzdové náklady	9 302	18 676	19 050	19 431	19 819
Náklady na soc. a zdrav. pojištění	2 855	5 609	5 721	5 835	5 952
Sociální náklady	484	692	706	720	734
Daně a poplatky	142	205	209	213	217
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	3 354	6 157	6 738	7 331	7 936
Ostatní provozní výnosy	1 996	5 256	5 361	5 468	5 577
Ostatní provozní náklady	1 480	4 229	4 314	4 400	4 488
Provozní výsledek hospodaření	-1 422	2 123	1 707	1 283	851
EBITDA	1 932	8 280	8 446	8 615	8 787
EBITDA marže	4,9 %	9,57 %	9,57 %	9,57 %	9,57 %

Položka	2026	2027	2028	2029	2030
Tržby za prodej zboží	1 240	1 265	1 290	1 316	1 342
Náklady vynaložené na prodané zboží	327	333	340	347	354
Obchodní marže	913	931	950	969	988

Položka	2026	2027	2028	2029	2030
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	86 686	88 420	90 188	91 992	93 832
Výkonová spotřeba	52 490	53 540	54 611	55 703	56 817
Spotřeba materiálu a energie	9 030	9 211	9 395	9 583	9 775
Služby	43 460	44 329	45 216	46 120	47 043
Přidaná hodnota	35 109	35 811	36 527	37 258	38 003
Osobní náklady	27 036	27 576	28 128	28 690	29 264
Mzdové náklady	20 216	20 620	21 032	21 453	21 882
Náklady na soc. a zdrav. pojištění	6 071	6 192	6 316	6 443	6 571
Sociální náklady	749	764	779	795	811
Daně a poplatky	221	226	230	235	240
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	6 348	6 524	6 703	6 885	7 071
Ostatní provozní výnosy	5 689	5 803	5 919	6 037	6 158
Ostatní provozní náklady	4 578	4 670	4 763	4 858	4 955
Provozní výsledek hospodaření	2 614	2 618	2 622	2 626	2 630
EBITDA	8 963	9 142	9 325	9 511	9 701
EBITDA marže	9,57 %	9,57 %	9,57 %	9,57 %	9,57 %

Poznámka: EBITDA = provozní zisk + odpisy; EBITDA marže = EBITDA ÷ provozní tržby

4.5.2 Pracovní kapitál

Projekce pracovního kapitálu je založena zejména na předpokladu obrátek u nejvýznamnějších položek pohledávek a závazků. Plán jednotlivých položek pracovního kapitálu je uveden v následujících kapitolách, včetně plánu příslušné doby obratu. Výnosy a náklady, které jsou základnou pro výpočet obrátek, jsou uvedeny v tabulce níže a vycházejí z výše uvedeného finančního plánu (základna pro výpočet obrátek pro rok 2021 je uvažována ve výši za celý rok).

Tabulka – Základna pro výpočet obrátek pohledávek a závazků (tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2020	2023	2024	2025
Provogní tržby	85 565	86 486	88 216	89 980	91 780
Provogní náklady	77 497	78 206	79 770	81 365	82 993

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Provogní tržby	93 615	95 487	97 397	99 345	101 332
Provogní náklady	84 652	86 345	88 072	89 834	91 631

4.5.2.1 Krátkodobé pohledávky

Pro období 2021-2030 predikujeme dané položky dle níže uvedených parametrů:

Krátkodobé pohledávky z obchodního styku byly predikovány s přihlédnutím k očekávané době obratu pro období 2021-2030 na úrovni průměru hodnot z období 2016-2020 a rovněž vzhledem k očekávané výši položky Provozní tržby pro období finančního plánu (viz výše).

Ostatní položky krátkodobých pohledávek byly pro období 2021-2030 predikovány s ohledem na svůj charakter i význam primárně dle hodnot dosažených k datu ocenění.

Tabulka – Plán krátkodobých pohledávek Společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Pohledávky z obchodních vztahů					
Stav k 31.12.	9 227	9 326	9 513	9 703	9 897
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	39,36	39,36	39,36	39,36	39,36
Průměrná meziroční změna	385	-99	-187	-190	-194
Krátkodobé poskytnuté zálohy					
Stav k 31.12.	104	104	104	104	104
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky					
Stav k 31.12.	-17	-17	-17	-17	-17
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
POHLEDÁVKY CELKEM					
Stav k 31.12.	9 314	9 413	9 600	9 790	9 984
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	39,73	39,73	39,72	39,71	39,71
Průměrná meziroční změna	385	-99	-187	-190	-194

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Pohledávky z obchodních vztahů					
Stav k 31.12.	10 095	10 297	10 503	10 713	10 927
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	39,36	39,36	39,36	39,36	39,36
Průměrná meziroční změna	-198	-202	-206	-210	-214
Krátkodobé poskytnuté zálohy					
Stav k 31.12.	104	104	104	104	104
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky					
Stav k 31.12.	-17	-17	-17	-17	-17
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
POHLEDÁVKY CELKEM					
Stav k 31.12.	10 182	10 384	10 590	10 800	11 014
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	39,70	39,69	39,69	39,68	39,67
Průměrná meziroční změna	-198	-202	-206	-210	-214

4.5.2.2 Krátkodobé závazky

Pro období 2021-2030 predikujeme dané položky dle níže uvedených parametrů:

Krátkodobé závazky z obchodního styku byly predikovány s přihlédnutím k očekávané době obratu pro období 2021-2030 na úrovni průměru hodnot z období 2016-2020 a rovněž vzhledem k očekávané výši položky Provozní náklady pro období finančního plánu (viz výše). Krátkodobé závazky k zaměstnancům a závazky ze sociálního a zdravotního pojištění predikujeme ve výši 1/12 očekávané roční výše mzdových nákladů, respektive nákladů na sociální a zdravotní pojištění. Ostatní položky krátkodobých závazků byly po celé období finančního plánu predikovány s ohledem na svůj charakter i význam primárně dle hodnot dosažených k datu ocenění.

Tabulka – Plán krátkodobých závazků Společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Závazky z obchodních vztahů					
Stav k 31.12.	2 605	2 629	2 681	2 735	2 790
Průměrná doba obratu z nákladů (dny)	12,27	12,27	12,27	12,27	12,27
Průměrná meziroční změna	69	24	53	54	55
Závazky k zaměstnancům					
Stav k 31.12.	2 041	2 081	2 123	2 165	2 209
Průměrná meziroční změna	1 868	41	42	42	43
Závazky ze soc. a zdrav. pojištění					
Stav k 31.12.	458	467	477	486	496
Průměrná meziroční změna	-120	9	9	10	10
Stát – daňové závazky a dotace					
Stav k 31.12.	590	590	590	590	590
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Krátkodobé přijaté zálohy					
Stav k 31.12.	1 492	1 492	1 492	1 492	1 492
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Jiné závazky					
Stav k 31.12.	1 084	1 084	1 084	1 084	1 084
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
ZÁVAZKY CELKEM					
Stav k 31.12.	8 298	8 372	8 475	8 581	8 688
Průměrná doba obratu z nákladů (dny)	39,08	39,07	38,78	38,49	38,21
Průměrná meziroční změna	1 817	74	104	106	108
OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Závazky z obchodních vztahů					
Stav k 31.12.	2 846	2 902	2 960	3 020	3 080
Průměrná doba obratu z nákladů (dny)	12,27	12,27	12,27	12,27	12,27
Průměrná meziroční změna	56	57	58	59	60
Závazky k zaměstnancům					
Stav k 31.12.	2 253	2 298	2 344	2 391	2 439
Průměrná meziroční změna	44	45	46	47	48
Závazky ze soc. a zdrav. pojištění					
Stav k 31.12.	506	516	526	537	548
Průměrná meziroční změna	10	10	10	11	11
Stát – daňové závazky a dotace					
Stav k 31.12.	590	590	590	590	590
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Krátkodobé přijaté zálohy					
Stav k 31.12.	1 492	1 492	1 492	1 492	1 492
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Jiné závazky					
Stav k 31.12.	1 084	1 084	1 084	1 084	1 084
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
ZÁVAZKY CELKEM					
Stav k 31.12.	8 798	8 910	9 025	9 141	9 260
Průměrná doba obratu z nákladů (dny)	37,94	37,67	37,40	37,14	36,89
Průměrná meziroční změna	110	112	114	117	119

4.5.2.3 Zásoby

Analogicky s předchozím byly zásoby predikovány s přihlédnutím k očekávané době obratu pro období 2021-2030 na úrovni průměru hodnot za období 2016-2020 a rovněž vzhledem k očekávané výši položky Provozní tržby pro období finančního plánu (viz výše).

Po celé období plánu je tedy doba obratu zásob konstantní ve výši 0,43 dne.

Tabulka – Plán zásob Společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Zásoby					
Stav k 31.12.	101	102	104	106	108
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43
Průměrná meziroční změna	63	-1	-2	-2	-2
OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Zásoby					
Stav k 31.12.	111	113	115	117	120
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43
Průměrná meziroční změna	-2	-2	-2	-2	-2

4.5.2.4 Rezervy a opravné položky

Pro období finančního plánu neočekáváme změny těchto položek, jež by měly vliv na kalkulaci cash flow.

4.5.2.5 Časové rozlišení aktivní a pasivní

Časové rozlišení aktiv i pasiv bylo po celé období finančního plánu predikováno dle hodnot dosažených k datu ocenění, tj. ve výši 1 587 tis. Kč (aktivní) a -14 tis. Kč (pasivní). Vliv těchto položek na kalkulaci cash flow z provozu je nulový vzhledem ke konstantní výši těchto položek.

4.5.2.6 Provozní hotovost

Změna provozní hotovosti promítající v rámci provozního cash flow období 7.2021-2030 byla plánována s ohledem na minimální požadovanou výši peněžní likvidity (kalkulována s ohledem na historickou výši peněžní likvidity i výši peněžní likvidity k datu ocenění) a rovněž s ohledem na plánovanou výši krátkodobých závazků, tedy následovně:

Tabulka – Plán provozní hotovosti Společnosti (v tis. Kč, v %)

OBDOBÍ	6.2021	2021	2022	2023	2024	2025
Provozní hotovost	1 074	1 437	1 452	1 473	1 494	1 515
Peněžní prostředky celkem	8 588	9 448	11 633	13 903	16 317	18 877
Krátkodobé závazky (provozní)	5 369	7 186	7 260	7 363	7 469	7 576
Peněžní likvidita	160 %	131 %	160 %	189 %	218 %	249 %

OBDOBÍ	6.2021	2021	2022	2023	2024	2025
Optimální peněžní likvidita	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Průměrná meziroční změna	-2 218	-363	-15	-21	-21	-22
Neprovozní hotovost	7 514	8 011	10 181	12 430	14 823	17 361

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Provozní hotovost	1 537	1 560	1 583	1 606	1 630
Peněžní prostředky celkem	21 168	23 525	25 949	28 443	31 007
Krátkodobé závazky (provozní)	7 686	7 798	7 913	8 029	8 148
Peněžní likvidita	275 %	302 %	328 %	354 %	381 %
Optimální peněžní likvidita	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Průměrná meziroční změna	-22	-22	-23	-23	-24
Neprovozní hotovost	19 630	21 965	24 367	26 837	29 377

Peněžní likvidita Společnosti k datu ocenění je ve výši 160 %. Z dat je patrné, že za optimální míru provozní peněžní likvidity považujeme v souladu s odbornou literaturou hodnotu 20 % (odpovídající obecně doporučené výši peněžní likvidity).

Výše neprovozní hotovosti k datu ocenění, tedy k 30.6.2021, činí 7 514 tis. Kč.

4.5.3 Plán investic a odpisů

Plán investic a odpisů byl kalkulován při respektování informací o historii Společnosti, aktuálního stavu i budoucích potřeb, s ohledem na plánované tržby Společnosti. Investice jsou tedy plánovány pouze na úrovni umožňující obnovu stávajícího majetku.

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

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Investice celkem	2 500	5 100	5 202	5 306	5 412
Odpisy z nového majetku	135	557	1 138	1 731	2 336
Odpisy ze stávajícího majetku	5 600	5 600	5 600	5 600	5 600
Odpisy celkem	5 735	6 157	6 738	7 331	7 936

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Investice celkem	5 520	5 631	5 743	5 858	5 975
Odpisy z nového majetku	2 730	2 906	3 085	3 267	3 453
Odpisy ze stávajícího majetku	3 618	3 618	3 618	3 618	3 618
Odpisy celkem	6 348	6 524	6 703	6 885	7 071

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

4.5.4 Způsob financování

Společnost k datu ocenění eviduje bankovní úvěry v celkové výši 25 471 tis. Kč, z čehož 26 464 tis. Kč tvoří dlouhodobé investiční úvěry a -993 tis. Kč přeplatek krátkodobého financování. Dále eviduje Společnost jiné dlouhodobé závazky (úvěry na automobily) v celkové výši 1 183 tis. Kč, závazky ke společníkům v celkové výši 28 tis. Kč a závazky k ovládaným a ovládajícím osobám (K. Zetka) ve výši 13 000 tis. Kč. V tabulce níže je zobrazen přehled úvěrových závazků k datu ocenění:

Tabulka – Detail úvěrových závazků Společnosti (v tis. Kč)

Účet	Účel	Zůstatek	Úroková sazba
461 001	Investiční úvěr RB - 3 ubytovny	6 131	1M PRIBOR + 2 %
461 002	Investiční úvěr RB - 2 linky Craft	19 219	2,73 %
461 003	Investiční úvěr na linku ATL	1 114	3,76 %
221 001	Bankovní účet běžný RB – kontok.	-993	-
479 xxx	Úvěry na automobily	1 183	-
Celkem		26 654	2,74 %*

* vážený průměr

Celková suma úvěrových závazků a ostatních závazků neprovozního charakteru činí 39 682 tis. Kč.

Výsledný tržní podíl cizích a celkových zdrojů financování pro účely výpočtu diskontu byl stanoven pomocí iteračního propočtu.

Po roce 2030, tj. pro období perpetuity, předpokládáme konvergenci k odvětvovým parametrům a podíl cizích a celkových zdrojů vstupuje do výpočtu diskontní míry na tržní úrovni odpovídající relevantnímu odvětví, ve kterém Společnost působí (viz kapitola týkající se kalkulace koeficientu beta).

4.5.5 Plán provozního cash flow

Finanční plán Společnosti se odráží v celkovém cash flow. Výchozí pro výpočet je projekce provozního zisku, jež byla uvedena v rámci předchozích kapitol. Projekce ročního provozního cash flow pro období finančního plánu 7.2021-2030 je uvedena níže:

Tabulka – Plán provozního cash flow (v tis. Kč)

OBDOBÍ	7-12.2021	2022	2023	2024	2025
Provozní zisk před zdaněním a úroky	-1 422	2 123	1 707	1 283	851
Celkový daňový předpis (-)	-493	-271	-192	-111	-29
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-65	-132	-132	-132	-132
Odpisy	3 354	6 157	6 738	7 331	7 936
Provozní příjem	1 374	7 877	8 121	8 371	8 625

OBDOBÍ	7-12.2021	2022	2023	2024	2025
Investice (-)	-2 500	-5 100	-5 202	-5 306	-5 412
Pohyb pracovního kapitálu (+/-)	1 901	-41	-106	-108	-110
- zásoby (nárůst -/pokles +)	63	-1	-2	-2	-2
- pohledávky (nárůst -/pokles +)	385	-99	-187	-190	-194
- čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
- provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-363	-15	-21	-21	-22
- závazky (nárůst +/pokles -)	1 817	74	104	106	108
- změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
- změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
- čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
PROVOZNÍ CASH FLOW	775	2 735	2 814	2 957	3 103

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Provozní zisk před zdaněním a úroky	2 614	2 618	2 622	2 626	2 630
Celkový daňový předpis (-)	-364	-365	-366	-367	-367
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-132	-132	-132	-132	-132
Odpisy	6 348	6 524	6 703	6 885	7 071
Provozní příjem	8 466	8 644	8 827	9 012	9 202
Investice (-)	-5 520	-5 631	-5 743	-5 858	-5 975
Pohyb pracovního kapitálu (+/-)	-112	-114	-117	-119	-121
- zásoby (nárůst -/pokles +)	-2	-2	-2	-2	-2
- pohledávky (nárůst -/pokles +)	-198	-202	-206	-210	-214
- čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
- provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-22	-22	-23	-23	-24
- závazky (nárůst +/pokles -)	110	112	114	117	119
- změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
- změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
- čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
PROVOZNÍ CASH FLOW	2 833	2 899	2 966	3 035	3 105

4.5.6 Plán bilance

Níže je v návaznosti na projekci jednotlivých položek cash flow z provozu uvedena projekce jednotlivých položek rozvahy Společnosti k 31.12. daného roku, a to rovněž pro období finančního plánu 7.2021-2030:

Tabulka – Plánovaná rozvaha Společnosti (v tis. Kč)

ROZVAHA	2021	2022	2023	2024	2025
Fixní aktiva	200 751	199 694	198 158	196 132	193 608
Oběžná aktiva	45 678	47 964	50 422	53 028	55 784
Zásoby	101	102	104	106	108
Dlouhodobé pohledávky	26 815	26 815	26 815	26 815	26 815
Krátkodobé pohledávky	9 314	9 413	9 600	9 790	9 984
Peněžní prostředky	9 448	11 633	13 903	16 317	18 877
Časové rozlišení aktivní	1 587	1 587	1 587	1 587	1 587
AKTIVA CELKEM	248 017	249 246	250 168	250 748	250 981
Vlastní kapitál	200 080	201 235	202 054	202 529	202 653
Cizí zdroje	47 952	48 026	48 129	48 235	48 342
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	14 183	14 183	14 183	14 183	14 183
Krátkodobé závazky	8 298	8 372	8 475	8 581	8 688
Bankovní úvěry a výpomoci	25 471	25 471	25 471	25 471	25 471
Časové rozlišení pasivní	-14	-14	-14	-14	-14
PASIVA CELKEM	248 017	249 246	250 168	250 748	250 981

ROZVAHA	2026	2027	2028	2029	2030
Fixní aktiva	192 780	191 887	190 928	189 902	188 806
Oběžná aktiva	58 275	60 837	63 469	66 176	68 956
Zásoby	111	113	115	117	120
Dlouhodobé pohledávky	26 815	26 815	26 815	26 815	26 815
Krátkodobé pohledávky	10 182	10 384	10 590	10 800	11 014
Peněžní prostředky	21 168	23 525	25 949	28 443	31 007
Časové rozlišení aktivní	1 587				
AKTIVA CELKEM	252 645	254 313	255 987	257 666	259 351
Vlastní kapitál	204 206	205 762	207 322	208 885	210 451
Cizí zdroje	48 452	48 564	48 679	48 795	48 914
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	14 183	14 183	14 183	14 183	14 183
Krátkodobé závazky	8 798	8 910	9 025	9 141	9 260
Bankovní úvěry a výpomoci	25 471	25 471	25 471	25 471	25 471
Časové rozlišení pasivní	-14	-14	-14	-14	-14
PASIVA CELKEM	252 645	254 313	255 987	257 666	259 351

4.5.7 Pokračující hodnota

Pro období perpetuity je cash-flow kalkulováno tzv. parametrickým vzorcem, který je založen na faktorech tvorby hodnoty, přičemž investice do pracovního kapitálu jsme propočetli s přihlédnutím k hodnotě ukazatele CAPEX (míra čistých investic), který je odvozen od projektované míry růstu a konzervativního předpokladu, že minimální dlouhodobá rentabilita kapitálu neklesne pod WACC.

Dlouhodobou míru růstu pro období perpetuity, tj. po roce 2030, plánujeme s ohledem na vzdálenost časového horizontu od data ocenění na úrovni dlouhodobě očekávané výše inflace ve výši 2 % p. a. Domníváme se, že z dlouhodobého pohledu takto stanovená míra růstu reálně odráží dlouhodobě udržitelný potenciál Společnosti i sílu konkurence.

Pro rok 2031 a následující již nebyl vytvořen finanční plán a projekce byla založena na předpokladu dlouhodobého růstu. Pro výpočet CF v perpetuité platí tedy vztah:

$$\text{CF perpetuitní} = [\text{Upravený EBIT} \times (1 - \text{daň. sazba}) - \text{NI}] \times (1 + \text{míra růstu}), \text{ kde:}$$

- Upravený EBIT = upravený provozní hospodářský výsledek (2030)
- Daň. sazba = předpokládaná daňová sazba pro období perpetuity (19 %)
- NI (net investment) = [Upravený EBIT × (1 - daň. sazba)] × CAPEX
- CAPEX (tzv. capital expenditures) = tempo růstu ÷ náklady kapitálu v perpetuitní fázi = 2 % ÷ 5,36 % = 37,31 %

Z důvodů profinancování růstu činí čisté investiční výdaje (CAPEX), tedy investice a změna pracovního kapitálu v průměru 37,31 % z provozního hospodářského výsledku po zdanění (viz např. www.stern.nyu.edu/~adamdar). Míra čistých investic námi použitá je odvozena od projektované míry růstu a předpokladu, že minimální dlouhodobá rentabilita kapitálu v daném sektoru neklesne pod WACC. Je spočítána jako:

$$\text{NI} = \text{míra růstu} \div \text{WACC perpetuitní} \times \text{Upravený EBIT} \times (1 - \text{daň. sazba})$$

Na základě výše uvedených kalkulací lze cash flow do perpetuity kalkulovat následovně:

- CF do perpetuity = [Upravený EBIT (2030) × (1 - daň. sazba) - NI] × (1 + míra růstu)
- CF do perpetuity = [2 630 × (1 - 0,19) - 795] × (1 + 0,02)
- CF do perpetuity = 1 363 tis. Kč

Pro období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu provozního cash flow každoročně ve výši **1 363 tis. Kč.**

4.5.8 Diskontní míra

Pro stanovení nákladu kapitálu je nutné stanovit:

- ▶ Náklady na vlastní kapitál
- ▶ Náklady na cizí kapitál

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

4.5.8.1 Náklady na vlastní kapitál

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu je nutné zjistit:

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

Detailní metodický postup stanovení jednotlivých složek nákladů vlastního kapitálu je součástí Přílohy č.1 tohoto Znaleckého posudku.

Bezriziková sazba

Na základě metodického postupu, který je součástí Přílohy č.1 tohoto znaleckého posudku, stanovujeme výši bezrizikové sazby k datu 30.6.2021 na úrovni **normalizované výše výnosnosti 10letých vládních dluhopisů ČR** (1,52 %), navýšených o aktuální „maturity spread“, resp. diferenci mezi **výnosností 20letých a 10letých vládních dluhopisů ČR** (+0,29 %), platných k výše uvedenému datu ocenění. Zvolený „maturity spread“ kopíruje aktuální časovou strukturu úrokových sazeb a syntetizuje požadovanou bezrizikovou míru. Výsledný odhad bezrizikové míry na základě tržních dat k datu ocenění činí **1,81 % p. a.**

Koefficient β

Koefficient β měří citlivost výnosnosti (akcie) společnosti na výnosnost trhu jako celku, což lze obecně nazvat systematickým rizikem. Dle metodiky CAPM se tomuto systematickému riziku nelze vyhnout a je tak součástí všech (akcií) subjektů působících na trhu (s výjimkou bezrizikových státních dluhopisů) a nelze jej plně eliminovat diverzifikací portfolia. Výše, resp. intenzita tohoto systematického rizika je měřena právě vlivem koefficientu β.

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

- kalkulace koefficientu β metodu analogie, tj. převzetím hodnoty koefficientu β od podobných (resp. analogických) podniků
- kalkulace koefficientu β na základě historických dat podniku (přímá analogie)
- kalkulace koefficientu β na základě analýzy faktorů, které na něj působí

Metoda analogie, jež pracuje s historickými daty evropského, resp. amerického kapitálového trhu, se v praxi jeví jako nejpřesnější, neboť při konstrukci očekávané hodnoty koefficientu β, jež je ukazatelem rizikovosti odvětví společnosti, pracuje s hodnotami historické výnosnosti, resp. rizikovosti společností, působících na americkém, resp. evropském trhu.

Koefficient beta je stanoven metodou analogie podle relevantních společností působících ve stejném odvětví v rámci evropského regionu. Jedná se o odvětví „Real Estate (Operations & Services)“, které se nám jeví jako nejbližší obor, ve kterém působí oceňovaná Společnost. Nezadlužená beta je tedy pro účel výpočtu diskontu Společnosti kalkulována ve výši **0,34**.

Tabulka – Stanovení koefficientu beta metodou analogie

Odvětví	Počet firem	Beta	D/E poměr	Nezadlužená beta
Real Estate (Operations & Services)	237	0,65	113,34 %	0,34

Zdroj: www.stern.nyu.edu/~adamodar

Riziková prémie pro vyspělé trhy

Výši prémie za riziko trhu aplikujeme v souladu s aktuální českou i zahraniční odbornou literaturou metodou průměrování dat „Rm-Rf“ dlouhodobé časové řady (počínaje rokem 1926). Dle informací zahraniční odborné literatury pak preferujeme pro základní vymezení intervalu přijatelných hodnot metodu aritmetického průměru, jež byla institutem Duff&Phelps s přihlédnutím k aktuálním výhledům hospodaření a jiných

parametrů ovlivňujících výši očekávaného tržního rizika, počínaje datem 9.12.2020 konkretizována na úroveň **5,50 % p. a.**

Detailní popis metodického postupu je součástí Přílohy č.1. tohoto Znaleckého posudku.

Přirážka za riziko země

Riziko selhání země bylo odhadnuto na základě diference mezi úrovní dvacetiletého CDS spreadu pro ČR (52,61 bps) a dvacetiletého CDS spreadu pro USA (18,71 bps) platných k datu ocenění (30.6.2021), tedy ve výši 33,90 bps. Vzhledem k rozdílné volatilitě výnosů akciového trhu a trhu dluhopisů je celková prémie za riziko země upravena o poměr těchto volatilit. Relativní volatilita byla odhadnuta na základě tržních indexů S&P 500 a iShares 10-20 Year Treasury Bond (denní data v 5letém období před datem ocenění). Výsledná tržní relativní volatilita byla odhadnuta ve výši 2,01.

Prémie za riziko země byla odhadnuta na základě následujícího vzorce:

$$\text{CRP} = \text{riziko selhání země} \times [(\text{volatilita trhu akcií} / \text{volatilita vládních dluhopisů}) - 1]$$

Celková prémie za riziko země byla odhadnuta k datu 30.6.2021 ve výši 0,34 %.

Detailní popis metodického postupu je součástí Přílohy č.1. tohoto Znaleckého posudku.

Prémie za velikost a tržní kapitalizaci

Prémie za riziko propočítává např. společnosti Duff & Phelps Valuation Handbook, 2019, která obsahuje část týkající se prémie za velikost v členění podniků dle jejich velikosti (tržní kapitalizace). S ohledem na velikost Společnosti, subjekt řadíme mezi podniky s mikrokapitalizací, a proto lze pro období 2020 a následující období připočítat prémii za velikost a tržní kapitalizaci v hodnotě **3,16 % p. a.**

Tabulka – Kalkulace přirážky za tržní kapitalizaci

Kvantil	Tržní kapitalizace nejmenších společností (v tis. \$)	Tržní kapitalizace největších společností (v tis. \$)	Přirážka za tržní kapitalizaci
střední kapitalizace	2 688 889	13 100 225	0,80 %
nízká kapitalizace	515 621	2 685 865	1,42 %
mikro kapitalizace	1 973	515 602	3,16 %

Zdroj: Duff&Phelps, Valuation Handbook, 2019

Přirážka za specifická rizika

Prémie za specifická rizika je rovněž nedílnou součástí metodiky CAPM kalkulující diskontní míru pro výnosové ocenění, jejíž deskripce je uvedena v rámci české i zahraniční odborné literatury. Z praxe vyplývá nutnost její aplikace primárně u podniků s omezenou možností predikce budoucího vývoje.

Na základě výše uvedeného jsme se s ohledem na účel ocenění a rizika promítnutá přímo do finančního plánu rozhodli aplikovat přirážku za specifické riziko ve výši **0 %** jak pro období plánu 7.2021-2030, tak i pro období perpetuity.

Výsledná kalkulace nákladů vlastního kapitálu

Zjištěné hodnoty jsou dále dosazeny do níže uvedeného vzorce:

Minimální požadovaná míra návratnosti = bezriziková sazba + beta × riziková prémie + přirážka za riziko dané země + přirážka za tržní kapitalizaci + přirážka za specifická rizika

Zadlužený koeficient Beta je kalkulován dle vzorce:

Beta zadlužená = beta nezadlužená × {1 + (1 - sazba daně z příjmu právnických osob) × [tržní poměr cizích a celkových zdrojů ÷ (1 - tržní poměr cizích a celkových zdrojů)]}

Výslednou kalkulaci diskontního faktoru (WACC) uvádíme v kapitole níže.

4.5.8.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál byly stanoveny váženým průměrem úrokových sazeb úvěrových závazků Společnosti k datu ocenění (viz kapitola 4.5.4). Výše nákladu na cizí kapitál tedy činí **2,74 % p. a.**

Tuto sazbu aplikujeme po celé období plánu i pokračující hodnoty.

4.5.8.3 Průměrné vážené náklady kapitálu – WACC

Hodnota váženého průměru nákladu kapitálu je stanovena na základě výše popsaných nákladů na vlastní a cizí zdroje a tržního poměru cizích a celkových zdrojů. Takto stanovená výše diskontní sazby se nám jeví jako přiměřená a vyvážená. Při výpočtu byly aplikovány iterace.

Tabulka – Diskontní faktor pro období plánu a perpetuity

DISKONTNÍ FAKTOR	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Bezriziková sazba	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%
Nezadlužená beta	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34
Riziková prémie pro vyspělé trhy	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Přirážka za riziko země	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%
Prémie za velikost a tržní kapitalizaci	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%
Přirážka za specifická rizika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	80,78%	80,28%	81,18%	82,30%	83,79%	85,72%
Sazba daně z příjmu	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Náklady na úročené cizí zdroje	2,74%	2,74%	2,74%	2,74%	2,74%	2,74%
Náklady na vlastní zdroje	13,61%	13,41%	13,78%	14,30%	15,09%	16,36%
WACC	4,41%	4,42%	4,39%	4,35%	4,30%	4,24%

DISKONTNÍ FAKTOR	2027	2028	2029	2030	Perpetuita
Bezriziková sazba	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%
Nezadlužená beta	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34
Riziková prémie pro vyspělé trhy	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Přirážka za riziko země	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%
Prémie za velikost a tržní kapitalizaci	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%

DISKONTNÍ FAKTOR	2027	2028	2029	2030	Perpetuita
Přirážka za specifická rizika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	87,36%	89,33%	91,69%	94,50%	53,13%
Sazba daně z příjmu	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Náklady na úročené cizí zdroje	2,74%	2,74%	2,74%	2,74%	2,74%
Náklady na vlastní zdroje	17,76%	19,99%	24,04%	33,45%	8,93%
WACC	4,18%	4,11%	4,03%	3,93%	5,36%

4.5.9 Výsledný propočet

V této kapitole je provedeno závěrečné shrnutí kalkulace ocenění jmění Společnosti výnosovou metodou.

4.5.9.1 Ocenění aktiv/pasiv majících přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow

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

Provozní + perpetuitní efekt celkem

49 126 tis. Kč

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

Dlouhodobý neprovozní majetek

K datu ocenění eviduje společnost mimo výrobní areál 3 rodinné domy přestavěné na ubytovny s celkovou kapacitou 64 lůžek a čistým ročním výnosem 2,4 mil. Kč. Náklady vynaložené na pořízení tohoto majetku a jeho přestavbu činily 14,8 mil. Kč. Výnosy a náklady z tohoto majetku jsou však zahrnuty ve výpočtu provozního CF Společnosti, a vzhledem k předmětu podnikání Společnosti (68.20 - Pronájem a správa vlastních nebo pronajatých nemovitostí) považujeme pro účely ocenění tento majetek a s ním spojené výnosy a náklady za provozní činnost, a tudíž hodnota tohoto majetku je již v rámci ocenění aktiv/pasiv majících přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow zohledněna.

Dále Společnost k datu ocenění eviduje dlouhodobý finanční majetek v celkové účetní výši 132 505 tis. Kč. Detailní rozpad tohoto majetku je uveden v následující tabulce:

Tabulka – Dlouhodobý finanční majetek Společnosti k datu ocenění (v tis. Kč)

Položka	Účetní hodnota	Přeceněná hodnota
Podíl na společnosti AAS GmbH (100 %)	92	0
Podíl na společnosti MAINTAIN s.r.o. (100 %)	3 013	18 344
Podíl na společnosti AAS Automotive s.r.o. (45 %)	0	24 931
Podíl na společnosti AUTODROM MOST a.s. (34 %)	8 500	68 512

Položka	Účetní hodnota	Přeceněná hodnota
Půjčky a úvěry ovládaným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	120 900	120 900
Celkem	132 505	232 688

Podíl na společnosti AAS GmbH jsme přecenili na 0 tis. Kč, neboť se jedná o společnost, která dle Zadavatele negeneruje žádné výnosy, vznikají pouze náklady a tato společnost je aktuálně v procesu likvidace.

Přecenění podílu na společnosti MAINTAIN s.r.o. je součástí přílohy č. 2 tohoto znaleckého posudku.

Přecenění podílu na společnosti AAS Automotive s.r.o. je součástí přílohy č. 3 tohoto znaleckého posudku.

Přecenění podílu na společnosti AUTODROM MOST a.s. je součástí přílohy č. 4 tohoto znaleckého posudku.

Půjčky a úvěry ovládaným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem jsme vzhledem k jejich charakteru a předpokladu plné dobytnosti ponechali v plné účetní výši k datu ocenění.

Celková hodnota dlouhodobého neprovozního majetku k datu ocenění tedy činí:

Dlouhodobý neprovozní majetek celkem

232 688 tis. Kč

Neprovozní pohledávky

K datu ocenění eviduje Společnost dlouhodobé pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem ve výši 26 602 tis. Kč (podíl na zisku společnosti AAS Automotive s.r.o.) a odloženou daňovou pohledávku ve výši 213 tis. Kč. Pro účel ocenění jsme přijali předpoklad, že bude odložená daňová pohledávka vypořádána rovnoměrně za 10 let, tedy každý rok 1/10 částky 213 tis. Kč. Pro diskontování použijeme diskontní sazbu platnou pro finanční plán.

Tabulka – Kalkulace současné hodnoty (NPV) odložené daňové pohledávky (ODP) v tis. Kč

Období	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ODP	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
Diskont	4,41 %	4,42 %	4,39 %	4,35 %	4,30 %	4,24 %	4,18 %	4,11 %	4,03 %	3,93 %
NPV	170	156	142	127	111	94	77	59	40	20

Celková současná hodnota odložené daňové pohledávky k datu ocenění činí 170 tis. Kč.

Celková hodnota neprovozních pohledávek k datu ocenění tedy činí:

Neprovozní pohledávky celkem

26 772 tis. Kč

Volná hotovost

Z informací uvedených v kapitole 4.5.2.6 Provozní hotovost je patrné, že Společnost disponuje k datu ocenění volnou neprovozní hotovostí, a to ve výši 7 514 tis. Kč. Celková hodnota volné hotovosti Společnosti k datu ocenění tedy činí:

Volná hotovost celkem

7 514 tis. Kč

Neprovozní či úročené odečitatelné cizí zdroje

Společnost k datu ocenění eviduje bankovní úvěry v celkové výši 25 471 tis. Kč, z čehož 26 464 tis. Kč tvoří dlouhodobé investiční úvěry a -993 tis. Kč přeplatek krátkodobého financování. Dále eviduje Společnost jiné dlouhodobé závazky (úvěry na automobily) v celkové výši 1 183 tis. Kč, závazky ke společníkům v celkové výši 28 tis. Kč a závazky k ovládaným a ovládajícím osobám ve výši 13 000 tis. Kč. Více informací je uvedeno v kapitole 4.5.4 Způsob financování. Celková hodnota odečitatelných cizích zdrojů Společnosti k datu ocenění tedy činí:

Odečitatelné cizí zdroje celkem

39 682 Kč

4.5.9.3 Závěrečné shrnutí

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

Aktiva (majetek) / pasiva (závazky) Společnosti, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow 49 126 tis. Kč

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

Dlouhodobý neprovozní majetek 232 688 tis. Kč

Neprovozní pohledávky 26 772 tis. Kč

Neprovozní hotovost 7 514 tis. Kč

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

Hodnota neprovozních odečitatelných cizích zdrojů -39 682 tis. Kč

Hodnota Společnosti 276 418 tis. Kč

Závěrečná kalkulace je také shrnuta v následující tabulce:

Tabulka – Shrnutí ocenění Společnosti výnosovou metodou DCF (v tis. Kč)

Rok	2027	2028	2029	2030	Perpetuita
Cash-flow pro ocenění	2 899	2 966	3 035	3 105	1 363
Diskontní sazba	4,18 %	4,11 %	4,03 %	3,93 %	3,36 %
NPV	45 421	44 421	43 281	41 990	40 537

Rok	7-12.2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cash-flow pro ocenění	775	2 735	2 814	2 957	3 103	2 833
Diskontní sazba	4,41 %	4,42 %	4,39 %	4,35 %	4,30 %	4,24 %
NPV	49 126	49 430	48 882	48 216	47 359	46 293
Hodnota dluhů	39 682					
Neprovozní aktiva	259 460					
Volná hotovost	7 514					
Hodnota Společnosti	276 418					

Hodnota čistého obchodního majetku (jmění) Společnosti, stanovená výnosovou metodou DCF, činí ke dni ocenění, po zaokrouhlení na celé tisíce korun, částku 276 418 tis. Kč.

4.6 Ocenění Společnosti metodou majetkovou na principu historických cen

Metoda účetní hodnoty vlastního kapitálu je jednou z možných majetkových metod, které lze k ocenění použít. Metoda využívá při ocenění zásad platných v účetnictví. Na jejich základě je sestavena rozvaha, která je souhrnným vyjádřením účetního ocenění podniku. Jako hodnota netto zde slouží vlastní kapitál chápáný jako účetní vlastní kapitál, tj. rozdíl mezi účetní netto hodnotou aktiv a účetní hodnotou závazků.

Při ocenění jsme vycházeli z účetních hodnot, na jejichž základě získáme hodnotu majetku, závazků a čistého obchodního majetku (jmění) Společnosti.

Tabulka – Ocenění Společnosti majetkovou metodou na principu historických cen (v tis. Kč)

Položka	Hodnota
Účetní hodnota majetku Společnosti	248 459
Účetní hodnota závazků Společnosti	46 120
Hodnota čistého obchodního majetku (jmění) Společnosti	202 339

Hodnota čistého obchodního majetku (jmění) Společnosti, stanovená majetkovou metodou na principu historických cen, činí ke dni ocenění, po zaokrouhlení na celé tisíce korun, částku 202 339 tis. Kč.

4.7 Rekapitulace výsledků ocenění

Hodnotu jmění Společnosti k datu ocenění jsme stanovili dvěma metodami.

Metoda majetková na principu historických cen zachycuje specifickým způsobem hodnotu majetku a závazků k určitému datu. Za bezpochyby významnou výhodu této majetkové metody lze označit její průkaznost, neboť má podobu ocenění podle zásad platných v účetnictví. Dle stanoviska odborné veřejnosti však ocenění čistého obchodního majetku na úrovni účetní hodnoty nelze považovat za metodu ocenění zobrazující vždy zcela přesně hodnotu oceňovaného podniku. S ohledem na výše uvedené důvody ji tedy považujeme za podpůrnou metodu pro stanovení jmění Společnosti.

Metoda výnosová DCF je založena na kvantifikaci současné hodnoty budoucích volných peněžních toků plynoucích z oceňované Společnosti. Metoda se zaměřuje na výnosový potenciál s předpokladem tzv. going concern, tedy předpokladem jeho nepřetržitého trvání. Tato metoda odpovídá na otázku, jakou hodnotu je daný soubor majetku a závazků schopen generovat za daných podmínek.

Tabulka – Rekapitulace ocenění (v Kč)

Metoda	Hodnota
Metoda majetková na principu historických cen	202 339 000 Kč
Metoda výnosová DCF	276 418 000 Kč

Jako nejvíce vhodná a reprezentativní byla v souladu s informacemi uvedenými výše pro ocenění jmění Společnosti zvolena metoda výnosová DCF.

4.8 Vyvození výsledné hodnoty akcií Společnosti pro účely dražby

Na základě informací uvedených v rámci předchozí kapitoly nejprve stanovujeme hodnotu 100 % akcií Společnosti, primárně výnosovou metodou DCF, po zaokrouhlení na celé tis. Kč, v souvislosti se zamýšlenou dražbou, na částku 276 418 tis. Kč.

Účelem tohoto Znaleckého posudku je primárně stanovení hodnoty akcií určených k dražbě. Na hodnotu podílu, který každá akcie představuje, má vliv i několik dalších faktorů s jejichž vlivem je nutné uvažovat. Jedním z těchto faktorů je, že obchodní podíl připadající na jednu akcií nepředstavuje kontrolní podíl na Společnosti, který by držiteli dával právo rozhodovat neomezeně o zásadních otázkách při řízení a rozhodování ve Společnosti, například ve věcech rozhodování v oblastech budoucích investičních záměrů, způsobu dlouhodobého financování atd. Zkoumaný obchodní podíl představuje tedy minoritní podíl, jehož držitel ze své pozice nedokáže na úkor majoritního společníka ovlivnit rozhodování při zásadních vlastnických otázkách. Tato skutečnost se promítá do tržní hodnoty podílu, a to aplikací diskontu za minoritu.

Společnost rovněž není veřejně obchodovaná společnost, není kotována na žádné veřejně obchodované akciové burze, čímž je značně snížena schopnost, a především možnost rychlé přeměny obchodního podílu na peníze, tedy její likvidnost. Nejen rychlosť přeměny na peníze, ale rovněž počet potenciálních zájemců o směnu obchodního podílu je tímto značně omezen. Náklady nejen časové, spojené se zobchodováním takového podílu, by byly značně vyšší než u veřejně obchodované společnosti. I tyto skutečnosti mají dopad do tržní hodnoty obchodního podílu což je obvykle vyjádřeno aplikací diskontu za obchodovatelnost.

4.8.1 Výpočet diskontu za minoritu

Při určení velikosti diskontu za minoritu jsme vycházeli v souladu s informacemi z předchozí kapitoly 4.3.5 ze studie MERGERSTAT, Global Mergers and Acquisitions Information, Control Premium Study 2nd Quarter 2018. Dle informací uvedených v rámci této studie byly zkoumány příslušné transakce za období 12 měsíců, při nichž byl nakupován vždy minimálně 50,1% podíl. Kalkulovaná výše kontrolního podílu (z nějž byl následně stanoven minoritní podíl) byla definována jako přebytek kupní ceny akcií, či obchodních podílů nad úrovení této ceny akcií či obchodních podílů při koupi minoritního podílu. Z dat zveřejněných transakcí pak aplikujeme pro výpočet hodnotu odpovídající mediánu zjištěných kontrolních prémii transakcí v příslušném odvětví, v něm oceňovaná Společnost působí

Jelikož byla oceňovaná Společnost zařazena na pomezí odvětví „Real Estate“ a „Holding Companies and Other Investment Offices“, příslušný medián kontrolní prémie realizovaných transakcí činil dle uvedené studie 10,9 % pro „Real Estate“ a 19,7 % pro „Holding Companies...“, střední hodnota pak činí 15,30 %.

Diskont za minoritu je následně kalkulován dle níže uvedeného vzorce, publikovaného prof. Maříkem:

Parametry výpočtu diskontu za minoritu:

$$\text{Diskont za minoritu} = 1 - [1 \div (1 + \text{kontrolní prémie})]$$

$$\text{Diskont za minoritu} = 1 - [1 \div (1 + 0,153)]$$

$$\text{Diskont za minoritu} = 13,27 \%$$

Po zvážení výše zmíněných skutečností jsme se rozhodli přistoupit k aplikaci diskontu za minoritu na základě aktuálních odborných zdrojů, indikujících hodnotu ve výši 13,27 %.

4.8.2 Výpočet diskontu za nelikviditu

Diskontu za nelikviditu byl stanoven v souladu s informacemi uvedenými v předchozí kapitole 4.3.4. Jeho hodnotu v daném případě stanovujeme s ohledem na deklarovaný postup prof. A. Damodarana následovně:

Tabulka – Parametry výpočtu diskontu za nelikviditu pro „private company“

Vstup/Výstup	Hodnota
Tržby (v mil. USD*)	3,79
Positivní nebo negativní VH	1
Neprovozní hotovost/hodnota Společnosti	2,72 %
Obchodovaný objem/hodnota Společnosti	0,00 %
Diskont za nelikviditu	12,66 %

*Poznámka: přepočet dle kurzu ČNB k datu ocenění

Zdroj výpočtu: internetové stránky prof. A. Damodarana – Illiquidity discount.xls

Výše diskontu za nelikviditu byla v případě stanovení hodnoty akcií Společnosti určených k dražbě, s ohledem na výše uvedený postup, stanovena na úrovni 12,66 %.

Jak již bylo zmíněno výše, u společností jejichž akcie nejsou veřejně obchodovatelné, je třeba zvážit diskont za omezenou obchodovatelnost. Při určení velikosti diskontu jsme vycházeli z následujících zdrojů:

Tabulka – Zdroje pro stanovení diskontu za nelikviditu

Zdroj	Hodnota
prof. Damodaran ("Bid-Ask Spread" model)	12,66 %
prof. Mařík (dle zdroje PWC, 2003, prodávaný podíl 25-49 %, medián, dle podmínek v JAR, zkoumá vztah velikost prodávaného podílu a diskontu za nelikviditu, potvrzuje existenci diskontu)	19,00 %

Česká odborná literatura je ve vztahu k diskontu velmi omezená a odkazuje zejm. na zahraniční studie. Profesor Mařík uvádí ve své publikaci (Metody oceňování podniku pro pokročilé) studii PWC z roku 2003, která potvrzuje na základě zkoumání reálných transakcí existenci diskontu. Jedná se však o transakce v Jihoafrické republice, kdy jsme názoru, že hodnoty z těchto transakcí mohou být spíše více vzdáleny českým podmínkám. Jako vhodnější shledáváme výpočetní modely, které na svých webových stránkách zveřejňuje

profesor Damodaran. Jedná se o "Bid-Ask Spread" model, pracující se vstupními proměnnými (tržby Společnosti, zisk a další), a námi výše uvedené hodnoty 12,66 % tak představují již vypočtené hodnoty pro oceňovanou Společnost, resp. zkoumaný obchodní podíl připadající na jednu akci.

Po zvážení výše zmíněných skutečností jsme se rozhodli přistoupit k aplikaci diskontu za omezenou obchodovatelnost na základě "Bid-Ask Spread" modelu ve výši 12,66 %.

4.8.3 Aplikace diskontů a stanovení výsledné hodnoty akcie Společnosti

Závěrečná kalkulace hodnoty jedné akcie Společnosti pro účely dražby 744 ks akcií je uvedena v následující tabulce:

Tabulka – Přepočet na hodnotu 1 akcie Společnosti pro účely dražby (Kč)

Vstup/Výstup	Hodnota
Hodnota Společnosti (100 % akcií) před diskonty	276 418 000
Počet kusů akcií Společnosti	25 999
Hodnota 1 akcie Společnosti	10 632
Diskont za minoritu	13,27 %
Diskont za nelikviditu	12,66 %
Hodnota 1 akcie Společnosti k dražbě	7 875

Hodnotu jedné akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 500,- Kč emitované Společností stanovujeme pro účely dražby těchto akcií, po zaokrouhlení na celé koruny, na částku 7 875 Kč.

Výše uvedené závěry a hodnoty je nutné uvažovat pouze ve spojení s oceněním minoritního podílu na společnosti DOBA a.s., pro účely dražby. Zjištěný výsledek ocenění tak představuje hodnotu konzervativní, na dolní hranici možných hodnot. Použité parametry při ocenění a výsledky ocenění jsou dle účelu ocenění voleny a interpretovány, a tak výsledek ocenění nelze použít pro stanovení hodnoty většího podílu na Společnosti či dokonce celé Společnosti.

5 ODŮVODNĚNÍ

Odbornou otázkou zadanou Zadavatelem znaleckého posudku je ocenění akcií společnosti DOBA a.s., IČ 451 48 139, se sídlem Na Výsluní 1181, 294 01 Bakov nad Jizerou („Společnost“). Znalecký posudek je vypracován pro účely dražby 744 kusů akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 500,- Kč emitovaných Společnosti.

Předmětem ocenění je 100% obchodní podíl, respektive jmění společnosti DOBA a.s., z něhož je následně odvozena hodnota akcií Společnosti určených k dražbě.

Ocenění je provedeno ke dni 30.6.2021. Veškeré použité podklady a zdroje dat jsou uvedeny v kapitole 2.

Ocenění Společnosti jsme provedli dvěma metodami, a to primárně výnosovou metodou diskontovaného cash flow, a dále také účetní metodou na principu historických cen. Bližší informace o jednotlivých metodách jsou součástí kapitoly 4.3.

Byla zpracována strategická analýza Společnosti pro vymezení jejího výnosového potenciálu, a dále analýza finanční pro ověření finančního zdraví a potvrzení going concern principu.

Na základě výše uvedeného byl v rámci výnosového přístupu zpracován finanční plán pro ocenění, sestavena diskontní míra odpovídající rizikovému profilu Společnosti a kalkulováno výsledné diskontované cash flow.

Dále byly srovnány výsledky použitých metod ocenění a stanovena výsledná hodnota Společnosti.

Na závěr byly k výsledné hodnotě Společnosti aplikovány diskonty za nelikviditu a minoritu a poté odvozena hodnota 1 akcie emitované Společnosti pro účely dražby.

Hodnotu jedné akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 500,- Kč emitované Společností stanovujeme pro účely dražby těchto akcií, po zaokrouhlení na celé koruny, na částku 7 875 Kč.

6 ZÁVĚR

Odbornou otázkou zadanou Zadavatelem znaleckého posudku je ocenění akcií společnosti DOBA a.s., IČ 451 48 139, se sídlem Na Výsluní 1181, 294 01 Bakov nad Jizerou. Znalecký posudek je vypracován pro účely dražby 744 kusů akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 500,- Kč emitovaných Společností.

**Dle našeho názoru, při splnění všech výše uvedených předpokladů, činí hodnota
744 ks akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 500,- Kč,
emitovaných Společností, pro účely jejich dražby, ke dni ocenění 30.6.2021, po
zaokrouhlení na celé Kč, částku:**

7 875 Kč

za jednu akciu na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 500 Kč

slovy: sedmtisíc osm set sedmdesát pět korun českých

Posudek vypracoval:

Kreston A&CE Consulting, s.r.o.

Moravské náměstí 1007/14, 602 00 Brno
Ing. David Hrazdíra, jednatel společnosti
IČ 441 19 097
DIČ CZ699001790 – člen skupiny Kreston A&CE Group
Spisová značka C 4037 vedená u Krajského soudu v Brně

Znalecká kancelář

**Posudek v rámci znalecké
kanceláře zpracoval:**

Pro obor Ekonomika, odvětví Oceňování obchodních závodů:
Ing. Pavel Neugebauer

**Odborní poradci, kteří se
podíleli na vypracování
znaleckého posudku:**

Ing. David Hrazdíra
Ing. Michal Drábek

Znalecká kancelář prohlašuje, že ke zpracování znaleckého posudku nepřibrala konzultanta.

Odměna a náhrada nákladů znalce za zpracování Znaleckého posudku byla sjednána jako smluvní odchylně od zákona a nezávisle na výsledcích znaleckého posudku.

Datum vyhotovení:

29. září 2021

ZNALECKÁ DOLOŽKA

Znalecký posudek jsme podali jako znalecká kancelář kvalifikovaná pro výkon znalecké činnosti, jmenovaná podle ustanovení § 21 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících ve znění pozdějších předpisů a § 6 odst. 1 vyhl. č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů, rozhodnutím ministra spravedlnosti ČR, č.j. M-1165/2004 ze dne 2.7.2004 ve spojení s rozhodnutím ministra spravedlnosti č.j. 646/2011-OSD-ZN ze dne 11.7.2012 a č.j. 97/2013-OSD-SZN/4 z 29.5.2013, pro znaleckou činnost s rozsahem znaleckého oprávnění v oboru ekonomika pro metodiku účetnictví, kalkulace, rozpočtování, ceny a odhadu nemovitostí, motorových vozidel, kancelářských zařízení, strojů a náhradních dílů k nim, podniků, cenných papírů, derivátů kapitálového trhu, nehmotného majetku, pohledávek a závazků, obchodních podílů v obchodních společnostech, oceňování a zpracování znaleckých posudků a zpráv ve věcech obchodních společností a družstev upravených obchodním zákoníkem a zákonem o obchodních korporacích, oceňování a zpracování znaleckých posudků a zpráv ve věcech obchodních společností a družstev upravených zákonem o přeměnách obchodních společností a družstev z ekonomického hlediska, přezkoumávání transferových cen.

Znaleckou činnost vykonáváme na základě § 47 odst. 2 zákona č. 254/2019 Sb. o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech.

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 3822-242/20 znaleckého deníku.



Ing. David Hrazdíra



Ing. Pavel Neugebauer



PŘÍLOHY:

1. Metodický postup pro stanovení nákladů vlastního kapitálu a jeho příslušných parametrů;
2. Ocenění společnosti MAINTAIN s.r.o. k 30.6.2021;
3. Ocenění společnosti AAS Automotive s.r.o. k 30.6.2021;
4. Ocenění společnosti AUTODROM MOST a.s. k 30.6.2021.

Příloha č. 1

Metodický postup pro stanovení nákladů vlastního kapitálu a jeho příslušných parametrů

PŘÍLOHA Č. 1 - METODICKÝ POSTUP

pro stanovení nákladů vlastního kapitálu a jeho příslušných parametrů

OBSAH

OBSAH.....	1
1. KALKULACE NÁKLADŮ VLASTNÍHO KAPITÁLU	2
1.1. Bezriziková úroková míra („risk-free rate“, Rf).....	2
1.2. Prémie za riziko trhu („market risk premium“).....	4
1.3. Prémie za riziko země („country risk premium“).....	6
1.4. Míra systematického rizika („koeficient „ β “)	7
1.5. Prémie za velikost („size premium“).....	10
1.6. Závěrečné shrnutí	13

1. KALKULACE NÁKLADŮ VLASTNÍHO KAPITÁLU

Níže je uvedena bližší charakteristika kalkulace jednotlivých parametrů nákladů vlastního kapitálu metodou CAPM (Capital Asset Pricing Model). Základní kalkulační vzorec je uveden níže:

$$Nvk = Rf + \beta \times Rmrp + Rcrp + Rcap + Rspec$$

Rf = „risk-free rate“, resp. bezriziková úroková míra

β = „koeficient β “, resp. míra systematického rizika společnosti

Rmrp = „market risk premium“, resp. Prémie za riziko trhu

Rcrp = „country risk premium“, resp. Prémie za riziko země

Rcap = „market capitalization risk premium“, resp. prémie za velikost

Rspec = prémie za specifická rizika společnosti

Bližší komentář ke způsobu kalkulace jednotlivých parametrů nákladů vlastního kapitálu („Nvk“) je následně uveden v rámci navazujících kapitol.

1.1. Bezriziková úroková míra („risk-free rate“, Rf)

Jedná se o základní sazbu pro stanovení nákladů vlastního kapitálu (dále též „Nvk“) dle modelu CAPM (Capital Asset Pricing model). Tento parametr reprezentuje výnosnost aktiv, jež je možné považovat téměř bezriziková (nutno podotknout, že 100 % bezriziková aktiva neexistují). Stávající česká i zahraniční odborná literatura shodně deklaruje možnost využití výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů se splatností minimálně 10 a více let jako vhodného zdroje pro odhad této bezrizikové úrokové míry.

Česká odborná literatura (M. Mařík Metody oceňování podniku, 4. upravené a rozšířené vydání, 2018) považuje za nejrozšířenější způsob odhadu bezrizikové míry použití výnosu do doby splatnosti dlouhodobých státních dluhopisů se splatností minimálně deset, raději však dvacet a třicet let. Jako pramen pro bezrizikové výnosnosti na českém kapitálovém trhu doporučuje využít například výnosy do doby splatnosti státních dluhopisů se zbývající dobou splatnosti deset a více let, jež uvádí Patria Finance či ČNB. Údaje o výnosnosti vládních dluhopisů USA lze získat například na internetových stránkách Ministerstva Financí USA. Zda použít data za ČR nebo USA závisí na zvoleném způsobu kalkulace nákladů vlastního kapitálu (viz následující kapitoly). Česká odborná literatura však uvádí pro odhad bezrizikové úrokové míry i další postupy, např. odhad bezrizikových výnosností diferencovaných podle jednotlivých let, jež mohou v budoucnu nabývat na významu.

Zahraniční odborná literatura (Duff&Phelps, Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, 2016 a následující vydání) v souladu s českými publikacemi preferuje pro odhad bezrizikové úrokové míry rovněž výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů. Vzhledem k nedávným událostem na světovém finančním trhu se tyto aktuální publikaci zdroje podrobně věnují problematice způsobu její kalkulace. S přihlédnutím ke značným výkyvům spotové sazby výnosnosti státních dluhopisů, zaznamenaných v průběhu finančních krize z období 2008 a následně v průběhu covidové krize z období 2020, kdy byly opakovány značné odchylky spotové výnosnosti státních dluhopisů od jejich dlouhodobých hodnot, tak byla zahraničními analytiky a autory zmíněných zahraničních publikací postupně pro odhad budoucího vývoje preferována namísto spotové sazby tzv. „normalizovaná“ hodnota bezrizikové sazby. Výsledkem této **„normalizace“ bezrizikové sazby** je hodnota, jež nejlépe naplňuje **požadavek odhadu udržitelné průměrné návratnosti dlouhodobých státních dluhopisů**. Pro odhad této normalizované výnosnosti státních dluhopisů pak uvedená literatura doporučuje metodu průměrování spotových dat výnosností státních dluhopisů za posledních 10 let předcházejících datu ocenění. Výslednou hodnotu vycházející z historického průměru pak lze dle příslušné zahraniční odborné literatury považovat za **rozumný odhad budoucí hodnoty daného parametru bezrizikové úrokové míry**.

Využití dlouhodobého průměru podporuje i aktuální odborná zahraniční literatura (Valuation: Measuring And Managing The Value Of Companies, 7th Edition; Authors: Mckinsey & Company Inc; Koller, Tim; Goedhart, Marc; Wessels, David; 2020), kdy doporučuje využití dlouhodobých průměrů z důvodu protikladu mezi nízkými bezrizikovými sazbami a tržní hodnotou akcií. Součet spotového výnosu státních dluhopisů a požadované historické návratnosti trhu, byla před krizí v letech 2007-2009 uznávaná mechanika. V boji s finanční križí byly uměle redukovány krátkodobé sazby téměř na nulovou hodnotu (dlouhodobě jsou sazby v rámci Eurozóny záporné) a docházelo ke kvantitativnímu uvolňování, kdy

bylo druhotným efektem umělé snižování dlouhodobých sazeb. Do roku 2016 pokračoval strmý a volatilní propad amerických státních dluhopisů, kdy v roce 2016 dosáhly na své historicky nejnižší hodnoty. V roce 2016 bylo v praxi zjištěno, že využití tak nízkých sazeb nevede k rozumným výsledkům.

Hlavní problém nízkých sazeb vzniká v nesouladu očekávané návratnosti trhu a P/E poměru (P/E ratio = „price to earnings ratio“, poměr tržní ceny akcie a čistého zisku na akci). Při nízkých sazbách dochází ke snížení celkové požadované návratnosti trhu, a tedy vyšším hodnotám akcií, kdy každé procentuální snížení nákladů na vlastní kapitál by mělo vést ke zvýšení poměru P/E na tržním indexu S&P 500 o zhruba 20 % až 25 %. Žádný takový dramatický nárůst na trhu pozorován nebyl. **Je tedy zřejmé, že tržní ceny nereflektují extrémně nízké úrokové sazby.** Z toho důvodu je v současném stavu lepší využití dlouhodobého průměru, který lépe reflekтуje tržní prostředí před zásahy monetárních autorit. Výsledná hodnota aktiva tak lépe kopíruje tržní prostřední.

V návaznosti na výše uvedené lze využít v souladu s příslušnou publikací Duff&Phelps a Mckinsey & Company Inc. jako podklad pro odhad bezrizikové úrokové míry normalizovanou výši výnosnosti 20 ti-letých státních dluhopisů. Požadavek na dobu splatnosti 20 ti-letých dluhopisů pramení z potřeby návaznosti kalkulace dalšího parametru Nvk „přirážka za riziko trhu“ popsaným v rámci těchto publikací, v jež je zakomponována i bezriziková výnosnost, kalkulovaná právě na základě dat 20 ti-letých dluhopisů. Výše uvedeným postupem je tedy zajištěna dostatečná provázanost jednotlivých parametrů Nvk, v daném případě parametrů „R^f“ a „R_{mrp}“.

Při stanovení normalizované výše výnosnosti 20 ti-letých dluhopisů je třeba respektovat skutečnost, že data výnosnosti 10 ti-letých dluhopisů jsou na rozdíl od dat výnosnosti 20 ti-letých dluhopisů k dispozici v podobě požadované 10 ti-leté časové řady. Průměrnou „normalizovanou“ hodnotu výnosnosti 10 ti-letých dluhopisů za období 10 ti-let proto v rámci výpočtu navýšujeme o aktuální rozdíl („maturity spread“ = složka bezrizikové míry zohledňující zvýšenou požadovanou návratnost za delší časové období, „maturity spread“ kopíruje aktuální časovou strukturu úrokových sazeb, a tedy aktuální zaoblení výnosové křivky) mezi výnosnosti 10 ti-letých a 20 ti-letých dluhopisů, platný k datu ocenění. Tímto postupem **stanovujeme z dostupných dat odhad normalizované výnosnosti 20 ti-letých dluhopisů.** Naplňujeme tak požadavek týkající se délky časové řady vstupních dat (10 let) a rovněž požadavek týkající se doby splatnosti dluhopisů (20 let).

Praktický výpočet

Na základě výše uvedeného stanovujeme výši bezrizikové sazby pro účely kalkulace „Nvk“ metodou CAPM k datu 30.6.2021 na úrovni normalizované výše výnosnosti 10 ti-letých vládních dluhopisů ČR (1,52 %), navýšených o aktuální „maturity spread“, resp. diferenci mezi výnosností 20 ti-letých a 10 ti-letých vládních dluhopisů ČR (+0,29 %).

Zmíněný postup zahrnující aplikaci časové řady 10 ti-letých dluhopisů navýšených o „maturity spread“ mezi 10-20 ti-letými dluhopisy byl zvolen s ohledem na požadavek aplikovat normalizovanou výši 20 ti-letých dluhopisů a zároveň neexistenci časové řady výnosností 20 ti-letých dluhopisů v rámci ČR, jež byla nahrazena časovou řadou 10 ti-letých dluhopisů.

1.2. Prémie za riziko trhu („market risk premium“)

Tento parametr Nvk je vyjádřením rizikovosti tržního portfolia, jinými slovy říká, o kolik bude větší výnos rizikem zatíženého tržního portfolia („R_m“) oproti bezrizikovým aktivům („R_f“). Měřítkem rizikovosti tržního portfolia je směrodatná odchylka S_m, která vyjadřuje volatilitu jeho výnosnosti. Je třeba připomenout, že koncept CAPM vyžaduje, aby rozdíl „R_m-R_f“ byl vyjádřen na úrovni očekávaných hodnot.

Přímý odhad budoucí prémie v podobě „R_m-R_f“ ovšem není možný, proto v praxi převládá obvyklý přístup, jež provádí příslušný odhad prémie na základě minulých hodnot dosažených na kapitálových trzích, přičemž předpokládáme, že minulost bude přiměřeným odhadem pro budoucnost (tzv. postup ex-post). Je však třeba podotknout, že v současné praxi se objevují i postupy, jež rizikovou prémii odhadují z budoucích očekávání na trhu (tzv. riziková prémie ex-ante). Za stále obvyklejší však lze považovat postup založený na datech minulých.

Ceská odborná literatura (M. Mařík Metody oceňování podniku, 4. upravené a rozšířené vydání, 2018) uvádí následující postupy, členěné v závislosti na charakteru vstupních dat:

1. Riziková prémie z minulých dat

Konkrétní postup odhadu založeném na historických datech je následující:

- Zjistit dlouhodobější úroveň výnosnosti akcií na kapitálovém trhu (R_m). (Obvykle se pro tento účel využívá běžně dostupný tržní akciový index, jehož výnosnosti bývají běžně dostupné)
- Spočítat průměrnou úroveň výnosnosti státních dluhopisů (R_f)
- Z rozdílu „R_m-R_f“ pak vyvodit hledanou rizikovou prémii

V otázce volby délky časové řady se kloní česká i zahraniční odborná literatura k názoru použít data za co nejdélší období, počínaje rokem 1926 (lit. Ibbotson Associates či Duff&Phelps)

V otázce volby metody průměrování česká odborná literatura neposkytuje jednoznačné řešení, přičemž konstatuje, že výsledky kalkulované geometrickým průměrem jsou v porovnání s aritmetickým průměrováním vyšší. Dále uvádí, že spor nemá jednoznačné řešení (byť zmiňuje rovněž že se zdá, že mírnou převahu mají zastánci geometrického průměrování) a uvádí i přístup možného průměrování dat stanovených geometrickým a aritmetickým průměrem. Konečné rozhodnutí o volbě metody průměrování ponechává česká odborná literatura na oceňovateli.

2. Riziková prémie z očekávaných dat (ex-ante)

Základní myšlenka rizikové prémie ex-ante, resp. implikované rizikové prémie ve svém nejjednodušším provedení vychází ze známého Gordonova vzorce pro oceňování akcií při nekonečném držení akcie. Dle tohoto vzorce je aktuální tržní cena akcie dána současnou hodnotou nekonečné budoucí řady získaných dividend při očekávaném růstu těchto dividend:

$$P_0 = D_1/(i_p - g)$$

P₀ - cena akcie na trhu

D₁ - očekávaná dividenda pro příští rok

g - očekávané tempo růstu dividend v dalších letech

i_p - požadovaná výnosnost akcie

Jednoduchou úpravou vzorce můžeme vypočítat požadovanou výnosnost:

$$i_p = D_1/P_0 + g$$

Myšlenka uvedeného přístupu vychází z předpokladu, že máme k dispozici odhady dividendy i tempa růstu dividend ne pro jeden podnik, ale pro celý kapitálový trh. V takovém případě by bylo možné počítat průměrné prémie za riziko kapitálového trhu R_m:

$$R_m = i_p - r_f$$

Tento model pro odhad požadované výnosnosti pro akcií konkrétního podniku „ex-ante“ má však dle uvedeného velmi omezené praktické využití i v prostředí s rozvinutými kapitálovými trhy, natož v našem prostředí.

Zahraniční odborná literatura (Duff&Phelps, Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, 2016 a následující vydání) využívá obdobnou konstrukci kalkulace rizikové prémie trhu jako česká verze, s následujícími modifikacemi:

Základem výpočtu rizikové prémie ("Rm-Rf") je konstrukce intervalu normálních resp. "nepodmíněných" hodnot rizikové prémie na trhu (USA), založené primárně na historické časové řadě parametrů "Rm" a "Rf" (počínaje rokem 1926). Takto kalkulovaná výše normálních resp. "nepodmíněných" hodnot rizikové prémie trhu v podobě intervalu je následně zpřesněna zapracováním známého výhledu hospodaření na trhu na základě posouzení aktuální úrovně hodnot akciových indexů, forwardových indikátorů a jiných parametrů sloužících pro hospodářskou predikci, či jiných ekonomických a finančních indikátorů, jejímž prostřednictvím je vnímáno tržní riziko, do podoby konkrétního čísla. Pro finalizaci výsledné hodnoty rizikové prémie trhu pak využívá literatura Duff&Phelps rovněž několik sofistikovaných modelů (Damodaran Implied ERP Model, Default Spread Model, Hasset Implied ERP). Podrobný popis, resp. výčet aplikovaných modelů je nedílnou součástí této odborné literatury.

S ohledem na výše uvedené tak nelze pro stanovení konkrétní očekávané výše prémie za riziko trhu provést pouze mechanický propočet aritmetického či geometrického průměru historických dat příslušných parametrů ("Rm", či "Rf"). V rámci valuačního procesu je tedy nezbytné provést úpravy těchto dat doplněné o rozumné posouzení aktuálních dat z oblasti výhledu klíčových parametrů ekonomiky a financí. Historická data jsou rovněž "očištěna" o meziroční závislosti v průběhu specifických období (např. v období 2.světové války). Příslušné úpravy a výsledek z nich plynoucí byly v plné míře převzaty z odborných publikací i jiných zdrojů informací renomovaného institutu Duff&Phelps (<https://www.duffandphelps.com/>), publikovaných k datu 9.12.2020. Naopak **prosté převzetí časové řady historických dat a jejich mechanické zpracování je tak v rámci aktuálních odborných publikací považováno za jistou formu pochybení.**

Vyjádření k preferenci způsobu průměrování historických dat

Při odhadu průměrné návratnosti z historických dat, jsou nejhojněji využívány dva druhy průměrů, aritmetický a geometrický. Při volbě způsobu průměrování je podstatné si uvědomit podstatu výsledného čísla a jeho časový horizont. Oba průměry představují standardní a konstantní metodu k přeměně počátečních hodnot časové řady na jednu konečnou hodnotu na daný časový horizont.

Aritmetický průměr určuje každoroční proporcionální změnu v hodnotě, jako jedno konstantní číslo. Geometrický průměr určuje, že počáteční hodnota poroste konstantní mírou až do nekonečna. Za předpokladu, že historie indikuje vývoj budoucnosti, je aritmetický průměr lepším odhadem očekávané návratnosti. Geometrický průměr je lepším indikátorem minulé výkonosti během určeného časového horizontu. (Francis and Ibbotson, 2002).

Rozdíl vznikající z volby průměrování vzniká ve varianci časové řady. Aritmetický průměr reaguje na rozptyl časové řady, ale určuje návratnost pouze na jedno následující období (1 rok očekávaných výnosů). Čím větší je rozptyl časové řady, tím větší bude rozdíl mezi aritmetickým a geometrickým průměrem. Pokud jsou meziroční změny konstantní, aritmetický průměr je roven průměru geometrickému.

Geometrický průměr by tedy měl být využit pro měření historické návratnosti, která je složená za více časových období (např. složená návratnost od roku 1 do roku 10). Aritmetický průměr by měl být využit pro analýzu budoucích odhadů, kdy se předpokládá využití očekávaných hodnot. Pro rozhodnutí, jaký průměr využít je důležitá distribuce dat. Využití obou průměrů má své zastánce i odpůrce.

Faktem zůstává, že aritmetický průměr tvoří nezaujatý výsledek a matematicky má větší význam pro odhad budoucnosti. Nevýhodou zůstává, že se jedná o odhad pouze pro jednu časovou periodu (1 rok). Geometrický průměr tvoří složený výnos skrze několik časových period, ale jedná se o zaujatý pohled do budoucnosti.

Na základě výše uvedeného se přikládáme k využití aritmetického průměru, jakožto nezaujatého odhadu budoucích meziročních výnosů. Aritmetický průměr má z vědeckého i matematického pohledu větší smysl využití pro danou problematiku.

Prémie za riziko trhu kalkulovaná geometrickým průměrováním dosahují v porovnání s metodou aritmetického průměru vždy nižších hodnot. Výsledek vycházející z geometrického průměrování je tak považován za spodní hranici aritmetického průměrování, přičemž výsledky obou metodik jsou totožné pouze v jediném případě, a to za předpokladu neměnné hodnoty sledované veličiny v rámci příslušného období.

Při rozhodování o způsobu průměrování historických dat (aritmetický vs geometrický průměr) preferuje aktuální zahraniční odborná literatura (Duff&Phelps, Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, 2016 a následující vydání) metodu aritmetického průměru. Zatímco metoda geometrického průměrování je definována jako výnosnost

porovnávající primárně počáteční a koncovou hodnotu v rámci ucelené časové řady, aritmetický průměr je definován jako průměrná výnosnost jednotlivých parametrů konkrétní časové řady, přičemž jeho výše je přímo měněna vlivem změny kterékoliv hodnoty a není tudíž dána pouze její první a poslední hodnotou bez ohledu na vývoj hodnot uvnitř sledovaného intervalu. Z hlediska investičního posouzení historických hodnot jako základu pro jejich budoucí odhad považujeme za metodicky přínosnější posoudit vývoj veškerých hodnot příslušného parametru v rámci ucelené časové řady (případ aritmetického průměru), nikoliv pouze na základě první a poslední hodnoty sledovaného intervalu (případ geometrického průměru).

O využití geometrického průměru dat časové řady jako podkladu pro její budoucí vývoj by bylo možné uvažovat v případě, kdy tato data vykazují trend, resp. jejich hodnoty jsou vzájemně korelované. Výpočtem stanovujícím výše korelačního koeficientu meziročních dat příslušné časové řady, v daném případě rozdílu výnosností "Rm-Rf" amerického trhu z období 1928-2019, lze však prokázat, že meziroční data této časové řady jsou nekorelovaná (koef. korelace činí v daném případě je blízký nule, resp. činí -0,05), tudíž nezávislá, nevykazující jakýkoliv náznak trendu. Právě v tomto případě příslušné odborná literatura doporučuje pro odhad budoucího vývoje využití aritmetického nikoliv geometrického průměru historických dat.

I když je tedy volba metody průměrování v průběhu zpracování dat pro stanovení prémie za riziko trhu i nadále předmětem akademických diskuzí, aplikace aritmetického průměrování má v rámci aktuální odborné literatuře dle informací uvedených v rámci lit. Duff&Phelps větší podporu. Někteří autoři však i nadále preferují geometrické průměrování.

V souladu s aktuální vysoce respektovanou odbornou literaturou (Duff&Phelps, Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, 2016 a následující vydání) tak preferujeme přístup založený na zpracování historických dat metodou aritmetického průměrování.

Praktický výpočet a výsledná hodnota

Výši prémie za riziko trhu aplikujeme v souladu s aktuální českou i zahraniční odbornou literaturou metodou průměrování dat „Rm-Rf“ dlouhodobé časové řady (počínaje rokem 1926). Dle informací zahraniční odborné literatury pak preferujeme pro základní vymezení intervalu přijatelných hodnot metodu aritmetického průměru, jež byla institutem Duff&Phelps s přihlédnutím k aktuálním výhledům hospodaření a jiných parametrů ovlivňujících výši očekávaného tržního rizika, počínaje datem 9.12.2020 konkretizována na úroveň **5,5 % p.a.**

1.3. Prémie za riziko země („country risk premium“)

Daný parametr pro kalkulaci Nvk v rámci modelu CAPM představuje formu úpravy výše prémie za tržní riziko na národní podmínky. Za relativně nejjednodušší a přitom propracovanou úpravu lze v souladu s aktuální českou odbornou literaturou považovat úpravu základního propočtu prémie za tržní riziko z dat USA o **riziku země**. Postup, jež je využíván nejen v ČR ale i v jiných zemích s rozvinutými kapitálovými trhy, pochází od prof. Damodarana a je následující:

1. Nejdříve je třeba zjistit rating země (např. z dat ratingové agentury Moodys a Standard and Poors (www.moodys.com či www.standardandpoors.com), případně na internetových stránkách prof. Damodarana).
2. Rating je třeba promítnout do určité výšky rizikové přírážky, nazývané „riziko selhání země“ (angl. Označené jako „Credit Default Spread“). Zdá se, že nejlepším řešením je použít rozdíl mezi výnosností dluhopisů se stejným ratingem, jako má stát, pro něž rizikovou přírážku hledáme a vládními dluhopisy USA (obecně s nejvyšším ratingem AAA). V daném případě nutno zmínit rovněž druhou, v praxi oblíbenou alternativu, v posledních letech doporučenou mj. prof. A. Damodaranem, stanovující výši rizika selhání země na úrovni rozdílu mezi cenami CDS (credit default swaps, resp. swap úvěrového selhání, či výše pojštění proti nesplacení dluhopisu) v USA a v dané zemi (ČR). Jelikož se v posledních letech trh s CDS, včetně státních CDS, začal rozvíjet, je možné začít tato data využívat i pro účely odhadu rizika země. V daném případě je v souladu s odbornou literaturou využíváno posouzení výše 20 ti-letého „CDS spredu“ USA a ČR (vyjádřeno vždy v %).
3. Poté je třeba určit poměr volatility trhu akcií v dané zemi a volatility vládních dluhopisů v této zemi. V našich podmínkách je značně obtížné získávat aktuální volatility trhu akcií a trhu vládních dluhopisů, na základě čehož se lze v praxi setkat i s přístupy, nahrazujícími daný poměr volatilit konstantní hodnotou 1,5. Lze však přepokládat, že postupně bude možné s ohledem na dostupnost dat upouštět od paušálního násobku a nahradit

jej skutečnými poměry volatilit pro ČR případně využít pro stanovení poměru volatilit rovněž data z adekvátních fungujících kapitálových trhů.

4. Riziko selhání země je následně upraveno o rozdíl volatility trhu akcií v dané zemi a volatility vládních dluhopisů v této zemi:

$$Riziková\ prémie\ země = riziko\ selhání\ země \times [(volatilita\ trhu\ akcií / volatilita\ vládních\ dluhopisů)]$$

Tato riziková prémie však zahrnuje celý rozdíl mezi výnosností požadovanou na rozvinutém a méně rizikovém trhu (USA) a výnosností požadovaném na rizikovějším trhu (ČR), proto je nutné ji v rámci kalkulace Nvk připočítat.

Korekce v případě zpracování výnosnosti českých státních dluhopisů v rámci „Rf“

Vycházíme-li v rámci Nvk z výnosnosti českých vládních dluhopisů, je třeba v souladu s odbornou literaturou (M. Mařík Metody oceňování podniku, 4. upravené a rozšířené vydání, 2018) provést následující korekci kalkulace příslušného parametru:

$$Rcp = riziko\ selhání\ země \times [(volatilita\ trhu\ akcií / volatilita\ vládních\ dluhopisů) - 1]$$

Vzhledem k výši jednotlivých parametrů se nejedná o kvantitativně významnou úpravu, nicméně jsme názoru, že s ohledem na dostupná data umožňující zpřesnění výpočtu jednotlivých parametrů této kalkulace je účelné dané „očištění“ realizovat.

Praktický výpočet

Na základě výše uvedených informací v souladu s odbornou literaturou stanovujeme k datu 30.6.2021 jednotlivé parametry prémie za riziko země následovně:

1. Výši parametru „riziko selhání země“ stanovujeme na úrovni diference mezi výší dvacetiletého CDS spreadu pro ČR (52,61 bps) a dvacetiletého CDS spreadu pro USA (18,71 bps) platných k datu 30.6.2021, tedy ve výši 33,90 bps
2. Výši parametru „volatilita trhu akcií“ stanovujeme na úrovni anualizace směrodatné odchylky výnosností indexu „S&P 500“ (S&P 500 Composite) z denních dat 5 ti-letého období, tedy ve výši 19,04%
3. Výši parametru „volatilita vládních dluhopisů“ stanovujeme na úrovni anualizace směrodatné odchylky výnosností indexu obsahující americké „treasury bonds“, tedy vládní dluhopisy se zbývající splatností 10 až 20 let. (iShares 10-20 Year Treasury Bond ETF) rovněž z denních dat 5 ti-letého období, tedy ve výši 9,48%

1.4. Míra systematického rizika („koeficient „ β “)

Koeficient β měří systematické riziko společnosti, resp. tendenci či míru závislosti změny ceny akcie v důsledku změny hodnoty trhu jako celku. Samotný „trh“ je reprezentován zpravidla prostřednictvím akciového indexu zahrnující široké spektrum odvětví, jejichž „mix“ zpravidla odpovídá chování trhu jako celku.

Dle definice dosahuje výše koeficientu β celého trhu hodnoty „1“, což zároveň znamená, že společnosti/akcie dosahující hodnotu koeficientu beta „1“ vykazují s trhem shodné riziko, společnosti s koeficientem Beta nižším než 1 pak vykazují v porovnání s trhem nižší riziko, a naopak společnosti s koeficientem Beta výším než 1 pak vykazují v porovnání s trhem vyšší riziko.

V kontextu metodiky CAPM výše koeficientu β upravují hodnotu prémie za tržní riziko, přičemž jsou zpravidla kalkulovány z dat veřejně obchodovaných akcií.

Odhad koeficientu β

Výše koeficientu β je stejně jako ostatní parametry diskontu v rámci metodiky CAPM stanovena pro účely odhadu budoucího vývoje.

Dle české odborné literatury lze koeficient β pro budoucí období v zásadě odhadnout 3 způsoby:

- a. Z minulého vývoje, tzv. historické β
- b. Metodou analogie
- c. Na základě analýzy působících faktorů

Ad a Historické β

Základním postupem pro odhad β je zjištění regresní závislosti mezi výnosy akcie oceňovaného podniku a výnosy trhu jako celku a následné použití sklonu regresní přímky (tj. regresního koeficientu) jako parametru β .

$$\beta_i = \text{cov}(R_m; R_i)/S_{m2}$$

Kde

R_m - výnosnost trhu

R_i - výnosnost akcie i

S_{m2} – rozptyl výnosnosti trhu

V praxi jsou nejčastěji využívána tzv. měsíční data za období 5 ti-let (viz přístup prof. Damodarana).

Jistým problémem tohoto přístupu je skutečnost, že tímto způsobem získáme pouze historické bety, přičemž stabilita výše tohoto ukazatele ani na stabilních trzích není vysoká.

Dle aktuální odborné literatury lze za spolehlivě propočtené bety považovat zatím stále jen Bety britské a americké koeficienty β kalkulované z kapitálových trhů USA a Německa. Ostatním betám lze přiřadit spíše jen orientační význam.

Ad b Metoda analogie

Tento přístup spočívá v použití bety obdobných podniků, které jsou obchodovány a jejichž činnost není diverzifikovaná (tzv. „pure-play technique“).

Při hledání srovnatelných podniků je třeba se vypořádat s vlivem:

Případných odlišností v obchodním riziku

Odlišností ve finančním riziku, závisejících na kapitálové struktuře

$$\beta_{\text{zadlužená}} = \beta_{\text{nezadlužená}} \times (1 + (1-d) \times CK/VK)$$

Je třeba zdůraznit, že kapitálová struktura by měla být vyjádřena v tržních nikoliv účetních hodnotách.

V praxi akceptovatelnou variantou daného postupu je místo β obdobného podniku či podniků využít průměrné údaje o β za určitý obor či odvětví. Výhodou tohoto přístupu je větší statistická spolehlivost. Jako východisko lze například využít průměrné koeficienty β pro odvětví při nulovém zadlužení, jež uvádí prof. A. Damodaran, které lze přepočítat na konkrétní zadlužení podniku. Dané koeficienty jsou počítány ze zahraničních trhů a jsou spolehlivější než omezená data z českých trhů.

Prof. Damodaran uvádí 2 alternativy nezadlužených koeficientů β . První z nich je získán běžným výše uvedeným způsobem ze zadlužených koeficientů beta na kapitálovém trhu. Druhý nezadlužený koeficient beta upravený o peněžní prostředky je získán jednoduchým přepočtem:

$$\text{Upravená nezadlužená } \beta = \text{nezadlužená } \beta / (1 - \text{Peníze/hodnota firmy})$$

Jelikož část z hodnoty podniku mohou tvořit peněžní prostředky, jejichž riziko se v podstatě blíží nule, výše upravená nezadlužená beta je očištěna o tento podíl hotovosti a vyjadřuje tedy riziko připadající na ostatní části podniku mimo peníze (upravená beta je tedy vždy o něco vyšší než neupravená β).

Rozhodování mezi použitím upravené a neupravené β není dle prof. Maříka (M. Mařík Metody oceňování podniku, 4. upravené a rozšířené vydání, 2018) vždy jednoznačné a záleží na úvaze oceňovatele.

V praxi tak je třeba dořešit otázku přesné definice položky „peníze“ – zejména, zda se jedná o tzv. „neprovozní hotovost“ či o „celkovou hotovost“. Přikláname se k 1. variantě, tudíž k definici pojmu „peníze“ na úrovni nadbytečné/neprovozní hotovosti. Poté se rovněž nabízí otázka, jakým způsobem byla výše tohoto parametru pro účely stanovení koeficientu β každý měsíc jednotlivých 60 ti-měsíčních pozorování dat na kapitálovém trhu stanovena? Jsme názoru, že odhadem, nikoliv na základě skutečných dat. Důvodem je premisa týkající se známé intenzity zveřejňování bilance veřejně obchodovaných společností, z nichž by bylo možné vyčíst konkrétní výši položky „peníze“ případně kalkulovat položku „neprovozní hotovost“. Tato data jsou publikovány zpravidla kvartálně, nikoliv měsíčně, což indikuje nás odhad týkající se měsíční výše bilanční položky „peníze“ jednotlivých veřejně obchodovaných společností.

Na základě výše uvedených informací pracujeme při stanovení koeficientu β s hodnotami, jež nebyly upraveny o podíl položky „peníze“ v rámci hodnoty firmy.

Ad c Odhad bety na základě analýzy faktorů

Jedná se o postup prosazovaný v americké oceňovací praxi, přičemž prognóza základních položek rizika (obchodní riziko a finanční riziko) probíhá prostřednictvím kvalifikovaných odhadů, nikoliv na základě analýzy historických dat.

Jistou nevýhodnou je subjektivní odhad jednotlivých rizikových úprav, přičemž možné alternativy a tomu přiřazené hodnoty vykazují značná zaokrouhlení. V praxi se jedná o doporučovanou metodu zejména v případech, kdy není k dispozici dostatek spolehlivých dat.

Dle zahraniční odborné literatury lze provést odhad v souladu s českou odbornou literaturou primárně 2 následujícími způsoby:

Přímý odhad z minulých dat akcií konkrétní společnosti

Odhad metodou analogie z minulých dat srovnatelných společností obchodovaných na kapitálovém trhu

Stejně jako v případě informací z české odborné literatury je v praxi zpravidla preferována varianta B).

Zahraniční odborná literatura, z jejichž poznatků čerpá i česká odborná literatura rovněž deklaruje při stanovení odvětvové výše koeficientu β možnost zpracování konvergence k odvětvovým průměrům, přičemž výsledná beta je zpracována dle následujícího vzorce:

Výsledná $\beta = 0,371 + 0,635 \beta$ historická

Závěrem teoretických úvah považujeme za nezbytné podotknout, že samotný způsob kalkulace koeficientu β úzce souvisí s navazujícím parametrem Nvk a tudíž s prémii za velikost. Bližší informace jsou uvedeny v rámci níže uvedené subkapitoly.

Rozhodnutí o volbě metodiky stanovení koeficientu β

Na základě výše uvedených informací a zdrojů dat preferujeme při stanovení koeficientu β v rámci Nvk metodou CAPM metodu analogie z minulých dat srovnatelných společností. V praxi tak využíváme obecně respektovanou, každoročně aktualizovanou databázi prof. Damodarana, disponující pro jednotlivá odvětví aktuální výši parametru „unlevered β “, resp. „nezadlužená β “.

Případně využíváme dat srovnatelných společností publikovaných v rámci databáze Refinitiv (dříve Thomson Reuters) jako základu pro výpočet koeficientu nezadlužené β konkrétní společnosti, jež je předmětem ocenění.

Úpravu koef. β vyčleňující v rámci jejich výpočtů z hodnoty firmy položku „peníze“, jež mají zpravidla jinou míru rizika, nevyužíváme, a to z důvodu nejasné definice zmíněné položky „peníze“ a rovněž i způsobu jejího odhadu v měsíčních intervalech (ad stanovení koef. β na základě měsíčních pozorování).

Praktický výpočet a výsledná hodnota

V souladu s informacemi v české i zahraniční odborné literatuře aplikujeme výpočet provedený metodou analogie, přičemž zdrojem jsou internetové stránky prof. Damodarana, publikující měsíční data 5 ti-letého období za jednotlivá odvětví v rámci evropského regionu. Výši nezadlužené bety stanovujeme s informacemi české i zahraniční odborné literatuře na úrovni parametru „nezadlužená β “, resp. „unlevered β “ příslušného regionu i odvětví.

Koeficient beta dle „peer group“ (Zdrojová data převzata z databáze Refinitiv)

Další variantou je odhad koeficient beta na základě skupiny srovnatelných společností a její výpočet dle dat dostupných v rámci databáze **Refinitiv**. Skupina srovnatelných společností je odvozena na základě činnosti dané společnosti a popisu činnosti srovnatelných společností. Pro účely identifikace je použita finanční databáze Thomson Reuters Eikon.

Pro všechny společnosti je spočítán neupravený (tzv. „raw“) koeficient beat na základě **měsíčních dividendových a kapitálových výnosů (60 pozorování celkové návratnosti akcie)** v pětiletém období před datem ocenění. Vzhledem ke globálnímu charakteru investování na akciových trzích je jako referenční index využit globální akciový index MSCI World.

Neupravený koeficient beta je následně převeden na nezadlužený koeficient beta na základě kapitálové struktury jednotlivých srovnatelných společností a jejich průměrní efektivní daňové sazby.

1.5. Prémie za velikost („size premium“)

Parametr prémie za velikost, resp. za tržní kapitalizaci je založen na v praxi verifikovaném předpokladu, že veřejně obchodované společnosti s nižší tržní kapitalizací jsou dlouhodobě spojeny s vyšší mírou výnosnosti než veřejně obchodované podniky s vyšší tržní kapitalizací. Jinými slovy, existuje významná negativní závislost mezi velikostí příslušné podnikatelské entity a její historickou výnosností.

Česká odborná literatura prof. M. Maříka Metody oceňování podniku (4. upravené a rozšířené vydání, 2018) se této problematice věnuje pouze okrajově, a to v rámci dalších přírážek v rámci Nvk. Konstatuje tak aplikaci přírážky pro malé společnosti, orientačně stanovené ve výši 3 %. Dále uvádí aplikaci přírážky pro společnosti s nejasnou budoucností, vyznačující se zpravidla vysokým podílem účetní a tržní hodnoty, orientačně rovněž stanovené ve výši 3%. Nakonec uvádí možnost aplikace přírážky za sníženou obchodovatelnost oceňovaných vlastnických podílů. **Jsme názoru, že česká odborná literatura neposkytuje dostatečný informační základ pro exaktní stanovení v praxi diskutované výše přírážky za velikost, proto v daném případě preferujeme k jejímu stanovení informace poskytnuté zahraniční odbornou literaturou**, primárně dle literatury Ibbotson SBBI: 2012 Valuation Yearbook a především Duff&Phelps, Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, 2016 a následující vydání). Pro úplnost uvádíme, že literatura Ibbotson SBBI: 2009 Valuation Yearbook je nedílnou součástí seznamu literatury Metody oceňování podniku (2018), jejímž autorem je prof. Mařík.

Zahraniční odborná literatura (Duff&Phelps, Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, 2016 a následující vydání) se věnuje zdůvodnění a následně i stanovení přírážky za velikosti podstatně významněji, přičemž detailním způsobem řeší rovněž provázanost se způsobem kalkulace ostatních parametrů Nvk.

Jak již bylo uvedeno výše, parametr prémie za velikost, resp. za tržní kapitalizaci je založen na v praxi verifikovaném předpokladu, že veřejně obchodované společnosti s nižší tržní kapitalizací jsou dlouhodobě spojeny s vyšší mírou výnosnosti než veřejně obchodované podniky s vyšší tržní kapitalizací. Jinými slovy, existuje významná negativní závislost mezi velikostí příslušné podnikatelské entity a její historickou výnosností.

S ohledem na výše uvedené je v případě malých společností tradičně očekávána vyšší míra požadované výnosnosti než v případě větších společností, neboť malé společnosti jsou obecně považovány za rizikovější. Důvodem této skutečnosti nemusí být přímo velikost dané entity sama o sobě, ale i faktory s ní přímo související (např. likvidita).

Je prémie za velikost důsledkem nesprávně měřeného koeficientu β ?

Z pohledu kvality měření existuje několik přístupů kalkulace koeficientu β :

Zatímco tzv. „OLS“ β stanovuje výši koeficientu β při použití nezpozděných měsíčních tržních dat výnosností na kapitálových trzích, tzv. „sum“ β či rovněž „annual“ β zpracovávají výši tohoto koeficientu s přihlédnutím ke skutečnostem, že malé společnosti jsou oproti velkým společnostem obchodování méně často, přičemž v jejich případě existuje zpožděný efekt zpožděného promítnutí do jejich ceny. Oproti „OLS“ β tak parametry „sum“ β i „annual“ beta lépe zobrazují koeficient β v případě menších společností (v případě velkých společností je jejich výše téměř identická s hodnotou „OLS“ β).

Tabulka OLS β , Sum β a Annual β s adekvátní výší prémie za velikost (z dat 1926-2015)

Decile	OLS β	Size Premium (%)	Annual β	Size Premium (%)	Sum β	Size Premium (%)
1-Largest	0,92	-0,36%	0,94	-0,51%	0,92	-0,34%
2	1,04	0,57%	1,04	0,53%	1,06	0,41%
3	1,1	0,86%	1,1	0,91%	1,14	0,64%
4	1,12	0,99%	1,17	0,65%	1,2	0,50%
5	1,17	1,49%	1,19	1,30%	1,25	0,93%
6	1,17	1,63%	1,21	1,38%	1,28	0,88%
7	1,25	1,62%	1,29	1,33%	1,39	0,64%
8	1,3	2,04%	1,37	1,59%	1,48	0,80%
9	1,34	2,54%	1,47	1,60%	1,55	1,10%
10-Smallest	1,39	5,60%	1,59	4,20%	1,68	3,58%

Decile	OLS β	Size Premium (%)	Annual β	Size Premium (%)	Sum β	Size Premium (%)
Breakdown of 10th Decile						
10a	1,4	4,04%	1,52	3,27%	1,67	2,22%
10w	1,38	3,04%	1,41	2,86%	1,58	1,70%
10x	1,44	5,30%	1,67	3,75%	1,8	2,85%
10b	1,37	8,76%	1,74	6,18%	1,71	6,41%
10y	1,42	7,32%	1,8	4,68%	1,75	5,07%
10z	1,28	11,79%	1,6	9,59%	1,64	9,34%
Size Grouping						
Mid-Cap (3-5)	1,12	1,00%	1,14	0,89%	1,17	0,64%
Low-Cap (6-8)	1,22	1,70%	1,27	1,39%	1,36	0,78%
Micro-Cap (9-10)	1,35	3,58%	1,51	2,42%	1,59	1,93%

V důsledku výše uvedeného je nezbytné v rámci kalkulačního vzorce pro stanovení nákladů vlastního kapitálu Nvk metodou CAPM mít pro stanovení konkrétní výše prémie za velikost na paměti, jakým způsobem byla kalkulována hodnota koeficientu β (zda verze „OLS“, „Sum“ či „Annual“). Jelikož dle disponibilních informací prof. A. Damodaran kalkuluje s průměrnou výší odvětvového koeficientu β bez jakýchkoliv úprav zohledňující parametry malých společností (hovoří o „ryzím“ průměru), považujeme jím publikované výše koeficientu β za „OLS“ β a v návaznosti k tomu aplikujeme příslušné výše prémie za velikost, jejichž přehled je rámcově demonstrován v rámci předchozí výše uvedené tabulky v souvislosti s parametrem „OLS β “ (viz vyznačený sloupec výše).

Vztah velikosti a likvidity

Výše likvidity bezpochyby ovlivňuje náklady vlastního kapitálu, přičemž souvisí s rychlosí, s jakou zpravidla velké množství daného aktiva může být obchodováno s minimálním vlivem na cenu a s minimální velikostí nákladů.

Akcie malých společností nemají stejnou úroveň likvidity jako akcie malých společnosti. Jedním z podstatných důvodů je skutečnost, že institucionální investoři mají své peněžní prostředky investovány převážně u velkých společností.

Za předpokladu adekvátního měření parametru „size effect“ pro účely prémie za velikost či tržní kapitalizaci v rámci kalkulace nákladů vlastního kapitálu metodou CAPM je nedílnou součástí této prémie rovněž i faktor likvidity.

Klíčové poznatky týkající se prémie za velikost

- Prémie za velikost („size effect“) je podložena empirickými studiemi, prokazujícími vyšší míru rizika v případě malých společností, a tudíž i vyšších nákladů vlastního kapitálu. Jinými slovy, existuje silná negativní závislost mezi velikostí a historickou návratnosí – s poklesem velikosti společností mají jejich výnosy tendenci růst a naopak.
- Tradičně v případě malých společností je očekávána vyšší míra požadované výnosnosti než v případě velkých společností, a to z důvodu zjevně vyšší míry rizika podnikání v případě malých společností.
- Tzv. „size effect“ není patrný pouze v případě nejmenších společností, neboť se projevuje v jisté míře rovněž v případě největších společností, včetně společností s velikostí tržní kapitalizace převyšující několik mld. USD. Nicméně nejvíce patrný zůstává v případě nejmenších společností na trhu.
- Malé společnosti zpravidla předčí výnosností velké společnosti primárně z dlouhodobého hlediska, přičemž tzv. „size effect“ je v rámci dlouhodobého horizontu stabilizovaný.
- Výše aplikované prémie za velikost je závislá na způsobu kalkulace koeficientu beta (OLS β vs. sum β)
- V rámci výběrových vzorků dat, z nichž byly kalkulovány rizikové prémie, nezahrnují start-upy a vysoce rizikové společnosti z oblasti financí. Výnosnosti těchto společností jsou očekávány na vysoké úrovni, nikoliv z důvodu jejich velikosti ale primárně z důvodu jejich rizika podnikání.
- Efekt likvidity zpravidla nelze z prémie za velikost a tržní kapitalizaci separovat.

Za předpokladu aplikace OLS β je třeba v rámci stanovení finální hodnoty Nvk kalkulovat v souladu s výše uvedeným textem následující výši prémie za velikost, resp. tržní kapitalizaci (resp. Size premium):

Tabulka Výše prémie za velikost (z dat 1926-2019)

Decile	Market Capitalization of the Smallest Company (in millions)	Market Capitalization of the Largest Company (in millions)	Size Premium (Return in Excess of CAPM)
Mid-Cap 3-5	2 688 889	13 100 225	0.8%
Low-Cap 6-8	515 621	2 685 865	1.42%
Micro-Cap 9-10	1 973	515 602	3.16%
<hr/>			
Breakdown of Deciles 1-10			
1-Largest	31 090 379	1 061 355 011	-0.28%
2	13 142 606	30 542 936	0.5%
3	6 618 604	13 100 225	0.73%
4	4 312 546	6 614 962	0.79%
5	2 688 889	4 311 252	1.1%
6	1 669 856	2 685 865	1.34%
7	993 855	1 668 282	1.47%
8	515 621	993 847	1.59%
9	230 024	515 602	2.22%
10-Smallest	1 973	229 748	4.99%
<hr/>			
Breakdown of 10th Deciles			
10a	120 519	229 748	3.49%
10w	181 408	229 748	2.69%
10x	120 519	181 170	4.42%
10b	1 973	120 178	8.02%
10y	62 612	120 178	6.62%
10z	1 973	62 199	10.91%

Praktický výpočet a výsledná hodnota

Za předpokladu aplikace koeficientu nezadlužené bety, tzv. „unlevered beta“ z každoročně aktualizované databáze prof. A. Damodarana, případně i za předpokladu vlastní kalkulace tohoto parametru z průměrných dat srovnatelných veřejně obchodovaných společností aplikujeme v souladu s výše uvedenou metodikou výši prémie za velikost, tzv. size premium“ v návaznosti na výši očekávané velikosti oceňované společnosti.

1.6. Závěrečné shrnutí

Na základě výše uvedeného popisu je zjevné, že způsob výpočtu konkrétního parametru Nvk je mnohdy určující pro jiný z parametrů. Způsob kalkulace parametru bezrizikové úrokové míry „Rf“ je tak určující pro výpočet parametrů prémie za riziko trhu „Rmrp“ i Prémie za riziko země „Rcrp“. Způsob výpočtu koeficientu β je rovněž určující pro stanovení Prémie za velikost „Rcap“.

Z podkladů i informací uvedených v rámci předchozích kapitol je rovněž patrná jistá názorová nejednotnost při stanovení konkrétních parametrů. Cílem předchozích kapitol je proto poskytnutí dostatečného zdůvodnění preferovaného přístupu, vypracované s využitím aktuální české, a především zahraniční odborné literatury. V případě českých zdrojů byla preferována odborná publikace pro Maříka, v případě zahraničních zdrojů pak publikace a data institutu Duff&Phelps. Zahraniční odborná literatura institutu Duff&Phelps byla využita primárně způsobem, neboť se jedná ve znalecké v praxi o vysoce respektovaný zdroj, řešící ver vysoké míře detailu veškeré významné aspekty kalkulace Nvk v rámci výnosového ocenění, přičemž se jedná rovněž o zdroj vysoce aktuální, jež zohledňuje nedávný makroekonomický vývoj. Svá tvrzení pak podkládá hodnotnými informačními i matematickými důkazy, z nichž pak formuluje jednoznačná doporučení.

Příloha č. 2

Ocenění společnosti MAINTAIN s.r.o. k 30.6.2021

PŘÍLOHA Č. 2

OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI MAINTAIN S.R.O. K 30.6.2021

Ocenění společnosti MAINTAIN s.r.o., IČ 257 36 761, se sídlem Na Výsluní 1181, 294 01 Bakov nad Jizerou, ke dni 30.6.2021, je zpracováno jako nedílná součást Znaleckého posudku č. 3822-242/20 o stanovení hodnoty akcií emitovaných společnosti DOBA a.s. pro účely dražby

OBSAH

1	PŘEDMĚT OCENĚNÍ.....	2
1.1	Rozvaha společnosti MAINTAIN s.r.o.....	3
2	ANALÝZA SPOLEČNOSTI A PROSTŘEDÍ	5
2.1	Strategická analýza	5
2.1.1	Makroekonomické prostředí	5
2.1.2	Analýza odvětví.....	5
2.2	Finanční analýza společnosti	7
2.2.1	Analýza rozvahy	7
2.2.2	Analýza výkazu zisků a ztrát	8
3	OCENĚNÍ	12
3.1	Použitý způsob ocenění.....	12
3.2	Výnosové ocenění společnosti MAINTAIN s.r.o.....	12
3.2.1	Finanční plán	12
3.2.2	Pracovní kapitál.....	14
3.2.3	Plán investic a odpisů	19
3.2.4	Způsob financování	20
3.2.5	Plán provozního cash flow	20
3.2.6	Plán bilance.....	22
3.2.7	Pokračující hodnota	23
3.2.8	Diskontní míra	23
3.2.9	Výsledný propočet.....	25
3.3	Ocenění společnosti metodou majetkovou na principu historických cen.....	27
3.4	Rekapitulace výsledků ocenění	28

1 PŘEDMĚT OCENĚNÍ

Předmětem ocenění je 100% obchodní podíl společnosti DOBA a.s. na společnosti MAINTAIN s.r.o., IČ 257 36 761, se sídlem Na Výsluní 1181, 294 01 Bakov nad Jizerou, ke dni 30.6.2021. Primárním předmětem ocenění tedy bude obchodní závod společnosti MAINTAIN s.r.o. ve smyslu souboru majetku a závazků, od jehož hodnoty bude hodnota oceňovaného podílu odvozena.

Tabulka: Základní údaje o společnosti MAINTAIN s.r.o. dle Obchodního rejstříku podle stavu ke dni 30.6.2021

Obchodní firma	MAINTAIN s.r.o.
Sídlo	Na Výsluní 1181, 294 01 Bakov nad Jizerou
IČ	257 36 761
Spisová značka	C 65617 vedená u Městského soudu v Praze
Den zápisu	12. února 1999
Právní forma	Společnost s ručením omezeným
Základní kapitál	2 000 000,- Kč

Předmět podnikání

Předmětem podnikání společnosti dle obchodního rejstříku je:

- ▶ zámečnictví, nástrojářství
- ▶ podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady
- ▶ výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Dle informací uvedených v rámci registru ekonomických subjektů (www.czso.cz) lze předmět podnikání společnosti dle členění CZ-NACE Rev. 2 detailněji charakterizovat následovně:

Tabulka: Zařazení společnosti dle Registru ekonomických subjektů

Název atributu	Kód	Text
Statistická právní forma	112	Společnost s ručením omezeným
Institucionální sektor: dle ESA2010	11002	Národní soukromé nefinanční podniky
Velikostní kategorie podle počtu zam.	210	10-19 zaměstnanců
Činnosti – dle CZ-NACE	2651	Výroba měřicích, zkušebních a navigačních přístrojů
	711	Arch. a inženýrské činnosti a související technické poradenství
	74300	Překladatelské a tlumočnické činnosti
	5590	Ostatní ubytování
	25620	Obrábění
	46900	Nespecializovaný velkoobchod

Název atributu	Kód	Text
	38	Shromažďování, sběr a odstraňování odpadů, úprava odpadů k dalšímu využití
	38320	Úprava odpadů k dalšímu využití, kromě demontáže vraků, strojů a zařízení
	257	Výroba nožířských výrobků, nástrojů a železářských výrobků
	00	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Následující tabulka zobrazuje informace o statutárním orgánu společnosti:

Statutární orgán
Jednatel: ROLF HESSE, dat. nar. 23. srpna 1962 Mladá Boleslav, Dolní Stakory 67
Jednatel: KAREL ZETKA, dat. nar. 14. března 1958 č.p. 102, 293 01 Dalovice
Způsob jednání: Každý jednatel zastupuje společnost samostatně.

Jediným společníkem společnosti MAINTAIN s.r.o. je společnost DOBA a.s.

1.1 Rozvaha společnosti MAINTAIN s.r.o.

Od pověřených osob Zadavatele Znaleckého posudku jsme obdrželi předběžnou rozvahu společnosti MAINTAIN s.r.o. vyhotovenou k datu ocenění 30.6.2021.

Tabulka – Aktiva společnosti k datu ocenění (v tis. Kč)

Položka	Netto
AKTIVA CELKEM	14 181
Stálá aktiva	6 120
Dlouhodobý nehmotný majetek	0
Dlouhodobý hmotný majetek	6 120
Pozemky	972
Stavby	3 299
Hmotné movité věci a jejich soubory	1 089
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	760
Dlouhodobý finanční majetek	0
Oběžná aktiva	8 061
Zásoby	1 700
Materiál	550
Nedokončená výroba a polotovary	1 150
Dlouhodobé pohledávky	0
Krátkodobé pohledávky	5 475

Položka	Netto
AKTIVA CELKEM	14 181
Pohledávky z obchodních vztahů	2 457
Stát – daňové pohledávky	1 392
Krátkodobé poskytnuté zálohy	137
Jiné pohledávky	1 489
Krátkodobý finanční majetek	0
Peněžní prostředky	393
V pokladně	241
Na účtech v bankách	152
Časové rozlišení	493
Náklady příštích období	31
Příjmy příštích období	462

Tabulka – Pasiva společnosti k datu ocenění (v tis. Kč)

Položka	Stav
PASIVA CELKEM	14 181
Vlastní kapitál	6 993
Základní kapitál	2 000
Ážio a kapitálové fondy	0
Fondy ze zisku	0
Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	3 534
Výsledek hospodaření běžného účetního období	1 459
Cizí zdroje	7 188
Rezervy	343
Rezerva na daň z příjmů	343
Dlouhodobé závazky	3 266
Závazky k úvěrovým institucím	2 366
Závazky z obchodních vztahů	900
Krátkodobé závazky	3 579
Závazky k úvěrovým institucím	634
Závazky z obchodních vztahů	2 806
Závazky k zaměstnancům	120
Jiné závazky	19
Časové rozlišení	0

2 ANALÝZA SPOLEČNOSTI A PROSTŘEDÍ

2.1 Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného závodu. Výnosový potenciál je závislý na potenciálu vnějším a vnitřním, kterým společnost disponuje. Vnější potenciál lze souhrnně kvalitativně vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí (odvětví, relevantní trh), v němž se pohybuje oceňovaný závod, vnitřní potenciál souhrnem silných a slabých stránek závodu.

2.1.1 Makroekonomické prostředí

Charakteristika makroekonomického prostředí oceňované společnosti je uvedena v rámci Znaleckého posudku č. 3822-242/20 o stanovení hodnoty akcií emitovaných společností DOBA a.s. pro účely dražby.

2.1.2 Analýza odvětví

V rámci této kapitoly je provedena analýza společností působících analogicky s oceňovanou společností MAINTAIN s.r.o. ve stejném odvětví i regionu. Analýza byla provedena na základě disponibilních dat za období 2015-2019. Byla využita data finanční databáze TP Catalyst, což je databáze obsahující finanční informace o více než 20 milionech evropských společností.

Níže jsou zobrazeny omezující podmínky pro vyhledávací strategii v databázi TP Catalyst. Omezili jsme vyhledávání pouze na aktivní společnosti působící v České republice. Kritériem pro vymezení relevantního trhu bylo zvoleno členění dle NACE rev. 2. Databáze řadí společnosti MAINTAIN pod primární NACE kód 26.51 - Výroba měřicích, zkušebních a navigačních přístrojů. Omezili jsme typy účtů na nekonsolidované. Byly vybrány pouze společnosti s dostupnými daty o EBITDA marži v alespoň třech letech z pěti v rámci sledovaného období let 2015-2019. Celkem bylo tímto způsobem nalezeno 117 společností, které jsou srovnatelné s námi oceňovanou společností.

2 Potential comparable population selection		Step result	Search result
Criterion			
1. All companies in the scope of analysis		23,634,261	23,634,261
2. Status: Active		16,508,602	16,508,602
3. World region/Country/Region in country: Czech Republic		323,644	286,185
4. NACE Rev. 2 primary codes: 2651 - Manufacture of instruments and appliances for measuring, testing and navigation		14,138	224
5. EBITDA Margin (%): All companies with a known value, 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, for at least 3 of the 5 selected periods		3,591,151	117
Boolean search : 1 And 2 And 3 And 4 And 5		TOTAL	117
Note: access to European companies - All companies, with unconsolidated accounts sourced from local registry filings preferred			

Byly srovnávány primárně hospodářské parametry, zejména pak ukazatele „Provozní výnosy, resp. Obrat“, „EBITDA/Provozní výnosy, resp. Obrat. Jak již bylo uvedeno výše, do výběrového vzorku byly zařazeny společnosti z daného odvětví, jež publikovaly data alespoň ve třech z pěti let za období 2015-2019.

Srovnáním položky „Provozní výnosy“ společnosti s provozními výnosy všech vybraných společností zahrnutých do výběrového vzorku, jež reprezentuje příslušné odvětví, byla identifikována **míra významu společnosti MAINTAIN s.r.o. v daném odvětví**.

Následně srovnáním příslušných poměrových ukazatelů společnosti s hodnotami těchto ukazatelů z dat společnosti za příslušné odvětví byla provedena **komparace se společnostmi působícími v rámci daného odvětví**.

Tabulka – Hospodářské parametry odvětví i společnosti v rámci regionu ČR (v tis. Kč, %)

OBDOBÍ	2015	2016	2017	2018	2019*	průměr
Obrat odvětví	99 881 027	103 743 387	114 700 301	116 755 144	5 023 412	108 769 965
míra růstu odvětví ČR	-	3,87 %	10,56 %	1,79 %	-95,70 %	5,41 %
Obrat společnosti	n.a.	73 660	71 119	51 248	48 110	61 034
míra růstu společnosti	-	-	-3,45 %	-27,94 %	-6,12 %	-12,50 %
podíl na trhu	-	0,07 %	0,06 %	0,04 %	-	0,06 %
EBITDA marže odvětví ČR:						
1. quartil	5,92 %	7,19 %	6,97 %	6,09 %	7,13 %	6,54 %
medián	11,31 %	12,89 %	12,62 %	12,15 %	10,41 %	12,24 %
3. quartil	18,83 %	20,79 %	20,60 %	22,55 %	17,87 %	20,69 %
průměr	13,83 %	15,84 %	14,42 %	15,36 %	14,39 %	14,86 %
počet společností vzorku	106	109	115	98	36	107
EBITDA marže společnosti	n.a.	9,29 %	7,70 %	6,04 %	6,17 %	7,30 %

Zdroj: Databáze TP Catalyst

*Pozn.: Data za rok 2019 doposud nejsou úplná, tudíž jsou údaje nepřesné. Z toho důvodu je odvětvový průměr kalkulován pouze na datech z let 2015-2018.

Z výše uvedeného je patrný růst odvětví jako celku v letech 2015-2018. Naproti tomu obrat společnosti v těchto letech klesal, což způsobilo pokles tržního podílu vyjádřeného provozními tržbami z 0,07 % na 0,04 %. V roce 2020 zaznamenala společnost razantní pokles obratu na přibližně 17 mil. Kč, pro následující roky předpokládá vedení společnosti pozvolný návrat k předpandemickému stavu, kdy obratu přibližně 50-60 mil. Kč by mělo být dosaženo od roku 2024 v důsledku zprovoznění aktuálně rekonstruovaného výrobního areálu v Dolním Bousově.

Průměrná EBITDA marže společnosti za období let 2016-2019 činí 7,30 %. Při zohlednění dat za rok 2020 dosahuje průměrná EBITDA marže hodnoty 6,75 %. Průměrná EBITDA marže za roky 2017-2019, které lze na základě analýzy historie hospodaření společnosti považovat za nejstabilnější, dosahuje 6,64 %. Tyto hodnoty se nejvíce blíží průměru 1. quartilu nejméně ziskových společností v odvětví, pro které průměrná EBITDA marže v letech 2015-2018 dosahuje hodnoty 6,54 %.

Za první pololetí roku 2021 byla dosažena EBITDA marže ve výši 16,43 %, v letech 2022 a 2023 předpokládá vedení společnosti dosažení nižších hodnot, avšak s postupnou růstovou tendencí, a to z důvodu provedených organizačních změn vedoucích k zefektivnění výroby a rovněž v důsledku splacení větší části leasingů.

V důsledku předpokládaného stěhování do zrekonstruovaných výrobních prostor je rovněž očekávána úspora na nájemném ve výši 90 tis. Kč měsíčně a úspora na energiích ve výši cca 600 tis. Kč ročně. I v důsledku těchto skutečností lze v budoucnu očekávat vyšší hodnoty EBITDA marže v porovnání s historií společnosti.

Závěry strategické analýzy

V návaznosti na výše uvedeném v rámci jednotlivých kapitol strategické analýzy je možné shrnout data následovně:

1. S ohledem na velikost a úroveň otevřenosti české ekonomiky lze i nadále předpokládat, že vnější prostředí bude působit na makroekonomický vývoj v České republice. Ekonomický vývoj v České republice v následujícím období lze hodnotit v závislosti na míře intenzity **negativních dopadů současné pandemie koronaviru** a s tím souvisejících restriktivních opatření.
2. V letech 2021-2023 lze z pohledu tržeb očekávat postupný návrat k předpandemickému stavu, a tedy i **vyšší tempo růstu**, v roce 2024 pak další významný nárůst tržeb z důvodu stěhování do zrekonstruovaného výrobního areálu umožňujícího dosažení ročních tržeb mezi **50 a 60 mil. Kč**.
3. Vzhledem k historickému vývoji obratu společnosti v porovnání s trhem **nepředpokládáme** po roce 2024 **významné růstové tendenze**.
4. Ziskovost společnosti je z pohledu odvětví nižší, a to na úrovni přibližně 1. kvartilu hodnot. Vzhledem k proběhlým organizačním změnám a následně i z důvodu stěhování do vlastních výrobních prostor by mělo dojít k **výraznějšímu nárůstu ziskovosti** společnosti.

Všechny výše uvedené body nás vedou k závěru, že existuje podložená možnost, že s ohledem na svůj potenciál oceňovaná společnost v budoucnu svůj dlouhodobý podíl na příslušném trhu a očekávanou zvýšenou úroveň ziskovosti udrží.

2.2 Finanční analýza společnosti

V rámci následujících kapitol byla provedena finanční analýza předmětu ocenění za období let 2016-6.2021.

2.2.1 Analýza rozvahy

Celková hodnota aktiv společnosti vykazovala ve sledovaném období proměnlivý vývoj nejprve se strmým poklesem v roce 2018 v důsledku úbytku pohledávek a poklesu časového rozlišení. Poté následoval mírný nárůst v průběhu roku 2019. V roce 2020 celková suma aktiv opět poklesla. Většinu majetku tvoří oběžná aktiva společnosti, po roce 2017 klesá podíl časového rozlišení a od roku 2019 naopak nabývá na významu dlouhodobý majetek zejména v podobě staveb.

Tabulka – Vývoj Aktiv společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.6.2021
AKTIVA CELKEM	28 981	31 473	13 218	14 456	11 199	14 181
Stálá aktiva	1 790	2 444	2 154	6 105	6 651	6 120
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	838	479	119	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	1 790	1 606	1 675	5 986	6 651	6 120
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	22 272	18 224	10 019	8 033	4 409	7 568
Zásoby	3 300	0	0	0	1 350	1 700
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	11 160	12 285	4 730	6 359	2 709	5 475

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.6.2021
Peněžní prostředky	7 812	5 939	5 289	1 674	350	393
Časové rozlišení	4 919	10 805	1 045	318	139	493

Celková hodnota pasiv společnosti vykazovala v souladu s vývojem aktiv ve sledovaném období nejprve pokles, a to v důsledku vyplacení nerozděleného zisku minulých let, v roce 2019 mírný nárůst v důsledku ziskového hospodaření a v roce 2020 opět pokles v důsledku vyplacení části bankovních úvěrů a poklesu dalších položek závazků. Časové rozlišení, s výjimkou roku 2017, tvoří zanedbatelný podíl celkové sumy pasiv. Do roku 2017 převažoval podíl vlastního kapitálu, po významném poklesu tvoří od roku 2020 vlastní kapitál přibližně polovinu celkových zdrojů financování.

Tabulka – Vývoj Pasiv společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.6.2021
PASIVA CELKEM	28 981	31 473	13 218	14 456	11 199	14 181
Vlastní kapitál	15 913	19 586	4 144	5 361	5 484	6 993
Základní kapitál	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
Rezervní, nedělitelný a ostatní fondy ze zisku	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	7 570	13 913	336	2 256	3 361	3 534
Výsledek hospodaření za účetní období	6 343	3 673	1 808	1 105	123	1 459
Cizí zdroje	13 064	10 387	9 074	9 095	5 715	7 188
Rezervy	0	0	0	0	30	343
Dlouhodobé závazky	1 050	0	0	0	900	900
Krátkodobé závazky	9 032	7 423	7 285	4 499	1 770	2 945
Bankovní úvěry a výpomoci	2 982	2 964	1 789	4 596	3 015	3 000
Časové rozlišení	4	1 500	0	0	0	0

2.2.2 Analýza výkazu zisků a ztrát

V rámci následující kapitoly je provedena analýza historických dat provozní činnosti společnosti, a to za období let 2016-6.2021.

Tabulka – Vývoj položek Výkazu zisků a ztrát společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.6.2021
Tržby za prodej zboží	37 899	33 906	20 626	30	0	0
Náklady vynaložené na prodané zboží	34 422	31 640	17 861	25	0	0
Výkony	26 231	31 518	27 584	47 882	16 812	9 931
Výkonová spotřeba	16 669	19 612	19 476	37 583	9 296	6 907
Spotřeba materiálu a energie	3 905	6 264	4 895	4 724	2 727	2 476
Služby	12 764	13 348	14 581	32 859	6 569	4 431
Přidaná hodnota	13 039	14 172	10 873	10 304	7 516	3 024
Osobní náklady	15 445	13 723	9 668	6 624	6 978	2 680

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.6.2021
Mzdové náklady	11 909	10 497	7 411	5 025	5 517	2 038
Náklady na sociální zabezpečení a zdr. pojištění	3 536	3 226	2 239	1 570	1 403	618
Sociální náklady	0	0	18	29	58	24
Daně a poplatky	34	42	42	217	39	25
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	563	857	973	1 065	679	296
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	0	264	0	0	0	2 100
ZC prodaného dl. majetku a materiálu	0	134	0	0	0	445
Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0	0	10	4	0	0
Ostatní provozní výnosy	9 530	5 431	3 038	198	573	1 592
Ostatní provozní náklady	248	494	1 106	692	278	1 328
Provozní výsledek hospodaření	6 279	4 617	2 112	1 900	115	1 942

Z historických dat společnosti uvedených výše je patrné následující:

- ▶ Pokles celkového obratu a změna struktury tržeb;
- ▶ Dlouhodobě spíše pokles Přidané hodnoty;
- ▶ Významný pokles osobních nákladů;
- ▶ Proměnlivé hodnoty položky Provozní výsledek hospodaření spíše s klesajícím trendem.

Jednotlivé poměrové ukazatele hospodaření lze kalkulovat za období 2016-6.2021 následujícím způsobem:

Tabulka – Vývoj poměrových ukazatelů hospodaření společnosti (v %)

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020	6.2021	průměr*
Míra růstu tržeb za zboží	-	-10,54%	-39,17%	-99,85%	-	-	-49,85%
Obchodní marže	9,17%	6,68%	13,41%	16,67%	-	-	11,48%
Míra růstu Výkonů	-	20,16%	-12,48%	73,59%	-64,89%	-	4,09%
Výkonová spotřeba/Výkony	25,99%	29,98%	40,40%	78,44%	55,29%	69,55%	46,02%
Materiál a energie/Výkony	14,89%	19,87%	17,75%	9,87%	16,22%	24,93%	15,72%
Služby/Výkony	48,66%	42,35%	52,86%	68,62%	39,07%	44,62%	50,31%
Osobní náklady/Tržby	24,08%	20,98%	20,05%	13,83%	41,51%	26,99%	24,09%
Mzdové N/Tržby	18,57%	16,04%	15,37%	10,49%	32,82%	20,52%	18,66%
N na soc. a zdr. pojišť/Mzdové N	29,69%	30,73%	30,21%	31,24%	25,43%	30,32%	29,46%
Soc. N/Mzdové N	0,00%	0,00%	0,24%	0,58%	1,05%	1,18%	0,37%
Daně a poplatky/Tržby	0,05%	0,06%	0,09%	0,45%	0,23%	0,25%	0,18%
OPV/Tržby	14,86%	8,30%	6,30%	0,41%	3,41%	16,03%	6,66%
OPN/Tržby	0,39%	0,76%	2,29%	1,44%	1,65%	13,37%	1,31%

Vzhledem ke změně struktury tržeb v průběhu období byly zjištěny i následující poměrové ukazatele:

(služby + N na prodané zboží) / tržby	73,58%	68,76%	67,29%	68,63%	39,07%	44,62%	63,47%
materiál a energie / tržby	6,09%	9,57%	10,15%	9,86%	16,22%	24,93%	10,38%

*Poznámka: průměr kalkulován za období let 2016-2020.

Společnost vykazuje ve sledovaném období:

- ▶ Změnu struktury tržeb z prodeje zboží na prodej vlastních výrobků a služeb – viz předchozí tabulka;
- ▶ Značnou proměnlivost podílu výkonové spotřeby k výkonům – při dodatečných úpravách, viz poslední 2 řádky tabulky, je patrné, že mimo nadprůměrný rok 2016 a podprůměrný rok 2020 ovlivněny pandemií, jsou hodnoty uvedených poměrových ukazatelů stabilní.
- ▶ Významně proměnlivý podíl osobních nákladů k tržbám;
- ▶ Nárůst podílu Daní a poplatků k tržbám v roce 2019 v důsledku vyšších odvodů daně z nemovitých věcí – viz odpovídající nárůst rozvahové položky stavby v téže roce;
- ▶ Proměnlivý vývoj položek Ostatní provozní výnosy/Tržby se spíše klesajícím trendem a Ostatní provozní náklady/Tržby se spíše rostoucím trendem.

Následně je provedena finanční analýza poměrových ukazatelů rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity společnosti i odvětví (šedé podbarvení) specifikovaného v předchozí kapitole 2.1.2 Analýza odvětví, a to za sledované období let 2015-2019. Z důvodu neúplnosti odvětvových dat za rok 2019 je průměr kalkulován z hodnot za roky 2015-2018.

Tabulka – Ukazatele rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity společnosti a odvětví

OBDOBÍ	2015	2016	2017	2018	2019	průměr
Rentabilita vlastního kapitálu (s EAT)	n.a. 8,68%	39,86% 19,47%	18,75% 18,26%	43,63% 21,58%	25,84% 14,57%	34,08% 17,00%
Rentabilita aktiv (s EBIT)	n.a. 11,30%	21,89% 12,12%	11,67% 10,31%	13,68% 10,18%	9,58% 7,77%	15,74% 10,97%
Rentabilita tržeb (s EBIT)	n.a. 9,89%	8,52% 10,69%	6,32% 10,69%	4,12% 10,27%	3,97% 9,63%	6,32% 10,39%
Podíl vlastního kapitálu	n.a. 62,55%	54,91% 60,20%	62,22% 60,84%	31,35% 60,93%	37,09% 62,79%	49,49% 61,13%
Úrokové krytí	n.a. 91,27	11,61 74,80	7,60 111,34	8,32 86,71	10,16 35,61	9,17 91,03
Celková likvidita	n.a. 5,06	2,92 5,40	3,22 5,58	1,31 5,23	1,37 4,40	2,48 5,32
Pohotová likvidita	n.a. 3,71	2,57 4,02	3,22 4,10	1,31 4,08	1,37 3,82	2,37 3,98
Peněžní likvidita	n.a. 1,66	0,52 2,68	0,66 2,85	0,63 3,24	0,28 1,95	0,60 2,61
Obrat čistých aktiv	n.a. 3,28	3,74 2,24	3,16 2,55	10,70 2,59	5,706 2,89	5,87 2,67
Doba obratu zásob [dny]	n.a. 19,87	16,18 24,67	0,00 18,09	0,00 15,83	0,00 12,53	4,05 19,62
Doba obratu pohledávek [dny]	n.a. 34,45	25,95 33,77	27,88 33,05	21,22 37,58	32,20 33,11	25,02 34,71
Doba obratu závazků [dny]	n.a. 19,28	42,13 21,59	33,56 18,96	46,61 18,57	28,53 19,18	40,77 19,60

Zdroj: Databáze TP Catalyst

Z tabulky výše vyplývá, že společnost je nadprůměrně rentabilní z pohledu rentability aktiv a vlastního kapitálu, v oblasti rentability tržeb dosahuje podprůměrných hodnot.

Podíl vlastního kapitálu společnosti se pohyboval přibližně na úrovni odvětví, po výplatě nerozděleného zisku podíl vlastního kapitálu výrazně poklesl pod průměr hodnot v odvětví. Ukazatel úrokového krytí je v rámci odvětví výrazně vysoko, společnost dosahuje mnohem nižších hodnot, za období 2016-2018 se jedná o 9,17.

Ukazatele likvidity jsou v rámci odvětví rovněž velmi vysoké, zatímco společnost dosahuje hodnot výrazně nižších – stále však v mezích obecně doporučovaného intervalu.

Obrat aktiv značí mnohem efektivnější využívání majetku společnosti ve srovnání s odvětvím. Zásoby společnosti jsou nulové. Doba obratu pohledávek je mnohem nižší, než je v odvětví obvyklé, a doba obratu závazků naopak v porovnání s odvětvím vyšší, což značí efektivní využívání finančních prostředků. V posledním sledovaném roce však došlo ke změně, doba obratu pohledávek odpovídá odvětvovým hodnotám, doba obratu závazků výrazně poklesla.

V návaznosti na výše uvedená zjištění je možné shrnout závěry finanční analýzy následovně:

1. Hospodaření společnosti bylo v rámci sledovaného období značně proměnlivé.
2. Vertikální vztahy výnosů a nákladů lze považovat za stabilní v letech 2017-2019.
3. Hospodaření roku 2020 bylo značně poznamenáno pandemií a ochrannými opatřeními.
4. Společnost efektivně využívá majetek z pohledu rentability a aktivity.
5. Zadluženost společnosti se po výplatě nerozděleného zisku výrazněji zvýšila.
6. V oblasti likvidity dosahuje společnost dostatečných, avšak podprůměrných hodnot.

Závěry finanční analýzy

Na základě provedené finanční analýzy lze říci, že společnost je po finanční stránce zdravá a s vysokou pravděpodobností ji nehrozí platební neschopnost. **Lze tedy potvrdit předpoklad nepřetržitého fungování podniku, tj. going concern princip.**

3 OCENĚNÍ

3.1 Použitý způsob ocenění

Při volbě způsobu ocenění jsme nejprve analyzovali hospodářskou a finanční pozici společnosti. Podle názoru Znalce i zástupců Zadavatele je společnost schopna pokračovat v další činnosti a je tedy splněn předpoklad going concern princip. Společnost není v situaci, která by oceňovatele opravňovala k zjištění likvidační hodnoty. Společnost není ani v situaci, kdy by předpokládala zásadní změnu podnikatelské činnosti.

V úvahu přicházejí níže uvedené základní přístupy k ocenění, tj. založené na analýze výnosů, nebo na analýze majetku:

1. Výnosová metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
2. Majetková metoda na principu historických cen

Výnosová metoda – metodika analýzy diskontovaného salda cash-flow (DCF). Jedná se o kvantifikaci hodnot toho majetku/závazků závodu, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow závodu. Tato metoda dle našeho názoru nejlépe vystihuje reálnou hodnotu jmění oceňované společnosti.

Metoda vyhodnocení účetní hodnoty vlastního kapitálu kalkuluje hodnotu subjektu výhradně dle účetních, nikoliv tržních dat, jejichž vypovídající schopnost je pro účely stanovení tržní hodnoty omezená. Závěry této metody ocenění proto považujeme pro daný účel ocenění za informativní, nikoliv primární.

Po zohlednění všech skutečností je podle našeho názoru v tomto případě nejvíce relevantní a reprezentativní použít k ocenění jmění společnosti výnosový přístup – metodu diskontovaného cash-flow (DCF), kterou považujeme za hlavní metodu ocenění.

3.2 Výnosové ocenění společnosti MAINTAIN s.r.o.

V této kapitole je provedeno výnosové ocenění společnosti metodou diskontovaného cash-flow (DCF).

3.2.1 Finanční plán

Finanční plán společnosti pro období 7.2021-2030, který je hlavním podkladem pro výnosové ocenění, byl vyhotoven na základě analýzy historických účetních výkazů a Zadavatelem poskytnutého plánu hospodaření společnosti na roky 2021-2023 včetně dalších doplňujících informací. Finanční plán je vyhotoven na délku sledovaného období 10 let, poté je uvažováno s perpetuitou.

V rámci tržeb počítá plán společnosti mezi lety 2021-2023 s dílčím nárůstem tržeb až k 35 mil. Kč v roce 2023, což je dle Zadavatele maximální kapacita výkonů pro stávající výrobní prostory – poté by mělo následovat stěhování do (v té době) nově zrekonstruovaného výrobního areálu v Dolním Bousově, kde lze dle Zadavatele očekávat dosažení tržeb v rozmezí 50-60 mil. Kč. Pro rok 2024 predikujeme výši tržeb na úrovni předpandemického roku 2019 (se zohledněním každoročního nárstu cen), v následujících letech předpokládáme ustálení tempa růstu tržeb na úroveň dlouhodobého inflačního cíle ČNB, tj. tempo růstu ve výši 2 %.

Ostatní provozní výnosy predikuje společnost pro rok 2021 ve výši 2 000 tis. Kč (z důvodu zaúčtovaných náhrad), v letech 2022-2023 na úrovni 150 tis. Kč, v dalších letech předpokládáme jejich vývoj ve stabilním 0,43% podílu na tržbách dle roku 2023.

Nákladové položky byly pro roky 7.2021-2023 primárně převzaty z předloženého plánu společnosti, od roku 2024 jsou následně predikovány ve stabilním podílu k příslušným tržbám dle stavu dosaženého v roce 2023. Výjimku tvoří výkonová spotřeba, kde dojde v důsledku provedených investic do nového výrobního areálu k poklesu nákladů na energie a k úspoře na nájemném. Spotřeba materiálu a energií je v důsledku těchto skutečností plánována od roku 2024 ve stabilním 23,36% podílu k tržbám, náklady na služby v podílu 38,02 %.

Prodej dlouhodobého hmotného majetku a materiálu není v rámci plánu uvažován.

Všechny výše uvedené skutečnosti byly promítnuty do finančního plánu. Takto sestavený finanční plán jsme využili pro ocenění jmění společnosti výnosovou metodou DCF. Plán výnosů a nákladů na roky 7.2021-2030 v podobě pro ocenění uvádíme v následující tabulce.

Výsledkem finančního plánu je dosažení EBITDA marže k průměrné hodnotě za odvětví Výroba měřicích, zkušebních a navigačních přístrojů v ČR – viz kapitola 2.1.2. do roku 2024, poté je již marže po celé období plánu stabilní.

Pro období celého finančního plánu byly separátně plánovány vlastní účetní odpisy, jež jsou primárně odrazem predikce investic, viz kapitola 3.2.3 Plán investic a odpisů.

Tabulka – Finanční plán pro ocenění jmění společnosti (v tis. Kč)

Položka	7.-12.2021	2022	2023	2024	2025
Výkony	13 819	30 000	35 000	52 531	53 582
Výkonová spotřeba	8 593	19 500	22 500	32 244	32 889
Spotřeba materiálu a energie	3 024	7 500	8 500	12 272	12 517
Služby	5 569	12 000	14 000	19 972	20 372
Přidaná hodnota	5 226	10 500	12 500	20 287	20 693
Osobní náklady	2 870	7 160	7 795	11 699	11 933
Mzdové náklady	2 212	5 500	6 000	9 005	9 185
Náklady na soc. a zdrav. pojištění	632	1 600	1 725	2 589	2 641
Sociální náklady	26	60	70	105	107
Daně a poplatky	25	50	50	75	77
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	352	1 244	2 241	2 658	2 777
Ostatní provozní výnosy	408	150	150	225	230
Ostatní provozní náklady	672	500	600	901	919
Provozní výsledek hospodaření	1 715	1 696	1 964	5 179	5 217
EBITDA	2 067	2 940	4 205	7 837	7 994
EBITDA marže	14,53 %	9,75 %	11,96 %	14,86 %	14,86 %

Položka	2026	2027	2028	2029	2030
Výkony	54 653	55 746	56 861	57 999	59 159
Výkonová spotřeba	33 547	34 218	34 902	35 600	36 312

Položka	2026	2027	2028	2029	2030
Spotřeba materiálu a energie	12 768	13 023	13 283	13 549	13 820
Služby	20 779	21 195	21 619	22 051	22 492
Přidaná hodnota	21 107	21 529	21 959	22 398	22 846
Osobní náklady	12 172	12 416	12 664	12 917	13 175
Mzdové náklady	9 369	9 557	9 748	9 943	10 141
Náklady na soc. a zdrav. pojištění	2 694	2 748	2 802	2 858	2 916
Sociální náklady	109	111	114	116	118
Daně a poplatky	78	80	81	83	85
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	2 393	2 404	2 415	2 426	2 437
Ostatní provozní výnosy	234	239	244	249	254
Ostatní provozní náklady	937	956	975	994	1 014
Provozní výsledek hospodaření	5 760	5 913	6 069	6 227	6 389
EBITDA	8 154	8 317	8 483	8 653	8 826
EBITDA marže	14,86 %	14,86 %	14,86 %	14,86 %	14,86 %

Poznámka: EBITDA = provozní zisk + odpisy; EBITDA marže = EBITDA ÷ provozní tržby

3.2.2 Pracovní kapitál

Projekce pracovního kapitálu je založena zejména na předpokladu obrátek u nejvýznamnějších položek pohledávek a závazků. Plán jednotlivých položek pracovního kapitálu je uveden v následujících kapitolách, včetně plánu příslušné doby obratu. Výnosy a náklady, které jsou základnou pro výpočet obrátek, jsou uvedeny v tabulce níže a vycházejí z výše uvedeného finančního plánu (základna pro výpočet obrátek pro rok 2021 je uvažována ve výši za celý rok).

Tabulka – Základna pro výpočet obrátek pohledávek a závazků (tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Provozní tržby	27 884	30 150	35 150	52 756	53 811
Provozní náklady	23 649	27 210	30 945	44 919	45 817

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Provozní tržby	54 888	55 985	57 105	58 247	59 412
Provozní náklady	46 734	47 669	48 622	49 594	50 586

3.2.2.1 Krátkodobé pohledávky

Pro období 2021-2030 predikujeme dané položky dle níže uvedených parametrů:

Krátkodobé pohledávky z obchodního styku byly predikovány s přihlédnutím k očekávané době obratu pro období 2021-2030 na úrovni průměru hodnot z období 2016-2020 a rovněž vzhledem k očekávané výši položky Provozní tržby pro období finančního plánu (viz výše).

Ostatní položky krátkodobých pohledávek byly pro období 2021-2030 predikovány s ohledem na svůj charakter i význam primárně dle hodnot dosažených k datu ocenění.

Tabulka – Plán krátkodobých pohledávek společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Pohledávky z obchodních vztahů					
Stav k 31.12.	1 938	2 095	2 443	3 666	3 740
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	25,36	25,36	25,36	25,36	25,36
Průměrná meziroční změna	519	-157	-347	-1 224	-73
Stát – daňové pohledávky					
Stav k 31.12.	1 392	1 392	1 392	1 392	1 392
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Krátkodobé poskytnuté zálohy					
Stav k 31.12.	137	137	137	137	137
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky					
Stav k 31.12.	1 489	1 489	1 489	1 489	1 489
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
POHLEDÁVKY CELKEM					
Stav k 31.12.	4 956	5 113	5 461	6 684	6 758
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	64,87	61,90	56,70	46,25	45,84
Průměrná meziroční změna	519	-157	-347	-1 224	-73

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Pohledávky z obchodních vztahů					
Stav k 31.12.	3 814	3 891	3 968	4 048	4 129
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	25,36	25,36	25,36	25,36	25,36
Průměrná meziroční změna	-75	-76	-78	-79	-81
Stát – daňové pohledávky					
Stav k 31.12.	1 392	1 392	1 392	1 392	1 392
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Krátkodobé poskytnuté zálohy					
Stav k 31.12.	137	137	137	137	137
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky					
Stav k 31.12.	1 489	1 489	1 489	1 489	1 489
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
POHLEDÁVKY CELKEM					
Stav k 31.12.	6 832	6 909	6 986	7 066	7 147
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	45,43	45,04	44,66	44,28	43,91
Průměrná meziroční změna	-75	-76	-78	-79	-81

3.2.2.2 Krátkodobé závazky

Pro období 2021-2030 predikujeme dané položky dle níže uvedených parametrů:

Krátkodobé závazky z obchodního styku byly predikovány s přihlédnutím k očekávané době obratu pro období 2021-2030 na úrovni průměru hodnot z období 2016-2020 a rovněž vzhledem k očekávané výši položky Provozní náklady pro období finančního plánu (viz výše).

Krátkodobé závazky k zaměstnancům a závazky ze sociálního a zdravotního pojištění predikujeme ve výši 1/12 očekávané roční výše mzdových nákladů, respektive nákladů na sociální a zdravotní pojištění.

Ostatní položky krátkodobých závazků byly po celé období finančního plánu predikovány s ohledem na svůj charakter i význam primárně dle hodnot dosažených k datu ocenění.

Tabulka – Plán krátkodobých závazků společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Závazky z obchodních vztahů					
Stav k 31.12.	2 305	2 652	3 016	4 378	4 465
Průměrná doba obratu z nákladů (dny)	35,57	35,57	35,57	35,57	35,57
Průměrná meziroční změna	-501	347	364	1 362	88
Závazky k zaměstnancům					
Stav k 31.12.	463	597	650	975	994
Průměrná meziroční změna	343	134	53	325	19
Závazky ze soc. a zdrav. pojištění					
Stav k 31.12.	104	133	144	216	220
Průměrná meziroční změna	104	29	10	72	4
Jiné závazky					
Stav k 31.12.	19	19	19	19	19
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
ZÁVAZKY CELKEM					
Stav k 31.12.	2 891	3 401	3 828	5 588	5 699
Průměrná doba obratu z nákladů (dny)	44,61	45,62	45,16	45,40	45,40
Průměrná meziroční změna	-54	510	427	1 759	111
OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Závazky z obchodních vztahů					
Stav k 31.12.	4 555	4 646	4 739	4 834	4 930
Průměrná doba obratu z nákladů (dny)	35,57	35,57	35,57	35,57	35,57
Průměrná meziroční změna	89	91	93	95	97
Závazky k zaměstnancům					
Stav k 31.12.	1 014	1 035	1 055	1 076	1 098
Průměrná meziroční změna	20	20	21	21	22
Závazky ze soc. a zdrav. pojištění					
Stav k 31.12.	224	229	234	238	243
Průměrná meziroční změna	4	4	5	5	5
Jiné závazky					
Stav k 31.12.	19	19	19	19	19
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
ZÁVAZKY CELKEM					
Stav k 31.12.	5 813	5 928	6 047	6 167	6 290
Průměrná doba obratu z nákladů (dny)	45,40	45,39	45,39	45,39	45,39
Průměrná meziroční změna	114	116	118	121	123

3.2.2.3 Zásoby

Dle zástupců společnosti budou udržovány pouze stálé skladové zásoby materiálu a kupovaných dílů pro výrobu ve výši 500-700 tis. Kč a nedokončená výroba se bude pohybovat přibližně na úrovni 650 tis. Kč. V rámci finančního plánu předpokládáme pro rok 2021 zůstatek zásob na úrovni 1 150 tis. Kč – což odpovídá době obratu zásob 14,53 dne. V dalších letech plánu predikujeme zásoby analogicky s předchozími položkami, tj. s konstantní dobou obratu a rovněž vzhledem k očekávané výši položky Provozní tržby pro období finančního plánu (viz výše).

Po celé období plánu je tedy doba obratu zásob konstantní ve výši 14,53 dne.

Tabulka – Plán zásob společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Zásoby					
Stav k 31.12.	1 150	1 200	1 399	2 100	2 142
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	14,53	14,53	14,53	14,53	14,53
Průměrná meziroční změna	550	-50	-199	-701	-42

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Zásoby					
Stav k 31.12.	2 185	2 229	2 274	2 319	2 365
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	14,53	14,53	14,53	14,53	14,53
Průměrná meziroční změna	-43	-44	-45	-45	-46

3.2.2.4 Rezervy a opravné položky

Pro období finančního plánu neočekáváme změny těchto položek, jež by měly vliv na kalkulaci cash flow.

3.2.2.5 Časové rozlišení aktivní a pasivní

Společnost eviduje k datu ocenění časové rozlišení aktivní ve výši 493 tis. Kč. V této výši, tedy beze změny, bude ponecháno i pro období plánu.

3.2.2.6 Provozní hotovost

Změna provozní hotovosti promítající v rámci provozního cash flow období 7.2021-2030 byla plánována s ohledem na minimální požadovanou výši peněžní likvidity (kalkulována s ohledem na historickou výši peněžní likvidity i výši peněžní likvidity k datu ocenění) a rovněž s ohledem na plánovanou výši krátkodobých závazků, tedy následovně:

Tabulka – Plán provozní hotovosti společnosti (v tis. Kč, v %)

OBDOBÍ	6.2021	2021	2022	2023	2024	2025
Provozní hotovost	393	574	676	762	1 114	1 136
Peněžní prostředky celkem	393	2 049	1 399	1 628	3 713	6 165
Krátkodobé závazky (provozní)	2 926	2 872	3 382	3 809	5 569	5 680
Peněžní likvidita	13 %	71 %	41 %	43 %	67 %	109 %
Optimální peněžní likvidita	13 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Průměrná meziroční změna	-43	-181	-102	-85	-352	-22
Neprovozní hotovost	0	1 475	723	866	2 599	5 029

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Provozní hotovost	1 159	1 182	1 206	1 230	1 254
Peněžní prostředky celkem	8 731	11 489	14 439	17 586	20 930
Krátkodobé závazky (provozní)	5 794	5 909	6 028	6 148	6 271
Peněžní likvidita	151 %	194 %	240 %	286 %	334 %
Optimální peněžní likvidita	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Průměrná meziroční změna	-23	-23	-24	-24	-25
Neprovozní hotovost	7 573	10 307	13 234	16 356	19 676

Peněžní likvidita společnosti k datu ocenění je ve výši 13 % a společnost tedy nedisponuje žádnou nadbytečnou likviditou. Z dat je patrné, že za optimální míru provozní peněžní likvidity považujeme pro období plánu v souladu s odbornou literaturou hodnotu 20 % (odpovídající obecně doporučené výši peněžní likvidity).

Výše neprovozní hotovosti k datu ocenění, tedy k 30.6.2021, činí 0 tis. Kč.

3.2.3 Plán investic a odpisů

Plán investic a odpisů byl kalkulován při respektování informací o historii společnosti, aktuálního stavu i budoucích plánů. V období 7.2021-2023 je počítáno s investicí cca 50 mil. Kč do rekonstrukce areálu Dolní Bousov, v dalších letech jsou plánovány pouze investice na úrovni umožňující obnovu stávajícího majetku.

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

OBDOBÍ	7.-12.2021	2022	2023	2024	2025
Investice celkem	1 090	34 160	15 520	531	541
Odpisy z nového majetku	63	659	1 656	2 073	2 192
Odpisy ze stávajícího majetku	585	585	585	585	585
Odpisy celkem	648	1 244	2 241	2 658	2 777

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Investice celkem	552	563	574	586	598
Odpisy z nového majetku	2 203	2 213	2 224	2 235	2 246
Odpisy ze stávajícího majetku	191	191	191	191	191
Odpisy celkem	2 393	2 404	2 415	2 426	2 437

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

3.2.4 Způsob financování

Společnost k datu ocenění eviduje bankovní úvěry v celkové výši 3 000 tis. Kč. Vzhledem k výše zmíněné investici a s přihlédnutím k zachování provozně nutné výše peněžních prostředků bylo pro období plánu predikováno následující čerpání a splácení úročených cizích zdrojů:

Tabulka – Plán financování společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	7-12.2021	2022	2023	2024	2025
Úroková míra	2,74 %	2,74 %	2,74 %	2,74 %	2,74 %
Stav k 1.1.	3 000	3 000	34 000	46 933	43 867
Čerpání (+)		31 000	15 000		
Splátka (-)			-2 067	-3 067	-3 067
Úrok	82	506	1 107	1 242	1 158
Stav k 31.12.	3 000	34 000	46 933	43 867	40 800

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Úroková míra	2,74 %	2,74 %	2,74 %	2,74 %	2,74 %
Stav k 1.1.	40 800	37 733	34 667	31 600	28 533
Čerpání (+)					
Splátka (-)	-3 067	-3 067	-3 067	-3 067	-3 067
Úrok	1 074	991	907	823	739
Stav k 31.12.	37 733	34 667	31 600	28 533	25 467

Použitá úroková míra je dále popsána v kapitole 3.2.8.2.

Výsledný tržní podíl cizích a celkových zdrojů financování pro účely výpočtu diskontu byl stanoven pomocí iteračního propočtu.

Po roce 2030, tj. pro období perpetuity, předpokládáme konvergenci k odvětvovým parametrům a podíl cizích a celkových zdrojů vstupuje do výpočtu diskontní míry na tržní úrovni odpovídající relevantnímu odvětví, ve kterém společnost působí (viz kapitola týkající se kalkulace koeficientu beta).

3.2.5 Plán provozního cash flow

Finanční plán společnosti se odráží v celkovém cash flow. Výchozí pro výpočet je projekce provozního zisku, jež byla uvedena v rámci předchozích kapitol. Projekce ročního provozního cash flow pro období finančního plánu 7.2021-2030 je uvedena níže:

Tabulka – Plán provozního cash flow (v tis. Kč)

OBDOBÍ	7-12.2021	2022	2023	2024	2025
Provozní zisk před zdaněním a úroky	1 715	1 696	1 964	5 179	5 217
Celkový daňový předpis (-)	-323	-226	-163	-748	-771
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-2	-96	-210	-236	-220
Odpisy	352	1 244	2 241	2 658	2 777
Provozní příjem	1 741	2 618	3 832	6 853	7 003
Investice (-)	-1 090	-34 160	-15 520	-531	-541
Pohyb pracovního kapitálu (+/-)	834	200	-205	-517	-26
- zásoby (nárůst -/pokles +)	550	-50	-199	-701	-42
- pohledávky (nárůst -/pokles +)	519	-157	-347	-1 224	-73
- čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
- provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-181	-102	-85	-352	-22
- závazky (nárůst +/pokles -)	-54	510	427	1 759	111
- změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
- změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
- čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
PROVOZNÍ CASH FLOW	1 485	-31 342	-11 893	5 805	6 435

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Provozní zisk před zdaněním a úroky	5 760	5 913	6 069	6 227	6 389
Celkový daňový předpis (-)	-890	-935	-981	-1 027	-1 074
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-204	-188	-172	-156	-140
Odpisy	2 393	2 404	2 415	2 426	2 437
Provozní příjem	7 059	7 193	7 330	7 470	7 612
Investice (-)	-552	-563	-574	-586	-598
Pohyb pracovního kapitálu (+/-)	-27	-27	-28	-28	-29
- zásoby (nárůst -/pokles +)	-43	-44	-45	-45	-46
- pohledávky (nárůst -/pokles +)	-75	-76	-78	-79	-81
- čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
- provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-23	-23	-24	-24	-25
- závazky (nárůst +/pokles -)	114	116	118	121	123
- změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
- změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
- čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
PROVOZNÍ CASH FLOW	6 480	6 603	6 728	6 855	6 985

3.2.6 Plán bilance

Níže je v návaznosti na projekci jednotlivých položek cash flow z provozu uvedena projekce jednotlivých položek rozvahy společnosti k 31.12. daného roku, a to rovněž pro období finančního plánu 7.2021-2030:

Tabulka – Plánovaná rozvaha společnosti (v tis. Kč)

ROZVAHA	2021	2022	2023	2024	2025
Fixní aktiva	6 858	39 774	53 053	50 926	48 690
Oběžná aktiva	8 155	7 713	8 488	12 497	15 065
Zásoby	1 150	1 200	1 399	2 100	2 142
Krátkodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Peněžní prostředky	4 956	5 113	5 461	6 684	6 758
Časové rozlišení aktivní	2 049	1 399	1 628	3 713	6 165
AKTIVA CELKEM	15 506	47 980	62 035	63 916	64 248
Vlastní kapitál	8 372	9 336	10 030	13 219	16 506
Cizí zdroje	7 134	38 644	52 005	50 697	47 742
Rezervy	343	343	343	343	343
Dlouhodobé závazky	900	900	900	900	900
Krátkodobé závazky	2 891	3 401	3 828	5 588	5 699
Bankovní úvěry a výpomoci	3 000	34 000	46 933	43 867	40 800
Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0	0
PASIVA CELKEM	15 506	47 980	62 035	63 916	64 248

ROZVAHA	2026	2027	2028	2029	2030
Fixní aktiva	46 848	45 008	43 168	41 328	39 489
Oběžná aktiva	17 749	20 626	23 699	26 970	30 443
Zásoby	2 185	2 229	2 274	2 319	2 365
Krátkodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Peněžní prostředky	6 832	6 909	6 986	7 066	7 147
Časové rozlišení aktivní	8 731	11 489	14 439	17 586	20 930
AKTIVA CELKEM	65 091	66 127	67 360	68 791	70 424
Vlastní kapitál	20 302	24 289	28 470	32 848	37 424
Cizí zdroje	44 789	41 838	38 890	35 944	33 000
Rezervy	343	343	343	343	343
Dlouhodobé závazky	900	900	900	900	900
Krátkodobé závazky	5 813	5 928	6 047	6 167	6 290
Bankovní úvěry a výpomoci	37 733	34 667	31 600	28 533	25 467
Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0	0
PASIVA CELKEM	65 091	66 127	67 360	68 791	70 424

3.2.7 Pokračující hodnota

Pro období perpetuity je cash-flow kalkulováno tzv. parametrickým vzorcem, který je založen na faktorech tvorby hodnoty, přičemž investice do pracovního kapitálu jsme propočetli s přihlédnutím k hodnotě ukazatele CAPEX (míra čistých investic), který je odvozen od projektované míry růstu a konzervativního předpokladu, že minimální dlouhodobá rentabilita kapitálu neklesne pod WACC.

Dlouhodobou míru růstu pro období perpetuity, tj. po roce 2030, plánujeme s ohledem na vzdálenost časového horizontu od data ocenění na úrovni dlouhodobě očekávané výše inflace ve výši 2 % p. a. Domníváme se, že z dlouhodobého pohledu takto stanovená míra růstu reálně odráží dlouhodobě udržitelný potenciál společnosti i sílu konkurence.

Pro rok 2031 a následující již nebyl vytvořen finanční plán a projekce byla založena na předpokladu dlouhodobého růstu. Pro výpočet CF v perpetuitě platí tedy vztah:

$$\text{CF perpetuitní} = [\text{Upravený EBIT} \times (1 - \text{daň. sazba}) - \text{NI}] \times (1 + \text{míra růstu}), \text{kde:}$$

- Upravený EBIT = upravený provozní hospodářský výsledek (2030)
- Daň. sazba = předpokládaná daňová sazba pro období perpetuity (19 %)
- NI (net investment) = [Upravený EBIT × (1 - daň. sazba)] × CAPEX
- CAPEX (tzv. capital expenditures) = tempo růstu ÷ náklady kapitálu v perpetuitní fázi = 2 % ÷ 8,79 % = 22,76 %

Z důvodů profinancování růstu činí čisté investiční výdaje (CAPEX), tedy investice a změna pracovního kapitálu v průměru 22,76 % z provozního hospodářského výsledku po zdanění (viz např. www.stern.nyu.edu/~adamodar). Míra čistých investic nám použitá je odvozena od projektované míry růstu a předpokladu, že minimální dlouhodobá rentabilita kapitálu v daném sektoru neklesne pod WACC. Je spočítána jako:

$$\text{NI} = \text{míra růstu} \div \text{WACC perpetuitní} \times \text{Upravený EBIT} \times (1 - \text{daň. sazba})$$

Na základě výše uvedených kalkulací lze cash flow do perpetuity kalkulovat následovně:

- CF do perpetuity = [Upravený EBIT (2030) × (1 - daň. sazba) - NI] × (1 + míra růstu)
- CF do perpetuity = [6 389 × (1 - 0,19) - 1 178] × (1 + 0,02)
- CF do perpetuity = 4 077 tis. Kč

Pro období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu provozního cash flow každoročně ve výši **4 077 tis. Kč**.

3.2.8 Diskontní míra

Diskontní míra byla stanovena srovnatelně dle postupu uvedeného ve znaleckém posudku. Níže jsou uvedeny pouze parametry, které jsou pro konkrétní oceňovanou společnost – MAINTAIN s.r.o. odlišné.

3.2.8.1 Náklady na vlastní kapitál

Koefficient β

Koefficient beta je stanoven metodou analogie podle relevantních společností působících ve stejném odvětví v rámci evropského regionu. Jedná se o odvětví „Electrical Equipment“ a „Engineering/Construction“, které se nám jeví jako nejbližší obory tomu, ve kterém působí oceňovaná společnost. Nezadlužená beta je tedy pro účel výpočtu diskontu společnosti kalkulována ve výši průměru hodnot daných odvětí, tj. **0,85**.

Tabulka – Stanovení koeficientu beta metodou analogie

Odvětví	Počet firem	Beta	D/E poměr	Nezadlužená beta
Electrical Equipment	136	1,23	16,51 %	1,09
Engineering/Construction	142	0,99	81,91 %	0,60

Zdroj: www.stern.nyu.edu/~adamodar

3.2.8.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál společnosti MAINTAIN s.r.o. byly stanoveny shodně s náklady na cizí kapitál ovládající osoby DOBA a.s., která je 100 % vlastníkem. Výše nákladu na cizí kapitál pro období plánu i perpetuity tedy činí **2,74 %**.

3.2.8.3 Průměrné vážené náklady kapitálu – WACC

Hodnota váženého průměru nákladu kapitálu je stanovena na základě výše popsaných nákladů na vlastní a cizí zdroje a tržního poměru cizích a celkových zdrojů. Takto stanovená výše diskontní sazby se nám jeví jako přiměřená a vyvážená. Při výpočtu byly aplikovány iterace.

Tabulka – Diskontní faktor pro období plánu a perpetuity

DISKONTNÍ FAKTOR	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Bezriziková sazba	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%
Nezadlužená beta	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Riziková prémie pro vyspělé trhy	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Přirázka za riziko země	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%
Prémie za velikost a tržní kapitalizaci	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%
Přirázka za specifická rizika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	14,06%	14,39%	62,79%	66,97%	63,21%	59,89%
Sazba daně z příjmu	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Náklady na úročené cizí zdroje	2,74%	2,74%	2,74%	2,74%	2,74%	2,74%
Náklady na vlastní zdroje	10,58%	10,60%	16,33%	17,61%	16,44%	15,59%
WACC	9,40%	9,39%	7,47%	7,30%	7,45%	7,58%

DISKONTNÍ FAKTOR	2027	2028	2029	2030	Perpetuita
Bezriziková sazba	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%
Nezadlužená beta	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Riziková prémie pro vyspělé trhy	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Přirázka za riziko země	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%
Prémie za velikost a tržní kapitalizaci	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%
Přirázka za specifická rizika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

DISKONTNÍ FAKTOR	2027	2028	2029	2030	Perpetuita
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	56,47%	53,03%	49,55%	46,01%	29,60%
Sazba daně z příjmu	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Náklady na úročené cizí zdroje	2,74%	2,74%	2,74%	2,74%	2,74%
Náklady na vlastní zdroje	14,86%	14,22%	13,67%	13,18%	11,55%
WACC	7,72%	7,85%	7,99%	8,13%	8,79%

3.2.9 Výsledný propočet

V následující kapitole je provedeno závěrečné shrnutí kalkulace ocenění jmění společnosti výnosovou metodou DCF.

3.2.9.1 Ocenění aktiv/pasiv majících přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow

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

Provozní + perpetuitní efekt celkem

21 344 tis. Kč

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

Volná hotovost

Z informací uvedených v kapitole 3.2.2.6 Provozní hotovost je patrné, že společnost nedisponuje k datu ocenění volnou neprovozní hotovostí. Celková hodnota volné hotovosti společnosti k datu ocenění tedy činí:

Volná hotovost celkem

0 tis. Kč

Neprovozní či úročené odečitatelné cizí zdroje

Společnost eviduje k datu ocenění bankovní úvěry v celkový výši 3 000 tis. Kč. Více informací je uvedeno v kapitole 3.2.4 Způsob financování. Celková hodnota odečitatelných cizích zdrojů společnosti k datu ocenění tedy činí:

Odečitatelné cizí zdroje celkem

3 000 tis. Kč

3.2.9.3 Závěrečné shrnutí

Závěrečná kalkulace celkové hodnoty majetku a závazků společnosti vychází z výše uvedených propočtů.

Aktiva (majetek) / pasiva (závazky) společnosti, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow..... 21 344 tis. Kč

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

Dlouhodobý neprovozní majetek..... 0 tis. Kč

Neprovozní pohledávky 0 tis. Kč

Neprovozní hotovost..... 0 tis. Kč

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

Hodnota neprovozních odečitatelných cizích zdrojů -3 000 tis. Kč

Hodnota společnosti..... 18 344 tis. Kč

Závěrečná kalkulace je také shrnuta v následující tabulce:

Tabulka – Shrnutí ocenění společnosti výnosovou metodou DCF (v tis. Kč)

Rok	2027	2028	2029	2030	Perpetuita
Cash-flow pro ocenění	6 603	6 728	6 855	6 985	4 077
Diskontní sazba	7,72 %	7,85 %	7,99 %	8,13 %	6,79 %
NPV	66 815	65 369	63 776	62 018	60 077
Rok	7-12.2021	2022	2023	2024	2025
Cash-flow pro ocenění	1 485	-31 342	-11 893	5 805	6 435
Diskontní sazba	9,40 %	9,39 %	7,47 %	7,30 %	7,45 %
NPV	21 344	20 849	54 149	70 085	69 396
Hodnota dluhů	3 000				
Neprovozní pohledávky	0				
Volná hotovost	0				
Hodnota společnosti	18 344				

Hodnota čistého obchodního majetku (jmění) společnosti, stanovená výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků, činí ke dni ocenění, po zaokrouhlení na celé tisíce korun, částku 18 344 tis. Kč.

3.3 Ocenění společnosti metodou majetkovou na principu historických cen

Metoda účetní hodnoty vlastního kapitálu je jednou z možných majetkových metod, které lze k ocenění použít. Metoda využívá při ocenění zásad platných v účetnictví. Na jejich základě je sestavena rozvaha, která je souhrnným vyjádřením účetního ocenění podniku. Jako hodnota netto zde slouží vlastní kapitál chápáný jako účetní vlastní kapitál, tj. rozdíl mezi účetní netto hodnotou aktiv a účetní hodnotou závazků.

Při ocenění jsme vycházeli z účetních hodnot, na jejichž základě získáme hodnotu majetku, závazků a čistého obchodního majetku (jmění) společnosti MAINTAIN s.r.o.

Tabulka – Ocenění společnosti majetkovou metodou na principu historických cen (v tis. Kč)

Položka	Hodnota
Účetní hodnota majetku společnosti	14 181
Účetní hodnota závazků společnosti	7 188
Hodnota čistého obchodního majetku (jmění) společnosti	6 993

Hodnota čistého obchodního majetku (jmění) společnosti, stanovená majetkovou metodou na principu historických cen, činí ke dni ocenění, po zaokrouhlení na celé tisíce korun, částku 6 993 tis. Kč.

3.4 Rekapitulace výsledků ocenění

Hodnotu jmění společnosti k datu ocenění jsme stanovili dvěma metodami.

Metoda majetková na principu historických cen zachycuje specifickým způsobem hodnotu majetku a závazků k určitému datu. Za bezpochyby významnou výhodu této majetkové metody lze označit její průkaznost, neboť má podobu ocenění podle zásad platných v účetnictví. Dle stanoviska odborné veřejnosti však ocenění čistého obchodního majetku na úrovni účetní hodnoty nelze považovat za metodu ocenění zobrazující vždy zcela přesně hodnotu oceňovaného podniku. S ohledem na výše uvedené důvody ji tedy považujeme za podpůrnou metodu pro stanovení jmění společnosti.

Metoda výnosová DCF je založena na kvantifikaci současné hodnoty budoucích volných peněžních toků plynoucích z oceňované společnosti. Metoda se zaměřuje na výnosový potenciál s předpokladem tzv. going concern, tedy předpokladem jeho nepřetržitého trvání. Tato metoda odpovídá na otázku, jakou hodnotu je daný soubor majetku a závazků schopen generovat za daných podmínek.

Tabulka – Rekapitulace ocenění jmění společnosti (v Kč)

Metoda	Hodnota
Metoda majetková na principu historických cen	6 993 000 Kč
Metoda výnosová DCF	18 344 000 Kč

Jako nejvíce vhodná a reprezentativní byla v souladu s informacemi uvedenými výše pro ocenění jmění společnosti zvolena metoda výnosová DCF.

**Hodnotu čistého obchodního majetku (jmění) společnosti MAINTAIN s.r.o.,
tedy hodnotu 100% obchodního podílu společnosti DOBA a.s. na této společnosti,
stanovujeme na základě výše uvedených informací a předpokladů celkem na částku:**

18 344 000 Kč.

Příloha č. 3

Ocenění společnosti AAS Automotive s.r.o. k 30.6.2021

PŘÍLOHA Č. 3

OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI AAS AUTOMOTIVE S.R.O. K 30.6.2021

Ocenění společnosti AAS Automotive s.r.o., IČ 257 35 691, se sídlem Na Výsluní 1181, 294 01 Bakov nad Jizerou, ke dni 30.6.2021, je zpracováno jako nedílná součást Znaleckého posudku č. 3822-242/20 o stanovení hodnoty akcií emitovaných společnosti DOBA a.s. pro účely dražby

OBSAH

1	PŘEDMĚT OCENĚNÍ.....	2
1.1	Rozvaha společnosti AAS Automotive s.r.o.....	3
2	ANALÝZA SPOLEČNOSTI A PROSTŘEDÍ	5
2.1	Strategická analýza	5
2.1.1	Makroekonomické prostředí	5
2.1.2	Analýza odvětví	5
2.1.3	Odběratelé společnosti	7
2.1.4	Predikce vývoje odvětví	8
2.2	Finanční analýza společnosti	10
2.2.1	Analýza rozvahy	10
2.2.2	Analýza výkazu zisků a ztrát	11
3	OCENĚNÍ	15
3.1	Použitý způsob ocenění.....	15
3.2	Výnosové ocenění společnosti AAS Automotive s.r.o.....	15
3.2.1	Finanční plán	15
3.2.2	Pracovní kapitál	17
3.2.3	Plán investic a odpisů	22
3.2.4	Způsob financování	23
3.2.5	Plán provozního cash flow	24
3.2.6	Plán bilance	25
3.2.7	Pokračující hodnota	26
3.2.8	Diskontní míra	27
3.2.9	Výsledný propočet	28
3.3	Ocenění společnosti metodou majetkovou na principu historických cen.....	30
3.4	Rekapitulace výsledků a stanovení hodnoty 45% obchodního podílu.....	31

1 PŘEDMĚT OCENĚNÍ

Předmětem ocenění je 45% obchodní podíl společnosti DOBA a.s. na společnosti AAS Automotive s.r.o., IČ 257 35 691, se sídlem Na Výsluní 1181, 294 01 Bakov nad Jizerou, ke dni 30.6.2021. Primárním předmětem ocenění tedy bude obchodní závod společnosti AAS Automotive s.r.o. ve smyslu souboru majetku a závazků, od jehož hodnoty bude hodnota oceňovaného podílu odvozena.

Tabulka: Základní údaje o společnosti AAS Automotive s.r.o. dle Obchodního rejstříku podle stavu ke dni 30.6.2021

Obchodní firma	AAS Automotive s.r.o.	
Sídlo	Na Výsluní 1181, 294 01 Bakov nad Jizerou	
IČ	257 35 691	
Spisová značka	C 65524 vedená u Městského soudu v Praze	
Den zápisu	9. února 1999	
Právní forma	Společnost s ručením omezeným	
Základní kapitál	2 000 000,- Kč	

Předmět podnikání

Předmětem podnikání společnosti dle obchodního rejstříku je:

- ▶ zámečnictví, nástrojářství
- ▶ obráběčství
- ▶ výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Dle informací uvedených v rámci registru ekonomických subjektů (www.czso.cz) lze předmět podnikání společnosti dle členění CZ-NACE Rev. 2 detailněji charakterizovat následovně:

Tabulka: Zařazení společnosti dle Registru ekonomických subjektů

Název atributu	Kód	Text
Statistická právní forma	112	Společnost s ručením omezeným
Institucionální sektor: dle ESA2010	11002	Národní soukromé nefinanční podniky
Velikostní kategorie podle počtu zam.	310	100-199 zaměstnanců
Činnosti – dle CZ-NACE	256	Povrchová úprava a zušlechtování kovů; obrábění
	4690	Nespecializovaný velkoobchod
	2572	Výroba zámků a kování
	461	Zprostředkování velkoobchodu a velkoobchod v zastoupení
	7120	Technické zkoušky a analýzy
	00	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Následující tabulka zobrazuje informace o statutárním orgánu společnosti:

Statutární orgán

Jednatel:	KAREL ZETKA, dat. nar. 14. března 1958 č.p. 102, 293 01 Dalovice Den vzniku funkce: 12. listopadu 2009
Jednatel:	JOSEF ZAJÍČEK, dat. nar. 21. dubna 1972 č.p. 44, 294 02 Branžež Den vzniku funkce: 24. dubna 2013
Způsob jednání:	Jednatel zastupuje společnost samostatně.

Prokura byla udělena panu Zdeňku Macháčkovi, dat. nar. 8. května 1977, Sadová 409/2, 293 06 Kosmonosy.

Údaje o společnících společnosti jsou uvedeny v následující tabulce:

Společníci

Společník:	DOBA a.s., IČ: 451 48 139, Na Výsluní 1181, 294 01 Bakov nad Jizerou
Podíl:	Vklad: 900 000,- Kč, Splaceno: 100 %, Obchodní podíl: 45 %, základní.
Společník:	BENET HOLDING s.r.o., IČ: 495 50 489, Do Čertous 2622/14, Horní Počernice, 193 00 Praha 9
Podíl:	Vklad: 900 000,- Kč, Splaceno: 100 %, Obchodní podíl: 45 %, základní.
Společník:	ZDENĚK MACHÁČEK, dat. nar. 8. května 1977, Sadová 409/2, 293 06 Kosmonosy
Podíl:	Vklad: 200 000,- Kč, Splaceno: 100 %, Obchodní podíl: 10 %, základní.

1.1 Rozvaha společnosti AAS Automotive s.r.o.

Od pověřených osob Zadavatele Znaleckého posudku jsme obdrželi předběžnou rozvahu společnosti AAS Automotive s.r.o. vyhotovenou k datu ocenění 30.6.2021.

Tabulka – Aktiva společnosti k datu ocenění (v tis. Kč)

Položka	Netto
AKTIVA CELKEM	477 988
Stálá aktiva	338 857
Dlouhodobý nehmotný majetek	4 859
Software	6
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	4 853
Dlouhodobý hmotný majetek	333 998
Pozemky	17 907
Stavby	146 630
Hmotné movité věci a jejich soubory	139 907
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	29 554
Dlouhodobý finanční majetek	0

Položka	Netto
AKTIVA CELKEM	477 988
Oběžná aktiva	132 261
Zásoby	61 139
Materiál	31 991
Nedokončená výroba a polotovary	28 899
Výrobky	249
Dlouhodobé pohledávky	8 787
Odložená daňová pohledávka	8 747
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	40
Krátkodobé pohledávky	49 178
Pohledávky z obchodních vztahů	39 923
Krátkodobé poskytnuté zálohy	364
Dohadné účty aktivní	-578
Jiné pohledávky	9 469
Krátkodobý finanční majetek	0
Peněžní prostředky	4 157
V pokladně	102
Na účtech v bankách	4 055
Časové rozlišení	15 870
Náklady příštích období	1 378
Komplexní náklady příštích období	14 492

Tabulka – Pasiva společnosti k datu ocenění (v tis. Kč)

Položka	Stav
PASIVA CELKEM	477 988
Vlastní kapitál	155
Základní kapitál	2 000
Ážio a kapitálové fondy	0
Fondy ze zisku	200
Ostatní rezervní fondy	200
Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	-13 208
Výsledek hospodaření běžného účetního období	11 163
Cizí zdroje	477 833
Rezervy	934
Ostatní rezervy	934
Dlouhodobé závazky	430 128
Závazky k úvěrovým institucím	249 976
Závazky ke společníkům	180 152
Krátkodobé závazky	46 771
Krátkodobé přijaté zálohy	1 155

Položka	Stav
PASIVA CELKEM	477 988
Závazky z obchodních vztahů	37 170
Závazky k zaměstnancům	3 960
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	2 128
Stát – daňové závazky a dotace	1 533
Dohadné účty pasivní	800
Jiné závazky	25
Časové rozlišení	0

2 ANALÝZA SPOLEČNOSTI A PROSTŘEDÍ

2.1 Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného závodu. Výnosový potenciál je závislý na potenciálu vnějším a vnitřním, kterým společnost disponuje. Vnější potenciál lze souhrnně kvalitativně vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí (odvětví, relevantní trh), v němž se pohybuje oceňovaný závod, vnitřní potenciál souhrnnem silných a slabých stránek závodu.

2.1.1 Makroekonomické prostředí

Charakteristika makroekonomického prostředí oceňované společnosti je uvedena v rámci Znaleckého posudku č. 3822-242/20 o stanovení hodnoty akcií emitovaných společností DOBA a.s. pro účely dražby.

2.1.2 Analýza odvětví

V rámci této kapitoly je provedena analýza společností působících analogicky s oceňovanou společností AAS Automotive s.r.o. ve stejném odvětví i regionu. Analýza byla provedena na základě disponibilních dat za období 2015-2019. Byla využita data finanční databáze TP Catalyst, což je databáze obsahující finanční informace o více než 20 milionech evropských společností.

Níže jsou zobrazeny omezující podmínky pro vyhledávací strategii v databázi TP Catalyst. Omezili jsme vyhledávání pouze na aktivní společnosti působící v České republice. Kritériem pro vymezení relevantního trhu bylo zvoleno členění dle NACE rev. 2. Databáze řadí společnosti AAS Automotive s.r.o. pod primární NACE kód 29.32 - Výroba ostatních dílů a příslušenství pro motorová vozidla. Omezili jsme typy účtů na nekonsolidované. Byly vybrány pouze společnosti s dostupnými daty o EBITDA marži v alespoň třech letech z pěti v rámci sledovaného období let 2015-2019. Z důvodu velikostní srovnatelnosti jsme dále vyhledávání omezili pouze na společnosti s provozními tržbami v rozmezí 100-1000 mil. Kč v alespoň třech letech z pěti v rámci sledovaného období let 2015-2019. Celkem bylo tímto způsobem nalezeno 85 společností, které jsou srovnatelné s námi oceňovanou společností.

Potential comparable population selection		
Criterion	Step result	Search result
1. All companies in the scope of analysis	23,634,261	23,634,261
2. Status: Active	16,508,602	16,508,602
3. World region/Country/Region in country: Czech Republic	323,644	286,185
4. NACE Rev. 2 primary codes: 2932 - Manufacture of other parts and accessories for motor vehicles	9,640	342
5. EBITDA Margin (%): All companies with a known value, 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, for at least 3 of the 5 selected periods	3,591,151	265
6. Operating revenue (Turnover) (th CZK): 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, min=100.000. max=1.000.000. for at least 3 of the 5 selected periods	411,934	85
Boolean search : 1 And 2 And 3 And 4 And 5 And 6	TOTAL	85
Note: access to European companies - All companies, with unconsolidated accounts sourced from local registry filings preferred		

Byly srovnávány primárně hospodářské parametry, zejména pak ukazatele „Provozní výnosy, resp. Obrat“, „EBITDA/Provozní výnosy, resp. Obrat. Jak již bylo uvedeno výše, do výběrového vzorku byly zařazeny společnosti z daného odvětví, jež publikovaly data alespoň ve třech z pěti let za období 2015-2019.

Srovnáním položky „Provozní výnosy“ společnosti s provozními výnosy všech vybraných společností zahrnutých do výběrového vzorku, jež reprezentuje příslušné odvětví, byla identifikována **míra významu společnosti AAS Automotive s.r.o. v daném odvětví**.

Následně srovnáním příslušných poměrových ukazatelů společnosti s hodnotami těchto ukazatelů z dat společností za příslušné odvětví byla provedena **komparace se společnostmi působícími v rámci daného odvětví**.

Tabulka – Hospodářské parametry odvětví i společnosti v rámci regionu ČR (v tis. Kč, %)

OBDOBÍ	2015	2016	2017	2018	2019*	průměr
Obrat odvětví	29 762 736	32 359 652	33 733 097	31 598 643	10 932 647	31 863 532
míra růstu odvětví ČR		8,73 %	4,24 %	-6,33 %	-65,40 %	2,21 %
Obrat společnosti	175 169	268 618	263 902	202 323	229 767	227 956
míra růstu společnosti	-	53,35 %	-1,76 %	-23,33 %	13,56 %	10,46 %
podíl na trhu	0,59 %	0,83 %	0,78 %	0,64 %	-	0,71 %
EBITDA marže odvětví ČR:						
1. quartil	5,46 %	4,43 %	4,73 %	4,08 %	5,92 %	4,68 %
medián	10,67 %	9,75 %	9,02 %	7,60 %	7,86 %	9,26 %
3. quartil	16,21 %	14,75 %	13,76 %	11,73 %	9,98 %	14,11 %
průměr	11,25 %	10,98 %	9,29 %	7,85 %	7,50 %	9,84 %
počet společností vzorku	81	85	85	79	23	83
EBITDA marže společnosti	11,03 %	4,83 %	6,35 %	5,75 %	-11,36 %	3,32 %

Zdroj: Databáze TP Catalyst

*Pozn.: Data za rok 2019 doposud nejsou úplná, tudíž jsou údaje nepřesné. Z toho důvodu je odvětvový průměr kalkulován pouze na datech z let 2015-2018.

Z výše uvedeného je patrné průměrné tempo růstu odvětví jako celku v letech 2015-2018 na úrovni 2,21 %. Naproti tomu obrat společnosti v těchto letech klesal rostl průměrným ročním tempem přibližně 10 %,

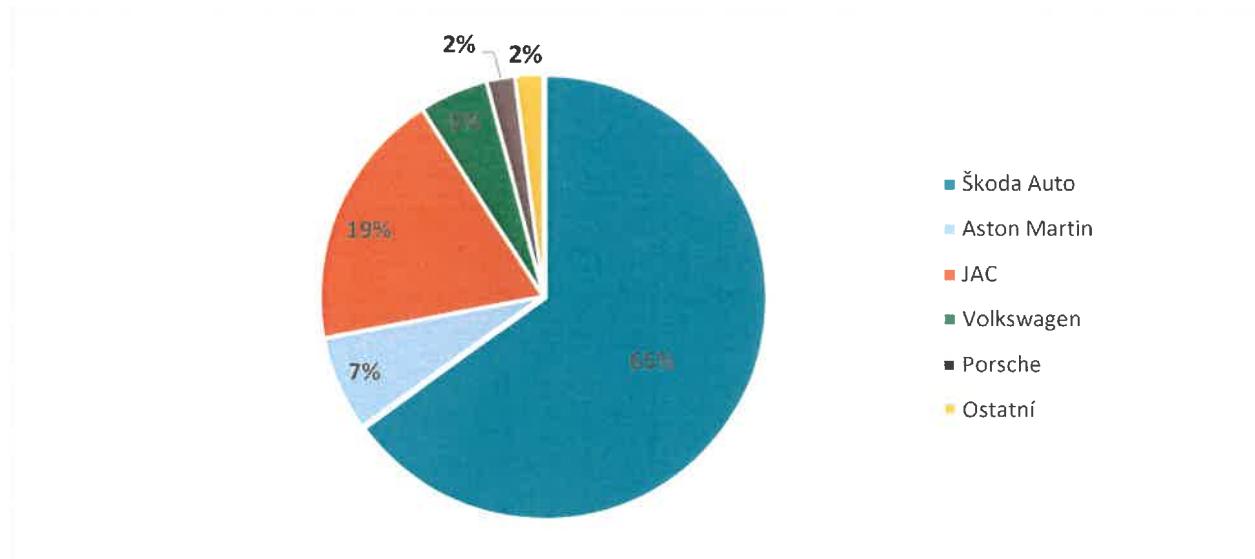
v roce 2018 však zaznamenala společnost výrazný pokles tržeb, což způsobilo i pokles tržního podílu vyjádřeného provozními tržbami na 0,64 %. V roce 2020 zaznamenala společnost i přes negativní makroekonomický vývoj razantní nárůst obratu o téměř 50 %. Pro rok 2021 předpokládá vedení společnosti rovněž růst obratu o přibližně 50 % v důsledku významných investic do rozšíření výrobních kapacit a nových výrobních prostorů.

Průměrná EBITDA marže společnosti za období let 2015-2019 činí 3,32 %. Při zohlednění dat za rok 2020 (15,33 %) dosahuje průměrná EBITDA marže hodnoty 5,32 %, což by společnost řadilo spíše na úroveň 1. kvartilu méně ziskových společností v odvětví. Je však patrný významný nárůst EBITDA marže po uskutečněných investicích a přesunu výroby do nových prostor, a proto není historický vývoj pro predikci hospodaření příliš vypovídající a finanční plán bude založen zejména na aktuálně dosahovaných hodnotách a dostupných predikcích (rok 2020 a dále).

2.1.3 Odběratelé společnosti

Významným prvkem odvětví, který podstatným způsobem ovlivňuje hospodaření společnosti, jsou její odběratelé, kteří jsou značně koncentrováni, viz následující graf:

Obrázek: Odběratelé společnosti AAS Automotive s.r.o.



Zdroj: podklady dodané Zadavatelem

Je patrné, že téměř dvě třetiny odbytu společnosti AAS Automotive tvoří jediný odběratel – Škoda Auto, s přibližně pětinovým podílem následuje čínský výrobce automobilů JAC. Třetím nejvýznamnějším odběratelem je společnost Aston Martin.

Dle výše uvedeného je zřejmé, že hospodaření společnosti AAS Automotive je významně závislé na vývoji společností působících na automobilovém trhu, zejména pak na společnosti Škoda Auto.

Vývoj výroby společnosti Škoda Auto je patrný z následující tabulky:

Tabulka – Výroba společnosti Škoda Auto (v ks)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020
Automobily	858 100	886 100	910 000	753 013
Motory	n.a.	584 880	570 000	411 000
Nápravy	n.a.	1 141 730	2 312 000	1 511 000
Převodovky	n.a.	n.a.	1 126 000	853 000

Zdroj: ŠKODA AUTO a.s. (www.skoda-auto.cz/novinky)

Je zřejmé, že i společnost Škoda Auto byla v roce 2020 ovlivněna pandemií, v důsledku čehož poklesla výroba automobilů o přibližně 17 %. Pro rok 2021 plánuje společnost Škoda Auto uvést na trh novou generaci osobního automobilu Fabia a první elektromobil Enyaq, což by mělo opět vést k navázání na růstový trend předchozích let. S tím je však spojeno významné riziko v podobě zpožďování výroby nových automobilů v důsledku nedostatku čipů do palubní elektroniky vozů – detailnější predikce výhledu hospodaření společnosti Škoda Auto či společností zahrnutých v analýze odvětví (kapitola 2.1.2) však není k dispozici, a proto jsme zvolili pro predikci vývoje odvětví postup uvedený v následující kapitole.

2.1.4 Predikce vývoje odvětví

Z důvodu nevhodnosti použití historických dat vývoje společnosti AAS Automotive pro sestavení finančního plánu (viz kapitola 2.1.2) jsme dále vypracovali predikci odvětví. Ta je založena především na odhadech budoucího vývoje veřejně obchodovaných společností, přičemž předpokládáme, že právě tyto společnosti budou udávat základní trend vývoje odvětví, který budou dále následovat i menší veřejně neobchodované společnosti – pro které tato data nejsou dostupná.

Vzhledem k významu společnosti Škoda Auto, jakožto největšího odběratele společnosti AAS Automotive, jsme jako nejbližší veřejně obchodovanou společnost, jejíž vývoj a budoucí predikce jsou pro nám oceňovanou společnost nejvíce relevantní, zvolili společnost Volkswagen AG.

Pomocí databáze Refinitiv Eikon jsme dále identifikovali „peer group“ společnosti Volkswagen AG, tj. nejvíce porovnatelné společnosti, a to: B.M.W AG, Continental AG, Daimler AG, Renault SA, Schaeffler AG a Stellantis NV. Kromě těchto společností jsme do analýzy dále zařadili i veřejně obchodované společnosti Aston Martin L.G.H. plc a JAC Motors, tedy další významné odběratele oceňované společnosti.

Následující tabulka obsahuje historii a predikci tržeb uvedených společností za roky 2019-2024.

Tabulka – Predikce tržeb (v mil. EUR, konsolidovaná data)

OBDOBÍ	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aston Martin L.G.H. plc	1 152	646	1 243	1 405	1 615	2 077
B.M.W AG	104 210	98 457	103 921	108 986	113 775	105 975
#Continental AG	44 478	37 530	42 126	44 207	49 189	48 948
Daimler AG	172 745	169 649	178 899	181 729	180 039	n.a.
JAC Motors	6 049	6 516	6 618	7 454	n.a.	n.a.
Renault SA	55 537	43 698	49 516	52 862	55 155	63 965
#Schaeffler AG	14 427	12 636	14 126	14 909	15 598	15 712

OBDOBÍ	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Stellantis NV	108 187	135 035	152 705	162 039	175 219	178 362
Volkswagen AG	252 632	217 547	247 071	261 023	276 374	254 657
Celkem	759 418	721 713	796 226	834 614	866 964	669 695
Meziroční změna (roky 2023 a 2024 očištěny o chybějící data):						
pouze automobilky	2,84 %	-4,13 %	10,19 %	4,80 %	6,09 %	-2,83 %
pouze autodíly (#)	0,44 %	-14,84 %	12,13 %	5,09 %	9,59 %	-0,20 %
Celkem	2,65 %	-4,96 %	10,32 %	4,82 %	6,41 %	-2,58 %

Zdroj: Databáze Refinitiv – Eikon

Z tabulky výše je patrné, že všechny uvedené společnosti zaznamenaly v roce 2020 pokles (s výjimkou JAC a Stellantis). V roce 2021 je však již predikován významný nárůst tržeb, který pokračuje v nižších hodnotách až do roku 2023. Pro rok 2024 je predikován mírný pokles, který je nejvíce patrný u společnosti Volkswagen AG. Celkové průměrné tempo růstu v následujících čtyřech letech činí 4,74 %.

Další tabulka obsahuje data o plánované EBITDA marži uvedených společností:

Tabulka – Predikce EBITDA marže (v %, konsolidovaná data)

OBDOBÍ	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aston Martin L.G.H. plc	13,46%	-11,06%	16,81%	19,03%	15,86%	n.a.
B.M.W AG	12,89%	11,15%	12,96%	13,30%	13,17%	13,80%
Continental AG	11,19%	9,59%	13,02%	13,97%	13,88%	15,31%
Daimler AG	6,90%	11,10%	11,69%	12,45%	14,69%	n.a.
JAC Motors	5,30%	2,76%	3,22%	4,49%	n.a.	n.a.
Renault SA	10,65%	6,53%	10,25%	11,51%	11,84%	10,95%
Schaeffler AG	12,26%	11,76%	13,90%	14,76%	13,50%	14,25%
Stellantis NV	11,20%	10,19%	12,09%	12,72%	13,20%	12,02%
Volkswagen AG	16,27%	13,31%	14,22%	15,19%	13,57%	16,62%
Medián	11,20%	10,19%	12,96%	13,30%	13,53%	14,02%
Kumulovaný souhrn	12,08%	11,16%	12,68%	13,47%	13,59%	14,20%

Zdroj: Databáze Refinitiv – Eikon

Z výše uvedených dat je patrné, že mezi automobilkami a společnostmi vyrábějícími autodíly nejsou významné rozdíly co do výše EBITDA marže. Z dat významněji vybočuje pouze společnost JAC, což může být dánno odlišnými makroekonomickými faktory. Použití mediánu vliv těchto extrémních hodnot eliminuje. Průměrný medián EBITDA marže výše uvedených společností za období let 2019-2024 činí 12,53 %.

Kumulovaná EBITDA marže (kumulovaná EBITDA výše uvedených společností ÷ jejich celkové tržby) za stejně období dosahuje průměrné hodnoty 12,86 %.

Závěry strategické analýzy

V návaznosti na výše uvedeném v rámci jednotlivých kapitol strategické analýzy je možné shrnout data následovně:

1. S ohledem na velikost a úroveň otevřenosti české ekonomiky lze i nadále předpokládat, že vnější prostředí bude působit na makroekonomický vývoj v České republice. Ekonomický vývoj v České republice v následujícím období lze hodnotit v závislosti na míře intenzity **negativních dopadů současné pandemie koronaviru** a s tím souvisejících restriktivních opatření.
2. Predikce tržeb odvětví automobilového průmyslu počítá v **nejbližších letech s růstovým trendem**, kterého by mohla společnost AAS Automotive využít. **Rizikem** však zůstává nedostatek čipů.
3. Vzhledem k historickému vývoji obratu společnosti AAS Automotive v porovnání s relevantním trhem a predikci odvětví v roce 2024 (zejména Volkswagen AG) **nepředpokládáme** v letech za horizontem finančního plánu sestaveného zástupci společnosti **významné růstové tendenze**.
4. Historická ziskovost společnosti je z pohledu odvětví nižší, a to na úrovni přibližně 1. kvartulu hodnot. Vzhledem k uskutečněných investicích, přesunu výroby do nových prostor, dosažené EBITDA marže v roce 2020 a predikci vývoje EBITDA marže společností v předchozí kapitole v následujících letech předpokládáme dosažení **vyšší**, spíše mediánové, úrovně **EBITDA marže** v porovnání s historií.

Všechny výše uvedené body nás vedou k závěru, že existuje podložená možnost, že s ohledem na svůj potenciál má oceňovaná společnost v nejbližších letech prostor pro výraznější růst tržeb i ziskovosti. Z dlouhodobého pohledu poté předpokládáme udržitelnost těchto dosažených hodnot.

2.2 Finanční analýza společnosti

V rámci následujících kapitol byla provedena finanční analýza předmětu ocenění za období let 2016-6.2021.

2.2.1 Analýza rozvahy

Celková výše aktiv společnosti zaznamenala z důvodu již zmíněných rozsáhlých investic významný nárůst v roce 2018. V letech 2018-2020 tvoří většinu aktiv dlouhodobý hmotný majetek. Výše oběžných aktiv byla v těchto letech poměrně stabilní se změnami pouze v rámci jednotlivých položek – především pokles peněžních prostředků na úkor krátkodobých pohledávek.

Tabulka – Vývoj Aktiv společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
AKTIVA CELKEM	101 618	167 805	541 801	532 580	466 058	477 988
Stálá aktiva	19 927	74 550	414 258	402 544	337 860	338 857
Dlouhodobý nehmotný majetek	824	2 997	3 996	4 553	4 553	4 859
Dlouhodobý hmotný majetek	19 103	71 553	410 262	397 991	333 307	333 998
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	72 678	84 482	117 818	115 949	111 608	123 261
Zásoby	19 553	28 194	33 243	37 153	41 751	61 139
Dlouhodobé pohledávky	66	66	66	9 862	9 862	8 787
Krátkodobé pohledávky	48 068	15 128	35 852	66 800	43 289	49 178

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Peněžní prostředky	4 991	41 094	48 657	2 134	16 706	4 157
Časové rozlišení	9 013	8 773	9 725	14 087	16 590	15 870

Celková hodnota pasiv společnosti vykazovala v souladu s vývojem aktiv významný nárůst v roce 2018, a to prostřednictvím cizích zdrojů. Vlastní kapitál společnosti se v důsledku výrazné záporného výsledku hospodaření roku 2019 propadnul do záporných hodnot. Tato skutečnost byla dle zástupců Zadavatele způsobena stěhováním do nových výrobních prostor a již v prvním pololetí roku 2021 nastal návrat do kladných hodnot. Nejvýznamnějším zdrojem financování společnosti jsou od roku 2018 bankovní úvěry.

Tabulka – Vývoj Pasiv společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
PASIVA CELKEM	101 618	167 805	541 801	532 580	466 058	477 988
Vlastní kapitál	24 509	31 548	31 636	-14 938	-11 135	155
Základní kapitál	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
Rezervní, nedělitelný a ostatní fondy ze zisku	200	200	200	200	200	200
Výsledek hospodaření minulých let	16 430	22 310	29 347	29 436	-17 138	-13 208
Výsledek hospodaření za účetní období	5 879	7 038	89	-46 574	3 803	11 163
Cizí zdroje	77 109	136 257	510 160	547 518	477 193	477 833
Rezervy	236	72	413	303	934	934
Dlouhodobé závazky	27 010	92 330	147 462	184 031	180 239	180 152
Krátkodobé závazky	27 354	19 452	50 706	43 542	30 850	46 771
Bankovní úvěry a výpomoci	22 509	24 403	311 579	319 642	265 170	249 976
Časové rozlišení	0	0	5	0	0	0

2.2.2 Analýza výkazu zisků a ztrát

V rámci následující kapitoly je provedena analýza historických dat provozní činnosti společnosti, a to za období let 2016-6.2021.

Tabulka – Vývoj položek Výkazu zisků a ztrát společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Výkony	210 611	230 165	194 306	183 765	277 461	205 105
Výkonová spotřeba	185 426	190 753	147 199	173 031	191 351	136 691
Spotřeba materiálu a energie	157 695	145 264	89 514	108 894	124 527	92 279
Služby	27 731	45 489	57 685	64 137	66 824	44 412
Přidaná hodnota	25 185	39 412	47 107	10 734	86 110	68 414
Osobní náklady	27 452	37 409	42 653	55 394	61 324	36 587
Mzdové náklady	20 249	27 622	31 401	40 618	45 400	26 740
Náklady na sociální zabezpečení a zdr. pojištění	6 878	9 417	10 588	13 612	14 897	8 898

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Sociální náklady	325	370	664	1 164	1 027	949
Daně a poplatky	11	39	172	116	263	197
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	2 731	5 203	7 038	14 170	31 123	16 915
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	53 474	29 799	4 517	43 013	52 681	13 770
ZC prodaného dl. majetku a materiálu	42 328	18 500	246	26 693	28 541	5 839
Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	1 073	1 632	2 168	2 220	2 688	900
Ostatní provozní výnosy	4 533	3 938	3 500	2 989	3 624	731
Ostatní provozní náklady	428	450	425	642	1 117	518
Provozní výsledek hospodaření	9 169	9 916	2 422	-42 499	17 359	21 959

Z historických dat společnosti uvedených výše je patrné následující:

- ▶ Pokles tržeb v letech 2018 a 2019 a následný výrazný růst v roce 2020 se stejnými předpoklady i pro rok 2021;
- ▶ Dlouhodobý růst Přidané hodnoty (mimo rok 2019);
- ▶ Nárůst odpisů od roku 2019 – po významných investicích do dlouhodobého hmotného majetku;
- ▶ Vysoké hodnoty prodejů dlouhodobého majetku, které jsou tvořené prodejem nástrojů a jednoúčelových strojů pořizovaných v rámci konkrétních projektů pro zákazníka na vlastní náklad;
- ▶ Proměnlivé hodnoty položky Provozní výsledek hospodaření s významným nárůstem od roku 2020.

Jednotlivé poměrové ukazatele hospodaření lze kalkulovat za období 2016-6.2021 následujícím způsobem:

Tabulka – Vývoj poměrových ukazatelů hospodaření společnosti (v %)

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020	6.2021	průměr*
Míra růstu Výkonů	-	9,28%	-15,58%	-5,42%	50,99%	-	9,82%
Výkonová spotřeba/Výkony	88,04%	82,88%	75,76%	94,16%	68,97%	66,64%	81,96%
Materiál a energie/Výkony	74,88%	63,11%	46,07%	59,26%	44,88%	44,99%	57,64%
Služby/Výkony	13,17%	19,76%	29,69%	34,90%	24,08%	21,65%	24,32%
Osobní náklady/Tržby	13,03%	16,25%	21,95%	30,14%	22,10%	17,84%	20,70%
Mzdové N/Tržby	9,61%	12,00%	16,16%	22,10%	16,36%	13,04%	15,25%
N na soc. a zdr. pojišt./Mzdové N	33,97%	34,09%	33,72%	33,51%	32,81%	33,28%	33,62%
Soc. N/Mzdové N	1,61%	1,34%	2,11%	2,87%	2,26%	3,55%	2,04%
Daně a poplatky/Tržby	0,01%	0,02%	0,09%	0,06%	0,09%	0,10%	0,05%
OPV/Tržby	2,15%	1,71%	1,80%	1,63%	1,31%	0,36%	1,72%
OPN/Tržby	0,20%	0,20%	0,22%	0,35%	0,40%	0,25%	0,27%

*Poznámka: průměr kalkulován za období let 2016-2020.

Společnost vykazuje ve sledovaném období:

- ▶ Proměnlivé tempo růstu tržeb v důsledku investic a přesunu výroby v letech 2018-2020;
- ▶ S výjimkou roku 2019 klesající podíl výkonové spotřeby na výkonech;
- ▶ Rostoucí podíl osobních nákladů k tržbám (mimo období 2020-6.2021);
- ▶ Pokles podílu ostatních provozních výnosů a růst podílu ostatních provozních nákladů.

Z výše uvedených dat vyplývá, že v letech 2018-2019 se hospodaření společnosti výrazně zhoršilo v důsledku provádění investic, rozšiřování kapacity a přesunu do nového výrobního závodu. V roce 2020 i v prvním pololetí roku 2021 se již projevuje kladný efekt provedených změn, přičemž obdobný trend by měl následovat dle zástupců Zadavatele i ve druhém pololetí a v roce 2022. Z tohoto důvodu nepovažujeme historický vývoj společnosti za příliš relevantní pro sestavení finančního plánu, a i přes potenciální vliv pandemie na data roku 2020 očekáváme vývoj hospodaření spíše v trendu tohoto posledního roku.

Následně je provedena finanční analýza poměrových ukazatelů rentability, aktivity, zadlužnosti a likvidity společnosti i odvětví (šedé podbarvení) specifikovaného v předchozí kapitole 2.1.2 Analýza odvětví, a to za sledované období let 2015-2019. Z důvodu neúplnosti odvětvových dat za rok 2019 je průměr kalkulován z hodnot za roky 2015-2018.

Tabulka – Ukazatele rentability, zadlužnosti, likvidity a aktivity společnosti a odvětví

OBDOBÍ	2015	2016	2017	2018	2019	průměr
Rentabilita vlastního kapitálu (s EAT)	81,13%	29,45%	27,50%	0,69%	311,8%	34,69%
	20,05%	3,48%	9,70%	4,79%	-12,12%	9,51%
Rentabilita aktiv (s EBIT)	17,43%	7,17%	5,18%	0,04%	-8,74%	7,46%
	10,56%	10,44%	7,39%	5,28%	6,59%	8,42%
Rentabilita tržeb (s EBIT)	10,16%	3,41%	3,76%	1,20%	-17,53%	4,63%
	7,34%	7,15%	4,84%	4,05%	4,32%	5,85%
Podíl vlastního kapitálu	21,49%	24,35%	18,84%	5,92%	-2,80%	17,65%
	50,11%	49,88%	50,50%	51,70%	51,73%	50,55%
Úrokové krytí	31,85	14,04	9,86	1,17	-3,55	14,23
	45,18	46,81	40,94	50,12	99,67	45,76
Celková likvidita	1,01	2,10	4,79	2,52	1,69	2,60
	2,70	2,74	2,57	2,39	1,99	2,60
Pohotová likvidita	0,69	1,59	3,35	1,86	1,10	1,87
	1,96	1,95	1,80	1,66	1,47	1,84
Peněžní likvidita	0,06	0,13	2,11	0,96	0,05	0,82
	0,63	0,70	0,67	0,60	0,43	0,65
Obrat čistých aktiv	5,57	4,29	1,78	0,41	n.a.	3,01
	4,52	4,46	3,58	3,25	3,75	3,95
Doba obratu zásob [dny]	36,62	26,55	38,68	59,07	58,80	40,23
	21,54	19,86	21,03	21,53	23,29	20,99
Doba obratu pohledávek [dny]	49,23	61,49	18,51	27,82	102,24	39,26
	52,23	50,93	48,95	49,78	51,06	50,47
Doba obratu závazků [dny]	36,71	33,67	22,82	83,20	28,43	44,10
	43,00	38,71	40,95	42,07	34,36	41,18

Zdroj: Databáze TP Catalyst

Z tabulky výše vyplývá, že společnost je nadprůměrně rentabilní z pohledu *rentability vlastního kapitálu*, v oblasti *rentability tržeb* a celkových aktiv dosahuje spíše podprůměrných hodnot.

Podíl vlastního kapitálu společnosti byl po celé sledované období výrazně nižší, než je průměr odvětví, v roce 2019 poklesl do záporných hodnot. Ukazatel úrokového krytí je v rámci odvětví výrazně vysoko, společnost dosahuje mnohem nižších hodnot s významně klesajícím trendem.

Ukazatele likvidity společnosti zaznamenaly v průběhu sledovaného období významnou variabilitu, růst z minimálních hodnot v roce 2015 přes vrchol v roce 2017 s následným poklesem. Průměr hodnot za celé sledované období je téměř totožný s odvětvovým průměrem.

Obrat aktiv v letech 2015 a 2016 značí efektivní využívání majetku společnosti ve srovnání s odvětvím. Z důvodu již zmíněného poklesu tržeb a rozsáhlých investic tento ukazatel od roku 2017 klesal. Doba obratu zásob spíše rostla a za celé období je v průměru 2× vyšší, než je odvětvový průměr. Doba obratu pohledávek byla výrazně proměnlivá s vrcholem v roce 2019. Doba obratu závazků je naproti tomu mnohem nižší, než je v odvětví obvyklé (s výjimkou roku 2018).

V návaznosti na výše uvedená zjištění je možné shrnout závěry finanční analýzy následovně:

1. Hospodaření společnosti bylo v rámci sledovaného období značně ovlivněné novými investicemi.
2. Vertikální vztahy výnosů a nákladů lze považovat za relevantní pro aktuální stav pouze v roce 2020.
3. Záporný vlastní kapitál byl jen přechodný, nepředstavuje přímé ohrožení solventnosti společnosti.
4. Zadluženost společnosti je v důsledku investic vysoká, dle stavu za období 2020-6.2021 a předpokládaného dalšího vývoje by se však již měla postupně snižovat.
5. V oblasti likvidity dosahuje společnost v průměru hodnot obvyklých v odvětví.

Závěry finanční analýzy

Na základě provedené finanční analýzy lze říci, že společnost prodělala výrazné změny mezi lety 2018-2020 a hodnoty vybraných ukazatelů mohly indikovat problematickou situaci. Data za rok 2020 i za první pololetí roku 2021 však již naznačují významné zlepšení finanční pozice a v důsledku provedených investic by měl tento trend pokračovat i v dalších letech. Lze tedy říci, že společnost je nyní po finanční stránce zdravá a s vysokou pravděpodobností ji nehrozí platební neschopnost, a proto **lze potvrdit předpoklad nepřetržitého fungování podniku, tj. going concern princip**.

3 OCENĚNÍ

3.1 Použitý způsob ocenění

Při volbě způsobu ocenění jsme nejprve analyzovali hospodářskou a finanční pozici společnosti. Podle názoru Znalce i zástupců Zadavatele je společnost schopna pokračovat v další činnosti a je tedy splněn předpoklad going concern princip. Společnost není v situaci, která by oceňovatele opravňovala k zjištění likvidační hodnoty. Společnost není ani v situaci, kdy by předpokládala zásadní změnu podnikatelské činnosti.

V úvahu přicházejí níže uvedené základní přístupy k ocenění, tj. založené na analýze výnosů, nebo na analýze majetku:

1. Výnosová metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
2. Majetková metoda na principu historických cen

Výnosová metoda – metodika analýzy diskontovaného salda cash-flow (DCF). Jedná se o kvantifikaci hodnot toho majetku/závazků závodu, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow závodu. Tato metoda dle našeho názoru nejlépe vystihuje reálnou hodnotu jmění oceňované společnosti.

Metoda vyhodnocení účetní hodnoty vlastního kapitálu kalkuluje hodnotu subjektu výhradně dle účetních, nikoliv tržních dat, jejichž výpovídající schopnost je pro účely stanovení tržní hodnoty omezená. Závěry této metody ocenění proto považujeme pro daný účel ocenění za informativní, nikoliv primární.

Po zohlednění všech skutečností je podle našeho názoru v tomto případě nejvíce relevantní a reprezentativní použít k ocenění jmění společnosti výnosový přístup – metodu diskontovaného cash-flow (DCF), kterou považujeme za hlavní metodu ocenění.

3.2 Výnosové ocenění společnosti AAS Automotive s.r.o.

V této kapitole je provedeno výnosové ocenění společnosti metodou diskontovaného cash-flow (DCF).

3.2.1 Finanční plán

Finanční plán společnosti pro období 7.2021-2030, který je hlavním podkladem pro výnosové ocenění, byl vyhotoven na základě analýzy historických účetních výkazů a Zadavatelem poskytnutého plánu hospodaření společnosti na roky 2021 a 2022 včetně dalších doplňujících informací. Finanční plán je vyhotoven na délku sledovaného období 10 let, poté je uvažováno s perpetuitou.

Dle závěrů uvedených v rámci strategické analýzy (kapitola 2.1) a v souladu s poskytnutým finančním plánem Společnosti je pro roky 2021 a 2022 plánováno poměrně vysoké tempo růstu tržeb za vlastní výrobky a služby, a to ve výši 63,6 % a 28,5 %. Od roku 2023 dále předpokládáme ustálení tempa růstu tržeb na úroveň dlouhodobého inflačního cíle ČNB, tj. tempo růstu ve výši 2 %.

Ostatní provozní výnosy jsou pro roky 2021 a 2022 plánovány dle poskytnutého finančního plánu, poté ve stabilním 0,72% podílu na celkových tržbách.

Nákladové položky byly pro roky 2021 a 2022 primárně převzaty z předloženého plánu společnosti, od roku 2023 jsou následně predikovány ve stabilním podílu k příslušným tržbám dle stavu dosaženého v roce 2022. Pouze náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění jsou následně predikovány v zákonné sazbě 33,8 % mzdových nákladů.

Prodej dlouhodobého hmotného majetku a materiálu je od roku 2023 plánován na úrovni roku 2022, po celé období ve stejné výši. Jedná se o prodej jednoúčelových strojů, které jsou pořizovány v rámci jednotlivých zakázek a po dokončení zakázky nemá tento majetek další využití.

Všechny výše uvedené skutečnosti byly promítnuty do finančního plánu. Tako sestavený finanční plán jsme využili pro ocenění jmění společnosti výnosovou metodou DCF. Plán výnosů a nákladů na roky 7.2021-2030 v podobě pro ocenění uvádíme v následující tabulce.

Výsledkem finančního plánu je průměrná EBITDA marže ve výši 12,84 % (2022-2030), což přibližně odpovídá průměru hodnot predikovaných databází Refinitiv – Eikon pro odvětví Automotive (viz kapitola 2.1.4).

Pro období celého finančního plánu byly separátně plánovány vlastní účetní odpisy, jež jsou primárně odrazem predikce investic, viz kapitola 3.2.3 Plán investic a odpisů.

Tabulka – Finanční plán pro ocenění jmění společnosti (v tis. Kč)

Položka	7.-12.2021	2022	2023	2024	2025
Výkony	248 924	583 202	590 480	602 290	614 335
Výkonová spotřeba	158 228	434 440	439 862	448 659	457 632
Spotřeba materiálu a energie	156 544	284 820	288 374	294 142	300 025
Služby	1 684	149 620	151 487	154 517	157 607
Přidaná hodnota	90 696	148 762	150 618	153 631	156 703
Osobní náklady	51 621	79 267	80 447	82 056	83 698
Mzdové náklady	37 393	57 411	58 127	59 290	60 476
Náklady na soc. a zdrav. pojištění	12 597	19 216	19 647	20 040	20 441
Sociální náklady	1 631	2 640	2 673	2 726	2 781
Daně a poplatky	-62	200	202	207	211
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	10 884	31 086	34 058	35 293	36 554
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	26 482	11 601	11 601	11 601	11 601
Zůstatková cena prodaného dl. majetku a mat.	19 052	5 900	5 900	5 900	5 900
Změna stavu rezerv, OP a komplexních N	600	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	-731	4 200	4 252	4 337	4 424
Ostatní provozní náklady	682	1 800	1 822	1 859	1 896
Provozní výsledek hospodaření	33 670	46 310	44 042	44 254	44 470
EBITDA	45 154	77 396	78 099	79 547	81 024
EBITDA marže	16,44 %	12,92 %	12,88 %	12,87 %	12,85 %

Položka	2026	2027	2028	2029	2030
Výkony	626 622	639 155	651 938	664 976	678 276
Výkonová spotřeba	466 785	476 120	485 643	495 356	505 263
Spotřeba materiálu a energie	306 025	312 146	318 389	324 756	331 252
Služby	160 759	163 975	167 254	170 599	174 011
Přidaná hodnota	159 838	163 034	166 295	169 621	173 013
Osobní náklady	85 372	87 079	88 821	90 597	92 409
Mzdové náklady	61 685	62 919	64 177	65 461	66 770
Náklady na soc. a zdrav. pojištění	20 850	21 267	21 692	22 126	22 568
Sociální náklady	2 837	2 893	2 951	3 010	3 070
Daně a poplatky	215	219	224	228	233
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	31 233	33 075	34 954	37 420	40 436
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	11 601	11 601	11 601	11 601	11 601
Zůstatková cena prodaného dl. majetku a materiálu	5 900	5 900	5 900	5 900	5 900
Ostatní provozní výnosy	4 513	4 603	4 695	4 789	4 885
Ostatní provozní náklady	1 934	1 973	2 012	2 052	2 093
Provozní výsledek hospodaření	51 298	50 992	50 681	49 813	48 428
EBITDA	82 531	84 067	85 635	87 233	88 864
EBITDA marže	12,84 %	12,83 %	12,82 %	12,80 %	12,79 %

Poznámka: EBITDA = provozní zisk + odpisy; EBITDA marže = EBITDA ÷ provozní tržby

3.2.2 Pracovní kapitál

Projekce pracovního kapitálu je založena zejména na předpokladu obrátek u nejvýznamnějších položek pohledávek a závazků. Plán jednotlivých položek pracovního kapitálu je uveden v následujících kapitolách, včetně plánu příslušné doby obratu. Výnosy a náklady, které jsou základnou pro výpočet obrátek, jsou uvedeny v tabulce níže a vycházejí z výše uvedeného finančního plánu (základna pro výpočet obrátek pro rok 2021 je uvažována ve výši za celý rok).

Tabulka – Základna pro výpočet obrátek pohledávek a závazků (tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Provozní tržby	494 882	599 003	606 333	618 228	630 361
Provozní náklady	413 793	521 607	528 234	538 681	549 336
OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Provozní tržby	642 736	655 359	668 234	681 366	694 762
Provozní náklady	560 205	571 291	582 599	594 133	605 898

3.2.2.1 Krátkodobé pohledávky

Pro období 2021-2030 predikujeme dané položky dle níže uvedených parametrů:

Krátkodobé pohledávky z obchodního styku byly predikovány s přihlédnutím k očekávané době obratu pro období 2021-2030 na úrovni průměru hodnot z období 2016-2020 a rovněž vzhledem k očekávané výši položky Provozní tržby pro období finančního plánu (viz výše).

Ostatní položky krátkodobých pohledávek byly pro období 2021-2030 predikovány s ohledem na svůj charakter i význam primárně dle hodnot dosažených k datu ocenění, pouze jiné pohledávky byly uvažovány v průměrné výši let 2016-2020 z důvodu časového nesouladu mezi self-billing způsobem fakturace a odvodem DPH k datu ocenění.

Tabulka – Plán krátkodobých pohledávek společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Pohledávky z obchodních vztahů					
Stav k 31.12.	69 418	84 023	85 052	86 720	88 422
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	51,20	51,20	51,20	51,20	51,20
Průměrná meziroční změna	-29 495	-14 605	-1 028	-1 668	-1 702
Krátkodobé poskytnuté zálohy					
Stav k 31.12.	364	364	364	364	364
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky					
Stav k 31.12.	159	159	159	159	159
Průměrná meziroční změna	9 310	0	0	0	0
Dohadné účty aktivní					
Stav k 31.12.	-578	-578	-578	-578	-578
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
POHLEDÁVKY CELKEM					
Stav k 31.12.	69 363	83 969	84 997	86 665	88 367
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	51,16	51,17	51,17	51,17	51,17
Průměrná meziroční změna	-20 185	-14 605	-1 028	-1 668	-1 702

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Pohledávky z obchodních vztahů					
Stav k 31.12.	90 158	91 928	93 734	95 577	97 456
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	51,20	51,20	51,20	51,20	51,20
Průměrná meziroční změna	-1 736	-1 771	-1 806	-1 842	-1 879
Krátkodobé poskytnuté zálohy					
Stav k 31.12.	364	364	364	364	364
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Jiné pohledávky					
Stav k 31.12.	159	159	159	159	159
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Dohadné účty aktivní					
Stav k 31.12.	-578	-578	-578	-578	-578
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
POHLEDÁVKY CELKEM					
Stav k 31.12.	90 103	91 874	93 680	95 522	97 401
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	51,17	51,17	51,17	51,17	51,17
Průměrná meziroční změna	-1 736	-1 771	-1 806	-1 842	-1 879

3.2.2.2 Krátkodobé závazky

Pro období 2021-2030 predikujeme dané položky dle níže uvedených parametrů:

Krátkodobé závazky z obchodního styku byly predikovány s přihlédnutím k očekávané době obratu pro období 2021-2030 na úrovni průměru hodnot z období 2016-2020 a rovněž vzhledem k očekávané výši položky Provozní náklady pro období finančního plánu (viz výše).

Krátkodobé závazky k zaměstnancům a závazky ze sociálního a zdravotního pojištění predikujeme ve výši 1/12 očekávané roční výše mzdových nákladů, respektive nákladů na sociální a zdravotní pojištění.

Ostatní položky krátkodobých závazků byly po celé období finančního plánu predikovány s ohledem na svůj charakter i význam primárně dle hodnot dosažených k datu ocenění.

Tabulka – Plán krátkodobých závazků společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Závazky z obchodních vztahů					
Stav k 31.12.	43 926	55 371	56 075	57 184	58 315
Průměrná doba obratu z nákladů (dny)	38,75	38,75	38,75	38,75	38,75
Průměrná meziroční změna	6 756	11 445	703	1 109	1 131
Závazky k zaměstnancům					
Stav k 31.12.	7 351	6 606	6 704	6 838	6 975
Průměrná meziroční změna	3 391	-745	98	134	137
Závazky ze soc. a zdrav. pojištění					
Stav k 31.12.	1 791	1 601	1 637	1 670	1 703
Průměrná meziroční změna	-337	-190	36	33	33
Stát – daňové závazky a dotace					
Stav k 31.12.	1 533	1 533	1 533	1 533	1 533
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Krátkodobé přijaté zálohy					
Stav k 31.12.	1 155	1 155	1 155	1 155	1 155
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Jiné závazky					
Stav k 31.12.	25	25	25	25	25
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní					
Stav k 31.12.	800	800	800	800	800
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
ZÁVAZKY CELKEM					
Stav k 31.12.	56 581	67 091	67 929	69 205	70 506
Průměrná doba obratu z nákladů (dny)	49,91	46,95	46,94	46,89	46,85
Průměrná meziroční změna	9 810	10 510	838	1 276	1 301

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Závazky z obchodních vztahů					
Stav k 31.12.	59 469	60 646	61 846	63 070	64 319
Průměrná doba obratu z nákladů (dny)	38,75	38,75	38,75	38,75	38,75
Průměrná meziroční změna	1 154	1 177	1 200	1 224	1 249
Závazky k zaměstnancům					
Stav k 31.12.	7 114	7 257	7 402	7 550	7 701
Průměrná meziroční změna	139	142	145	148	151
Závazky ze soc. a zdrav. pojištění					
Stav k 31.12.	1 737	1 772	1 808	1 844	1 881
Průměrná meziroční změna	34	35	35	36	37
Stát – daňové závazky a dotace					
Stav k 31.12.	1 533	1 533	1 533	1 533	1 533
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Krátkodobé přijaté zálohy					
Stav k 31.12.	1 155	1 155	1 155	1 155	1 155
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Jiné závazky					
Stav k 31.12.	25	25	25	25	25
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Dohadné účty pasivní					
Stav k 31.12.	800	800	800	800	800
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
ZÁVAZKY CELKEM					
Stav k 31.12.	71 834	73 187	74 568	75 977	77 414
Průměrná doba obratu z nákladů (dny)	46,80	46,76	46,72	46,68	46,63
Průměrná meziroční změna	1 327	1 354	1 381	1 409	1 437

3.2.2.3 Zásoby

Analogicky s předchozím byly zásoby predikovány s přihlédnutím k očekávané době obratu pro období 2021-2030 na úrovni průměru hodnot za období 2016-2020 a rovněž vzhledem k očekávané výši položky Provozní tržby pro období finančního plánu (viz výše).

Po celé období plánu je tedy doba obratu zásob konstantní ve výši 45,54 dne.

Tabulka – Plán zásob společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Zásoby					
Stav k 31.12.	61 746	74 738	75 652	77 136	78 650
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	45,54	45,54	45,54	45,54	45,54
Průměrná meziroční změna	-607	-12 991	-915	-1 484	-1 514
OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Zásoby					
Stav k 31.12.	80 194	81 769	83 375	85 014	86 685
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	45,54	45,54	45,54	45,54	45,54
Průměrná meziroční změna	-1 544	-1 575	-1 606	-1 639	-1 671

3.2.2.4 Rezervy a opravné položky

Pro období finančního plánu neočekáváme změny těchto položek, jež by měly vliv na kalkulaci cash flow.

3.2.2.5 Časové rozlišení aktivní a pasivní

Společnost eviduje k datu ocenění časové rozlišení aktivní ve výši 15 870 tis. Kč. V této výši, tedy beze změny, bude ponecháno i pro období plánu. Pasivní časové rozlišení není plánováno.

3.2.2.6 Provozní hotovost

Změna provozní hotovosti promítající v rámci provozního cash flow období 7.2021-2030 byla plánována s ohledem na minimální požadovanou výši peněžní likvidity (kalkulována s ohledem na historickou výši

peněžní likvidity i výši peněžní likvidity k datu ocenění) a rovněž s ohledem na plánovanou výši krátkodobých závazků, tedy následovně:

Tabulka – Plán provozní hotovosti společnosti (v tis. Kč, v %)

OBDOBÍ	6.2021	2021	2022	2023	2024	2025
Provozní hotovost	4 157	11 311	13 413	13 581	13 836	14 096
Peněžní prostředky celkem	4 157	15 815	13 393	54 942	98 854	143 856
Krátkodobé závazky (provozní)	46 746	56 556	67 066	67 904	69 180	70 481
Peněžní likvidita	9 %	28 %	20 %	81 %	143 %	204 %
Optimální peněžní likvidita	9 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Průměrná meziroční změna	12 549	-7 154	-2 102	-168	-255	-260
Neprovozní hotovost	0	4 504	-20	41 362	85 018	129 760

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Provozní hotovost	14 362	14 632	14 909	15 190	15 478
Peněžní prostředky celkem	183 715	224 709	266 860	300 298	334 941
Krátkodobé závazky (provozní)	71 809	73 162	74 543	75 952	77 389
Peněžní likvidita	256 %	307 %	358 %	395 %	433 %
Optimální peněžní likvidita	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Průměrná meziroční změna	-265	-271	-276	-282	-287
Neprovozní hotovost	169 353	210 076	251 952	285 107	319 463

Peněžní likvidita společnosti k datu ocenění je ve výši 9 % a společnost tedy nedisponuje žádnou nadbytečnou likviditou. Z dat je patrné, že za optimální míru provozní peněžní likvidity považujeme pro období plánu v souladu s odbornou literaturou hodnotu 20 % (odpovídající obecně doporučené výši peněžní likvidity).

Výše neprovozní hotovosti k datu ocenění, tedy k 30.6.2021, činí 0 tis. Kč.

3.2.3 Plán investic a odpisů

Plán investic a odpisů byl kalkulován při respektování informací o historii společnosti, aktuálním stavu i budoucích plánech. V letech 2021-2022 je celkem počítáno s investicemi 86 mil. Kč, z čehož 10,4 mil. Kč tvoří investice do staveb, zbývající část jsou investice do technologií. Za období 1-6.2021 již bylo investováno cca 18 mil. Kč z této částky. Poté by měla rozhodující fáze investic skončit a pro roky 2023-2025 jsou plánovány pouze investice do obnovy majetku na úrovni cca 15 mil. Kč. Od roku 2026 je počítáno s postupným navýšováním investic v důsledku další obnovy majetku s končící životností.

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

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Investice celkem	18 088	50 000	15 100	15 402	15 710
Odpisy z nového majetku	773	4 061	7 032	8 268	9 529

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Odpisy ze stávajícího majetku	27 025	27 025	27 025	27 025	27 025
Odpisy celkem	27 799	31 086	34 058	35 293	36 554

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Investice celkem	21 024	21 445	21 874	32 311	32 957
Odpisy z nového majetku	11 089	12 931	14 810	17 277	20 292
Odpisy ze stávajícího majetku	20 144	20 144	20 144	20 144	20 144
Odpisy celkem	31 233	33 075	34 954	37 420	40 436

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

3.2.4 Způsob financování

Společnost k datu ocenění eviduje bankovní úvěry v celkové výši 249 976 tis. Kč, z čehož 208 310 tis. Kč tvoří investiční úvěry a 41 666 tis. Kč úvěr na provozní financování. Dále eviduje společnost závazky ke společníkům v celkové výši 180 152 tis. Kč. Přehled těchto závazků je uveden v tabulce níže:

Tabulka – Financování společnosti k datu ocenění (v tis. Kč)

Položka	účel	zůstatek	úroková sazba
Investiční úvěry celkem	-	208 310	1M PRIBOR + 2,45 %
- úvěr 1	Pozemek	14 407	1M PRIBOR + 2,45 %
- úvěr 2	Stavba	109 275	1M PRIBOR + 2,45 %
- úvěr 3	Eloxovna	58 598	1M PRIBOR + 2,45 %
- úvěr 4	Tooling	25 788	1M PRIBOR + 2,45 %
- ostatní	-	242	1M PRIBOR + 2,45 %
Úvěr ČMZB	provozní financování	41 666	1M PRIBOR + 3 %
Závazky ke společníkům celkem	-	180 152	2,72 %
- Benet + DOBA a.s.	-	120 000	2,8 %
- AUTODROM MOST a.s.	-	5 000	2,5 %
- DOBA a.s.	-	3 000	1,5 %
- Karel Zetka	-	25 000	2,5 %
- Ostatní (rozděl. zisku, úroky)	-	27 152	-
Celkem	-	430 128	2,86 %

V roce 2022 je dále z důvodu zachování provozně nutné výše peněžní likvidity plánováno dočerpání provozního úvěru v celkové výši 2 mil. Kč, jehož úplné splacení je plánováno v roce 2023. Výsledný tržní

podíl cizích a celkových zdrojů financování pro účely výpočtu diskontu byl stanoven pomocí iteračního propočtu.

Po roce 2030, tj. pro období perpetuity, předpokládáme konvergenci k odvětvovým parametrům a podíl cizích a celkových zdrojů vstupuje do výpočtu diskontní míry na tržní úrovni odpovídající relevantnímu odvětví, ve kterém společnost působí (viz kapitola týkající se kalkulace koeficientu beta).

3.2.5 Plán provozního cash flow

Finanční plán společnosti se odráží v celkovém cash flow. Výchozí pro výpočet je projekce provozního zisku, jež byla uvedena v rámci předchozích kapitol. Projekce ročního provozního cash flow pro období finančního plánu 7.2021-2030 je uvedena níže:

Tabulka – Plán provozního cash flow (v tis. Kč)

OBDOBÍ	7-12.2021	2022	2023	2024	2025
Provozní zisk před zdaněním a úroky	33 670	46 310	44 042	44 254	44 470
Celkový daňový předpis (-)	0	-2 414	-6 028	-6 075	-6 116
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	0	-3 067	-2 340	-2 334	-2 334
Odpisy	10 884	31 086	34 058	35 293	36 554
Provozní příjem	44 554	71 915	69 731	71 139	72 575
Investice (-)	-18 088	-50 000	-15 100	-15 402	-15 710
Pohyb pracovního kapitálu (+/-)	-18 137	-19 188	-1 273	-2 132	-2 175
- zásoby (nárůst -/pokles +)	-607	-12 991	-915	-1 484	-1 514
- pohledávky (nárůst -/pokles +)	-20 185	-14 605	-1 028	-1 668	-1 702
- čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
- provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-7 154	-2 102	-168	-255	-260
- závazky (nárůst +/pokles -)	9 810	10 510	838	1 276	1 301
- změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
- změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
- čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
PROVOZNÍ CASH FLOW	8 329	2 727	53 359	53 605	54 690

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Provozní zisk před zdaněním a úroky	51 298	50 992	50 681	49 813	48 428
Celkový daňový předpis (-)	-7 413	-7 355	-7 296	-7 131	-6 868
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-2 334	-2 334	-2 334	-2 334	-2 334
Odpisy	31 233	33 075	34 954	37 420	40 436
Provozní příjem	72 784	74 379	76 005	77 769	79 663
Investice (-)	-21 024	-21 445	-21 874	-32 311	-32 957
Pohyb pracovního kapitálu (+/-)	-2 218	-2 262	-2 308	-2 354	-2 401

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
- zásoby (nárůst -/pokles +)	-1 544	-1 575	-1 606	-1 639	-1 671
- pohledávky (nárůst -/pokles +)	-1 736	-1 771	-1 806	-1 842	-1 879
- čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
- provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-265	-271	-276	-282	-287
- závazky (nárůst +/pokles -)	1 327	1 354	1 381	1 409	1 437
- změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
- změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
- čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
PROVOZNÍ CASH FLOW	49 542	50 672	51 824	43 104	44 305

3.2.6 Plán bilance

Níže je v návaznosti na projekci jednotlivých položek cash flow z provozu uvedena projekce jednotlivých položek rozvahy společnosti k 31.12. daného roku, a to rovněž pro období finančního plánu 7.2021-2030:

Tabulka – Plánovaná rozvaha společnosti (v tis. Kč)

ROZVAHA	2021	2022	2023	2024	2025
Fixní aktiva	346 061	364 975	346 017	326 126	305 282
Oběžná aktiva	155 712	180 887	224 378	271 443	319 660
Zásoby	61 746	74 738	75 652	77 136	78 650
Dlouhodobé pohledávky	8 787	8 787	8 787	8 787	8 787
Krátkodobé pohledávky	69 363	83 969	84 997	86 665	88 367
Peněžní prostředky	15 815	13 393	54 942	98 854	143 856
Časové rozlišení aktivní	15 870				
AKTIVA CELKEM	517 643	561 732	586 266	613 439	640 812
Vlastní kapitál	30 000	61 578	87 275	113 172	139 244
Cizí zdroje	487 643	500 153	498 991	500 267	501 568
Rezervy	934	934	934	934	934
Dlouhodobé závazky	180 152	180 152	180 152	180 152	180 152
Krátkodobé závazky	56 581	67 091	67 929	69 205	70 506
Bankovní úvěry a výpomoci	249 976	251 976	249 976	249 976	249 976
Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0	0
PASIVA CELKEM	517 643	561 732	586 266	613 439	640 812

ROZVAHA	2026	2027	2028	2029	2030
Fixní aktiva	295 073	283 443	270 362	265 253	257 774
Oběžná aktiva	362 799	407 138	452 703	489 620	527 814

ROZVÁHA	2026	2027	2028	2029	2030
Zásoby	80 194	81 769	83 375	85 014	86 685
Dlouhodobé pohledávky	8 787	8 787	8 787	8 787	8 787
Krátkodobé pohledávky	90 103	91 874	93 680	95 522	97 401
Peněžní prostředky	183 715	224 709	266 860	300 298	334 941
Časové rozlišení aktivní	15 870				
AKTIVA CELKEM	673 742	706 451	738 935	770 743	801 458
Vlastní kapitál	170 847	202 202	233 304	263 704	292 982
Cizí zdroje	502 896	504 249	505 630	507 039	508 476
Rezervy	934	934	934	934	934
Dlouhodobé závazky	180 152	180 152	180 152	180 152	180 152
Krátkodobé závazky	71 834	73 187	74 568	75 977	77 414
Bankovní úvěry a výpomoci	249 976	249 976	249 976	249 976	249 976
Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0	0
PASIVA CELKEM	673 742	706 451	738 935	770 743	801 458

3.2.7 Pokračující hodnota

Pro období perpetuity je cash-flow kalkulováno tzv. parametrickým vzorcem, který je založen na faktorech tvorby hodnoty, přičemž investice do pracovního kapitálu jsme propočetli s přihlédnutím k hodnotě ukazatele CAPEX (míra čistých investic), který je odvozen od projektované míry růstu a konzervativního předpokladu, že minimální dlouhodobá rentabilita kapitálu neklesne pod WACC.

Dlouhodobou míru růstu pro období perpetuity, tj. po roce 2030, plánujeme s ohledem na vzdálenost časového horizontu od data ocenění na úrovni dlouhodobě očekávané výše inflace ve výši 2 % p. a. Domníváme se, že z dlouhodobého pohledu takto stanovená míra růstu reálně odráží dlouhodobě udržitelný potenciál společnosti i sílu konkurence.

Pro rok 2031 a následující již nebyl vytvořen finanční plán a projekce byla založena na předpokladu dlouhodobého růstu. Pro výpočet CF v perpetuitě platí tedy vztah:

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

- Upravený EBIT = upravený provozní hospodářský výsledek (2030)
- Daň. sazba = předpokládaná daňová sazba pro období perpetuity (19 %)
- NI (net investment) = [Upravený EBIT \times (1 - daň. sazba)] \times CAPEX
- CAPEX (tzv. capital expenditures) = tempo růstu \div náklady kapitálu v perpetuitní fázi = 2 \% \div 9,67 \% = 20,69 %

Z důvodů profinancování růstu činí čisté investiční výdaje (CAPEX), tedy investice a změna pracovního kapitálu v průměru 20,69 % z provozního hospodářského výsledku po zdanění (viz např. www.stern.nyu.edu/~adamodar). Míra čistých investic námi použitá je odvozena od projektované míry růstu a předpokladu, že minimální dlouhodobá rentabilita kapitálu v daném sektoru neklesne pod WACC. Je spočítána jako:

$$NI = míra růstu \div WACC_{perpetuitní} \times Upravený EBIT \times (1 - daň. sazba)$$

Na základě výše uvedených kalkulací lze cash flow do perpetuity kalkulovat následovně:

- CF do perpetuity = [Upravený EBIT (2030) × (1 - daň. sazba) - NI] × (1 + míra růstu)
- CF do perpetuity = [48 428 × (1 - 0,19) - 8 115] × (1 + 0,02)
- CF do perpetuity = 31 734 tis. Kč

Pro období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu provozního cash flow každoročně ve výši **31 734 tis. Kč**.

3.2.8 Diskontní míra

Diskontní míra byla stanovena srovnatelně dle postupu uvedeného ve znaleckém posudku. Níže jsou uvedeny pouze parametry, které jsou pro konkrétní oceňovanou společnost – AAS Automotive s.r.o. odlišné.

3.2.8.1 Náklady na vlastní kapitál

Koefficient β

Koefficient beta je stanoven metodou analogie podle relevantních společností působících ve stejném odvětví v rámci evropského regionu. Jedná se o odvětví „Auto Parts“, které se nám jeví jako nejbližší obor tomu, ve kterém působí oceňovaná společnost. Nezadlužená beta je tedy pro účel výpočtu diskontu společnosti kalkulována ve výši průměru hodnot daného odvětví, tj. **1,04**.

Tabulka – Stanovení koefficientu beta metodou analogie

Odvětví	Počet firem	Beta	D/E poměr	Nezadlužená beta
Auto Parts	57	1,44	49,30 %	1,04

Zdroj: www.stern.nyu.edu/~adamodar

3.2.8.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál společnosti AAS Automotive s.r.o. byly stanoveny váženým průměrem úrokových sazeb úvěrů společnosti k datu ocenění (viz kapitola 3.2.4). Výše nákladu na cizí kapitál pro období plánu i perpetuity tedy činí **2,86 %**.

3.2.8.3 Průměrné vážené náklady kapitálu – WACC

Hodnota váženého průměru nákladu kapitálu je stanovena na základě výše popsaných nákladů na vlastní a cizí zdroje a tržního poměru cizích a celkových zdrojů. Takto stanovená výše diskontní sazby se nám jeví jako přiměřená a vyvážená. Při výpočtu byly aplikovány iterace.

Tabulka – Diskontní faktor pro období plánu a perpetuity

DISKONTNÍ FAKTOR	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Bezriziková sazba	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%
Nezadlužená beta	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
Riziková prémie pro vyspělé trhy	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Přirážka za riziko země	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%
Prémie za velikost a tržní kapitalizaci	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%
Přirážka za specifická rizika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

DISKONTNÍ FAKTOR	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	88,23%	86,53%	81,29%	82,86%	85,15%	88,04%
Sazba daně z příjmu	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Náklady na úročené cizí zdroje	2,86%	2,86%	2,86%	2,86%	2,86%	2,86%
Náklady na vlastní zdroje	45,66%	40,71%	31,10%	33,35%	37,51%	45,04%
WACC	7,42%	7,49%	7,70%	7,63%	7,54%	7,42%

DISKONTNÍ FAKTOR	2027	2028	2029	2030	Perpetuita
Bezriziková sazba	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%
Nezadlužená beta	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
Riziková prémie pro vyspělé trhy	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Přirážka za riziko země	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%
Prémie za velikost a tržní kapitalizaci	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%
Přirážka za specifická rizika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	90,50%	93,63%	97,61%	100,37%	33,02%
Sazba daně z příjmu	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Náklady na úročené cizí zdroje	2,86%	2,86%	2,86%	2,86%	2,86%
Náklady na vlastní zdroje	55,04%	78,91%	200,13%	-1227,40%	13,29%
WACC	7,32%	7,19%	7,03%	6,92%	9,67%

3.2.9 Výsledný propočet

V následující kapitole je provedeno závěrečné shrnutí kalkulace ocenění jmění společnosti výnosovou metodou DCF.

3.2.9.1 Ocenění aktiv/pasiv majících přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow

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

Provozní + perpetuitní efekt celkem

487 508 tis. Kč

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

Volná hotovost

Z informací uvedených v kapitole 3.2.2.6 Provozní hotovost je patrné, že společnost nedisponuje k datu ocenění volnou neprovozní hotovostí. Celková hodnota volné hotovosti společnosti k datu ocenění tedy činí:

Volná hotovost celkem

0 tis. Kč

Neprovozní či úročené odečitatelné cizí zdroje

Společnost eviduje k datu ocenění bankovní úvěry v celkový výši 249 976 tis. Kč a závazky ke společníkům v celkové výši 180 152 tis. Kč. Více informací je uvedeno v kapitole 3.2.4 Způsob financování.

Dále disponuje společnost odloženým daňovým závazkem ve výši 2 877 tis. Kč z titulu rozdílů mezi účetní a daňovou zůstatkovou cenou dlouhodobého majetku a odloženou daňovou pohledávkou ve výši 12 673 tis. Kč z titulu zejména neuplatněné daňové ztráty. Odložená daňová pohledávka byla vypořádána v rámci výpočtu volného cash flow (FCFF) zahrnutím do základu daně.

Pro účel ocenění jsme přijali předpoklad, že bude odložený daňový závazek vypořádán rovnoměrně za 10 let, tedy každý rok 1/10 částky 2 877 tis. Kč. Pro diskontování použijeme diskontní sazbu platnou pro finanční plán.

Tabulka – Kalkulace současné hodnoty (NPV) odloženého daňového závazku (ODZ) v tis. Kč

Období	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ODZ	288	288	288	288	288	288	288	288	288	288
Diskont	7,42%	7,49%	7,70%	7,63%	7,54%	7,42%	7,32%	7,19%	7,03%	6,92%
NPV	1 977	1 836	1 686	1 528	1 357	1 171	970	754	520	269

Celková současná hodnota odloženého daňového závazku k datu ocenění činí 1 977 tis. Kč.

Celková hodnota odečitatelných cizích zdrojů společnosti k datu ocenění tedy činí:

Odečitatelné cizí zdroje celkem

432 105 tis. Kč

3.2.9.3 Závěrečné shrnutí

Závěrečná kalkulace celkové hodnoty majetku a závazků společnosti vychází z výše uvedených propočtů.

Aktiva (majetek) / pasiva (závazky) společnosti, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow 487 508 tis. Kč

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

Dlouhodobý neprovozní majetek 0 tis. Kč

Neprovozní pohledávky 0 tis. Kč

Neprovozní hotovost 0 tis. Kč

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

Hodnota neprovozních odečitatelných cizích zdrojů -432 105 tis. Kč

Hodnota společnosti 55 403 tis. Kč

Závěrečná kalkulace je také shrnuta v následující tabulce:

Tabulka – Shrnutí ocenění společnosti výnosovou metodou DCF (v tis. Kč)

Rok	2027	2028	2029	2030	Perpetuita
Cash-flow pro ocenění	50 672	51 824	43 104	44 305	31 734
Diskontní sazba	7,32 %	7,19 %	7,03 %	6,92 %	7,67 %
NPV	475 280	459 410	440 640	428 523	413 870
Rok	7-12.2021	2022	2023	2024	2025
Cash-flow pro ocenění	8 329	2 727	53 359	53 605	54 690
Diskontní sazba	7,42 %	7,49 %	7,70 %	7,63 %	7,54 %
NPV	487 508	497 079	531 561	519 128	505 154
Hodnota dluhů	432 105				
Neprovozní pohledávky	0				
Volná hotovost	0				
Hodnota společnosti	55 403				

Hodnota čistého obchodního majetku (jmění) společnosti, stanovená výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků, činí ke dni ocenění, po zaokrouhlení na celé tisíce korun, částku 55 403 tis. Kč.

3.3 Ocenění společnosti metodou majetkovou na principu historických cen

Metoda účetní hodnoty vlastního kapitálu je jednou z možných majetkových metod, které lze k ocenění použít. Metoda využívá při ocenění zásad platných v účetnictví. Na jejich základě je sestavena rozvaha, která je souhrnným vyjádřením účetního ocenění podniku. Jako hodnota netto zde slouží vlastní kapitál chápáný jako účetní vlastní kapitál, tj. rozdíl mezi účetní netto hodnotou aktiv a účetní hodnotou závazků.

Při ocenění jsme vycházeli z účetních hodnot, na jejichž základě získáme hodnotu majetku, závazků a čistého obchodního majetku (jmění) společnosti AAS Automotive s.r.o.

Tabulka – Ocenění společnosti majetkovou metodou na principu historických cen (v tis. Kč)

Položka	Hodnota
Účetní hodnota majetku společnosti	477 988
Účetní hodnota závazků společnosti	477 833
Hodnota čistého obchodního majetku (jmění) společnosti	155

Hodnota čistého obchodního majetku (jmění) společnosti, stanovená majetkovou metodou na principu historických cen, činí ke dni ocenění, po zaokrouhlení na celé tisíce korun, částku 155 tis. Kč.

3.4 Rekapitulace výsledků a stanovení hodnoty 45% obchodního podílu

Hodnotu jmění společnosti k datu ocenění jsme stanovili dvěma metodami.

Metoda majetková na principu historických cen zachycuje specifickým způsobem hodnotu majetku a závazků k určitému datu. Za bezpochyby významnou výhodu této majetkové metody lze označit její průkaznost, neboť má podobu ocenění podle zásad platných v účetnictví. Dle stanoviska odborné veřejnosti však ocenění čistého obchodního majetku na úrovni účetní hodnoty nelze považovat za metodu ocenění zobrazující vždy zcela přesně hodnotu oceňovaného podniku. S ohledem na výše uvedené důvody ji tedy považujeme za podpůrnou metodu pro stanovení hodnoty jmění společnosti.

Metoda výnosová DCF je založena na kvantifikaci současné hodnoty budoucích volných peněžních toků plynoucích z oceňované společnosti. Metoda se zaměřuje na výnosový potenciál s předpokladem tzv. going concern, tedy předpokladem jeho nepřetržitého trvání. Tato metoda odpovídá na otázku, jakou hodnotu je daný soubor majetku a závazků schopen generovat za daných podmínek.

V tabulce níže je uvedeno ocenění společnosti AAS Automotive s.r.o. výše zmíněnými metodami a propočet hodnoty 45% obchodního podílu společnosti DOBA a.s. na společnost AAS Automotive s.r.o., zaokrouhleno na celé tisíce Kč.

Tabulka – Rekapitulace ocenění (v Kč)

Metoda	Hodnota jmění	Obchodní podíl	Hodnota podílu
Metoda majetková na principu historických cen	155 000 Kč	45 %	70 000 Kč
Metoda výnosová DCF	55 403 000 Kč	45 %	24 931 000 Kč

Jako nejvíce vhodná a reprezentativní byla v souladu s informacemi uvedenými výše pro ocenění jmění společnosti, respektive 45% obchodního podílu společnosti DOBA a.s. na společnost AAS Automotive s.r.o., zvolena metoda výnosová DCF.

Hodnotu 45% obchodního podílu společnosti DOBA a.s. na společnost AAS Automotive s.r.o. stanovujeme na základě výše uvedených informací a předpokladů celkem na částku:

24 931 000 Kč.

Příloha č. 4

Ocenění společnosti AUTODROM MOST a.s. k 30.6.2021

PŘÍLOHA Č. 4

OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI AUTODROM MOST A.S. K 30.6.2021

Ocenění společnosti AUTODROM MOST a.s., IČ 254 19 048, se sídlem Most, Tvrzova 5, PSČ 43401,
ke dni 30.6.2021, je zpracováno jako nedílná součást Znaleckého posudku č. 3822-242/20
o stanovení hodnoty akcií emitovaných společnosti DOBA a.s. pro účely dražby

OBSAH

1	PŘEDMĚT OCENĚNÍ.....	2
1.1	Rozvaha společnosti AUTODROM MOST a.s.	5
2	ANALÝZA SPOLEČNOSTI A PROSTŘEDÍ	7
2.1	Strategická analýza	7
2.1.1	Makroekonomické prostředí	7
2.1.2	Analýza odvětví	7
2.1.3	Odběratelé společnosti a tržby	10
2.2	Finanční analýza společnosti	11
2.2.1	Analýza rozvahy	11
2.2.2	Analýza výkazu zisků a ztrát	12
3	OCENĚNÍ	16
3.1	Použitý způsob ocenění.....	16
3.2	Výnosové ocenění společnosti AUTODROM MOST a.s.	16
3.2.1	Finanční plán	16
3.2.2	Pracovní kapitál	18
3.2.3	Plán investic a odpisů	24
3.2.4	Způsob financování	24
3.2.5	Plán provozního cash flow	25
3.2.6	Plán bilance	26
3.2.7	Pokračující hodnota	27
3.2.8	Diskontní míra	28
3.2.9	Výsledný propočet	29
3.3	Ocenění společnosti metodou majetkovou na principu historických cen.....	32
3.4	Rekapitulace výsledků a stanovení hodnoty 34% obchodního podílu	32

1 PŘEDMĚT OCENĚNÍ

Předmětem ocenění je 34% obchodní podíl společnosti DOBA a.s. na společnosti AUTODROM MOST a.s., IČ 254 19 048, se sídlem Most, Tvrzova 5, PSČ 43401, ke dni 30.6.2021. Primárním předmětem ocenění tedy bude obchodní závod společnosti AUTODROM MOST a.s. ve smyslu souboru majetku a závazků, od jehož hodnoty bude hodnota oceňovaného podílu odvozena.

Tabulka: Základní údaje o společnosti AUTODROM MOST a.s. dle Obchodního rejstříku podle stavu ke dni 30.6.2021

Obchodní firma	AUTODROM MOST a.s.	
Sídlo	Most, Tvrzova 5, PSČ 43401	
IČ	254 19 048	
Spisová značka	B 1283 vedená u Krajského soudu v Ústí nad Labem	
Den zápisu	30. června 2000	
Právní forma	Akciová společnost	
Základní kapitál	305 458 000,- Kč	

Předmět podnikání

Předmětem podnikání společnosti dle Obchodního rejstříku je:

- ▶ provádění staveb, jejich změn a odstraňování
- ▶ hostinská činnost
- ▶ činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence
- ▶ výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Dle informací uvedených v rámci registru ekonomických subjektů (www.czso.cz) lze předmět podnikání společnosti dle členění CZ-NACE Rev. 2 detailněji charakterizovat následovně:

Tabulka: Zařazení společnosti dle Registru ekonomických subjektů

Název atributu	Kód	Text
Statistická právní forma	121	Akciová společnost
Institucionální sektor: dle ESA2010	11003	Nefinanční podniky pod zahraniční kontrolou
Velikostní kategorie podle počtu zam.	310	100-199 zaměstnanců
Činnosti – dle CZ-NACE	93110	Provozování sportovních zařízení
	56100	Stravování v restauracích, u stánků a v mobilních zařízeních
	47300	Maloobchod s pohonnémi hmotami ve spec. prodejnách
	772	Pron. a leas. výrobků pro os. potřebu, převážně pro domácnost
	66190	Ostatní pomocné činnosti související s finančním zprostřed.
	96040	Činnosti pro osobní a fyzickou pohodu

Název atributu	Kód	Text
	4120	Výstavba bytových a nebytových budov
	1499	Chov ostatních zvířat j. n.
	149	Chov ostatních zvířat
	812	Úklidové činnosti
	16	Podpůrné činnosti pro zemědělství a posklizňové činnosti
	711	Arch. a inženýrské činnosti a související technické poradenství
	431	Demolice a příprava staveniště
	45200	Opravy a údržba motorových vozidel, kromě motocyklů
	731	Reklamní činnosti
	5590	Ostatní ubytování
	461	Zprostředkování velkoobchodu a velkoobchod v zastoupení
	68310	Zprostředkovatelské činnosti realitních agentur
	47990	Ostatní maloobchod mimo prodejny, stánky a trhy
	4778	Ostatní maloobchod s novým zbožím ve spec. prodejnách
	90040	Provozování kulturních zařízení
	74	Ostatní profesní, vědecké a technické činnosti
	581	Vydávání knih, periodických publikací a ostatní vyd. činnosti
	181	Tisk a činnosti související s tiskem
	74300	Překladatelské a tlumočnické činnosti
	69200	Účetnické a auditorské činnosti; daňové poradenství
	93110	Provozování sportovních zařízení
	56100	Stravování v restauracích, u stánků a v mobilních zařízeních

Následující tabulka zobrazuje informace o statutárním orgánu společnosti:

Statutární orgán – představenstvo

Předseda představenstva:	JOSEF ZAJÍČEK, dat. nar. 21. dubna 1972 č.p. 44, 294 02 Branžež Den vzniku funkce: 12. května 2014 Den vzniku členství: 12. května 2014
Člen představenstva:	JANA SVOBODOVÁ, dat. nar. 31. ledna 1981 Čsl. armády 1781/94, 434 01 Most Den vzniku členství: 20. března 2018
Člen představenstva:	DAVID LEBEDA, dat. nar. 20. října 1973 Komenského 1719, 511 01 Turnov Den vzniku členství: 20. března 2018
Způsob jednání:	Společnost zastupuje samostatně předseda představenstva nebo dva členové představenstva. Při podepisování za společnost připojí k obchodní firmě společnosti svůj podpis předseda představenstva nebo dva členové představenstva.

Dozorčí rada společnosti má následující podobu:

Dozorčí rada

Předseda dozorčí rady:

PAVEL MAŘAN, dat. nar. 23. června 1969

č.p. 153, 294 15 Klášter Hradiště nad Jizerou

Den vzniku funkce: 8. února 2019

Den vzniku členství: 19. listopadu 2015

Člen dozorčí rady:

TEREZA ZAJÍČKOVÁ, dat. nar. 11. dubna 1992

č.p. 44, 294 02 Branžež

Den vzniku členství: 20. března 2018

Člen dozorčí rady:

PETRA NOVÁKOVÁ, dat. nar. 30. prosince 1988

Přátelství 247, Hamr, 435 42 Litvínov

Den vzniku členství: 8. února 2019

Člen dozorčí rady:

VĚRA PECHÁNKOVÁ, dat. nar. 22. prosince 1963

U Zámeckého parku 843, Horní Litvínov, 436 01 Litvínov

Den vzniku členství: 8. února 2019

Dle informací uvedených v Obchodním rejstříku vydala společnost následující akcie:

- ▶ 20 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 10 000 000,- Kč
- ▶ 102 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 000,- Kč
- ▶ 28 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 100 000,- Kč
- ▶ 64 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč
- ▶ 18 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč

Ostatní významné skutečnosti uvedené v Obchodním rejstříku jsou shrnuty v následující tabulce:

Ostatní významné skutečnosti

AUTODROM MOST a.s. byla založena podle § 172 obchodního zákoníku bez výzvy k upisování akcií, jako právní nástupce společnosti AUTODROM MOST spol. s r.o., se sídlem Most, Tvrzova ul., PSČ 434 01, IČ 61535079, zrušené bez likvidace podle § 69 obchodního zákoníku rozhodnutím mimořádné valné hromady společnosti ze dne 17.12.1999 a přeměněné v právní formu akciové společnosti. Obchodní jmění zrušené společnosti přešlo na společnost AUTODROM MOST a.s.

Na společnost AUTODROM MOST a.s. jako společnost nástupnickou přešlo jmění zanikající společnosti HOTEL GRANDCHANT, s.r.o., se sídlem Most, Svinčice 30, PSČ 434 01, IČ 631 44 646.

Na společnost AUTODROM MOST a.s. přešlo veškeré jmění zanikající společnosti RING group a.s., se sídlem Most, Hořanská cesta 205, PSČ 434 01, IČ 25425943, a to podle Projektu vnitrostátní fúze sloučením ze dne 12.4.2010.

Obchodní společnost AUTODROM MOST a.s., se sídlem Most, Tvrzova 5, PSČ 434 01, IČ 254 19 048, se rozdělila odštěpením, když odštěpená část jmění přešla na nástupnickou společnost MJP a.s., se sídlem Most – Souš, Hořanská cesta 205, PSČ 435 02, IČ 228 01 588.

Na společnost AUTODROM MOST a.s. přešlo veškeré jmění zanikající společnosti BA Group INVESTMENT a.s., se sídlem Mladá Boleslav, Čejetice, Chobotecká 365, PSČ 293 01, IČ: 01901486, a to podle projektu vnitrostátní fúze sloučením ze dne 29.8.2014.

1.1 Rozvaha společnosti AUTODROM MOST a.s.

Od pověřených osob Zadavatele Znaleckého posudku jsme obdrželi předběžnou rozvahu společnosti AUTODROM MOST a.s. vyhotovenou k datu ocenění 30.6.2021.

Tabulka – Aktiva společnosti k datu ocenění (v tis. Kč)

Položka	Netto
AKTIVA CELKEM	375 477
Stálá aktiva	358 455
Dlouhodobý nehmotný majetek	392
Software	392
Dlouhodobý hmotný majetek	358 063
Pozemky	175 200
Stavby	145 668
Hmotné movité věci a jejich soubory	12 848
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	24 347
Dlouhodobý finanční majetek	0
Oběžná aktiva	16 342
Zásoby	4 132
Materiál	3 402
Zboží	730
Dlouhodobé pohledávky	0
Krátkodobé pohledávky	5 902
Pohledávky z obchodních vztahů	2 328
Stát – daňové pohledávky	2 075
Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 498
Jiné pohledávky	1
Krátkodobý finanční majetek	0
Peněžní prostředky	6 308
V pokladně	1 684
Na účtech v bankách	4 624
Časové rozlišení	680
Náklady příštích období	280
Příjmy příštích období	400

Tabulka – Pasiva společnosti k datu ocenění (v tis. Kč)

Položka	Stav
PASIVA CELKEM	375 477
Vlastní kapitál	208 888
Základní kapitál	305 458
Ážio a kapitálové fondy	-179 353
Ážio	10 750

Položka	Stav
PASIVA CELKEM	375 477
Kapitálové fondy	-190 103
Ostatní kapitálové fondy	59 099
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	23 797
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)	-72 781
Rozdíly z přeměn obchodních korporací (+/-)	-200 218
Fondy ze zisku	6 200
Ostatní rezervní fondy	6 200
Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	77 997
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-1 414
Cizí zdroje	163 887
Rezervy	500
Rezerva na důchody a podobné závazky	500
Dlouhodobé závazky	116 076
Závazky k úvěrovým institucím	62 837
Závazky z obchodních vztahů	910
Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba	49 011
Odložený daňový závazek	3 115
Jiné závazky	203
Krátkodobé závazky	47 311
Závazky k úvěrovým institucím	2 502
Krátkodobé přijaté zálohy	25 364
Závazky z obchodních vztahů	15 598
Závazky k zaměstnancům	2 180
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 161
Stát – daňové závazky a dotace	478
Dohadné účty pasivní	14
Jiné závazky	14
Časové rozlišení	2 702
Výdaje příštích období	-1
Výnosy příštích období	2 703

2 ANALÝZA SPOLEČNOSTI A PROSTŘEDÍ

2.1 Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného závodu. Výnosový potenciál je závislý na potenciálu vnějším a vnitřním, kterým společnost disponuje. Vnější potenciál lze souhrnně kvalitativně vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí (odvětví, relevantní trh), v němž se pohybuje oceňovaný závod, vnitřní potenciál souhrnem silných a slabých stránek závodu.

2.1.1 Makroekonomické prostředí

Charakteristika makroekonomického prostředí oceňované společnosti je uvedena v rámci Znaleckého posudku č. 3822-242/20 o stanovení hodnoty akcií emitovaných společností DOBA a.s. pro účely dražby.

2.1.2 Analýza odvětví

Společnost AUTODROM MOST a.s. je jedním ze závodních okruhů pro automobily i motocykly v České republice. Na autodromu jsou pořádány kurzy sportovní jízdy, volné jízdy, rally, kurzy bezpečné jízdy, ale také mezinárodní závody European Truck Racing Championship, NACSAR nebo amatérská soutěž The Most Challenge.

Přímá konkurence

Dle informací poskytnutých Zadavatelem lze za přímou konkurenci považovat další závodní okruhy v ČR a okolních státech. Vzhledem k množství a dostupnosti dat se v této kapitole zaměříme na konkurenci v rámci České republiky.

V tuzemsku je celkem šest autodromů. Velké závodní okruhy pro automobily a motocykly jsou dva – Autodrom Most a Automotodrom Brno, další čtyři menší jsou pak v Sosnové, Hradci Králové, Písku a ve Vysokém Mýtě. Autodrom v Hradci Králové je však v současné době v útlumu.

Srovnání jednotlivých okruhů je uvedeno v tabulce níže:

Tabulka – Vybrané parametry závodních okruhů (ceny v Kč bez DPH, m=metr, mi=minuta, h=hodina, d=den)

Autodrom	Most	Brno	Sosnová	Hradec K.	Písek	Vysoké M.#
délka dráhy	4 212 m	5 403 m	1 075 m	1 300 m	1 250 m	1 500 m
šířka dráhy	12-14 m	15 m	8-12 m	n.a.	7-12 m	8-12 m
počet zatáček	21	14	9	n.a.	n.a.	12
převýšení	12,04 m	73 m	0 m	n.a.	4 m	11 m
max. vozidel	10*/42	45	n.a.	n.a.	34	25
pronájem okruhu	22 200 Kč/h	n.a.	4 200 Kč/h	2 000 Kč/h	n.a.	24 990 Kč/d
- víkendy	22 200 Kč/h	n.a.	6 600 Kč/h	2 000 Kč/h	n.a.	27 990 Kč/d
volná jízda auto	1 200/25 mi	650/25 mi	n.a.	n.a.	n.a.	500/1 h
volná jízda moto.	800/25 mi	650/25 mi	n.a.	n.a.	n.a.	200/1 h

Zdroj: Webové stránky provozovatelů jednotlivých závodních okruhů, doplněkem www.garaz.cz

Poznámky: *Pro volné jízdy, #ceny včetně DPH).

Vymezení odvětví

V širším pojetí lze za relevantní odvětví považovat dle členění NACE rev. 2 odvětví 93.11 – Provozování sportovních zařízení. Data o společnostech působících v tomto odvětví byla získána za využití databáze TP Catalyst, což je databáze obsahující finanční informace o více než 20 milionech evropských společností.

Níže jsou zobrazeny omezující podmínky pro vyhledávací strategii v databázi TP Catalyst. Omezili jsme vyhledávání pouze na aktivní společnosti působící v České republice. Kritériem pro vymezení relevantního trhu bylo zvoleno členění dle NACE rev. 2. Omezili jsme typy účtů na nekonsolidované. Byly vybrány pouze společnosti, které disponují dlouhodobým majetkem přesahujícím hranic 10 mil. Kč ve třech letech z pěti pro sledované období 2015-2019, a to z důvodu velikostní srovnatelnosti a vyčlenění společností, které neprovozují vlastní sportovní zařízení. Dále byly vybrány pouze společnosti s dostupnými daty o EBITDA marži v alespoň třech letech z pěti v rámci sledovaného období let 2015-2019. Celkem bylo tímto způsobem nalezeno 82 společností, které jsou srovnatelné s námi oceňovanou společností.

Mimo vzorek těchto společností jsme do srovnání zahrnuly všechny výše uvedené autodromy, pokud již nebyly součástí vzorku a měly dostupná účetní data.

Potential comparable population selection		Step result	Search result
Criterion			
1. All companies in the scope of analysis		23,634,261	23,634,261
2. Status: Active		16,508,602	16,508,602
3. World region/Country/Region in country: Czech Republic		323,644	286,185
4. NACE Rev. 2 primary codes: 9311 - Operation of sports facilities		32,730	556
5. EBITDA Margin (%): All companies with a known value, 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, for at least 3 of the 5 selected periods		3,591,151	204
6. Fixed Assets (th CZK): 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, min=10,000, for at least 3 of the 5 selected periods		2,007,163	82
Boolean search : 1 And 2 And 3 And 4 And 5 And 6		TOTAL	82
Note: access to European companies - All companies, with unconsolidated accounts sourced from local registry filings preferred			

Srovnání finančních výsledků

Následující tabulka shrnuje základní finanční ukazatele v rámci odvětví NACE rev. 2 93.11 dle výše uvedeného vymezení (tj. pro 82 společností) a dále i porovnání přímé konkurence (s dostupnými daty) se společností AUTODROM MOST a.s.

Tabulka – Hlavní hospodářské parametry odvětví i společnosti v rámci regionu ČR (v tis. Kč, %)

OBDOBÍ	2015	2016	2017	2018	2019*	průměr
Obrat odvětví 93.11	5 245 340	4 787 760	5 048 132	5 595 319	3 900 659	5 169 138
míra růstu odvětví ČR	-	-8,72 %	5,44 %	10,84 %	-	2,52 %
Obrat společnosti	97 845	114 996	121 811	127 606	144 166	121 285
míra růstu A. Most	-	17,53 %	5,93 %	4,76 %	12,98 %	10,30 %
podíl na trhu	1,87 %	2,40 %	2,41 %	2,28 %	3,70 %	2,24 %
Obrat Autom. Brno	283 390	188 801	184 236	215 644	n.a.	218 018
míra růstu A. Brno	-	-33,38 %	-2,42 %	17,05 %	-	-6,25 %
podíl na trhu	5,40 %	3,94 %	3,65 %	3,85 %	-	4,21 %

OBDOBÍ	2015	2016	2017	2018	2019*	průměr
EBITDA marže odvětví 93.11:						
1. kvartil	6,23 %	2,99 %	2,90 %	-0,04 %	1,96 %	3,02 %
medián	16,56 %	14,83 %	14,52 %	14,74 %	13,57 %	15,16 %
3. kvartil	28,23 %	27,78 %	26,92 %	24,87 %	20,33 %	26,95 %
průměr	15,37 %	12,81 %	12,95 %	11,86 %	11,09 %	13,25 %
EBITDA marže A. Most	25,56 %	21,45 %	20,22 %	26,97 %	18,25 %	22,49 %
EBITDA marže ostatních autodromů v ČR:						
Autometodrom Brno	24,90 %	38,93 %	31,86 %	19,11 %	n.a.	28,70 %
Autodrom Sosnová	85,21 %	73,10 %	30,93 %	65,30 %	n.a.	63,64 %
Autodrom Promotion#	7,72 %	11,87 %	10,68 %	11,49 %	n.a.	10,44 %

Zdroj: Databáze TP Catalyst

Poznámky: *Data za rok 2019 doposud nejsou úplná, tudíž jsou údaje nepřesné. Z toho důvodu je odvětvový průměr kalkulován pouze na datech z let 2015-2018, #provozovatel autodromu v Sosnové.

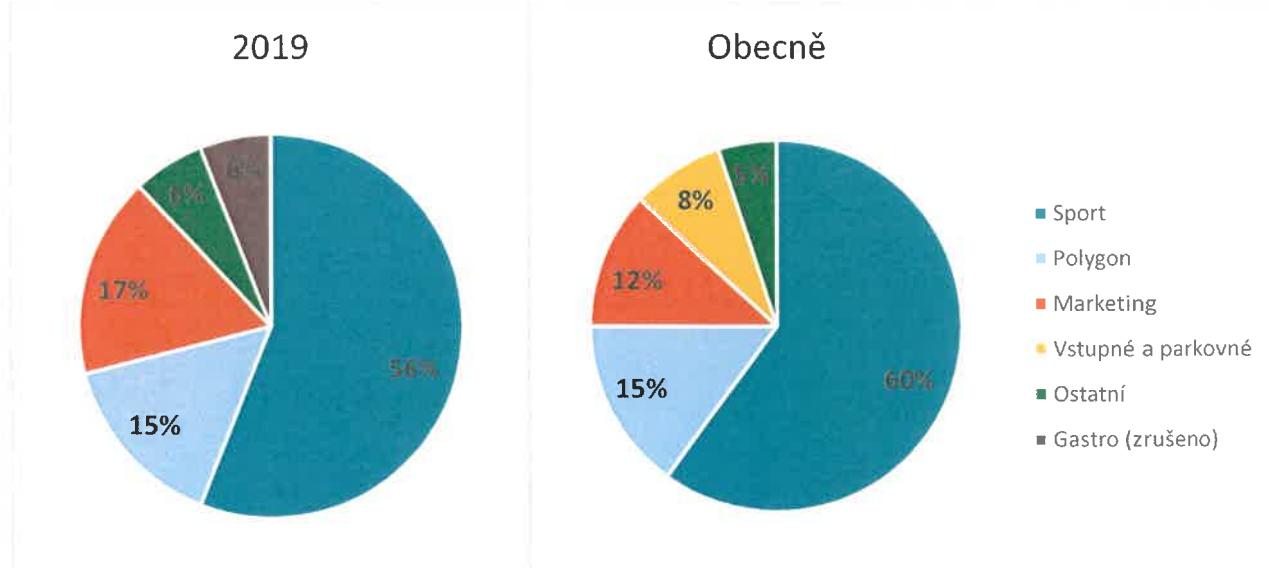
Z tabulky je patrné, že celé odvětví „Provozování sportovních zařízení“ rostlo mezi lety 2015-2018 průměrným tempem 2,5 % ročně, zatímco Společnost zaznamenala za stejné období průměrné tempo růstu tržeb 10,3 % - je však důležité zmínit klesající trend z 17,5 % v roce 2016 pod 5 % v roce 2018. Tempo růstu Autometodromu Brno bylo ve sledovaném období značně proměnlivé. Podíl společnosti Autodrom Most na trhu, měřený provozními tržbami v poměru k celkovým tržbám odvětví, činil v letech 2015-2018 průměrně 2,24 %, Autometodrom Brno dosahoval za stejné období průměrného podílu 4,21 %.

Průměrná EBITDA marže dvou největších autodromů v ČR – Most a Brno se ve sledovaném období blíží průměru 3. kvartili odvětví 93.11, Autometodrom Brno dosahuje vyšších hodnot, Autodrom Most naopak nižších ve srovnání s 3. kvartilem. Medián EBITDA marže odvětví dosahuje přibližně hodnoty 15 %. EBITDA marže společností autodrom Sosnová a Promotion není přímo srovnatelná se dvěma výše zmíněnými společnostmi z toho důvodu, že každá z těchto společností má na starosti pouze část provozu autodromu Sosnová, nikoli autodrom jako celek – při konsolidovaných výsledcích obou společností lze za období 2015-2018 počítat s průměrnou EBITDA marží 21,61 %.

2.1.3 Odběratelé společnosti a tržby

Společnost má přibližně 1 300 odběratelů, které lze dle výše tržeb členit následovně:

Obrázek: Členění odběratelů a tržeb společnosti



Zdroj: podklady dodané Zadavatelem

Je patrné, že většinu tržeb společnosti tvoří odběratelé z kategorie „Sport“, a to konkrétněji agentury zprostředkující testování motocyklů a vozů na závodní dráze. Celkem 15 % tržeb je realizováno na Polygonu – firemní eventy a kurzy bezpečné jízdy. Dalším významným zdrojem příjmů jsou marketingové aktivity. Gastro provoz byl zrušen, tudíž s těmito tržbami není dále počítáno.

Dle informací z výroční zprávy společnosti byl závodní okruh v roce 2019 z pohledu Sportovních akcí vytížen na 100 %, což se projevilo i v dosažení nejvyšších tržeb v rámci sledovaného období. Rok 2020 byl naopak z důvodu protiepidemických opatření vlády ČR nejhorším s meziročním poklesem tržeb o více než 40 %.

Závěry strategické analýzy

V návaznosti na výše uvedeném v rámci jednotlivých kapitol strategické analýzy je možné shrnout data následovně:

1. S ohledem na velikost a úroveň otevřenosti české ekonomiky lze i nadále předpokládat, že vnější prostředí bude působit na makroekonomický vývoj v České republice. Ekonomický vývoj v České republice v následujícím období lze hodnotit v závislosti na míře intenzity **negativních dopadů současné pandemie koronaviru** a s tím souvisejících restriktivních opatření.
2. V důsledku významného omezení provozu v roce 2020 lze v nejbližších letech počítat s **vyšším tempem růstu**, respektive s návratem tržeb přibližně na předchozí úroveň.
3. Vzhledem k historické výši průměru tempa růstu odvětví a skutečnosti, že rok 2019 byl pro společnost výrazně úspěšný s vysokým vytížením provozu, **nepředpokládáme** v dalších letech plánu po návratu hospodaření společnosti přibližně ke stavu před vypuknutím pandemie koronaviru **významné růstové tendenci**.

4. Historická ziskovost společnosti je z pohledu odvětví vyšší, a to téměř na úrovni 3. kvartilu hodnot. Vzhledem k významu společnosti mezi tuzemskými autodromy a skutečnosti, že autodromy obecně dosahují dle předchozí analýzy nadprůměrných hodnot EBITDA marže v rámci odvětví 93.11, lze předpokládat i v budoucnu **dosažení nadprůměrných hodnot EBITDA marže**.

Všechny výše uvedené body nás vedou k závěru, že existuje podložená možnost, že s ohledem na svůj potenciál oceňovaná společnost v budoucnu svůj dlouhodobý podíl na příslušném trhu a úrovně ziskovosti udrží.

2.2 Finanční analýza společnosti

V rámci následujících kapitol byla provedena finanční analýza předmětu ocenění za období let 2016-6.2021.

2.2.1 Analýza rozvahy

Celková výše aktiv společnosti zaznamenala v rámci sledovaného období pokles o přibližně 30 mil. Kč. Tento pokles byl způsoben zejména snížením dlouhodobého hmotného majetku, který tvoří většinu aktiv společnosti (přes 90 %). Oběžná aktiva společnosti tvoří pouze zanedbatelnou část majetku. S výjimkou roku 2017 se pohybovala výše oběžných aktiv mírně nad 20 mil. Kč, v roce 2020 došlo k poklesu na 10 mil. Kč především v důsledku nižšího zůstatku pohledávek. Časové rozlišení aktiv není po sledované období významné.

Tabulka – Vývoj Aktiv společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020
AKTIVA CELKEM	402 571	381 574	388 799	394 007	371 994	375 477
Stálá aktiva	380 779	367 428	366 330	369 750	361 676	358 455
Dlouhodobý nehmotný majetek	48	88	38	423	516	392
Dlouhodobý hmotný majetek	374 842	367 340	366 292	369 327	361 160	358 063
Dlouhodobý finanční majetek	5 889	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	20 762	13 451	21 878	23 888	10 040	16 342
Zásoby	1 061	712	722	3 365	3 038	4 132
Dlouhodobé pohledávky	11 687	4 335	3 508	588	746	0
Krátkodobé pohledávky	4 214	5 711	8 678	14 164	3 311	5 902
Peněžní prostředky	3 800	2 693	8 970	5 771	2 945	6 308
Časové rozlišení	1 030	695	591	369	278	680

Celková hodnota pasiv společnosti vykazovala v souladu s vývojem aktiv ve sledovaném období pokles přibližně o 30 mil. Kč, a to zejména prostřednictvím snížení zůstatku bankovních úvěrů celkem o 95 mil. Kč za sledované období – ve stejném období však došlo k nárůstu dlouhodobých závazků za ovládající osobou o více než 30 mil. Kč. Krátkodobé závazky se v letech 2016-2018 pohybovaly ve stabilní výši, v letech 2019 až 6.2021 zaznamenaly významný nárůst. Jako celek však cizí zdroje v rámci sledovaného období spíše klesaly. Naproti tomu výše vlastního kapitálu za sledované období mírně vzrostla. Časové rozlišení pasiv dosahuje stabilních, ale spíše nevýznamných hodnot.

Tabulka – Vývoj Pasiv společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020
PASIVA CELKEM	402 571	381 574	388 799	394 007	371 994	375 477
Vlastní kapitál	204 537	203 299	218 258	215 895	211 993	208 888
Základní kapitál	305 458	305 458	305 458	305 458	305 458	305 458
Kapitálové fondy	-179 353	-185 243	-179 353	-179 353	-179 353	-179 353
Rezervní, nedělitelný a ostatní fondy ze zisku	6 200	6 200	6 200	6 200	6 200	6 200
Výsledek hospodaření minulých let	66 876	72 232	76 884	79 183	83 590	77 997
Výsledek hospodaření za účetní období	5 356	4 652	9 069	4 407	-3 902	-1 414
Cizí zdroje	195 432	174 513	165 585	175 645	156 603	163 887
Rezervy	0	0	500	500	500	500
Dlouhodobé závazky	20 937	44 214	51 904	54 701	53 762	53 239
Krátkodobé závazky	13 804	11 997	12 821	27 947	27 891	44 809
Bankovní úvěry a výpomoci	160 691	118 302	100 360	92 497	74 450	65 339
Časové rozlišení	2 602	3 762	4 956	2 467	3 398	2 702

2.2.2 Analýza výkazu zisků a ztrát

V rámci následující kapitoly je provedena analýza historických dat provozní činnosti společnosti, a to za období let 2016-6.2021.

Tabulka – Vývoj položek Výkazu zisků a ztrát společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020
Tržby za prodej zboží	2 345	2 674	4 735	5 068	3 267	1 095
Náklady vynaložené na prodané zboží	2 032	2 313	4 174	4 240	2 718	917
Výkony	110 620	117 482	121 613	131 418	75 556	31 096
Výkonová spotřeba	53 929	56 802	48 186	63 067	31 145	19 764
Spotřeba materiálu a energie	8 838	8 167	7 835	12 397	6 483	5 064
Služby	45 091	48 635	40 351	50 670	24 662	14 700
Přidaná hodnota	57 004	61 041	73 988	69 179	44 960	11 510
Osobní náklady	29 797	31 702	32 964	38 286	28 468	13 974
Mzdové náklady	22 232	23 701	24 693	28 555	21 375	10 378
Náklady na sociální zabezpečení a zdr. pojistění	7 189	7 628	7 829	8 925	6 631	3 459
Sociální náklady	376	373	442	806	462	137
Daně a poplatky	2 410	2 446	2 448	2 457	2 367	1 196
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	11 593	12 603	12 234	14 923	14 880	7 056
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	54	85	90	327	1 071	350
ZC prodaného dl. majetku a materiálu	11	14	926	297	500	843
Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0	910	-376	928	-23	7

OBDOBÍ	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020
Ostatní provozní výnosy	1 977	1 570	1 168	7 353	3 979	11 127
Ostatní provozní náklady	2 154	3 909	3 996	9 513	3 488	518
Provozní výsledek hospodaření	13 070	11 112	23 054	10 455	330	-607

Z historických dat společnosti uvedených výše je patrné následující:

- ▶ Každoroční nárůst tržeb s maximem v roce 2019 a propadem v roce 2020;
- ▶ Růst Přidané hodnoty do roku 2018;
- ▶ Vývoj osobních nákladů odpovídající růstu tržeb;
- ▶ Zanedbatelný vliv prodeje dlouhodobého majetku a materiálu;
- ▶ Proměnlivý vývoj ostatních provozních výnosů a nákladů;
- ▶ Významný dopad protiepidemických opatření do hospodaření společnosti za období 2020-6.2021.

Jednotlivé poměrové ukazatele hospodaření lze kalkulovat za období 2016-6.2021 následujícím způsobem:

Tabulka – Vývoj poměrových ukazatelů hospodaření společnosti (v %)

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020	6.2021	průměr*
Míra růstu tržeb za zboží	-	14,03%	77,08%	7,03%	-35,54%	-	15,65%
Obchodní marže	13,35%	13,50%	11,85%	16,34%	16,80%	16,26%	14,37%
Míra růstu Výkonů	-	6,20%	3,52%	8,06%	-42,51%	-	-6,18%
Výkonová spotřeba/Výkony	47,74%	47,27%	38,14%	46,21%	39,51%	61,40%	43,77%
Materiál a energie/Výkony	7,99%	6,95%	6,44%	9,43%	8,58%	16,29%	7,88%
Služby/Výkony	40,76%	41,40%	33,18%	38,56%	32,64%	47,27%	37,31%
Osobní náklady/Tržby	26,38%	26,38%	26,09%	28,05%	36,12%	43,41%	28,60%
Mzdové N/Tržby	19,68%	19,73%	19,54%	20,92%	27,12%	32,24%	21,40%
N na soc. a zdr. pojišt/Mzdové N	32,34%	32,18%	31,71%	31,26%	31,02%	33,33%	31,70%
Soc. N/Mzdové N	1,69%	1,57%	1,79%	2,82%	2,16%	1,32%	2,01%
Daně a poplatky/Tržby	2,13%	2,04%	1,94%	1,80%	3,00%	3,72%	2,18%
OPV/Tržby	1,75%	1,31%	0,92%	5,39%	5,05%	34,57%	2,88%
OPN/Tržby	1,91%	3,25%	3,16%	6,97%	4,43%	1,61%	3,94%

*Poznámka: průměr kalkulován za období let 2016-2020.

Společnost vykazuje ve sledovaném období:

- ▶ Vysoké tempo růstu tržeb z prodeje zboží a růst obchodní marže (do roku 2019);
- ▶ Každoroční nárůst výkonů do roku 2019;
- ▶ Spíše pokles podílu výkonové spotřeby na výkonech, a to zejména prostřednictví nákladů na služby;
- ▶ S výjimkou období 2020-6.2021 spíše stabilní podíl osobních nákladů na tržbách;
- ▶ Pokles podílu daní a poplatků na celkových tržbách (mimo období 2020-6.2021);
- ▶ Proměnlivý vývoj podílu ostatních provozních výnosů a ostatních provozních nákladů ku tržbám.

Na výše uvedených datech lze pozorovat růstový trend společnosti v letech 2016-2019 (z pohledu tržeb) a mimo pokles výkonové spotřeby v roce 2018 poměrně stabilní vývoj hlavních nákladových

položek. Naproti tomu rok 2020 a první pololetí roku 2021 byly významně ovlivněny probíhající pandemií koronaviru. Z těchto důvodů považujeme za relevantní pro sestavení finančního plánu zejména historický vývoj společnosti v letech 2016-2019, zatímco výsledky za období 2020-6.2021 představují spíše jednorázový, dočasný stav.

Následně je provedena finanční analýza poměrových ukazatelů rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity společnosti i odvětví (šedé podbarvení) specifikovaného v předchozí kapitole 2.1.2 Analýza odvětví, a to za sledované období let 2015-2019. Z důvodu neúplnosti odvětvových dat za rok 2019 je průměr kalkulován z hodnot za roky 2015-2018.

Tabulka – Ukazatele rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity společnosti a odvětví

OBDOBÍ	2015	2016	2017	2018	2019	průměr
Rentabilita vlastního kapitálu (s EAT)	3,06%	2,98%	3,11%	5,84%	2,04%	3,74%
	6,03%	-1,14%	1,96%	-7,49%	5,46%	-0,16%
Rentabilita aktiv (s EBIT)	1,57%	1,52%	1,65%	3,28%	1,12%	2,01%
	-0,53%	-0,31%	-0,55%	-2,49%	2,31%	-0,97%
Rentabilita tržeb (s EBIT)	13,81%	11,37%	9,87%	17,77%	7,90%	13,20%
	-2,88%	-3,45%	-5,77%	-3,42%	-9,21%	-3,88%
Podíl vlastního kapitálu	51,33%	50,81%	53,28%	56,27%	54,79%	52,92%
	54,18%	58,07%	59,69%	60,71%	59,36%	58,16%
Úrokové krytí	2,22	1,74	2,15	3,48	2,00	2,40
	16,13	-0,43	27,29	-1,73	-10,37	10,32
Celková likvidita	0,68	0,69	0,42	0,73	0,60	0,63
	2,20	2,87	2,65	3,05	2,23	2,69
Pohotová likvidita	0,64	0,66	0,40	0,71	0,51	0,60
	2,03	2,72	2,51	2,89	2,05	2,54
Peněžní likvidita	0,15	0,12	0,08	0,29	0,15	0,16
	0,32	0,52	0,48	0,46	0,54	0,44
Obrat čistých aktiv	0,27	0,31	0,35	0,36	n.a.	0,32
	0,98	0,53	0,53	0,46	0,75	0,63
Doba obratu zásob [dny]	2,70	3,37	2,10	2,05	8,46	2,55
	2,54	2,44	2,10	2,26	1,95	2,34
Doba obratu pohledávek [dny]	10,21	11,76	10,36	21,94	30,12	13,57
	26,90	24,65	32,62	30,32	35,78	28,62
Doba obratu závazků [dny]	11,08	24,27	10,85	16,06	51,07	15,56
	47,29	38,01	31,77	30,78	26,00	36,96

Zdroj: Databáze TP Catalyst

Z tabulky výše je zřejmě, že odvětví provozování sportovních zařízení obecně nevykazuje příliš vysokou rentabilitu, ani společnost AUTODROM MOST nedosahuje vysokých hodnot rentability aktiv a vlastního kapitálu. Z pohledu rentability tržeb však společnost dosahuje mnohem vyšších hodnot.

Podíl vlastního kapitálu společnosti je mírně nadpoloviční, což přibližně odpovídá i průměru odvětví. Ukazatel úrokového krytí společnosti dosahuje relativně stabilních, avšak nízkých hodnot, a to i v porovnání s odvětvím, ve kterém však hodnota tohoto ukazatele byla značně proměnlivá.

Likvidita společnosti je výrazně nižší v porovnání s průměrnými hodnotami v odvětví i obecnými doporučeními. Poměrně stabilní hodnoty tohoto ukazatele v minulosti však značí, že tato úroveň likvidity je pro společnost dostačující a nepředstavuje přímé ohrožení platební schopnosti.

Obrat aktiv v rámci odvětví je nízký, a to průměrně 0,63 za sledované období 2015-2018. V porovnání s odvětvím však dosahuje společnost ještě nižších, téměř polovičních hodnot. Vzhledem k charakteru společnosti, jež vlastní a provozuje velké množství majetku v podobě autodromu, lze počítat se spíše nižšími hodnotami tohoto ukazatele, nicméně v porovnání například s Automotodromem Brno, který dosahuje dle databáze TP Catalyst hodnot tohoto ukazatele za stejné období mírně pod 1, je využití majetku oceňované společnosti poměrně neefektivní.

Naproti tomu doba obratu zásob společnosti je výrazně nízká, a to 2,55 dne (což přibližně odpovídá i průměru odvětví) a značí tak efektivitu ve využívání zásob. Doba obratu pohledávek i závazků společnosti je výrazně nižší v porovnání s odvětvím, přičemž pohledávky společnost inkasuje rychleji, než hradí závazky.

V návaznosti na výše uvedená zjištění je možné shrnout závěry finanční analýzy následovně:

1. Hospodaření společnosti bylo v rámci sledovaného období poměrně stabilní.
2. Vývoj v roce 2020 nelze považovat za příliš relevantní pro sestavení dlouhodobého výhledu.
3. Míra využití aktiv je poměrně nízká, významné investice nebudou v budoucnu dle názoru Znalce i managementu společnosti nezbytné.
4. V oblasti likvidity dosahuje společnost podprůměrných, avšak dostačujících hodnot pro zachování platební schopnosti. Při kalkulaci ukazatelů na provozní úrovni (tedy bez zohlednění krátkodobých bankovních úvěrů) jsou hodnoty násobně vyšší.

Závěry finanční analýzy

Na základě provedené finanční analýzy lze říci, že společnost je po finanční stránce zdravá a s vysokou pravděpodobností ji nehrozí platební neschopnost. **Lze tedy potvrdit předpoklad nepřetržitého fungování podniku, tj. going concern princip.**

3 OCENĚNÍ

3.1 Použitý způsob ocenění

Při volbě způsobu ocenění jsme nejprve analyzovali hospodářskou a finanční pozici společnosti. Podle názoru Znalce i zástupců Zadavatele je společnost schopna pokračovat v další činnosti a je tedy splněn předpoklad going concern princip. Společnost není v situaci, která by oceňovatele opravňovala k zjištění likvidační hodnoty. Společnost není ani v situaci, kdy by předpokládala zásadní změnu podnikatelské činnosti.

V úvahu přicházejí níže uvedené základní přístupy k ocenění, tj. založené na analýze výnosů, nebo na analýze majetku:

1. Výnosová metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
2. Majetková metoda na principu historických cen

Výnosová metoda – metodika analýzy diskontovaného salda cash-flow (DCF). Jedná se o kvantifikaci hodnot toho majetku/závazků závodu, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow závodu. Tato metoda dle našeho názoru nejlépe vystihuje reálnou hodnotu jmění oceňované společnosti.

Metoda vyhodnocení účetní hodnoty vlastního kapitálu kalkuluje hodnotu subjektu výhradně dle účetních, nikoliv tržních dat, jejichž vypovídající schopnost je pro účely stanovení tržní hodnoty omezená. Závěry této metody ocenění proto považujeme pro daný účel ocenění za informativní, nikoliv primární.

Po zohlednění všech skutečností je podle našeho názoru v tomto případě nejvíce relevantní a reprezentativní použít k ocenění jmění společnosti výnosový přístup – metodu diskontovaného cash-flow (DCF), kterou považujeme za hlavní metodu ocenění.

3.2 Výnosové ocenění společnosti AUTODROM MOST a.s.

V této kapitole je provedeno výnosové ocenění společnosti metodou diskontovaného cash-flow (DCF).

3.2.1 Finanční plán

Finanční plán společnosti pro období 7.2021-2030, který je hlavním podkladem pro výnosové ocenění, byl vyhotoven na základě analýzy historických účetních výkazů a Zadavatelem poskytnutého plánu hospodaření společnosti na roky 2021-2023 včetně dalších doplňujících informací. Finanční plán je vyhotoven na délku sledovaného období 10 let, poté je uvažováno s perpetuitou.

V rámci tržeb počítá plán společnosti mezi lety 2021 a 2023 s návratem k hodnotám před vypuknutím pandemie, přičemž tržby za prodej zboží by měly v roce 2023 dosáhnout 5,5 mil. Kč a výkony společnosti 138 mil. Kč. Po roce 2023 předpokládáme vzhledem k naplnění kapacity autodromu (viz strategická analýza) ustálení tempa růstu tržeb na úroveň dlouhodobého inflačního cíle ČNB, tj. tempo růstu ve výši 2 %.

Ostatní provozní výnosy predikuje společnost pro rok 2021 ve výši 10 712 tis. Kč (z důvodu zaúčtovaných náhrad), v letech 2022-2023 na úrovni 300 tis. Kč, v dalších letech předpokládáme jejich vývoj ve stabilním 0,21% podílu na tržbách dle roku 2023.

Obchodní marže z prodeje zboží je od roku 2022 predikována ve stabilní 16,82% výši. V roce 2021 předpokládá plán společnosti dosažení záporné marže (-4,93 %).

Nákladové položky byly pro roky 7.2021-2023 primárně převzaty z předloženého plánu společnosti, od roku 2024 jsou následně predikovány ve stabilním podílu k příslušným tržbám dle stavu dosaženého v roce 2023.

Prodej dlouhodobého hmotného majetku a materiálu není v rámci plánu uvažován.

Všechny výše uvedené skutečnosti byly promítnuty do finančního plánu. Takto sestavený finanční plán jsme využili pro ocenění jmění společnosti výnosovou metodou DCF. Plán výnosů a nákladů na roky 7.2021-2030 v podobě pro ocenění uvádíme v následující tabulce.

Výsledkem finančního plánu je dosažení EBITDA marže ve výši 23,64 %, tedy v očekávaném rozmezí mediánu a 3. kvartilu odvětvových hodnot.

Pro období celého finančního plánu byly separátně plánovány vlastní účetní odpisy, jež jsou primárně odrazem predikce investic, viz kapitola 3.2.3 Plán investic a odpisů.

Tabulka – Finanční plán pro ocenění jmění společnosti (v tis. Kč)

Položka	7.-12.2021	2022	2023	2024	2025
Tržby za prodej zboží	2 258	5 350	5 500	5 610	5 722
Náklady vynaložené na prodané zboží	2 602	4 450	4 575	4 666	4 760
Obchodní marže	-344	900	925	944	963
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	62 698	135 430	138 159	140 922	143 741
Výkonová spotřeba	18 211	52 805	53 869	54 946	56 045
Spotřeba materiálu a energie	3 425	8 725	8 901	9 079	9 261
Služby	14 787	44 080	44 968	45 867	46 785
Přidaná hodnota	44 143	83 525	85 215	86 920	88 658
Osobní náklady	17 478	38 054	39 957	40 756	41 571
Mzdové náklady	13 183	28 506	29 931	30 530	31 140
Náklady na soc. a zdrav. pojištění	4 011	9 038	9 490	9 680	9 873
Sociální náklady	285	510	536	546	557
Daně a poplatky	1 203	2 430	2 480	2 530	2 580
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	7 207	13 483	13 822	12 101	11 472
Ostatní provozní výnosy	-415	300	300	306	312
Ostatní provozní náklady	4 140	8 701	9 049	9 230	9 414
Provozní výsledek hospodaření	13 700	21 157	20 208	22 610	23 933
EBITDA	20 907	34 640	34 030	34 711	35 405
EBITDA marže	32,39 %	24,55 %	23,64 %	23,64 %	23,64 %

Položka	2026	2027	2028	2029	2030
Tržby za prodej zboží	5 837	5 953	6 072	6 194	6 318
Náklady vynaložené na prodané zboží	4 855	4 952	5 051	5 152	5 255
Obchodní marže	982	1 002	1 022	1 042	1 063
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	146 615	149 548	152 539	155 589	158 701
Výkonová spotřeba	57 166	58 309	59 476	60 665	61 879
Spotřeba materiálu a energie	9 446	9 635	9 827	10 024	10 225
Služby	47 720	48 675	49 648	50 641	51 654
Přidaná hodnota	90 431	92 240	94 085	95 966	97 886
Osobní náklady	42 402	43 250	44 115	44 998	45 898
Mzdové náklady	31 763	32 398	33 046	33 707	34 381
Náklady na soc. a zdrav. pojištění	10 071	10 272	10 477	10 687	10 901
Sociální náklady	569	580	592	603	615
Daně a poplatky	2 632	2 684	2 738	2 793	2 849
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	11 048	11 133	11 331	11 389	11 529
Ostatní provozní výnosy	318	325	331	338	345
Ostatní provozní náklady	9 602	9 795	9 990	10 190	10 394
Provozní výsledek hospodaření	25 064	25 702	26 241	26 934	27 561
EBITDA	36 113	36 835	37 572	38 323	39 090
EBITDA marže	23,64 %	23,64 %	23,64 %	23,64 %	23,64 %

Poznámka: EBITDA = provozní zisk + odpisy; EBITDA marže = EBITDA ÷ provozní tržby

3.2.2 Pracovní kapitál

Projekce pracovního kapitálu je založena zejména na předpokladu obrátek u nejvýznamnějších položek pohledávek a závazků. Plán jednotlivých položek pracovního kapitálu je uveden v následujících kapitolách, včetně plánu příslušné doby obratu. Výnosy a náklady, které jsou základnou pro výpočet obrátek, jsou uvedeny v tabulce níže a vycházejí z výše uvedeného finančního plánu (základna pro výpočet obrátek pro rok 2021 je uvažována ve výši za celý rok).

Tabulka – Základna pro výpočet obrátek pohledávek a závazků (tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Provozní tržby	108 678	141 080	143 959	146 838	149 775
Provozní náklady	81 164	106 440	109 929	112 128	114 370

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Provozní tržby	152 770	155 826	158 942	162 121	165 364
Provozní náklady	116 658	118 991	121 371	123 798	126 274

3.2.2.1 Krátkodobé pohledávky

Pro období 2021-2030 predikujeme dané položky dle níže uvedených parametrů:

Krátkodobé pohledávky z obchodního styku byly predikovány s přihlédnutím k očekávané době obratu pro období 2021-2030 na úrovni průměru hodnot z období 2016-2020 a rovněž vzhledem k očekávané výši položky Provozní tržby pro období finančního plánu (viz výše).

Ostatní položky krátkodobých pohledávek byly pro období 2021-2030 predikovány s ohledem na svůj charakter i význam primárně dle průměrných hodnot dosažených v letech 2016-2020.

Tabulka – Plán krátkodobých pohledávek společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Pohledávky z obchodních vztahů					
Stav k 31.12.	4 873	6 326	6 456	6 585	6 716
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	16,37	16,37	16,37	16,37	16,37
Průměrná meziroční změna	-2 545	-1 453	-129	-129	-132
Stát – daňové pohledávky					
Stav k 31.12.	457	457	457	457	457
Průměrná meziroční změna	1 618	0	0	0	0
Krátkodobé poskytnuté zálohy					
Stav k 31.12.	310	310	310	310	310
Průměrná meziroční změna	1 188	0	0	0	0
Jiné pohledávky					
Stav k 31.12.	467	467	467	467	467
Průměrná meziroční změna	-466	0	0	0	0
Dohadné účty aktivní					
Stav k 31.12.	252	252	252	252	252
Průměrná meziroční změna	-252	0	0	0	0
POHLEDÁVKY CELKEM					
Stav k 31.12.	6 358	7 811	7 940	8 069	8 201
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	21,35	20,21	20,13	20,06	19,99
Průměrná meziroční změna	-456	-1 453	-129	-129	-132

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Pohledávky z obchodních vztahů					
Stav k 31.12.	6 851	6 988	7 128	7 270	7 415
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	16,37	16,37	16,37	16,37	16,37
Průměrná meziroční změna	-134	-137	-140	-143	-145

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Stát – daňové pohledávky					
Stav k 31.12.	457	457	457	457	457
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Krátkodobé poskytnuté zálohy					
Stav k 31.12.	310	310	310	310	310
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky					
Stav k 31.12.	467	467	467	467	467
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Dohadné účty aktivní					
Stav k 31.12.	252	252	252	252	252
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
POHLEDÁVKY CELKEM					
Stav k 31.12.	8 335	8 472	8 612	8 754	8 900
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	19,91	19,84	19,78	19,71	19,64
Průměrná meziroční změna	-134	-137	-140	-143	-145

3.2.2.2 Krátkodobé závazky

Pro období 2021-2030 predikujeme dané položky dle níže uvedených parametrů:

Krátkodobé závazky z obchodního styku byly predikovány s přihlédnutím k očekávané době obratu pro období 2021-2030 na úrovni průměru hodnot z období 2016-2020 a rovněž vzhledem k očekávané výši položky Provozní náklady pro období finančního plánu (viz výše).

Krátkodobé závazky k zaměstnancům a závazky ze sociálního a zdravotního pojištění predikujeme ve výši 1/12 očekávané roční výše mzdových nákladů, respektive nákladů na sociální a zdravotní pojištění.

Ostatní položky krátkodobých závazků byly po celé období finančního plánu predikovány s ohledem na svůj charakter i význam primárně dle průměrných hodnot dosažených v letech 2016-2020. Krátkodobé přijaté zálohy vycházejí z průměrných hodnot let 2016-2019, v roce 2020 byla dosažena nadprůměrná hodnota z důvodu přijetí záloh na neuskutečněné akce, které se z roku 2020 přesunuly na rok 2021.

Tabulka – Plán krátkodobých závazků společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Závazky z obchodních vztahů					
Stav k 31.12.	6 874	9 014	9 310	9 496	9 686
Průměrná doba obratu z nákladů (dny)	30,91	30,91	30,91	30,91	30,91
Průměrná meziroční změna	-8 724	2 141	296	186	190

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Závazky k zaměstnancům					
Stav k 31.12.	2 621	3 171	3 330	3 396	3 464
Průměrná meziroční změna	441	550	159	67	68
Závazky ze soc. a zdrav. pojištění					
Stav k 31.12.	622	753	791	807	823
Průměrná meziroční změna	-539	131	38	16	16
Stát – daňové závazky a dotace					
Stav k 31.12.	1 039	1 039	1 039	1 039	1 039
Průměrná meziroční změna	561	0	0	0	0
Krátkodobé přijaté zálohy					
Stav k 31.12.	4 539	4 539	4 539	4 539	4 539
Průměrná meziroční změna	-20 825	0	0	0	0
Jiné závazky					
Stav k 31.12.	19	19	19	19	19
Průměrná meziroční změna	5	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní					
Stav k 31.12.	444	444	444	444	444
Průměrná meziroční změna	430	0	0	0	0
ZÁVAZKY CELKEM					
Stav k 31.12.	16 158	18 979	19 471	19 739	20 013
Průměrná doba obratu z nákladů (dny)	72,66	65,08	64,65	64,26	63,87
Průměrná meziroční změna	-28 651	2 821	492	269	274

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Závazky z obchodních vztahů					
Stav k 31.12.	9 879	10 077	10 279	10 484	10 694
Průměrná doba obratu z nákladů (dny)	30,91	30,91	30,91	30,91	30,91
Průměrná meziroční změna	194	198	202	206	210
Závazky k zaměstnancům					
Stav k 31.12.	3 534	3 604	3 676	3 750	3 825
Průměrná meziroční změna	69	71	72	74	75
Závazky ze soc. a zdrav. pojištění					
Stav k 31.12.	839	856	873	891	908
Průměrná meziroční změna	16	17	17	17	18

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Stát – daňové závazky a dotace					
Stav k 31.12.	1 039	1 039	1 039	1 039	1 039
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Krátkodobé přijaté zálohy					
Stav k 31.12.	4 539	4 539	4 539	4 539	4 539
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Jiné závazky					
Stav k 31.12.	19	19	19	19	19
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní					
Stav k 31.12.	444	444	444	444	444
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
ZÁVAZKY CELKEM					
Stav k 31.12.	20 293	20 578	20 869	21 165	21 468
Průměrná doba obratu z nákladů (dny)	63,49	63,12	62,76	62,40	62,05
Průměrná meziroční změna	279	285	291	297	302

3.2.2.3 Zásoby

Analogicky s předchozím byly zásoby predikovány s přihlédnutím k očekávané době obratu pro období 2021-2030 na úrovni průměru hodnot za období 2016-2020 a rovněž vzhledem k očekávané výši položky Provozní tržby pro období finančního plánu (viz výše).

Po celé období plánu je tedy doba obratu zásob konstantní ve výši 5,86 dne.

Tabulka – Plán zásob společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Zásoby					
Stav k 31.12.	1 746	2 266	2 313	2 359	2 406
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86
Průměrná meziroční změna	2 386	-521	-46	-46	-47
OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Zásoby					
Stav k 31.12.	2 454	2 503	2 553	2 604	2 656
Průměrná doba obratu z tržeb (dny)	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86
Průměrná meziroční změna	-48	-49	-50	-51	-52

3.2.2.4 Rezervy a opravné položky

Pro období finančního plánu neočekáváme změny těchto položek, jež by měly vliv na kalkulaci cash flow.

3.2.2.5 Časové rozlišení aktivní a pasivní

Časové rozlišení aktiv i pasiv bylo plánováno po celé období plánu na úrovni průměrných hodnot dosažených v letech 2016-2020, tj. ve výši 593 tis. Kč (aktivní) a 3 437 tis. Kč (pasivní). Celková změna těchto položek mající dopad do provozního CF činí za období 7.-12.2021 celkem 822 tis. Kč, v dalších letech je dopad do CF nulový vzhledem ke konstantní výši těchto položek.

3.2.2.6 Provozní hotovost

Změna provozní hotovosti promítající v rámci provozního cash flow období 7.2021-2030 byla plánována s ohledem na minimální požadovanou výši peněžní likvidity (kalkulována s ohledem na historickou výši peněžní likvidity i výši peněžní likvidity k datu ocenění) a rovněž s ohledem na plánovanou výši krátkodobých závazků, tedy následovně:

Tabulka – Plán provozní hotovosti společnosti (v tis. Kč, v %)

OBDOBÍ	6.2020	2021	2022	2023	2024	2025
Provozní hotovost	6 308	3 228	3 792	3 890	3 944	3 999
Peněžní prostředky celkem	6 308	3 380	14 189	36 047	57 790	79 859
Krátkodobé závazky (provozní)	44 795	16 139	18 960	19 452	19 720	19 994
Peněžní likvidita	14 %	21 %	75 %	185 %	293 %	399 %
Optimální peněžní likvidita	14 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Průměrná meziroční změna	-3 363	3 080	-564	-98	-54	-55
Neprovozní hotovost	0	153	10 397	32 157	53 846	75 860

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Provozní hotovost	4 055	4 112	4 170	4 229	4 290
Peněžní prostředky celkem	102 301	125 224	148 657	172 583	197 028
Krátkodobé závazky (provozní)	20 274	20 559	20 850	21 146	21 449
Peněžní likvidita	505 %	609 %	713 %	816 %	919 %
Optimální peněžní likvidita	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Průměrná meziroční změna	-56	-57	-58	-59	-60
Neprovozní hotovost	98 247	121 112	144 487	168 354	192 739

Peněžní likvidita společnosti k datu ocenění je ve výši 14 % a společnost tedy nedisponuje žádnou nadbytečnou likviditou. Z dat je patrné, že za optimální míru provozní peněžní likvidity považujeme pro období plánu v souladu s odbornou literaturou hodnotu 20 % (odpovídající obecně doporučené výši peněžní likvidity).

Výše neprovozní hotovosti k datu ocenění, tedy k 30.6.2021, činí 0 tis. Kč.

3.2.3 Plán investic a odpisů

Plán investic a odpisů byl kalkulován při respektování informací o historii společnosti, aktuálním stavu i budoucích plánech. Dle informací poskytnutých zástupci společnosti proběhly v předchozích letech významné investice, a tudíž v následujících letech nejsou vysoké objemy investic uvažovány. Pro rok 2021 je počítáno s investicí ve výši 10 mil. Kč (3,8 mil. Kč již bylo investováno v prvním pololetí) zejména do výměny zbývající části staršího povrchu závodní dráhy, v dalších letech jsou plánovány pouze investice na úrovni umožňující obnovu stávajícího majetku.

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

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Investice celkem	6 165	5 700	5 814	5 930	6 049
Odpisy z nového majetku	0	381	1 171	1 977	2 719
Odpisy ze stávajícího majetku	14 263	13 102	12 650	10 123	8 752
Odpisy celkem	14 263	13 483	13 822	12 101	11 472
OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Investice celkem	6 170	6 293	6 419	6 548	6 678
Odpisy z nového majetku	3 476	3 692	3 912	4 137	4 366
Odpisy ze stávajícího majetku	7 572	7 441	7 419	7 253	7 163
Odpisy celkem	11 048	11 133	11 331	11 389	11 529

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

3.2.4 Způsob financování

Společnost k datu ocenění eviduje bankovní úvěry v celkové výši 65 339 tis. Kč, z čehož 62 837 tis. Kč tvoří dlouhodobé úvěry a 2 502 tis. Kč krátkodobé bankovní úvěry. Dále eviduje Společnost závazky k ovládaným a ovládajícím osobám ve výši 49 011 tis. Kč.

V tabulce níže je zobrazen přehled úročených závazků:

Tabulka – Úvěrové závazky Společnosti k datu ocenění (v tis. Kč)

Položka/účel	zůstatek	úroková sazba
Kontokorent	2 393	1M PRIBOR + 2,00 %
Akviziční úvěry	57 081	3M PRIBOR + 2,95 %
Investiční úvěr – závodní dráha	5 000	1M PRIBOR + 1,80 %
Ostatní úvěry (soubory mov. majetku)	866	n. a.
Půjčky od akcionáře	49 011	2,50 % p. a.
Celkem	114 350	3,06 %*

* vážený průměr

Celková suma úročených závazků k datu ocenění činí 114 350 tis. Kč. V roce 2021 jsme v rámci plánu počítali s čerpáním kontokorentního úvěru ve výši 12 mil. Kč pro zachování provozně nutné úrovně likvidity – v roce 2022 je následně plánováno splacení tohoto úvěru. Žádné další čerpání ani splácení úročených cizích zdrojů nebylo v průběhu plánu uvažováno.

Výsledný tržní podíl cizích a celkových zdrojů financování pro účely výpočtu diskontu byl stanoven pomocí iteračního propočtu.

Po roce 2030, tj. pro období perpetuity, předpokládáme konvergenci k odvětvovým parametrům a podíl cizích a celkových zdrojů vstupuje do výpočtu diskontní míry na tržní úrovni odpovídající relevantnímu odvětví, ve kterém Společnost působí (viz kapitola týkající se kalkulace koeficientu beta).

3.2.5 Plán provozního cash flow

Finanční plán společnosti se odráží v celkovém cash flow. Výchozí pro výpočet je projekce provozního zisku, jež byla uvedena v rámci předchozích kapitol. Projekce ročního provozního cash flow pro období finančního plánu 7.2021-2030 je uvedena níže:

Tabulka – Plán provozního cash flow (v tis. Kč)

OBDOBÍ	7-12.2021	2022	2023	2024	2025
Provozní zisk před zdaněním a úroky	13 700	21 157	20 208	22 610	23 933
Celkový daňový předpis (-)	-1 082	-3 326	-3 175	-3 631	-3 882
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-511	-694	-665	-665	-665
Odpisy	7 207	13 483	13 822	12 101	11 472
Provozní příjem	19 314	30 621	30 190	30 415	30 857
Investice (-)	-6 165	-5 700	-5 814	-5 930	-6 049
Pohyb pracovního kapitálu (+/-)	-22 818	284	218	40	40
- zásoby (nárůst -/pokles +)	2 386	-521	-46	-46	-47
- pohledávky (nárůst -/pokles +)	-456	-1 453	-129	-129	-132
- čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	87	0	0	0	0
- provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	3 080	-564	-98	-54	-55
- závazky (nárůst +/pokles -)	-28 651	2 821	492	269	274
- změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
- změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
- čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	735	0	0	0	0
PROVOZNÍ CASH FLOW	-9 669	25 204	24 594	24 524	24 849

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Provozní zisk před zdaněním a úroky	25 064	25 702	26 241	26 934	27 561
Celkový daňový předpis (-)	-4 097	-4 219	-4 321	-4 452	-4 572
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-665	-665	-665	-665	-665

OBDOBÍ	2026	2027	2028	2029	2030
Odpisy	11 048	11 133	11 331	11 389	11 529
Provozní příjem	31 351	31 952	32 586	33 206	33 853
Investice (-)	-6 170	-6 293	-6 419	-6 548	-6 678
Pohyb pracovního kapitálu (+/-)	41	42	43	44	45
- zásoby (nárůst -/pokles +)	-48	-49	-50	-51	-52
- pohledávky (nárůst -/pokles +)	-134	-137	-140	-143	-145
- čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
- provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-56	-57	-58	-59	-60
- závazky (nárůst +/pokles -)	279	285	291	297	302
- změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
- změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
- čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
PROVOZNÍ CASH FLOW	25 222	25 700	26 210	26 702	27 219

3.2.6 Plán bilance

Níže je v návaznosti na projekci jednotlivých položek cash flow z provozu uvedena projekce jednotlivých položek rozvahy společnosti k 31.12. daného roku, a to rovněž pro období finančního plánu 7.2021-2030:

Tabulka – Plánovaná rozvaha společnosti (v tis. Kč)

ROZVAHA	2021	2022	2023	2024	2025
Fixní aktiva	357 413	349 630	341 622	335 452	330 029
Oběžná aktiva	11 484	24 266	46 299	68 218	90 465
Zásoby	1 746	2 266	2 313	2 359	2 406
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	6 358	7 811	7 940	8 069	8 201
Peněžní prostředky	3 380	14 189	36 047	57 790	79 859
Časové rozlišení aktivní	593	593	593	593	593
AKTIVA CELKEM	369 490	374 489	388 515	404 262	421 087
Vlastní kapitál	218 817	232 995	246 529	262 008	278 559
Cizí zdroje	147 236	138 057	138 549	138 817	139 091
Rezervy	500	500	500	500	500
Dlouhodobé závazky	53 239	53 239	53 239	53 239	53 239
Krátkodobé závazky	16 158	18 979	19 471	19 739	20 013
Bankovní úvěry a výpomoci	77 339	65 339	65 339	65 339	65 339
Časové rozlišení pasivní	3 437				
PASIVA CELKEM	369 490	374 489	388 515	404 262	421 087

ROZVAHA	2026	2027	2028	2029	2030
Fixní aktiva	325 151	320 311	315 400	310 558	305 708
Oběžná aktiva	113 091	136 199	159 822	183 942	208 584
Zásoby	2 454	2 503	2 553	2 604	2 656
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	8 335	8 472	8 612	8 754	8 900
Peněžní prostředky	102 301	125 224	148 657	172 583	197 028
Časové rozlišení aktivní	593	593	593	593	593
AKTIVA CELKEM	438 834	457 103	475 815	495 093	514 885
Vlastní kapitál	296 026	314 011	332 431	351 413	370 902
Cizí zdroje	139 371	139 656	139 947	140 243	140 546
Rezervy	500	500	500	500	500
Dlouhodobé závazky	53 239	53 239	53 239	53 239	53 239
Krátkodobé závazky	20 293	20 578	20 869	21 165	21 468
Bankovní úvěry a výpomoci	65 339	65 339	65 339	65 339	65 339
Časové rozlišení pasivní	3 437				
PASIVA CELKEM	438 834	457 103	475 815	495 093	514 885

3.2.7 Pokračující hodnota

Pro období perpetuity je cash-flow kalkulováno tzv. parametrickým vzorcem, který je založen na faktorech tvorby hodnoty, přičemž investice do provozního kapitálu jsme kalkulovali na základě stavu dosaženého ke konci finančního plánu, nikoliv pomocí ukazatele CAPEX, neboť po konzultaci se zástupci společnosti AUTODROM MOST a.s. ohledně zainvestovanosti společnosti a vzhledem k jejímu charakteru je stav dosažený ke konci finančního plánu dlouhodobě udržitelný.

Dlouhodobou míru růstu pro období perpetuity, tj. po roce 2030, plánujeme s ohledem na vzdálenost časového horizontu od data ocenění na úrovni dlouhodobě očekávané výše inflace ve výši 2 % p. a. Domníváme se, že z dlouhodobého pohledu takto stanovená míra růstu reálně odráží dlouhodobě udržitelný potenciál společnosti i sílu konkurence.

Pro rok 2031 a následující již nebyl vytvořen finanční plán a projekce byla založena na předpokladu dlouhodobého růstu. Pro výpočet CF v perpetuitě platí tedy vztah:

$$\text{CF perpetuitní} = [\text{Upravený EBIT} \times (1 - \text{daň. sazba}) - \text{NI}] \times (1 + \text{míra růstu}), \text{kde:}$$

- Upravený EBIT = upravený provozní hospodářský výsledek (2030)
- Daň. sazba = předpokládaná daňová sazba pro období perpetuity (19 %)
- NI (net investment) = Investice do dlouhodobého majetku - odpisy dlouhodobého majetku
+ změna pracovního kapitálu

Na základě výše uvedených kalkulací lze cash flow do perpetuity kalkulovat následovně:

- $\text{CF do perpetuity} = [\text{Upravený EBIT (2030)} \times (1 - \text{daň. sazba}) - \text{NI}] \times (1 + \text{míra růstu})$

- CF do perpetuity = $[27\ 561 \times (1 - 0,19) - (-4\ 956)] \times (1 + 0,02)$
- CF do perpetuity = 27 825 tis. Kč

Pro období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu provozního cash flow každoročně ve výši **27 825 tis. Kč**.

3.2.8 Diskontní míra

Diskontní míra byla stanovena srovnatelně dle postupu uvedeného ve znaleckém posudku. Níže jsou uvedeny pouze parametry, které jsou pro konkrétní oceňovanou společnost – AUTODROM MOST a.s. odlišné.

3.2.8.1 Náklady na vlastní kapitál

Koeficient β

Koeficient beta je stanoven metodou analogie podle relevantních společností působících ve stejném odvětví v rámci evropského regionu. Jedná se o odvětví „Auto Parts“, které se nám jeví jako nejbližší obor tomu, ve kterém působí oceňovaná společnost. Nezadlužená beta je tedy pro účel výpočtu diskontu společnosti kalkulována ve výši průměru hodnot daného odvětví, tj. **0,81**.

Tabulka – Stanovení koeficientu beta metodou analogie

Odvětví	Počet firem	Beta	D/E poměr	Nezadlužená beta
Entertainment	172	0,96	23,19 %	0,81

Zdroj: www.stern.nyu.edu/~adamodar

3.2.8.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál společnosti AUTODROM MOST a.s. byly stanoveny váženým průměrem úrokových sazeb úročených zdrojů společnosti k datu ocenění (viz kapitola 3.2.4). Výše nákladu na cizí kapitál pro období plánu i perpetuity tedy činí **3,06 %**. Pro roky 2021 a 2022 činí sazba nákladu na cizí kapitál 3,04 % v důsledku již uvedeného čerpání kontokorentního úvěru.

3.2.8.3 Průměrné vážené náklady kapitálu – WACC

Hodnota váženého průměru nákladu kapitálu je stanovena na základě výše popsaných nákladů na vlastní a cizí zdroje a tržního poměru cizích a celkových zdrojů. Takto stanovená výše diskontní sazby se nám jeví jako přiměřená a vyvážená. Při výpočtu byly aplikovány iterace.

Tabulka – Diskontní faktor pro období plánu a perpetuity

DISKONTNÍ FAKTOR	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Bezriziková sazba	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%
Nezadlužená beta	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
Riziková prémie pro vyspělé trhy	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Přirážka za riziko země	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%
Prémie za velikost a tržní kapitalizaci	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%

DISKONTNÍ FAKTOR	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Přirážka za specifická rizika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	35,85%	36,95%	33,10%	32,63%	32,12%	31,61%
Sazba daně z příjmu	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Náklady na úročené cizí zdroje	3,04%	3,04%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%
Náklady na vlastní zdroje	11,81%	11,90%	11,57%	11,54%	11,49%	11,45%
WACC	8,45%	8,41%	8,56%	8,58%	8,60%	8,62%

DISKONTNÍ FAKTOR	2027	2028	2029	2030	Perpetuita
Bezriziková sazba	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%
Nezadlužená beta	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
Riziková prémie pro vyspělé trhy	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Přirážka za riziko země	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%
Prémie za velikost a tržní kapitalizaci	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%
Přirážka za specifická rizika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	31,09%	30,59%	30,10%	29,61%	18,82%
Sazba daně z příjmu	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Náklady na úročené cizí zdroje	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%
Náklady na vlastní zdroje	11,42%	11,38%	11,34%	11,30%	10,62%
WACC	8,64%	8,66%	8,67%	8,69%	9,09%

3.2.9 Výsledný propočet

V následující kapitole je provedeno závěrečné shrnutí kalkulace ocenění jmění společnosti výnosovou metodou DCF.

3.2.9.1 Ocenění aktiv/pasiv majících přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow

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

Provozní + perpetuitní efekt celkem

318 933 tis. Kč

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

Volná hotovost

Z informací uvedených v kapitole 3.2.2.6 Provozní hotovost je patrné, že společnost nedisponuje k datu ocenění volnou neprovozní hotovostí. Celková hodnota volné hotovosti společnosti k datu ocenění tedy činí:

Volná hotovost celkem

0 tis. Kč

Neprovozní či úročené odečitatelné cizí zdroje

Společnost eviduje k datu ocenění bankovní úvěry v celkový výši 65 339 tis. Kč a závazky k ovládaným a ovládajícím osobám v celkové výši 49 011 tis. Kč. Více informací je uvedeno v kapitole 3.2.4 Způsob financování.

Se společností jsou dále vedena řízení, většinově z důvodu podezření na porušení hlukové vyhlášky města Most, v rámci kterých lze očekávat úhradu pokut a ostatních poplatků v celkové výši 1 036 tis. Kč.

Dále disponuje společnost odloženým daňovým závazkem ve výši 3 115 tis. Kč. Pro účel ocenění jsme přijali předpoklad, že bude odložený daňový závazek vypořádán rovnoměrně za 10 let, tedy každý rok 1/10 částky 3 115 tis. Kč. Pro diskontování použijeme diskontní sazbu platnou pro finanční plán.

Tabulka – Kalkulace současné hodnoty (NPV) odloženého daňového závazku (ODZ) v tis. Kč

Období	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ODZ	312	312	312	312	312	312	312	312	312	312
Diskont	8,45 %	8,41 %	8,56 %	8,58 %	8,60 %	8,62 %	8,64 %	8,66 %	8,67 %	8,69 %
NPV	2 040	1 901	1 750	1 588	1 413	1 223	1 017	793	550	287

Celková současná hodnota odloženého daňového závazku k datu ocenění činí 2 040 tis. Kč.

Celková hodnota odečitatelných cizích zdrojů společnosti k datu ocenění tedy činí:

Odečitatelné cizí zdroje celkem

117 426 tis. Kč

3.2.9.3 Závěrečné shrnutí

Závěrečná kalkulace celkové hodnoty majetku a závazků společnosti vychází z výše uvedených propočtů.

Aktiva (majetek) / pasiva (závazky) společnosti, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow 318 933 tis. Kč

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

Dlouhodobý neprovozní majetek 0 tis. Kč

Neprovozní pohledávky 0 tis. Kč

Neprovozní hotovost 0 tis. Kč

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

Hodnota neprovozních odečitatelných cizích zdrojů -117 426 tis. Kč

Hodnota společnosti 201 507 tis. Kč

Závěrečná kalkulace je také shrnuta v následující tabulce:

Tabulka – Shrnutí ocenění společnosti výnosovou metodou DCF (v tis. Kč)

Rok	2027	2028	2029	2030	Perpetuita
Cash-flow pro ocenění	25 700	26 210	26 702	27 219	27 825
Diskontní sazba	8,64 %	8,66 %	8,67 %	8,69 %	7,09 %
NPV	367 749	373 810	379 955	386 208	392 556

Rok	7-12.2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cash-flow pro ocenění	-9 669	25 204	24 594	24 524	24 849	25 222
Diskontní sazba	8,45 %	8,41 %	8,56 %	8,58 %	8,60 %	8,62 %
NPV	318 933	341 922	345 487	350 477	356 025	361 792

Hodnota dluhů	117 426
Neprovozní pohledávky	0
Volná hotovost	0
Hodnota společnosti	201 507

Hodnota čistého obchodního majetku (jmění) společnosti, stanovená výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků, činí ke dni ocenění, po zaokrouhlení na celé tisíce korun, částku 201 507 tis. Kč.

3.3 Ocenění společnosti metodou majetkovou na principu historických cen

Metoda účetní hodnoty vlastního kapitálu je jednou z možných majetkových metod, které lze k ocenění použít. Metoda využívá při ocenění zásad platných v účetnictví. Na jejich základě je sestavena rozvaha, která je souhrnným vyjádřením účetního ocenění podniku. Jako hodnota netto zde slouží vlastní kapitál chápaný jako účetní vlastní kapitál, tj. rozdíl mezi účetní netto hodnotou aktiv a účetní hodnotou závazků.

Při ocenění jsme vycházeli z účetních hodnot, na jejichž základě získáme hodnotu majetku, závazků a čistého obchodního majetku (jmění) společnosti AUTODROM MOST a.s.

Tabulka – Ocenění společnosti majetkovou metodou na principu historických cen (v tis. Kč)

Položka	Hodnota
Účetní hodnota majetku společnosti	375 477
Účetní hodnota závazků společnosti	166 589
Hodnota čistého obchodního majetku (jmění) společnosti	208 888

Hodnota čistého obchodního majetku (jmění) společnosti, stanovená majetkovou metodou na principu historických cen, činí ke dni ocenění, po zaokrouhlení na celé tisíce korun, částku 208 888 tis. Kč.

3.4 Rekapitulace výsledků a stanovení hodnoty 34% obchodního podílu

Hodnotu jmění společnosti k datu ocenění jsme stanovili dvěma metodami.

Metoda majetková na principu historických cen zachycuje specifickým způsobem hodnotu majetku a závazků k určitému datu. Za bezpochyby významnou výhodu této majetkové metody lze označit její průkaznost, neboť má podobu ocenění podle zásad platných v účetnictví. Dle stanoviska odborné veřejnosti však ocenění čistého obchodního majetku na úrovni účetní hodnoty nelze považovat za metodu ocenění zobrazující vždy zcela přesně hodnotu oceňovaného podniku. S ohledem na výše uvedené důvody ji tedy považujeme za podpůrnou metodu pro stanovení jmění společnosti.

Metoda výnosová DCF je založena na kvantifikaci současné hodnoty budoucích volných peněžních toků plynoucích z oceňované společnosti. Metoda se zaměřuje na výnosový potenciál s předpokladem tzv. going concern, tedy předpokladem jeho nepřetržitého trvání. Tato metoda odpovídá na otázku, jakou hodnotu je daný soubor majetku a závazků schopen generovat za daných podmínek.

V tabulce níže je uvedeno ocenění společnosti AUTODROM MOST a.s. výše zmíněnými metodami a propočet hodnoty 34% obchodního podílu společnosti DOBA a.s. na společnosti AUTODROM MOST a.s., zaokrouhleno na celé tisíce Kč.

Tabulka – Rekapitulace ocenění (v Kč)

Metoda	Hodnota jmění	Obchodní podíl	Hodnota podílu
Metoda majetková na principu historických cen	208 888 000 Kč	34 %	71 022 000 Kč
Metoda výnosová DCF	201 507 000 Kč	34 %	68 512 000 Kč

Z výše uvedené tabulky je zřejmé, že výsledek výnosového ocenění je nižší než účetní hodnota vlastního kapitálu společnosti, což by mohlo vést k otázce, zdali není vhodné zjistit také likvidační hodnotu společnosti. Společnost DOBA a.s., je však menšinovým vlastníkem AUTODROMU MOST a.s. (34 %) a nemá tak na rozhodování o budoucích záměrech společnosti rozhodující vliv. Protože předmětem ocenění není společnost AUTODROMU MOST a.s. jako taková, ale pouze menšinový podíl na této společnosti bez rozhodovacího vlivu, není o potenciální likvidaci možné hodnotově uvažovat. Přičemž závěry strategické a finanční analýzy společnosti neindikují porušení předpokladu going concern princip, a tudíž s nejvyšší pravděpodobností společnosti nehrozí ani situace, v níž by bylo zapotřebí nad likvidací uvažovat jako o ekonomické nutnosti. Na základě těchto skutečností považujeme za vhodné použít pro stanovení hodnoty 34% podílu na společnosti výnosovou metodu DCF, která je založena na kvantifikaci současné hodnoty budoucích volných peněžních toků plynoucích z pokračování současné podnikatelské činnosti.

Jako nejvíce vhodná a reprezentativní tedy byla v souladu s informacemi uvedenými výše pro ocenění jmění společnosti, respektive 34% obchodního podílu společnosti DOBA a.s. na společnosti AUTODROM MOST a.s., zvolena metoda výnosová DCF.

**Hodnotu 34% obchodního podílu společnosti DOBA a.s. na společnosti AUTODROM MOST a.s.
stanovujeme na základě výše uvedených informací a předpokladů celkem na částku:**

68 512 000 Kč.