

ZNALECKÝ POSUDEK

Č. 1 / 745 / 2015

STANOVENÍ ODHADU CENY AKCIÍ SPOLEČNOSTI CIDEM HRANICE, A.S. PRO ÚČELY JEJICH VEŘEJNÉ DRAŽBY

CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.

Praha, leden 2015

TPA Horwath Valuation Services s.r.o.

140 00 Praha 4, Antala Staška 2027/79, Tel.: +420 222 826 211, Fax: +420 222 826 312, E-Mail: valuation@tpa-horwath.cz, www.tpa-horwath.cz
IČO: 25507796, Městský soud v Praze, spisová zn. C.151055

Albánie | Bulharsko | Česká republika | Chorvatsko | Maďarsko | Polsko | Rakousko | Rumunsko | Slovensko | Slovinsko | Srbsko

Člen Crowe Horwath International (Curych) – asociace nezávislých účetních a ekonomických poradců

Zadavatel posudku:

CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s., sídlem Veverí 3163/111, Žabovřesky, 616 00 Brno, IČO: 277 58 419 (dále jen „Zadavatel“)

Účel posudku:

Stanovení odhadu ceny akcií společnosti CIDEM Hranice, a.s. pro účely jejich veřejné dražby (blíže viz Kapitola 1.1).

Posudek vypracován ke dni (datum ocenění):

30.9.2014

Datum vyhotovení posudku:

8.1.2015

Posudek podal:

TPA Horwath Valuation Services s.r.o.
znalecký ústav zapsaný Ministerstvem spravedlnosti České republiky
se sídlem Praha 4, Antala Staška 2027/79, PSČ 140 00
IČO: 255 07 796
Tel.: 222 826 211
E-Mail: valuation@tpa-horwath.cz
(dále jen „Znalecký ústav“)

Tento znalecký posudek obsahuje 68 číslovaných stran a 156 stran příloh, byl zhotoven ve 4 vyhotoveních, z nichž jedno si ponechává Znalecký ústav jako zpracovatel posudku.

Vyhotovení číslo 1 ze 4

V Praze dne 8.1.2015

OBSAH

OBSAH	3
1 ÚVOD	6
1.1 Zadání znaleckého posudku (znalecký úkol)	6
1.2 Základ hodnoty	6
1.3 Datum ocenění	7
1.4 Rozsah práce	7
1.5 Podklady, zdroje informací a použitá literatura	7
1.5.1 Podklady předané Zadavatelem, Oceňovanou společností či jinou pověřenou osobou	7
1.5.2 Podklady získané Znaleckým ústavem	8
1.5.3 Ostatní zdroje informací	8
1.5.4 Použitá literatura	8
1.6 Obecné předpoklady a omezující podmínky	9
1.7 Prohlášení	10
1.8 Seznam použitých zkratek	11
1.9 Poznámky	12
2 KATEGORIE HODNOTY A METODY OCEŇOVÁNÍ	13
2.1 Kategorie hodnoty	13
2.1.1 Tržní hodnota	14
2.2 Metody oceňování	14
2.2.1 Metody založené na analýze výnosů	14
2.2.2 Metody založené na analýze trhu	16
2.2.3 Metody založené na analýze majetku	16
N Á L E Z	18
3 POPIS A ZÁKLADNÍ ÚDAJE O PŘEDMĚTU OCENĚNÍ	18
3.1 Předmět ocenění	18
3.2 Identifikační údaje společnosti CIDEM Hranice, a.s.	18
3.3 Organizační struktura skupiny CIDEM	18
3.4 Podnikatelský program	19
4 MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA ČESKÉ REPUBLIKY	20
5 STRATEGICKÁ ANALÝZA SPOLEČNOSTI CIDEM	21
5.1 Analýza vnějšího potenciálu	21
5.1.1 Charakteristika a vývoj odvětví	21
5.1.2 Cenový vývoj	22
5.1.3 Odhad budoucího vývoje trhu	23
5.2 Analýza vnitřního potenciálu	23
5.2.1 Konkurence a postavení společnosti na relevantním trhu	23
5.3 Závěr strategické analýzy	25
6 FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI CIDEM	26
6.1 Účetní výkazy – přehled	26
6.1.1 Účetní závěrky za roky 2009 až 2013 a účetní výkazy za období od 1.1.2014 do 30.9.2014	26

6.1.2	Přehled majetku	26
6.1.3	Zdroje financování majetku	27
6.1.4	Vývoj hospodaření	28
6.2	Účetní výkazy – vertikální a horizontální analýza	30
6.2.1	Horizontální analýza účetních výkazů	30
6.2.2	Vertikální analýza účetních výkazů	31
6.3	Poměrové ukazatele	32
6.3.1	Ukazatele rentability	32
6.3.2	Ukazatele likvidity	33
6.3.3	Ukazatele aktivity	34
6.3.4	Ukazatele zadluženosti	34
6.4	Závěr finanční analýzy	34
7	ZHODNOCENÍ SITUACE SPOLEČNOSTI	36
7.1	SWOT analýza	36
7.2	Předpoklad going-concern	37
P O S U D E K		38
8	POUŽITÉ METODY OCENĚNÍ	38
9	PŘEDPOKLADY TOHOTO OCENĚNÍ	40
10	METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ – DCF (VARIANTA ENTITY)	41
10.1	Finanční plán – první fáze (období od 1.10.2014 do 31.12.2014 a dále roky 2015 až 2018)	41
10.1.1	Tržby	42
10.1.2	Provozní zisková marže	43
10.1.3	Provozně nutný pracovní kapitál	45
10.1.4	Provozně nutný dlouhodobý majetek	47
10.1.5	Cizí zdroje	48
10.1.6	Účetní výkazy pro období I. fáze plánu (období od 1.10.2014 do 31.12.2014 a dále roky 2015 až 2018)	48
10.2	Finanční analýza finančního plánu pro první fázi	49
10.3	Výpočet volných peněžních toků	49
10.4	Kalkulovaná úroková míra pro metodu DCF	50
10.4.1	Náklady cizího kapitálu	51
10.4.2	Náklady vlastního kapitálu	51
10.4.3	Průměrné vážené náklady kapitálu	54
10.5	Hodnota brutto obchodního závodu	54
10.5.1	Současná hodnota I. fáze plánu	54
10.5.2	Pokračující hodnota a její současná hodnota	55
10.6	Hodnota netto obchodního závodu	57
10.7	Provozně nepotřebný majetek	57
10.8	Výsledná hodnota stanovená metodou DCF Entity	60
11	METODA ÚČETNÍ HODNOTY NA PRINCIPU HISTORICKÝCH CEN	62
11.1	Aktuální přehled aktiv evidovaných v účetnictví	62
11.2	Aktuální přehled závazků evidovaných v účetnictví	63
11.3	Výsledná hodnota stanovená metodou účetní hodnoty na principu historických cen	63
12	SHRNUTÍ POUŽITÝCH ZPŮSOBŮ (METOD) OCENĚNÍ	64
13	HODNOTA JEDNÉ AKCIE SPOLEČNOSTI CIDEM	65

14	ZÁVĚR.....	66
15	SEZNAM PŘÍLOH	67
16	ZNALECKÁ DOLOŽKA	68

1 Úvod

1.1 Zadání znaleckého posudku (znalecký úkol)

Stanovení odhadu ceny akcií společnosti CIDEM Hranice, a.s., Hranice - Hranice I - Město, Skalní 1088, PSČ 75301, IČO: 146 17 081, v místě a čase obvyklé pro účely jejich veřejné dražby k datu ocenění 30.9.2014.

1.2 Základ hodnoty

Znalecký ústav při odhadu předmětu ocenění postupoval v souladu s ustanovením § 13 odst. 1 zákona o veřejných dražbách č. 26/2000 Sb. ve znění pozdějších předpisů, který stanovuje dražebníkově povinnost zajistit cenu dražby v místě a čase obvyklou.

Definice tržní hodnoty je uvedena například v Mezinárodních oceňovacích standardech (IVS). Podle nich se tržní hodnotou rozumí „...odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejčtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, při jejímž uzavření by její strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

Tržní hodnota podle Mezinárodních oceňovacích standardů dále vychází z konceptu Highest and Best Use Of Property (nejlepší možné využití majetku). Jedná se o „nejpravděpodobnější využití majetku, které je fyzicky možné, náležitě oprávněné, právně dovolené, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.“

Koncept tržní hodnoty je až na nevýznamné odchylky v souladu s ustanovením § 2 odst. 1 zákona o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. ve znění pozdějších předpisů, který definuje cenu obvyklou, a v souladu s ustanovením § 13 odst. 1 zákona o veřejných dražbách č. 26/2000 Sb. ve znění pozdějších předpisů, který stanovuje dražebníkově povinnost zajistit cenu dražby v místě a čase obvyklou.

Jako základ hodnoty pro ocenění jsme použili koncept tzv. tržní hodnoty (angl.: Market Value).

Tržní hodnota je teoretickým konceptem. Nelze vyloučit, že se odhadnutá tržní hodnota a skutečná tržní realizovaná cena budou lišit. Případný rozdíl může být způsoben řadou faktorů. Jedná se například o specifika cenového jednání a podmínky prodeje, motivace, strategie a schopnosti kupujícího a prodávajícího, likvidita předmětu prodeje, počet zájemců o koupi a obecné podmínky na trhu. Mezinárodní oceňovací standardy rozlišují tržní hodnotu od speciální hodnoty (special value), která odráží konkrétní vlastnosti aktiva, které mají hodnotu pouze pro speciálního kupujícího. Tato hodnota vzniká, když má aktivum vlastnosti, které jej činí pro konkrétního kupujícího přitažlivějším než

pro ostatní kupující na trhu. Tyto vlastnosti mohou zahrnovat fyzické, geografické, ekonomické nebo právní charakteristiky aktiva. K těmto aspektům nelze při odhadu tržní hodnoty přihlížet.

Proces odhadu tržní hodnoty nelze z podstaty věci považovat za vědecky přesný a objektivní. Odhady tržní hodnoty jsou proto nutně založeny na určité míře kvalifikovaného úsudku zpracovatele ocenění.

1.3 Datum ocenění

Hodnotu předmětu ocenění jsme odhadli k 30.9.2014.

1.4 Rozsah práce

Rozsah práce při plnění znaleckého úkolu vychází ze zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů a vyhlášky ministerstva spravedlnosti č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů.

Znalecký úkol je zpracován především na základě podkladů a informací předložených Znaleckému ústavu Zadavatelem posudku, Oceňovanou společností či jinou pověřenou osobou v listinné či elektronické podobě a dále z veřejně dostupných zdrojů. Výčet použitých podkladů a zdrojů informací je uveden v Kapitole 1.5 tohoto znaleckého posudku.

Předložené podklady byly doplněny vlastním šetřením a konzultacemi Znaleckého ústavu se zástupci Oceňované společnosti, které se uskutečnily v období od října 2014 do ledna 2015.

1.5 Podklady, zdroje informací a použitá literatura

1.5.1 Podklady předané Zadavatelem, Oceňovanou společností či jinou pověřenou osobou

1. Účetní závěrky k 31.12.2013 společností KBS Hranice s. r. o., ČSAD Frýdek - Místek a.s., ČSAD Havířov a.s., ČSAD Karviná a.s., FVE 6 s.r.o., CIDEMAT Hranice, s.r.o., CIDEM Hranice, a.s., BUS MANAGEMENT a.s.
2. Účetní výkazy k 30.9.2014 společností KBS Hranice s. r. o., ČSAD Frýdek - Místek a.s., ČSAD Havířov a.s., ČSAD Karviná a.s., FVE 6 s.r.o., CIDEMAT Hranice, s.r.o., CIDEM Hranice, a.s., BUS MANAGEMENT a.s.
3. Obrátové předvahy k 31.12.2013 a k 30.9.2014 společností KBS Hranice s. r. o., ČSAD Frýdek - Místek a.s., ČSAD Havířov a.s., ČSAD Karviná a.s., FVE 6 s.r.o., CIDEMAT Hranice, s.r.o., CIDEM Hranice, a.s., BUS MANAGEMENT a.s.

4. Inventura pozemků ve vlastnictví společnosti CIDEM Hranice, a.s.
5. Plán odpisů na rok 2014 společnosti CIDEM Hranice, a.s.
6. Plán výsledku hospodaření na období 2014 až 2017 společnosti CIDEM Hranice, a.s.

1.5.2 Podklady získané Znaleckým ústavem

1. Účetní závěrky za roky 2009 – 2012 společností KBS Hranice s. r. o., ČSAD Frýdek - Místek a.s., ČSAD Havířov a.s., ČSAD Karviná a.s., FVE 6 s.r.o., CIDEMAT Hranice, s.r.o., CIDEM Hranice, a.s., BUS MANAGEMENT a.s.

1.5.3 Ostatní zdroje informací

1. www.cnb.cz,
2. www.justice.cz,
3. www.cidem.cz,
4. www.czso.cz,
5. www.mfcr.cz.

1.5.4 Použitá literatura

- [1] Damodaran, A.: Damodaran on Valuation – Security Analysis for Investment and Corporate Finance. 2nd edition. John Wiley & Sons, Inc. New Jersey 2006.
- [2] Brealy, R.A., Myers, S.C.: Teorie a praxe firemních financí. 1. vydání. Computer Press. Praha 2000.
- [3] IBBOTSON. Cost of Capital : 2012 Yearbook. Chicago : Morningstar, 2012.
- [4] IBBOTSON. Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation 1926 – 2011 : 2013 Valuation Yearbook. Chicago : Morningstar, 2013.
- [5] International Valuation Standards Committee: International Valuation Standards. 8th edition. London 2007.
- [6] Kislingerová, E.: Oceňování podniku. 2. vydání. C. H. Beck. Praha 2001.

- [7] Mařík, M. a kol.: Metody oceňování podniku – Proces ocenění - základní metody a postupy. 3. vydání. Ekopress, s.r.o. Praha 2011.
- [8] Mařík, M. a kol.: Metody oceňování podniku pro pokročilé – Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. Vydání. Ekopress, s.r.o. Praha 2011.
- [9] Mařík, M., Maříková, P.: Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vydání. Vysoká škola ekonomická v Praze, nakladatelství Oeconomica. Praha 2007.
- [10] Mařík, M., Maříková, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 1. vydání. Ekopress, s.r.o. Praha 2007.
- [11] Mc Kinsey & Company, Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D.: Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. 4th edition. John Wiley & Sons, Inc. New Jersey 2005.
- [12] Peemöller (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. 3. Auflage. Verlag Neue Wirtschafts-Briefe GmbH & Co. Kg. Herne/Berlin 2005.
- [13] Pratt, S.P.: Business Valuation Discounts and Premiums. 1st edition. John Wiley & Sons, Inc. New York 2000.
- [14] Pratt, S.P.: Cost of Capital – Estimation and Applications. 2nd edition. John Wiley & Sons, Inc. New Jersey 2002.
- [15] Pratt, S.P.: The Market Approach to Valuing Businesses. 2nd edition. John Wiley & Sons, Inc. New Jersey 2005.
- [16] Svačina, P.: Oceňování nehmotných aktiv. 1. vydání. Ekopress, s.r.o. Praha 2010.

1.6 Obecné předpoklady a omezující podmínky

Tento znalecký posudek byl vypracován v souladu s těmito obecnými předpoklady a omezujícími podmínkami:

- podklady a informace poskytnuté Zadavatelem, Oceňovanou společností či jinou pověřenou osobou, na nichž je nutně tento znalecký posudek založen, jsou považovány za věrohodné. Nebyly provedeny žádné formy šetření směřující k ověření pravosti, správnosti a úplnosti těchto podkladů a informací, které jsou v kompetenci jiných odpovědných osob;
- podklady a informace získané z jiných zdrojů jsou rovněž považovány za věrohodné, i když nemohly být ověřeny ve všech případech;

- při zpracování znaleckého posudku bylo přihlíženo pouze k podkladům a informacím dostupným k datu ocenění. K podkladům a informacím dostupným po datu ocenění nebo k podkladům a informacím, které nám byly zatajeny, nemohlo být přihlédnuto;
- nepřebíráme žádnou odpovědnost za nepravdivé, nesprávné, neúplné či zavádějící podklady a informace poskytnuté Zadavatelem, Oceňovanou společností či jinou pověřenou osobou nebo získané z jiných zdrojů;
- nepřebíráme žádnou odpovědnost za případné změny v tržních podmínkách, ke kterým by mohlo dojít po datu ocenění. Nemáme povinnost podaný znalecký posudek aktualizovat;
- předpokládá se odpovědné vlastnictví a výkon vlastnických práv a plný soulad skutečností a jednání oceňované společnosti včetně jejich orgánů a odpovědných pracovníků se všemi aplikovatelnými zákony a předpisy;
- předpokládá se, že mohou být získány nebo obnoveny všechny požadované licence, osvědčení o držbě, souhlasu – povolení nebo jiná legislativní nebo administrativní oprávnění;
- nepřebíráme žádnou odpovědnost za skutečnosti právní povahy včetně právního podkladu vlastnického práva. Předpokládáme, že vlastnické právo k majetku je správné, prodejné a zpeněžitelné a čisté od zadržovacích práv, služebností nebo břemen zadlužení kromě těch, které nám byly sděleny.

Tento znalecký posudek musí být posuzován jako celek a na základě v něm uvedených podmínek a předpokladů. Hodnocení jeho jednotlivých částí odděleně může být zavádějící.

Tento znalecký posudek je určen výhradně pro účely uvedené v Nabídce na poradenské služby uzavřené mezi společnostmi TPA Horwath Valuation Services s.r.o. a společností CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s. (která je též smlouvou) a bez předchozího souhlasu zpracovatele nesmí být použit pro jiné než sjednané účely. Odpovědnost zpracovatele za použití tohoto znaleckého posudku pro jiné než sjednané účely nebo za zpracovatelem neodsouhlasené použití třetími stranami je vyloučena.

Bez předchozího písemného souhlasu Znaleckého ústavu jako zpracovatele tohoto znaleckého posudku nesmí být tento znalecký posudek nebo jakákoliv jeho část zveřejněna nebo předána třetím stranám s výjimkou sjednaného účelu a zákonných povinností Zadavatele znaleckého posudku vyplývajících ze sjednaného účelu podle předchozího odstavce.

1.7 Prohlášení

Prohlašujeme, že:

- nejsme podjatí ve smyslu ust. § 11 odst. 1 zákona o znalcích a tlumočnících č. 36/1967 Sb. ve znění pozdějších předpisů a že jsme nezávislí na předmětu tohoto znaleckého posudku,

- v současné době nemáme ani v blízké budoucnosti nebudeme mít účast nebo prospěch z podnikání, které je předmětem zpracovaného znaleckého posudku;
- si nejsme vědomi žádných skutečností, které by zpochybňovaly věrohodnost poskytnutých a získaných podkladů a informací;
- analýzy, názory a závěry uvedené v tomto znaleckém posudku jsou platné pouze za obecných předpokladů a omezujících podmínek, které jsou uvedeny v předchozím bodu a dále v textu tohoto znaleckého posudku a jsou našimi osobními, nezaujatými profesionálními analýzami, názory a závěry;
- naše pracovní zařazení, ani naše odměny nezávisí na dosažených závěrech nebo odhadnutých hodnotách;
- nemáme žádné současné ani budoucí zájmy na předmětu tohoto znaleckého posudku a z naší strany neexistuje ani osobní zájem nebo zaujatost vzhledem k výsledným hodnotám či závěrům uvedeným v tomto znaleckém posudku.

1.8 Seznam použitých zkratek

Zkratka	Význam zkratky
Znalecký ústav	společnost TPA Horwath Valuation Services s.r.o., znalecký ústav zapsaný Ministerstvem spravedlnosti České republiky pod číslem jednacím 32/99 – OOD
Oceňovaná společnost, CIDEM	CIDEM Hranice, a.s., Hranice - Hranice I - Město, Skalní 1088, PSČ 75301, IČO: 146 17 081
Zadavatel	CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s., sídlem Veveří 3163/111, Žabovřesky, 616 00 Brno, IČO: 277 58 419
MF	Ministerstvo financí České republiky
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
EU	Evropská unie
ČSAD Frýdek-Místek	ČSAD Frýdek - Místek a.s., sídlem Frýdek-Místek, Politických obětí 2238, PSČ 738 01, IČO: 451 92 073
ČSAD Havířov	ČSAD Havířov a.s., sídlem Havířov-Podlesí, Těšínská 1297/2b, PSČ 736 01, IČO: 451 92 081
ČSAD Karviná	ČSAD Karviná a.s., sídlem Karviná - Nové Město, Bohumínská 1876/2, PSČ 735 06, IČO: 451 92 090
BUS MANAGEMENT	BUS MANAGEMENT a.s., se sídlem Skalní 1088, Hranice I-Město, 753 01 Hranice, IČO: 277 80 937
CIDEMAT	CIDEMAT Hranice, s.r.o., sídlem Hranice - Hranice I - Město, Skalní 1088, PSČ 753 01, IČO: 496 06 786
FVE 6	FVE 6 s.r.o., sídlem Hranice - Hranice I - Město, Skalní 1088, PSČ 753 01, IČO: 282 06 380
KBS	KBS Hranice s. r. o., sídlem Hranice - Hranice I-Město, Bělotínská 1904, okres Přerov, PSČ

Zkratka	Význam zkratky
	753 01, IČO: 484 00 807
CIDEMA	CIDEMA, s.r.o., Skalní 1088, Hranice I-Město, 753 01 Hranice, IČO: 030 49 833
Skupina CIDEM	Holdingová skupina společností CIDEM, BUS MANAGEMENT, CIDEMAT, CIDEMA, KBS, FVE 6, ČSAD Havířov, Karviná a Frýdek-Místek

1.9 Poznámky

Tabulky uvedené v tomto znaleckém posudku byly zpracovány převážně v tabulkovém procesoru Microsoft Excel. Vzniklé odchylky – zejména například v součtových buňkách tabulek – jsou způsobeny zaokrouhlováním.

U tabulek či grafů, u nichž není uveden zdroj informací, byly tímto zdrojem výroční zprávy, případně účetní závěrky společnosti, či vlastní výpočty Znaleckého ústavu, nevyplývá-li z textu jinak.

2 Kategorie hodnoty a metody oceňování

2.1 Kategorie hodnoty

Hodnota v ekonomickém smyslu má dvě základní stránky:

- užitnou hodnotu – tj. schopnost určitého statku uspokojovat lidské potřeby. Užitná hodnota přitom závisí na možnostech využití, preferencích a úmyslech vlastníka tohoto statku;
- směnnou hodnotu – pokud má statek užitnou hodnotu, je k dispozici v omezeném množství a může být předmětem směny. Směnná hodnota v peněžním vyjádření v podstatě vede k tržní hodnotě.

Hodnota zjednodušeně představuje odhad budoucích (a to nejen ekonomických) užitek plynoucích z vlastnictví hodnoceného statku či ze získání služby. Z tohoto důvodu může mít jedna a tatáž věc pro různé subjekty různou hodnotu. Motivem k uskutečnění transakce totiž často nejsou pouze ekonomické stimuly, ale i různé zvláštní zájmy jejích účastníků.

Z praktických důvodů je však nutné omezovat se pouze na užitky vyjádřené v penězích. Hodnota obchodního závodu pak vychází z očekávaných budoucích příjmů převedených (diskontovaných) na jejich současnou hodnotu k datu ocenění – je to „*víra v budoucnost podniku vyjádřená v penězích.*“¹

Z výše uvedeného lze vyvodit, že:

- hodnota není objektivní vlastností obchodního závodu – je zpravidla založena na predikci budoucího vývoje a jde tedy pouze o odhad;
- tím, že hodnota není objektivní vlastností obchodního závodu, nelze ani sestavit algoritmus, který by umožňoval hodnotu obchodního závodu jednoznačně určit;
- hledaná hodnota závisí také na účelu ocenění a na subjektu, z jehož hlediska je určována.

Mezi nejčastěji používané kategorie hodnoty patří:

- tržní hodnota
- reálná hodnota
- objektivizovaná hodnota
- investiční hodnota
- speciální hodnota
- hodnota při stávajícím využití
- cena obvyklá

¹ viz [7] Mařík, M. a kol., str. 20

2.1.1 Tržní hodnota

Tržní hodnotou se podle *Mezinárodních oceňovacích standardů* rozumí odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejčtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, při jejímž uzavření by její strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.²

Tržní hodnota nereflexuje náklady transakce (prodeje či koupě majetku, resp. služby) a související daně. V pojetí *Mezinárodních oceňovacích standardů* je založena na předpokladu *Highest and Best Use* (nejlepšího a nejvyššího využití), který v podstatě znamená takové možné, proveditelné, legální a oprávněné využití majetku, které má za následek jeho nejvyšší hodnotu.

2.2 Metody oceňování

Teorie oceňování rozeznává v zásadě tři okruhy oceňovacích metod:

- Metody založené na analýze výnosů.
- Metody založené na analýze trhu.
- Metody založené na analýze majetku.

2.2.1 Metody založené na analýze výnosů

Výnosové metody oceňování jsou založeny na úvaze, že hodnota aktiva je dána očekávaným užitekem, který toto aktivum přinese jeho držiteli. Tento okruh oceňovacích metod tedy víceméně vychází z odhadu, jaký (penězi vyjádřitelný) užitek vygeneruje aktivum v budoucím období. Predikované budoucí příjmy (čisté, tj. snížené o výdaje vynaložené na jejich dosažení) jsou pak převedeny na současnou hodnotu k datu ocenění. Převodem na současnou hodnotu je zohledněn fakt, že investor příjmy z obchodního závodu nezíská okamžitě, ale až za určitou dobu (faktor času) a navíc je vystaven riziku, že příjmy nebudou dosaženy v očekávané výši (faktor rizika). Výnosová hodnota je pak rovna součtu diskontovaných reálných budoucích příjmů za dobu, po kterou se předpokládá, že mohou být dosahovány.

Výnosové metody ocenění se nejčastěji používají pro perspektivní, ziskové obchodní závody, u nichž je možné odůvodněně plánovat budoucnost.

Do skupiny metod ocenění založených na analýze výnosů se řadí zejména:

² International Valuation Standards 2007, str. 76 (kapitola International Valuation Standard 1, odst. 3.1)

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF).
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).

Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

V současné době se jedná o zřejmě nejpoužívanější výnosovou metodu oceňování. Její kořeny sahají do USA, avšak poměrně rychle zdomácněla i v evropském prostředí. Od některých ostatních výnosových metod se odlišuje tím, že výsledná hodnota je kalkulována nikoliv na úrovni zisku, ale na úrovni peněžních toků (tj. reálných příjmů), které představují reálné vyjádření užítku z držení statku. Metoda DCF tak přesně odráží teoretickou definici hodnoty.

V praxi se vyskytuje ve třech základních variantách:

- Varianta Entity – považuje se za základní variantu metody DCF. Stanovení výsledné hodnoty obchodního závodu probíhá ve dvou krocích. V prvním kroku se zjistí tzv. brutto hodnota, tj. hodnota obchodního závodu vycházející z peněžních toků disponibilních pro vlastníky i věřitele. Výsledná hodnota vlastního kapitálu se stanoví odečtením hodnoty cizího kapitálu ke dni ocenění od hodnoty brutto.
- Varianta Equity – při ocenění touto variantou se vychází z peněžních toků pouze na úrovni vlastníků. Jejich diskontováním se dojde přímo k hodnotě vlastního kapitálu.
- Varianta APV (Adjusted Present Value) – stejně jako varianta Entity je i varianta APV dvoukroková. Nejdříve se stanoví hodnota brutto obchodního závodu jako součet hodnoty obchodního závodu při fiktivním nulovém zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků z cizího kapitálu. Ve druhém kroku se odečte cizí kapitál ke dni ocenění a výsledkem je hodnota netto.

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda byla vypracována a je používána zejména v německy mluvících zemích. Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů vychází z výnosů pouze na úrovni vlastníků a výsledkem tak je přímo (netto) hodnota vlastního kapitálu (nedochází tedy k odečtení cizího kapitálu).

V závislosti na chápání čistých výnosů, které jsou základem ocenění touto metodou, se rozeznávají dvě základní varianty:

- Varianta založená na peněžních tocích – prakticky ji lze ztotožnit s metodou DCF Equity. Tato varianta je rozšířena především v akademických kruzích.
- Varianta „praktiků“ – byla zpracována německým Institutem auditorů (IDW). Čistý výnos je odvozován zejména z upravených výsledků hospodaření (jakožto rozdílů upravených účetních výnosů a nákladů). Rozdíl oproti výše uvedené variantě spočívá v tom, že

plánované investice jsou do ocenění promítnuty prostřednictvím odpisů. Oproti metodě DCF se jedná o určité zjednodušení, které se však opírá o jednoduchou logiku – než naplánovat investice v nesprávné výši a době, je lepší vycházet z odpisů, které jsou sice účetní, ale pravidelně se opakující položkou, jejíž odhad je snazší.

V rámci této varianty se dále rozlišují dvě metody propočtu výnosové hodnoty – analytická a paušální.

2.2.2 Metody založené na analýze trhu

Metody založené na analýze trhu nejlépe vyhovují konceptu tržní hodnoty, protože, jak již z pojmenování této skupiny vyplývá, opírají se o tržní data. Primárně vycházejí ze skutečných cen zjištěných z již realizovaných transakcí. Použití tržních metod ocenění je však na druhou stranu limitováno požadavkem na rozsáhlou informační základnu. Oceňovatel totiž musí mít k dispozici přesné informace o dostatečném množství transakcí uskutečněných v časově ne příliš vzdáleném období. Navíc je nezbytné, aby obchodní závody, které byly předmětem posuzovaných transakcí, byly porovnatelné, tj. měly co nejvíce shodných rysů s obchodním závodem oceňovaným. Naplnění všech výše uvedených předpokladů je v řadě případů velmi náročné.

Do tohoto okruhu oceňovacích metod patří především:

- Ocenění na základě tržní kapitalizace.
- Ocenění na základě srovnatelných obchodních závodů.
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí.
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů.
- Ocenění na základě údajů o obchodních závodech uváděných na burzu.

2.2.3 Metody založené na analýze majetku

Výsledkem ocenění na základě analýzy majetku je hodnota majetkové podstaty obchodního závodu – tzv. substanční hodnota. Substanční hodnota je v praxi pojímána jako obecný termín pro všechny druhy majetkového ocenění. Substanční hodnota zásadně představuje souhrn individuálně oceněných položek majetku, od níž je odečtena suma individuálně oceněných závazků.

Ocenění založené na analýze majetku lze rozdělit na základě zásad a předpokladů, podle nichž jsou oceněny jednotlivé majetkové položky. Nejčastěji se člení podle toho, zda se při ocenění vychází z předpokladu dalšího pokračování obchodního závodu či nikoliv:

- Ocenění na principu reprodukčních cen – vychází z předpokladu trvalé (resp. dlouhodobé) existence obchodního závodu, tzv. principu going concern. Do této skupiny se řadí:
 - Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen.
 - Substanční hodnota na principu reprodukčních cen.

- Substanční hodnota na principu úspory nákladů.
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot.
- Ocenění likvidační hodnotou – v tomto případě se nepředpokládá dlouhodobější existence obchodního závodu.

Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen

Tato metoda vychází přímo z účetní hodnoty vlastního kapitálu uvedeného v rozvaze oceňované společnosti – jako netto hodnota vlastního kapitálu se tedy chápe účetní vlastní kapitál. Výsledná hodnota je do značné míry závislá na účetní politice společnosti, což může být, zejména u společností, jejichž účetní závěrky nejsou ověřovány auditorem, problematické.

Účetní ocenění tak má v rámci ocenění obchodního závodu spíše doplňkovou roli.

N Á L E Z

3 Popis a základní údaje o předmětu ocenění

3.1 Předmět ocenění

Jak vyplývá ze zadání znaleckého posudku (blíže viz Kapitola 1.1.), jsou předmětem ocenění akcie společnosti CIDEM hranice, a.s.

3.2 Identifikační údaje společnosti CIDEM Hranice, a.s.

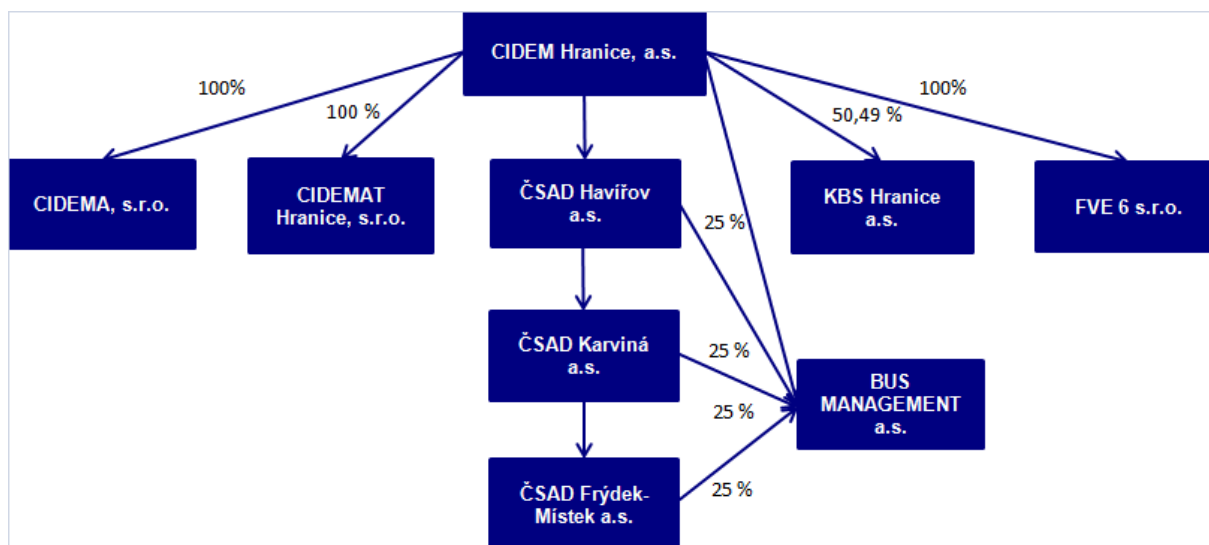
Obchodní firma	CIDEM Hranice, a.s.
Sídlo	Hranice - Hranice I - Město, Skalní 1088, PSČ 753 01
Identifikační číslo	146 17 081
Právní forma	Akciová společnost
Rejstříkový soud	Krajský soud v Ostravě
Oddíl – vložka	Oddíl B, vložka 148
Den zápisu do obchodního rejstříku	21. března 1991
Základní kapitál	529 276 000,- Kč
Statutární orgán – představenstvo	Ing. Tomáš Vavřík, MBA, dat. nar. 15. února 1972
	Ing. Václav Brabec, dat. nar. 30. prosince 1965
	Ing. Radoslav Bendík, dat. nar. 28. listopadu 1968

Základní informace týkající se předmětu ocenění poskytli ústně a formou písemných dokladů v listinné či elektronické podobě především:

- Ing. Martin Mlčák, MBA, hlavní ekonom Oceňované společnosti.

3.3 Organizační struktura skupiny CIDEM

Organizační strukturu skupiny CIDEM uvádí následující schéma:



3.4 Podnikatelský program

Podle výpisu z obchodního rejstříku byly k datu ocenění předmětem podnikání společnosti následující činnosti:

- hornická činnost v rozsahu:
 - otvírka, příprava a dobývání výhradních ložisek,
 - zřizování, zajišťování a likvidace lomů,
 - úprava a zušlechťování nerostů prováděné v souvislosti s jejich dobýváním,
 - zřizování a provozování odvalů, výsypek a odkališť při činnostech provozovaných v písmenech b) až d),
- silniční motorová doprava - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny,
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence,
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona.

Společnost CIDEM se zaměřuje na výrobní činnost v oboru produkce stavebních hmot. Řadí se v rámci České republiky mezi obchodní společnost střední velikosti. Rozhodujícím předmětem činnosti je výroba a prodej deskového materiálu cementotříškových desek, které se obchodují pod registrovanou značkou CETRIS.

4 Makroekonomická analýza České republiky

Makroekonomická analýza, ze které v některých bodech vychází a odkazuje tento znalecký posudek, byla zveřejněna v rámci dokumentu Makroekonomická predikce České republiky vydaného Ministerstvem financí České republiky v červenci 2014 (uzávěrka datových zdrojů byla k 4.7.2014). Tato makroekonomická analýza je k dispozici na oficiálních internetových stránkách MF na <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce>.

5 Strategická analýza společnosti CIDEM

Strategická analýza je klíčovou oblastí procesu oceňování. Primárními cíly strategické analýzy je vymezit výnosový potenciál oceňovaného podniku, pokud možno jak kvalitativně, tak kvantitativně a utvořit základní představu o splnění principu neomezené doby trvání podniku (going concern). Strategická analýza tedy přináší konkrétní výsledky v podobě predikce tržeb a tržního podílu i představy o volbě oceňovací metody.

V tomto posudku bude strategická analýza sloužit primárně k ověření tržeb, které společnost CIDEM plánuje na období od 1.10.2014 do 31.12.2014 a roky 2015 až 2018.

Strategická analýza by měla odpovědět zejména na následující otázky:

- Jaké jsou dlouhodobé perspektivy podniku?
- Jak se budou vyvíjet tržby podniku?
- Jaká jsou s podnikem spojená rizika?

Na zodpovězení těchto otázek shromáždil Znalecký ústav relevantní dostupné informační zdroje, které dokládají opodstatněnost finančního plánu a odhadu diskontní sazby.

5.1 Analýza vnějšího potenciálu

V rámci analýzy vnějšího potenciálu bude vymezen relevantní trh (odvětví), na kterém Oceňovaná společnost operuje.

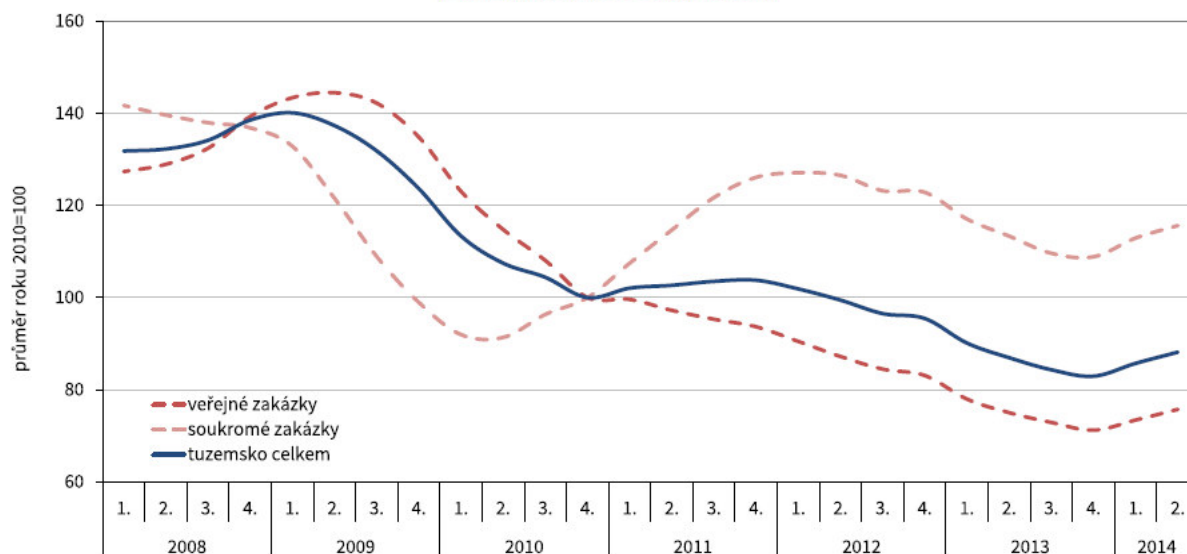
Hlavní činností společnosti je výroba cementotřískových desek. Společnost působí na území ČR i v zahraničí. Na základě těchto skutečností oceňovanou společnost řadíme podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE do třídy 23.65 Výroba vláknitých cementů.

5.1.1 Charakteristika a vývoj odvětví

Odvětví Výroba vláknitých cementů je závislé na vývoji celého trhu stavebnictví. Stavebnictví je v ČR jedním z nejvýznamnějších odvětví. Ukazuje na to fakt, že se stavebnictví podílelo v roce 2013 na tvorbě HDP 5,9 %³ a zaměstnávalo přibližně 8,4 % osob pracujících v civilním sektoru. Vývoj stavebnictví v roce 2014 otočil dlouhodobější klesající trend v odvětví, který odstartoval v roce 2009.

³ Stavebnictví - stavební práce, zaměstnanost - mpostav.cz

Trend indexu stavební produkce (bazický index ze stálých cen)



Stavební produkce v lednu až červenci 2014 vzrostla meziročně reálně o 3,7 %. Produkce pozemního stavitelství meziročně vzrostla o 2,5 % a inženýrské stavitelství zaznamenalo meziroční růst stavební produkce o 6,6 %. Na růst stavební produkce zejména v 1. čtvrtletí mělo významný vliv velmi teplé počasí a nízká srovnávací základna minulého roku. Nejhorší výsledek byl zatím zaznamenán v červenci, kde byla naopak velmi vysoká srovnávací základna z roku 2013, v němž probíhaly intenzivní opravy po povodních. Stavební produkce od počátku roku do konce července 2014 klesla ve srovnání se stejným obdobím konjunkturálního roku 2008 o 26,2 %.

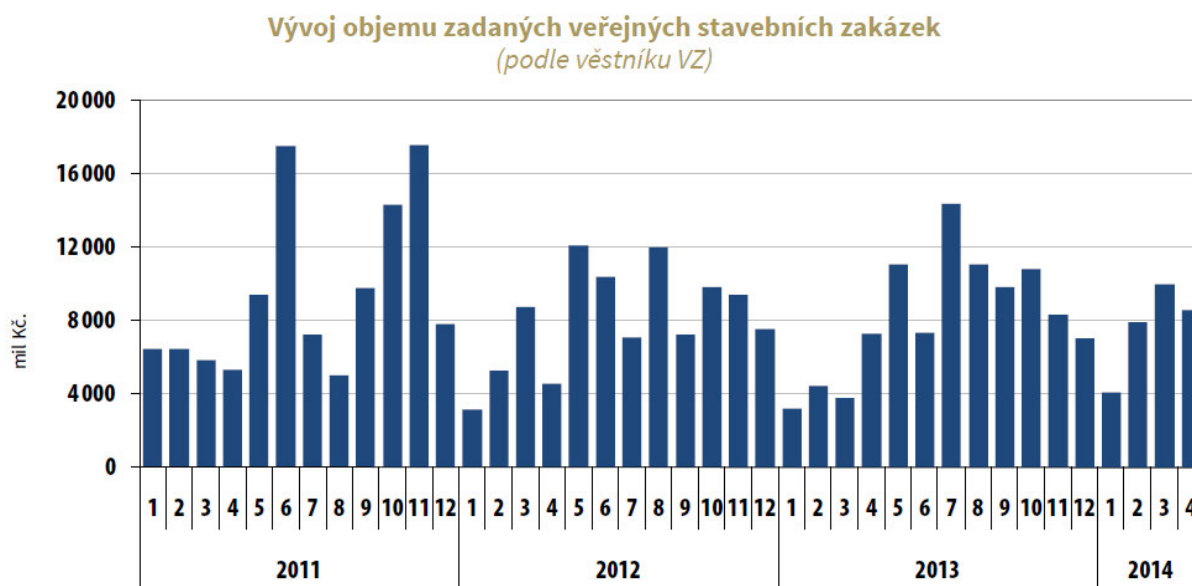
5.1.2 Cenový vývoj

Cenový vývoj na trhu znázorňuje následující tabulka, která ukazuje meziroční změnu indexu průmyslových cen podle CZ-CPA pro skupinu Betonové, cementové a sádrové výrobky.

Indexy cen prům. výrobců podle CZ-CPA	2008	2009	2010	2011	2012	2013
23.6 - Betonové, cementové a sádrové výrobky	107,5	108,4	107,3	106,7	106,0	105,5

Zdroj: Český statistický úřad - http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/ipc_cr

Z tabulky je zřejmý pokles indexu od roku 2009, což bylo způsobeno poklesem celého odvětví stavebnictví a následným tlakem na ceny při vyšším počtu konkurentů při získávání nových zakázek. Vývoj nových stavebních zakázek pro podniky s více jak 50 zaměstnanci ukazuje následující graf.



Zdroj: Kvartální analýza českého stavitelství 2Q/2014 – www.studiestavebnictvi.cz

Z grafu je zřejmé, že od roku 2013 se vývoj objemu zadaných veřejných stavebních zakázek zvyšuje.

5.1.3 Odhad budoucího vývoje trhu

Ředitelé stavebních společností očekávají, že trend z první poloviny roku 2014 bude pokračovat a sektor celoročně poroste o 3,4 %. O něco vyšší růst očekávají i v roce 2015, kdy by růst měl dosáhnout 2,9 %. Během začátku roku 2014 vzrostl počet i finanční objem stavebních zakázek realizovaných i poptávaných veřejnými investory. Ředitelé potvrzují stabilizaci českého stavebnictví v roce 2014 a věří ve velice mírný růst v nadcházejících letech. Je zde ovšem celkem silný tlak na marže, což je způsobeno přebytkem stavebních kapacit nad poptávkou až o 28 %.

5.2 Analýza vnitřního potenciálu

V rámci analýzy vnitřního potenciálu je zkoumán relevantní trh, konkurence a postavení společnosti na relevantním trhu.

5.2.1 Konkurence a postavení společnosti na relevantním trhu

Společnost CIDEM Hranice s 23 letou historií patří mezi významné výrobce kvalitních stavebních materiálů v České republice. Ve svém výrobním závodě v Hranicích vyrábí deskový materiál — cementotřískové desky, známé pod ochrannou značkou CETRIS. Podíl tržeb u zahraničních zákazníků je vyšší než 50 % a tito zákazníci jsou z více než 90 % ze zemí EU. V následujícím textu srovnáme společnost CIDEM v některých parametrech s konkurenty v rámci Evropy, kteří konkurují společnosti CIDEM přímo výrobou cementotřískových desek v podobném objemu.

Společnost CIDEM vyrobí ročně pod značkou CETRIS přibližně 55 000 m³ cementotřískových desek. Podle informací Oceňované společnosti čelí společnost na evropském trhu konkurenci následujících společností (značek), které vyrábějí cementotřískové desky:

Konkurence	Země	Roční výroba (m ³)	EBITDA marže (%)	Marže za rok
CIDEM Hranice, a.s.	ČR	35 000	42,30	2013
Duripanel ,Eternit AG, Neubeckum	Německo	-	12,82	2010
BETONYP, Falco Fa Kombinat ,Szombathely	Maďarsko	35 000	3,94	2013
AMROC Panel ,Magdeburg	Německo	25 000	3,3	2012
TABLICIA, Santander	Španělsko	-	-0,25	2010; v likvidaci
VIROC, Portugal	Portugalsko	-	-8,07	2013
TEPE	Turecko	45 000	-	-
Ruské společnosti	Rusko	Dvě společnosti vyrábí ročně okolo 50 000 m ³ a další společnosti s řádově menší produkcí.		

Zdroj: Databáze Amadeus, webové stránky společností

Z výše uvedené tabulky je zřejmé, že EBITDA marže společnosti CIDEM Hranice je velice nadprůměrná a značí o výjimečném postavení společnosti a jejího výrobku na trhu. Již v roce 2004 společnost CIDEM měla v rámci prodeje cementotřískových desek většinový podíl na evropském trhu.⁴ V období po roce 2008 po finanční a hospodářské krizi společnost stále patřila k jedničce na evropském trhu a dokonce investovala do zvýšení kapacity linky na výrobu cementotřískových desek o 50 %, a to v době kdy její konkurence spíše utlumovala svou produkci.⁵

Dle informací zástupce Oceňované společnosti má společnost CIDEM oproti výše uvedeným následující konkurenční výhody:

- rozsah certifikace,
- zpracované systémy,
- osobní vazby s odběrateli,
- technickou podporu,
- ustálenost kvality,
- krátké dodací lhůty,
- vývoj nových výrobků a nových systémů,
- sortimentní portfolio.

⁴ Stavebnictví a interiér 10/2004 (<http://www.stavebnictvi3000.cz/clanky/cetris-cementotriskove-desky/>)

⁵ Webový portál Svět průmyslu. (<http://www.svetprumyslu.cz/cidem-hranice-as-divize-cetris-proziravost-ukryta-za-paradoxem/>)

Z těchto důvodů si může společnost CIDEM u výrobků pod značkou CETRIS dovolit vyšší ceny než konkurence. Při prodeji na území ČR se ceny značky Betonyp pohybují přibližně o 5 – 10 % níže než ceny výrobků prodáváných pod značkou CETRIS. Výrobky prodávané pod značkou AMROC se prodávají na úrovni 70% procent z cen výrobků prodáváných pod značkou CETRIS.

Analýza konkurence na evropském trhu ukazuje, že společnost je největší výrobce cementotřískových desek v Evropě. Cenová hladina u prodáváných výrobků je na vyšší úrovni než u konkurence, což ukazuje pevnou pozici na trhu a potvrzuje konkurenční výhody, díky kterým společnost vyšší cenovou hladinu může držet. Zároveň je i přes turbulence na stavebním trhu zřejmý stabilní až rostoucí vývoj tržeb. Již k datu ocenění je podle managementu společnosti zřejmé, že rok 2014 bude z hlediska prodeje rekordní. Celkový objem prodeje v roce 2014 by se měl pohybovat okolo 37 000 m³. V dalších letech se předpokládá mírný pokles prodeje na 35 000 m³ cementotřískových desek v roce 2015 a 34 000 m³ v dalších letech. Rok 2014 bude pravděpodobně rekordní i z pohledu realizační prodejní ceny, zatímco v roce 2012 byla cena 10 100 Kč za m³ a v roce 2013 na úrovni 9 900 Kč, tak v roce 2014 se daří realizovat prodejní cenu na úrovni 10 900 Kč. V dalších letech je předpokládán mírný pokles ceny na úroveň okolo 10 500 Kč s následným růstem tempem inflace. Přičemž do budoucna lze usuzovat, že společnost bude schopna dosahovat vzhledem ke svému tržnímu postavení nadprůměrných marží na výrobcích značky CETRIS.

5.3 Závěr strategické analýzy

Podle analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu oceňované společnosti nehrozí nesplnění principu nekonečného trvání podniku (going concern). Tento závěr je zdůvodněn silným postavením společnosti na trhu ve srovnání s konkurencí a stabilním vývojem tržeb a EBITDA marže v letech, kdy relevantní trh stagnoval či klesal.

Z hlediska strategické analýzy proto může být podnik oceněn výnosovou metodou.

6 Finanční analýza společnosti CIDEM

6.1 Účetní výkazy – přehled

6.1.1 Účetní závěrky za roky 2009 až 2013 a účetní výkazy za období od 1.1.2014 do 30.9.2014

Účetní závěrky společnosti CIDEM za roky 2009 až 2013 byly ověřeny auditorem FINAUDIT s.r.o. zapsaným v seznamu auditorů u Komory auditorů pod oprávněním číslo 154. Ve všech případech byl vydán výrok bez výhrad. Účetní závěrka k 30.9.2014 nebyla k dispozici, avšak společnost CIDEM byly předány účetní výkazy sestavené společností CIDEM neověřené auditorem.

6.1.2 Přehled majetku

Přehled hlavních položek majetku Oceňované společnosti v letech 2009 až 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
AKTIVA CELKEM	1 068 932	1 185 330	1 148 847	1 317 410	1 289 462	1 334 519
Dlouhodobý majetek	378 899	399 909	389 852	437 592	415 906	403 385
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	380	339	291
Software	0	0	0	380	339	227
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	64
Dlouhodobý hmotný majetek	206 894	227 904	217 847	204 919	182 799	173 325
Pozemky	46 789	46 760	46 760	46 756	48 280	48 280
Stavby	97 050	96 521	94 972	95 954	92 297	89 094
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	35 138	75 910	60 771	58 255	41 680	35 373
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	6 871	4 546	13 340	1 954	542	578
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	23 111	4 167	2 004	2 000	0	0
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	-2 065	0	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	172 005	172 005	172 005	232 293	232 768	229 769
Podíly v ovládaných a řízených osobách	171 996	171 996	171 996	232 284	232 259	229 760
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	500	0
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	9	9	9	9	9	9
Oběžná aktiva	689 481	785 133	758 546	879 262	872 607	930 634
Zásoby	43 007	55 543	66 089	91 246	69 878	68 920

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Materiál	15 694	22 493	23 432	28 927	26 892	27 608
Nedokončená výroba a polotovary	0	1 854	5 382	0	0	5 531
Výrobky	27 287	30 800	36 911	62 182	42 904	35 705
Zboží	26	396	364	137	82	76
Dlouhodobé pohledávky	15 648	11 531	7 413	4 420	5 520	5 640
Pohledávky z obchodních vztahů	15 648	11 531	7 413	3 295	0	0
Jiné pohledávky	0	0	0	1 125	5 520	5 640
Krátkodobé pohledávky	190 537	188 871	172 178	301 275	307 482	247 278
Pohledávky z obchodních vztahů	46 857	49 550	65 557	51 493	51 221	83 057
Pohledávky - ovládající a řídící osoba	71 101	77 702	58 511	129 550	212 976	105 973
Stát - daňové pohledávky	6 560	7 447	4 622	3 403	3 512	17 900
Krátkodobé poskytnuté zálohy	748	236	1 899	135	294	622
Dohadné účty aktivní	208	1 681	1 609	5 025	4 776	5 631
Jiné pohledávky	65 063	52 255	39 980	111 669	34 703	34 095
Krátkodobý finanční majetek	440 289	529 188	512 866	482 321	489 727	608 796
Peníze	245	193	215	257	196	28
Účty v bankách	394 108	433 464	490 021	298 190	301 523	420 760
Krátkodobé cenné papíry a podíly	45 936	55 531	22 630	33 874	38 008	38 008
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	40 000	0	150 000	150 000	150 000
Časové rozlišení	552	288	449	556	949	500
Náklady příštích období	552	288	449	406	272	500
Příjmy příštích období	0	0	0	150	677	0

Zdroj: Účetní závěrky společnosti CIDEM za roky 2009 – 2013, účetní výkazy k 30.9.2014 předané Oceňovanou společností

Nejvýznamnější položku aktiv tvoří krátkodobý finanční majetek, především peníze kumulované na bankovních účtech, dlouhodobý hmotný majetek, především výrobní areály a stroje, dlouhodobý finanční majetek zahrnující podíly ve společnostech CIDEMAT, FVE 6, KBS, ČSAD Havířov, BUS MANAGEMENT, CIDEMA a Lázně Teplice nad Bečvou a k datu ocenění také krátkodobé pohledávky - ovládající a řídící osoba, které zahrnují především pohledávku za společností FVE 6 z titulu refinancování jejích předchozích půjček a pohledávku za společností ČSAD Frýdek-Místek.

6.1.3 Zdroje financování majetku

Přehled zdrojů financování majetku společnosti v letech 2009 až 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
PASIVA CELKEM	1 068 932	1 185 330	1 148 847	1 317 410	1 289 462	1 334 125
Vlastní kapitál	997 993	1 054 623	1 098 414	1 267 823	1 012 653	1 230 019
Základní kapitál	529 276	529 276	529 276	529 276	529 276	529 276

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Základní kapitál	529 276	529 276	529 276	529 276	529 276	529 276
Kapitálové fondy	9 528	9 528	9 528	9 528	9 528	9 528
Ostatní kapitálové fondy	9 528	9 528	9 528	9 528	9 528	9 528
Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	88 456	96 088	102 259	105 876	105 876	105 876
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	88 435	96 067	102 238	105 855	105 855	105 855
Statutární a ostatní fondy	21	21	21	21	21	21
Výsledek hospodaření minulých let	218 098	296 309	345 813	454 756	96 143	367 973
Nerozdělený zisk minulých let	218 098	296 309	345 813	454 756	96 143	367 973
Výsledek hospodaření běžného účetního období /+/-/	152 635	123 422	111 538	168 387	271 830	217 366
Cizí zdroje	70 849	130 641	47 055	47 821	276 209	104 106
Rezervy	6 225	6 803	6 809	6 225	7 143	6 714
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	6 225	6 225	6 225	6 225	6 225	6 225
Ostatní rezervy	0	578	584	0	918	489
Dlouhodobé závazky	3 658	5 317	8 145	7 894	5 623	5 623
Odložený daňový závazek	3 658	5 317	8 145	7 894	5 623	5 623
Krátkodobé závazky	60 966	118 521	32 101	33 702	263 443	91 769
Závazky z obchodních vztahů	28 401	7 319	12 928	8 507	6 095	15 223
Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0	5	0	220 821	0
Závazky k zaměstnancům	3 762	2 242	2 734	4 816	2 410	2 313
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 196	1 324	1 573	1 382	1 402	1 439
Stát - daňové závazky a dotace	12 880	301	387	10 765	9 478	51 203
Krátkodobé přijaté zálohy	3 127	2 996	3 241	3 050	5 001	4 086
Dohadné účty pasivní	764	1 907	2 198	229	2 700	6 840
Jiné závazky	10 836	102 432	9 035	4 953	15 536	10 665
Časové rozlišení	90	66	3 378	1 766	600	0
Výdaje příštích období	0	0	0	80	600	0
Výnosy příštích období	90	66	3 378	1 686	0	0

Zdroj: Účetní závěrky společnosti CIDEM za roky 2009 – 2013, účetní výkazy k 30.9.2014 předané Oceňovanou společností

Nejvýznamnějším zdrojem financování činnosti společnosti je vlastní kapitál.

6.1.4 Vývoj hospodaření

Hlavní položky výkazu zisku a ztráty Oceňované společnosti v letech 2009 až 2013 a za období od 1.1.2014 do 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Tržby za prodej zboží	4 480	370	45	0	0	0
Náklady vynaložené na prodané zboží	3 951	428	32	0	0	0
Obchodní marže	529	-58	13	0	0	0
Výkony	283 138	288 277	349 659	366 586	316 438	314 534
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	291 397	282 839	340 012	346 689	335 643	316 066
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-8 993	5 438	9 639	19 897	-19 278	-1 667
Aktivace	734	0	8	0	73	135
Výkonová spotřeba	135 366	145 207	167 182	169 507	148 013	129 610
Spotřeba materiálu a energie	104 340	117 312	133 677	133 565	116 866	103 598
Služby	31 026	27 895	33 505	35 942	31 147	26 012
Přidaná hodnota	148 301	143 012	182 490	197 079	168 425	184 924
Osobní náklady	51 930	50 349	55 843	57 623	52 532	41 302
Mzdové náklady	38 463	36 461	39 450	41 092	37 757	30 114
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	286	300	575	480	480	45
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	11 527	11 981	13 481	13 621	12 258	9 992
Sociální náklady	1 654	1 607	2 337	2 430	2 037	1 151
Daně a poplatky	890	991	1 271	1 292	1 157	606
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	12 917	22 032	28 048	27 480	28 012	19 594
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	834	877	1 567	1 323	1 135	1 369
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	388	410	924	734	298	913
Tržby z prodeje materiálu	446	467	643	589	837	456
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	4 307	5 083	7 146	7 934	7 118	5 717
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	4	140	189	137	0	88
Prodaný materiál	4 303	4 943	6 957	7 797	7 118	5 629
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-1 012	-883	-97	-661	389	0
Ostatní provozní výnosy	26 389	27 538	28 118	20 455	22 067	12 872
Ostatní provozní náklady	1 867	2 647	5 687	2 570	2 815	1 841
Provozní výsledek hospodaření	104 625	91 208	114 277	122 619	99 604	130 105
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	105 911	11 743	14 784	0	9 704	0
Prodané cenné papíry a podíly	93 256	11 538	13 452	0	25	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	38 168	31 472	20 867	44 879	153 811	125 988
Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	38 168	31 472	20 867	44 879	153 811	125 988
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	948	1 122	856	315	592	254
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	21 540	8 260	114	11 836	5 093	0
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	113	453	22 270	725	958	0
Výnosové úroky	11 769	15 226	14 381	19 103	22 390	11 729
Nákladové úroky	276	198	183	90	27	36

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Ostatní finanční výnosy	14 430	13 172	23 871	22 897	14 560	4 887
Ostatní finanční náklady	22 613	15 968	20 392	23 390	7 798	4 564
Finanční výsledek hospodaření	76 508	52 838	18 576	74 825	197 342	138 258
Daň z příjmů za běžnou činnost	28 498	20 624	21 315	29 057	25 116	50 998
- splatná	28 842	18 965	18 487	29 308	27 387	50 998
- odložená	-344	1 659	2 828	-251	-2 271	0
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	152 635	123 422	111 538	168 387	271 830	217 366
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	152 635	123 422	111 538	168 387	271 830	217 366
Výsledek hospodaření před zdaněním	181 133	144 046	132 853	197 444	296 946	268 364

Zdroj: Účetní závěrky společnosti CIDEM za roky 2009 – 2013, účetní výkazy k 30.9.2014 předané Oceňovanou společností

6.2 Účetní výkazy – vertikální a horizontální analýza

Vertikální analýzou se hodnotí podíl jednotlivých položek na vybrané vztahové veličině – u položek aktiv a pasiv se jedná o bilanční sumu a u položek výkazu zisku a ztráty byla zvolena za vztahovou veličinu položka součtu položek Tržby za prodej zboží a Výkony.

Horizontální analýza vyjadřuje meziroční tempa růstu/poklesu jednotlivých položek účetních výkazů v procentním vyjádření.

Horizontální analýza účetních výkazů mezi obdobím končícím 30. 9. 2014 a předchozím rokem není u většiny položek vypovídající vzhledem k poměřování zůstatků jednotlivých položek rozvahy k různým datům (30.9. oproti 31.12.). Tokové veličiny výkazu zisku a ztráty a poměrové ukazatele poměřující tokové a stavové ukazatele (např. ukazatele rentability aktiv, vlastního kapitálu atd.) jsou taktéž nesrovnatelné z důvodu kratší délky období (9 měsíců oproti 12 měsícům), než je standardní fiskální rok.

6.2.1 Horizontální analýza účetních výkazů

Z horizontální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- Bilanční suma v minulosti v průměru rostla o 4% ročně, a to především díky dlouhodobému a krátkodobému finančnímu majetku,
- Dlouhodobý majetek rostl do roku 2012 z důvodu investic do strojního zařízení výrobních hal, v roce 2013 a části roku 2014 poklesl, jelikož investice do dlouhodobého majetku zpomalily a narostla hodnota odpisů dlouhodobého hmotného majetku,
- Dlouhodobý finanční majetek vzrostl během roku 2012 z důvodu nákupu obchodního podílu ve společnosti FVE 6,

- Zásoby společnosti v průběhu sledovaného období v průměru rostly. V roce 2012 vyrobené výrobky na skladě výrazně vzrostly, ale během dalších let se nadprůměrné množství výrobků prodalo,
- Výše krátkodobých pohledávek v posledních letech rostla a to zejména díky pohledávkám - ovládající a řídící osoba, které vzrostly o téměř 300 % mezi roky 2011 a 2013. V letošním roce tento účet výrazně klesl a aktuálně jsou na tomto účtu půjčky vůči společnosti ČSAD Frýdek Místek v hodnotě 30 mil. Kč a společnosti FVE 6 v hodnotě 75,7 mil. Kč,
- Krátkodobý finanční majetek v minulosti taktéž poměrně pravidelně narůstal, pokles v roce 2012 je způsoben především výše uvedeným nákupem podílu ve společnosti FVE 6 a souvisejícími operacemi,
- Vlastní kapitál společnosti každoročně rostl díky kumulaci zisků z minulých let a příspěvkům do rezervního fondu. V roce 2013 vlastní kapitál poklesl z důvodu výplaty nerozděleného zisku z minulých let formou dividendy,
- Vývoj krátkodobých závazků byl v minulosti poměrně nepravidelný, ovlivněný některými neprovozními operacemi (předpis výplaty dividendy vůči mateřské společnosti Dopravní a stavební holding zvýšil položku krátkodobé závazky – ovládající a řídící osoba v roce 2013 nebo uložení peněžních prostředků některých dceřiných společností na výhodněji úročené účty společnosti CIDEM zvýšilo v roce 2010 položku jiné závazky),
- Výkony společnosti od roku 2009 do roku 2012 každoročně rostly v průměru o 7 %, v roce 2013 výkony poklesly, ale zdá se, že v roce 2014 budou dosahovat hodnot roku 2012.
- Osobní náklady se za sledované období výrazně nezměnily. V roce 2011 a 2012 byly osobní náklady o cca 10 % vyšší, ale s nižšími výkony je společnost v následujícím roce snížila,
- Provozní výsledek hospodaření se vyvíjel nepravidelně, po propadu o 13 % v roce 2010 postupně rostl do roku 2013, kdy výrazně propadl z důvodu nižších výkonů. Výsledek společnosti za část roku 2014 naznačuje výrazný nárůst provozního výsledku hospodaření.
- Společnost má významné aktivity ve finanční oblasti, obchoduje s cennými papíry, inkasuje podíly na zisku a dividendy dceřiných společností atd. Finanční výsledek hospodaření se v minulosti vyvíjel poměrně nepravidelně a za poslední dva roky výrazně vzrostl a dosahuje vyšších hodnot než provozní výsledek hospodaření.

6.2.2 Vertikální analýza účetních výkazů

Z vertikální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- Podíl dlouhodobého hmotného majetku na bilanční sumě se každoročně udržuje na úrovni cca 32 – 35 %, stabilní jsou proto i oběžná aktiva s tím, že podíl žádné důležité položky rozvahy na bilanční sumě nebyl výrazně nestabilní.
- V rámci pasiv vlastní kapitál představoval více než 90 % bilanční sumy do roku 2012, z důvodu výplaty dividendy se vlastní kapitál snížil na 80 % z bilanční sumy v roce 2013.

- Podíl přidané hodnoty společnosti na součtu výkonů a tržeb za prodej zboží se pohyboval v minulosti mezi 50 – 54 %, byl tedy poměrně stabilní,
- Podíl osobních nákladů společnosti na součtu výkonů a tržeb za prodej zboží postupně klesl z 18 % na 16,5 % ve sledovaném období.
- Provozní zisková marže mírně klesla ve sledovaném období z 36 % v roce 2009 na 31,5 % v roce 2013.
- Marže výsledku hospodaření za účetní období výrazně stoupla díky významnému podílu finančního zisku v letech 2012 a 2013. Finanční výsledek hospodaření vzrostl díky výnosům z podílů v ovládaných a řízených osobách.

6.3 Poměrové ukazatele

Způsob výpočtu jednotlivých poměrových ukazatelů je uveden v Příloze č. 1 tohoto znaleckého posudku. Znalecký ústav před provedením analýzy finančních ukazatelů neprováděl očištění jednotlivých hodnot o neprovozní majetek.

6.3.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability (ziskovosti) slouží k analýze efektivnosti využívání prostředků vložených do společnosti.

Rentabilita (výnosnost)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
ROA - Rentabilita celkových aktiv	14,30%	10,43%	9,72%	12,79%	21,08%	-
Rentabilita tržeb ze Z s úroky	53,15%	42,81%	31,94%	45,95%	85,91%	69,12%
Obrat celkových aktiv	0,27	0,24	0,30	0,28	0,25	-
ROE - Rentabilita vlastního kapitálu	15,29%	11,70%	10,15%	13,28%	26,84%	-
Rentabilita tržeb	53,07%	42,76%	31,89%	45,93%	85,90%	69,11%
Finanční páka	1,07	1,12	1,05	1,04	1,27	1,08
Obrat aktiv	0,27	0,24	0,30	0,28	0,25	-

Rentabilita aktiv i vlastního kapitálu za poslední dva roky rostla z důvodu rostoucí rentability tržeb. Rentabilita tržeb výrazně vzrostla především díky vyplácení výnosů z podílů v ovládaných a řízených osobách a účetních jednotkách. Obrat aktiv je poměrně nízký, činnost společnosti CIDEM je kapitálově náročná. V minulosti společnost minimálně využívala cizích zdrojů financování, ukazatel finanční páky byl proto velmi nízký, což působilo na nízkou rentabilitu vlastního kapitálu. V roce 2013 ukazatel finanční páky mírně vzrostl. Tento růst byl způsoben vložením půjčky ovládající a řídicí osobou.

Marže	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
EBIT marže	37,23%	32,75%	34,25%	35,07%	33,49%	42,75%
EBITDA marže	41,72%	40,38%	42,27%	42,57%	42,34%	48,98%

EBITDA marže se za poslední tři roky výrazně nezměnila, což ukazuje na stabilní postavení na trhu, které si CIDEM Hranice vytvořil. EBIT marže v průměru klesla za sledované období v důsledku relativně vysokých odpisů z investic ze svého dlouhodobého majetku, do kterého společnost výrazně investovala a to především v roce 2009 a 2010. Úroveň těchto marží je vysoká, neboť společnost disponuje konkurenčními výhodami spojenými s registrovanou obchodní známkou CERTIS. Výše EBITDA marže je v čase stabilní a společnost je tedy schopna si tuto výhodu v čase držet.

Ziskové marže společnosti jsou vysoké, marže před odpisy i v čase stabilní. EBIT marže klesá z důvodu vyšších investic v posledních letech a souvisejícímu nárůstu odpisů. Rentabilita kapitálu společnosti je na slušné úrovni.

6.3.2 Ukazatele likvidity

Dostatečná likvidita je jednou z nezbytných podmínek dlouhodobé existence podniku. Ukazatele likvidity stojí určitým způsobem proti ukazatelům rentability. Pokud má být podnik schopen splácet své závazky řádně a včas musí držet určité množství peněžních prostředků v oběžných aktivech – to ale snižuje rentabilitu vloženého kapitálu.

Likvidita (platební schopnost)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Pracovní kapitál (tis. Kč)	612 867	655 081	719 032	841 140	603 644	833 225
Pracovní kapitál na aktiva	57,33%	55,27%	62,59%	63,85%	46,81%	62,44%
Běžná likvidita	11,05	6,53	23,40	25,96	3,29	10,08
Pohotová likvidita	10,35	6,06	21,34	23,25	3,03	9,33
Peněžní likvidita	7,222	4,465	15,977	14,311	1,859	6,634

Pracovní kapitál společnosti dosahuje vysokých hodnot. Pracovní kapitál v čase rostl do roku 2012, a poté poklesl. K 30.9.2014 se zdá být pracovní kapitál zpět okolo úrovně roku 2012. Kromě roku 2013, kdy mírně poklesla celková aktiva, se podíl pracovního kapitálu na aktivech udržuje na vysoké úrovni kolem 60 %. Ukazatele likvidity výrazně přesahují standardní úrovně a dle ukazatele peněžní likvidity lze usuzovat, že významná část krátkodobého finančního majetku bude nepotřebná k provozu společnosti (viz Kapitola 10.7.).

6.3.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyjadřují efektivnost, se kterou podnik využívá vybrané složky svého majetku. Konstrukce těchto ukazatelů je dvojího typu, a sice jako počtu obrátů nebo doby obrátu.

Aktivita (ve dnech)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Doba obrátu aktiv	1356,52	1498,87	1199,10	1311,71	1487,35	-
Doba obrátu zásob	54,58	70,24	68,98	90,85	80,60	-
Doba inkasa krátkodobých pohledávek	241,80	238,83	179,71	299,97	354,67	-
Doba splatnosti krátkodobých závazků	77,37	149,87	33,51	33,56	303,87	-
obchodní přebytek / deficit	-164,43	-88,96	-146,20	-266,42	-50,80	-

Společnost dosahuje vysoké doby obrátu aktiv (nízkého obrátu aktiv) z důvodu poměrně značné kapitálové náročnosti provozu a faktu, že významná část majetku není k provozu potřebná (dlouhodobý a velká část krátkodobého finančního majetku). Ukazatel doby inkasa krátkodobých pohledávek je taktéž ovlivněn neprovozními aktivy, především půjčkami společností FVE 6, ČSAD Frýdek-Místek. Po zohlednění těchto položek je doba inkasa krátkodobých pohledávek na úrovni cca 60 – 75 dnů, což je obvyklé, podobně jako doba splatnosti krátkodobých závazků, které společnost CIDEM dosahuje.

6.3.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti informují o zdrojích financování podniku, úrovni věřitelského rizika, a tím mj. i možnosti dalšího zadlužování společnosti.

Zadluženost (dlouhodobá finanční rovnováha)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Debt ratio I. - ukazatel věřitelského rizika	6,63%	11,02%	4,10%	3,63%	21,42%	7,80%

Zadluženost společnosti je velmi nízká, v posledních letech ani nečerpala žádné bankovní úvěry.

6.4 Závěr finanční analýzy

Společnost CIDEM působí v odvětví s poměrně značnou kapitálovou náročností podnikání. Obrát jejích aktiv je tedy nízký, avšak významný dopad má v tomto ohledu také výše neprovozního majetku, která je značná (veškerý dlouhodobý finanční majetek, velká část krátkodobého finančního majetku, pohledávky za dceřinou společností – blíže viz Kapitola 10.7.). Provozní činnost společnosti je dlouhodobě výrazně zisková a rentabilita aktiv a vlastního kapitálu dosahuje dostatečných hodnot. Likvidita společnosti je výborná a společně s nízkou zadlužeností reflektuje stabilitu společnosti.

Z hlediska finanční analýzy proto lze u společnosti CIDEM jednoznačně předpokládat splnění principu going concern.

7 Zhodnocení situace společnosti

7.1 SWOT analýza

Závěry ze strategické a finanční analýzy jsou shrnuty a doplněny o měkké faktory v následujícím přehledu silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb (SWOT).

Silné stránky (S)

- významné postavení na tuzemském i evropském trhu,
 - dlouhodobá tradice výroby a zkušeností, stabilita,
 - široký sortiment nabízených produktů i dle jejich technických parametrů,
 - kvalita výrobků zaručená ochrannou známkou CETRIS.
-

Slabé stránky (W)

- některé technické parametry desek,
 - nepružnost dopravy na zahraničních trzích,
 - dlouhé dodací lhůty některých typů desek.
-

Příležitosti (O)

- sektor výtahových šachet,
 - nový fasádní systém,
 - zvyšování povědomí o značce,
 - vývoj nových výrobků CETRIS PDF a CETRIS TOP aplikace CETRIS desek do nových sektorů (i mimo stavebnictví),
 - vyhledání nových partnerů v Chorvatsku, Rusku, Jižní Americe, Ghaně a dalších zemích
 - postupné znovuoživení stavebnictví v Evropě.
-

Hrozby (T)

- trvající tlak konkurence především na ceny desek,
 - stoupající náklady na dopravu,
 - ochrannářská legislativa států EU-regionální certifikace,
 - výstavba nového závodu na výrobu CTD v Turecku, Rusku a Bělorusku.
-

7.2 Předpoklad going-concern

S ohledem na závěry provedené strategické, finanční a SWOT analýzy společnosti je podle našeho názoru splněn předpoklad going-concern, tj. předpoklad trvání podniku v dlouhodobém horizontu. Podle uvedených zjištění není budoucí existence společnosti z dnešního pohledu nijak významně ohrožena.

Tato skutečnost umožňuje sestavit finanční plán a použít pro ocenění společnosti CIDEM výnosovou metodu.

P O S U D E K

8 Použité metody ocenění

Ocenění akcií společnosti CIDEM bylo provedeno níže uvedenými způsoby:

- výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků (DCF), varianta Entity,
- metodou účetní hodnoty na principu historických cen.

Výsledkem ocenění těmito metodami je hodnota obchodního závodu na úrovni jmění, která byla v posledním kroku (Kapitola 13) převedena na základě pro rata výpočtu na hodnotu jedné akcie společnosti CIDEM.

Pro perspektivní obchodní závod, u něhož je možné sestavit zdůvodněný finanční plán, je výnosové ocenění považováno za základní přístup. Za hlavní metodu výnosového oceňování pak často bývá považována metoda DCF. Nejvíce je používána v anglosaských zemích (zejm. USA a Velká Británie), ale je možné říci, že pevně zakořenila i v zemích kontinentální Evropy. Její specifikum je v tom, že se při výpočtu hodnoty obchodního závodu vychází z reálných peněžních toků (a nikoliv výsledků hospodaření).

Skutečnost, že tato metoda vychází z reálných příjmů, a je tedy reálným vyjádřením budoucího užitku z drženého statku (obchodního závodu) a odráží tak teoretickou definici hodnoty, byla hlavním důvodem jejího použití při plnění znaleckého úkolu. Ocenění akcií společnosti CIDEM metodou DCF Entity je provedeno v Kapitole 10.

Ocenění na základě analýzy majetku nemá, i s přihlédnutím k tomu, že naším úkolem je v tomto posudku stanovit tržní hodnotu jmění společnosti CIDEM, žádný samostatný význam.⁶ Slouží tedy spíše jako doplňková informace o hodnotě majetku společnosti. V rámci majetkových metod ocenění byla vzhledem ke své průkaznosti při stanovení hodnoty jmění společnosti CIDEM použita metoda účetní hodnoty na principu historických cen. Tato metoda je používána především jako doplňková k hlavní oceňovací metodě. Vychází z historických pořizovacích cen majetku upravených dle účetních principů na zůstatkové ceny a z nominální hodnoty závazků evidovaných k datu ocenění v účetnictví. Hlavní výhodou metody účetní hodnoty je její průkaznost a srozumitelnost pro uživatele jejího výsledku. Mezi největší nevýhody patří její nižší vypovídací schopnost z důvodu odklonu účetních principů od reality. Typickými příklady tohoto odklonu jsou:

- (i) standardizované nastavení účetních odpisů majetku,

⁶ blíže viz [7] Mařík, M. a kol., str. 425

- (ii) rozdíl mezi účetní zůstatkovou cenou a tržní hodnotou především dlouhodobého majetku v čase a
- (iii) aktiva a závazky, které nejsou v účetních výkazech uvedeny (např. leasing, know-how).

Ocenění jmění společnosti CIDEM metodou účetní hodnoty na principu historických cen je provedeno v Kapitole 11.

9 Předpoklady tohoto ocenění

- Oceňovaná společnost si udrží schopné a kompetentní zaměstnance a bude schopna dosáhnout minulých zisků.
- Oceňovaná společnost není zapojena do žádných významných soudních sporů, jak probíhajících tak hrozících.
- Dlouhodobý hmotný majetek Oceňované společnosti je v dobrém stavu a nepředpokládá se jeho budoucí výrazné znehodnocení nad rámec úrovně odpisů z minulých let.
- Finanční výsledky sestavené k 30.9.2014, na kterých je založeno toto ocenění, plně odpovídají výsledkům Oceňované společnosti a její pozici v období, které tímto datem skončilo.
- Daň z příjmů právnických osob v České republice 19 % pro rok 2014 zůstane stejná i v dohledné budoucnosti. Oceňovaná společnost je přímo nositelem obchodních kontaktů a v obchodním styku není závislá na spřízněné či třetí osobě,
- Obchodní a finanční vztahy Oceňované společnosti se spřízněnými osobami odpovídají tzv. principu tržního odstupu. To znamená, že tyto vztahy odpovídají vztahům sjednaným mezi nezávislými subjekty.
- Oceňovaná společnost má uzavřené pojistné smlouvy v rámci provozu a odpovědnosti řídících zaměstnanců, které odpovídají běžným obchodním zvyklostem, a není z tohoto titulu ve srovnání s konkurencí zvýšené riziko.
- Majetek Oceňované společnosti není zatížen zástavními právy vztahujícími se k závazkům třetích osob.

10 Metoda diskontovaných peněžních toků – DCF (varianta Entity)

Jako první způsob ocenění byla v návaznosti na závěry provedených analýz použita metoda diskontovaných peněžních toků, varianta Entity.

Jak již ze samotného názvu této metody vyplývá, je stanovení hodnoty obchodního závodu založeno na predikci volných peněžních toků, které se pomocí kalkulované úrokové míry (též nazývané jako diskontní míra) převádí na současnou hodnotu k datu ocenění. Ve variantě Entity se peněžní toky stanovují jak pro vlastníky (na dividendy) tak pro věřitele (na splátky úvěrů a úroků). Výsledkem metody DCF Entity je tedy tzv. brutto hodnota obchodního závodu (výnosová hodnota investovaného kapitálu), od níž se poté odečte cizí úročený kapitál. Takto vypočtená tzv. netto hodnota obchodního závodu (výnosová hodnota vlastního kapitálu) se upraví o hodnotu provozně nepotřebného majetku (pokud je v rámci oceňovaného obchodního závodu takový majetek identifikován provede se jeho individuální ocenění). Výše uvedené kroky pak vedou k výsledné hodnotě obchodního závodu.

Metoda DCF Entity bývá koncipována zpravidla jako dvoufázová. Pro první fázi se vychází z detailního plánu, na jehož základě je prognózován volný peněžní tok pro jednotlivé roky. Druhá fáze, je-li splněna podmínka going-concern, trvá od konce fáze první do nekonečna. Hodnota obchodního závodu v období druhé fáze se pak nazývá jako pokračující hodnota.

Jednotlivé fáze jsou rozděleny na následující období:

- první fáze s podrobným finančním plánem zahrnuje období od 1.10.2014 do 31.12.2014 a dále roky 2015 až 2018,
- druhá fáze – pokračující hodnota (dále také „PH“) – zahrnuje období od roku 2019 donekonečna.

10.1 Finanční plán – první fáze (období od 1.10.2014 do 31.12.2014 a dále roky 2015 až 2018)

Základním podkladem, z něhož ocenění akcií společnosti CIDEM vychází, je finanční plán.

Finanční plán byl poskytnut managementem Oceňované společnosti a korigován Znaleckým ústavem na základě veřejně dostupných informací týkajících se zejména vývoje hospodářství České republiky a situace odvětví, v němž společnost působí, historických výsledků dosažených společností a dále informací týkajících se výhledu hospodaření společnosti získaných od managementu Oceňované společnosti. Délka první fáze plánu byla posouzena s přihlédnutím k délce managementem poskytnutého finančního plánu, a také k vývoji historických hospodářských výsledků Oceňované společnosti a vývoji situace v relevantním odvětví.

Předložený finanční plán je založen na těchto základních premisách:

- Predikce budoucích příjmů a výdajů je provedena v běžných cenách.

- Finanční plán je konstruován na úrovni samostatné společnosti CIDEM – je nekonsolidovaný (tj. nezahrnuje dopady z hospodaření dceřiných společností po vyloučení vzájemných vazeb).

Při analýze finančního plánu pro období od 1.10.2014 do 31.12.2014 a dále roky 2015 až 2018 byla největší pozornost věnována analýze hlavních faktorů tvorby hodnoty obchodního závodu (tzv. generátory hodnoty), kterými jsou:

- Tržby.
- Provozní zisková marže.
- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu.
- Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku.

Kontinuita finančního plánu s dosavadním vývojem obchodního závodu byla ověřena na základě finanční analýzy prognózovaných účetních výkazů.

10.1.1 Tržby

Projekce tržeb obchodního závodu vychází z:

- výrobních kapacit obchodního závodu – ohraničuje fyzické možnosti konkrétního obchodního závodu, tj. kolik je obchodní závod schopen maximálně vyprodukovat;
- postavení společnosti na tomto trhu (konkurenční síle) – určuje množství produktů/služeb, které je obchodní závod schopen na relevantním trhu skutečně umístit.

Jak již bylo uvedeno ve strategické analýze, společnost je jedničkou na evropském trhu více jak deset let. V roce 2011, kdy většina konkurentů tlumila svou výrobu, společnost CIDEM spustila výrobu na lince, jejíž kapacita byla zvýšena o 50 %. Tuto kapacitu se podařilo hned v roce 2011 využívat a společnosti vzrostly tržby více jak o 20 %. K růstu přibližně 5 % došlo i v roce 2012. Slabým rokem byl rok 2013, kdy tržby spadly o přibližně 14 %.

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	1-9/2014
Tržby	287 618	288 647	349 704	366 586	316 438	314 534
% tempo růstu		0,40%	21,20%	4,80%	-13,70%	-

Avšak zatím neúplný rok 2014 dle prozatímních výsledků bude rekordní s růstem tržeb o necelých 25 %. V tomto roce bude spolu s rekordním objemem také dosaženo rekordní prodejní ceny. Vzhledem k tomu se předpokládá v dalších letech plánu pokles tržeb na úroveň let 2011 a 2012 s ročním růstem na úrovni očekávané inflace.

tis. Kč	10-12/2014	2015	2016	2017	2018
Tržby	79 770	357 400	354 072	361 285	368 511
% tempo růstu	24,60%	-9,40%	-0,90%	2,00%	2,00%

Vzhledem k situaci na trhu a rekordnímu roku 2014 u Oceňované společnosti se v dalších letech očekává stabilizace vývoje na úrovni let 2012 a 2013. Jak doplňují i odborníci pohybující se v českém stavebnictví. Např. jak uvádí Dan Ťok (statutární ředitel, Skanska a.s.): „*Vnímám letošní rok jako odražení ode dna. Tedy žádné rychlé změny, ale pomalý růst.*“ nebo Jiří Vacek (ředitel, CEEC Research vydávající pravidelně kvartální analýzu českého stavebnictví): „*České stavebnictví v loňském roce dosáhlo svého dna a nyní se od něj začíná pomalu odrážet. Růst je ale stále velice mírný...*“.

10.1.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže (tzv. EBITDA marže) je definována jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a odpisy k tržbám. Jedná se v podstatě o modifikovaný ukazatel rentability tržeb.

Korigovaný provozní hospodářský výsledek před daněmi a odpisy (tzv. EBITDA) byl pro dané účely kalkulován na úrovni provozního výsledku hospodaření očištěného o nepeněžní operace (změna stavu rezerv a opravných položek), o náklady a výnosy související s provozně nepotřebným majetkem (tržby za prodej majetku či materiálu a jeho zůstatková cena) a o jednorázové provozní náklady a výnosy.

K projekci provozní ziskové marže se používají dva druhy prognózy:

- prognóza shora,
- prognóza zdola.

Prognóza shora

Prognóza provozní ziskové marže shora vychází z historického vývoje ziskové marže za minulost a z odůvodněného odhadu budoucího vývoje. Společnost CIDEM v minulosti dosahovala vysoké úrovně EBITDA marže.

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	1-9/2014
EBITDA	120 003	116 563	147 807	156 049	133 988	154 048
EBITDA marže	41,70%	40,40%	42,30%	42,60%	42,30%	49,00%

Prozatímní výsledky za část roku 2014 napovídají rekordnímu roku i z pohledu dosažené marže. K čemuž vede zejména rekordní realizovaná prodejní cena. V rámci strategické analýzy bylo provedeno srovnání s hlavními konkurenty na evropském trhu. Nejbližší konkurence se v minulosti dokázala dostat na EBITDA marži okolo 12 %. Ostatní konkurenti dosahovali úrovně okolo 3 % nebo dokonce záporné EBITDA marže. Vzhledem k výjimečnému postavení společnosti na trhu nelze předpokládat a výsledky z minulosti to potvrzují, že by se EBITDA marže společnosti CIDEM blížila

konkurenci, či byla srovnatelná. Společnost CIDEM má pevné postavení lídra evropského trhu a na základě toho vycházíme při budoucí prognóze z historického vývoje společnosti CIDEM.

tis. Kč	10-12/2014	2015	2016	2017	2018
EBITDA	36 545	151 510	150 099	153 157	156 221
EBITDA marže	45,80%	42,40%	42,40%	42,40%	42,40%

Prognóza zdola

Postup při prognóze provozní ziskové marže zdola je postup následující:

- Prognóza hlavních nákladových položek (výkonová spotřeba, osobní náklady, apod.) – v souladu s odbornou literaturou byly tyto položky ve většině případů naplánovány ve formě podílu z tržeb.
- Prognóza méně významných nákladových položek, případně výnosů.
- Kalkulace korigovaného provozního hospodářského výsledku jako rozdíl prognózovaných výnosů a nákladů.
- Dopočet provozní ziskové marže.

Prognóza nákladových a výnosových položek vychází z analýzy hlavních faktorů, které na oceňovaný obchodní závod působily. Jedná se především o (i) intenzitu konkurence, z níž vychází podíl přidané hodnoty na výnosech, (ii) osobní náklady, které vyjadřují poměr sil mezi obchodním závodem a zaměstnanci a (iii) ostatní faktory.

V rámci nákladů ovlivňujících hodnotu provozní ziskové marže byly plánovány tyto položky:

- Výkonová spotřeba (spotřeba materiálu a energie a služby).
- Osobní náklady.
- Ostatní náklady a výnosy.

Při jejich budoucím odhadu Znalecký ústav vycházel pro zbytek roku 2014 z plánu poskytnutého managementem. V dalších letech plánu Znalecký ústav provedl úpravu plánu korekcí hlavních nákladových položek podle jejich průměrného podílu na tržbách v letech 2011 až 2013 (jedná se o roky provozu po výrazném navýšení kapacity výrobní linky).

tis. Kč	10-12/2014	2015	2016	2017	2018
Tržby	79 770	357 400	354 072	361 285	368 511
% tempo růstu	24,60%	-9,40%	-0,90%	2,00%	2,00%
Náklady na prodané zboží + Výkonová spotřeba	-33 179	-167 775	-166 213	-169 599	-172 991
% tržeb	-41,60%	-46,90%	-46,90%	-46,90%	-46,90%
Přidaná hodnota (hrubá marže)	46 591	189 625	187 859	191 686	195 520

tis. Kč	10-12/2014	2015	2016	2017	2018
Marže přidané hodnoty	58,40%	53,10%	53,10%	53,10%	53,10%
Osobní náklady	-10 573	-57 528	-56 992	-58 153	-59 316
% tržeb	-13,30%	-16,10%	-16,10%	-16,10%	-16,10%
Ostatní náklady	-3 600	-5 121	-5 073	-5 177	-5 280
% tržeb	-4,50%	-1,40%	-1,40%	-1,40%	-1,40%
Ostatní výnosy	4 128	24 534	24 306	24 801	25 297
% tržeb	5,20%	6,90%	6,90%	6,90%	6,90%
EBITDA	36 545	151 510	150 099	153 157	156 221
EBITDA marže	45,80%	42,40%	42,40%	42,40%	42,40%

10.1.3 Provozně nutný pracovní kapitál

Provozně nutný pracovní kapitál představuje vedle provozně nutného dlouhodobého majetku jednu ze složek celkového investovaného kapitálu do společnosti.

Obecná rovnice pro výpočet pracovního kapitálu je velmi jednoduchá – pracovní kapitál představuje rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobým cizím kapitálem. Proti obvyklému propočtu pracovního kapitálu však provozně nutný pracovní kapitál pro účely ocenění obsahuje dvě důležité modifikace:

- Od oběžných aktiv se odečítá pouze neúročený krátkodobý cizí kapitál.
- Složky oběžných aktiv a neúročeného cizího kapitálu se započítávají pouze v provozně nutném rozsahu (včetně položek časového rozlišení).

Pro analýzu a prognózu pracovního kapitálu se nejčastěji používají doby obratu klíčových veličin (doba obratu zásob, doba inkasa krátkodobých pohledávek a doba splatnosti krátkodobých závazků). Doby obratu jsou podle své povahy vztahovány k různým výkonovým položkám:

- Zásoby a krátkodobé pohledávky k výkonům,
- neúročený krátkodobý cizí kapitál k výkonové spotřebě.

U krátkodobého finančního majetku se vychází z likvidity potřebné pro běžný chod společnosti (ukazatel likvidity I. stupně je roven podílu krátkodobého finančního majetku a krátkodobých závazků). Na základě informací od managementu se provozně potřebné finanční prostředky pohybují okolo 20 mil. Kč, což odpovídá ukazateli likvidity I. stupně 0,5.

Položky časového rozlišení se vzhledem k jejich malé významnosti jsou plánovány na jejich úrovni k datu ocenění. Zákonná rezerva na rekultivaci dobývacího prostoru a odložený daňový závazek je uvažován v jejich výši k datu ocenění po celou dobu plánu.

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Tržby	287 618	288 647	349 704	366 586	316 438	314 534

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Náklady na prodané zboží + Výkonová spotřeba	139 317	145 635	167 214	169 507	148 013	129 610
Zásoby	43 007	55 543	66 089	91 246	69 878	68 920
<i>dobu obratu</i>	54,6	70,2	69,0	90,9	80,6	-
Obchodní pohledávky	54 373	58 914	73 687	60 056	59 803	107 210
<i>dobu obratu</i>	69,0	74,5	76,9	59,8	69,0	-
Provozně nutné peníze	25 065	8 045	11 531	14 375	13 543	15 255
<i>dobu obratu</i>	31,8	10,2	12,0	14,3	15,6	-
Časové rozlišení aktiv	552	288	449	556	949	500
<i>dobu obratu</i>	0,7	0,4	0,5	0,6	1,1	-
Obchodní závazky	50 130	16 089	23 061	28 749	27 086	30 509
<i>dobu obratu</i>	131,3	40,3	50,3	61,9	66,8	-
Ostatní závazky zahrnuté nebo rezervy	9 883	12 120	14 954	14 119	12 766	12 337
<i>dobu obratu</i>	25,9	30,4	32,6	30,4	31,5	-
Časové rozlišení pasiv	90	66	3 378	1 766	600	0
<i>dobu obratu</i>	0,1	0,1	3,5	1,8	0,7	-
Pracovní kapitál	62 894	94 515	110 363	121 599	103 721	149 039
<i>% tržeb</i>	22%	33%	32%	33%	33%	-

Velikost jednotlivých plánovaných složek pracovního kapitálu ukazuje následující tabulka:

tis. Kč	31.12.2014	2015	2016	2017	2018
Tržby	79 770	357 400	354 072	361 285	368 511
Náklady na prodané zboží + Výkonová spotřeba	33 179	167 775	166 213	169 599	172 991
Zásoby	78 914	71 528	70 862	72 306	73 752
<i>dobu obratu</i>	73,0	73,0	73,0	73,0	73,0
Obchodní pohledávky	75 444	68 383	67 746	69 127	70 509
<i>dobu obratu</i>	69,8	69,8	69,8	69,8	69,8
Provozně nutné peníze	15 641	16 120	15 970	16 295	16 621
<i>dobu obratu</i>	14,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Časové rozlišení aktiv	500	500	500	500	500
<i>dobu obratu</i>	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Obchodní závazky	31 282	32 240	31 940	32 591	33 243
<i>dobu obratu</i>	70,1	70,1	70,1	70,1	70,1
Ostatní závazky zahrnuté nebo rezervy	12 337	12 337	12 337	12 337	12 337
<i>dobu obratu</i>	27,7	26,8	27,1	26,6	26,0
Časové rozlišení pasiv	0	0	0	0	0
<i>dobu obratu</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pracovní kapitál	126 880	111 954	110 801	113 300	115 803
<i>% tržeb</i>	32%	31%	31%	31%	31%

10.1.4 Provozně nutný dlouhodobý majetek

Jak již bylo uvedeno v předchozím textu, tvoří provozně nutný dlouhodobý majetek druhou část celkového investovaného kapitálu do obchodního závodu.

V rámci projekce provozně nutného dlouhodobého majetku a souvisejících investic byl pro výpočet investiční náročnosti použit tzv. globální přístup – tj. plán provozně nutného dlouhodobého majetku je založen na zkoumání vztahu klíčových majetkových položek k výkonům. V minulosti tvořily v průměru brutto investice 6 % z tržeb společnosti CIDEM, viz následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	1-9/2014
Celkové investice brutto	12 917	43 042	17 991	14 932	4 327	10 072
% tržeb	4,5%	14,9%	5,1%	4,1%	1,4%	-
Odpisy	-12 917	-22 032	-28 048	-27 480	-28 012	-19 594
Celkové investice netto		21 010	-10 057	-12 548	-23 685	-9 522

Z tabulky lze vypožorovat větší investici v roce 2010, což představuje investice do rozšíření kapacity výrobní linky o 50 %. Znalecký ústav plánuje pro období plánu investice na stejné úrovni jako v minulosti. To znamená jejich podíl cca 6 % na generovaných tržbách, viz následující tabulka:

tis. Kč	10-12/2014	2015	2016	2017	2018
Celkové investice brutto	11 428	21 500	21 500	21 500	23 481
% tržeb	-	6,0%	6,1%	6,0%	6,4%
Odpisy	-4 406	-23 000	-22 000	-21 000	-21 000
Celkové investice netto	7 022	-1 500	-500	500	2 481

Do provozně nutného dlouhodobého majetku v případě společnosti CIDEM patří dlouhodobý hmotný a dlouhodobý nehmotný majetek.

Dlouhodobý finanční majetek je tvořen podíly v dceřiných společnostech viz následující tabulka:

Dceřiné společnosti

BUS MANAGEMENT a.s.

CIDEMAT Hranice, s.r.o.

ČSAD Havířov a.s.

KBS Hranice s.r.o.

FVE 6 s.r.o.

Lázně Teplice nad Bečvou a.s.

CIDEMA, s.r.o.

Ocenění těchto účastí je provedeno v rámci ocenění provozně nepotřebného majetku ve zvláštní části tohoto posudku.

10.1.5 Cizí zdroje

Společnost nevyužívá k provozu společnosti dluhové financování.

10.1.6 Účetní výkazy pro období I. fáze plánu (období od 1.10.2014 do 31.12.2014 a dále roky 2015 až 2018)

Plán jednotlivých položek majetku, zdrojů jeho financování a vývoje hospodaření v I. fázi plánu (období od 1.10.2014 do 31.12.2014 a dále roky 2015 až 2018) je patrný z následujících tabulek.

Aktiva a pasiva

tis. Kč	31.12.2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek	137 384	135 884	135 384	135 884	138 365
Zásoby	78 914	71 528	70 862	72 306	73 752
Obchodní pohledávky	75 444	68 383	67 746	69 127	70 509
Finanční majetek	1 058 418	1 179 416	1 284 679	1 389 054	1 493 925
Časové rozlišení aktiv	500	500	500	500	500
Celková aktiva	1 350 660	1 455 711	1 559 172	1 666 870	1 777 050
Vlastní kapitál	1 307 041	1 411 134	1 514 895	1 621 942	1 731 471
Obchodní závazky	31 282	32 240	31 940	32 591	33 243
Ostatní závazky zahrnuté do pracovního kapitálu	12 337	12 337	12 337	12 337	12 337
Celková pasiva	1 350 660	1 455 711	1 559 172	1 666 870	1 777 050

Výsledky hospodaření

tis. Kč	31.12.2014	2015	2016	2017	2018
Tržby	79 770	357 400	354 072	361 285	368 511
% tempo růstu	24,60%	-9,40%	-0,90%	2,00%	2,00%
Náklady na prodané zboží + Výkonová spotřeba	-33 179	-167 775	-166 213	-169 599	-172 991
% tržeb	-41,60%	-46,90%	-46,90%	-46,90%	-46,90%
Přidaná hodnota (hrubá marže)	46 591	189 625	187 859	191 686	195 520
Marže přidané hodnoty	58,40%	53,10%	53,10%	53,10%	53,10%
Osobní náklady	-10 573	-57 528	-56 992	-58 153	-59 316
% tržeb	-13,30%	-16,10%	-16,10%	-16,10%	-16,10%
Ostatní náklady	-3 600	-5 121	-5 073	-5 177	-5 280
% tržeb	-4,50%	-1,40%	-1,40%	-1,40%	-1,40%
Ostatní výnosy	4 128	24 534	24 306	24 801	25 297
% tržeb	5,20%	6,90%	6,90%	6,90%	6,90%
EBITDA	36 545	151 510	150 099	153 157	156 221

tis. Kč	31.12.2014	2015	2016	2017	2018
EBITDA marže	45,80%	42,40%	42,40%	42,40%	42,40%
Odpisy	-4 406	-23 000	-22 000	-21 000	-21 000
% tržeb	-5,50%	-6,40%	-6,20%	-5,80%	-5,70%
EBIT (KPVH)	32 139	128 510	128 099	132 157	135 221
EBIT marže	40,30%	36,00%	36,20%	36,60%	36,70%

10.2 Finanční analýza finančního plánu pro první fázi

Z provedené finanční analýzy I. fáze plánu vyplývají následující hlavní závěry:

- Společnost CIDEM bude v období plánu dosahovat kladných rentabilit jak vlastního tak celkového kapitálu.
- Společnost bude dosahovat dostatečných hodnot likvidity a nehrozí jí tudíž riziko krátkodobé platební neschopnosti.
- Společnost bude operovat s minimální mírou zadlužení a není tedy ohrožena její solventnost v budoucím období.

Z těchto závěrů nevyplývají pro budoucnost společnosti žádná významná rizika (blíže viz Příloha č. 2) – je tak splněn předpoklad going-concern.

10.3 Výpočet volných peněžních toků

Pro vlastní hodnotu obchodního závodu je zásadním ukazatelem jeho schopnost reprodukce a vytváření provozního zisku, který je také základem použité metody ocenění, tzn., že tato metoda vychází z provozního peněžního toku. V jeho výpočtu je nutné odečíst investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti. Výsledkem je tzv. volné cash flow. Výpočet cash flow se provádí dle následujícího vzorce:

Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi a odpisy (EBITDA)

(-) Upravená daň z příjmů

= Korigovaný provozní VH před odpisy po daních

(+) Úpravy o nepeněžní operace

(-) Investice brutto do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku

= Volné cash flow (FCFF)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření (před daněmi a odpisy) je v podstatě provozní výsledek hospodaření před odpisy upravený o náklady a výnosy, které nesouvisí s provozně nutným majetkem, a dále o jednorázové položky, které se pravidelně neopakují, především tedy mimořádné náklady a

výnosy. Způsob stanovení korigovaného provozního výsledku hospodaření je uveden v předchozím textu.

Výpočet volného cash flow pro období plánu je patrný z následující tabulky:

tis. Kč	10-12/2014	2015	2016	2017	2018	PH
EBITDA	36 545	151 510	150 099	153 157	156 221	
Daň	-6 106	-24 417	-24 339	-25 110	-25 692	
Investice do pracovního kapitálu	22 158	14 926	1 153	-2 498	-2 503	
Investice do dlouhodobého majetku	-11 428	-21 500	-21 500	-21 500	-23 481	
FCFF	41 169	120 519	105 413	104 049	104 545	106 636

10.4 Kalkulovaná úroková míra pro metodu DCF

Při ocenění metodou DCF Entity se vychází z volných peněžních toků na úrovni vlastníků a věřitelů. Kalkulovaná úroková míra (nebo také diskontní míra) se proto stanovuje na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC).

Náklady kapitálu se odvozují z příjmů, které investoři očekávají ze své investice do obchodního závodu, ze skutečnosti, že veškeré příjmy nebudou dosaženy okamžitě, ale až ve vzdálenějším období a z rizika, že dané příjmy nebudou dosaženy. Diskontní míra tedy zohledňuje faktory rizika a faktory času.

Při výpočtu průměrných vážených nákladů kapitálu se vychází z následujícího vzorce:

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

kde

n_{CK} = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do obchodního závodu (= náklady na cizí kapitál),

d = sazba daně z příjmů platná pro oceňovaný subjekt,

CK = tržní hodnota úročeného cizího kapitálu vloženého do obchodního závodu,

n_{VK} = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu zadluženého obchodního závodu (= náklady na vlastní kapitál) při dané úrovni zadlužení obchodního závodu,

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu,

K = celková tržní hodnota investovaného kapitálu ($K = CK + VK$).

Poměry CK / K a VK / K jsou pro jednotlivé roky I. fáze plánu stanoveny na základě struktury kapitálu v tržních hodnotách, které bylo dosaženo iteračním postupem.

10.4.1 Náklady cizího kapitálu

Společnost nevyužívá k provozu společnosti dluhové financování a v budoucnu tak není ani plánováno. Na základě toho nejsou vyčísleny náklady na cizí kapitál.

10.4.2 Náklady vlastního kapitálu

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu byl použit modifikovaný model oceňování kapitálových aktiv.

Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) je nejrozšířenějším způsobem stanovení nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích, a postupně se prosazuje i v německy mluvících zemích.

Modifikace CAPM vychází z následující rovnice:

$$n_{VK} = r_f + \beta \times RPT + RPZ + R1 + R2 + R3,$$

kde

n_{VK}	=	odhad nákladů vlastního kapitálu,
r_f	=	aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA,
β	=	odvětvové β přenesené z USA a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního obchodního závodu,
RPT	=	riziková prémie kapitálového trhu USA,
RPZ	=	riziková prémie země – Česká republika,
R1	=	přirážka pro malé společnosti,
R2	=	přirážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů,
R3	=	ostatní přirážky.

Jako bezriziková úroková míra byla pro celé uvažované období plánu použita aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA US Treasury Bonds 10yr (T.Bonds), která k 30.9.2014, činila 2,52 % p.a.

Koeficient beta β vyjadřuje úroveň jednotlivého papíru (akcie), a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Je-li $\beta = 1$, je riziko (v důsledku toho i prémie za riziko dané akcie – tj. vlastního kapitálu obchodního závodu) na úrovni průměru kapitálového trhu jako celku. Pokud platí, že $\beta > 1$, pak je výnosová přírážka větší než průměrná prémie za riziko na kapitálovém trhu a naopak. Riziko je v daném případě chápáno jako směrodatná odchylka výnosnosti daného cenného papíru od jeho průměrné výnosnosti.

Pro výpočet koeficientu β byla použita tzv. metoda analogie (odvozením od β podobných obchodních závodů, které jsou obchodovány na akciových trzích v USA). Koeficient β (nezadlužený), který vstupuje do výpočtu CAPM, byl stanoven na úrovni β (nezadlužený) pro odvětví building materials ve výši 1,07 na úrovni mediánu odvětví dle www.damodaran.com.

Vzhledem k tomu, že Oceňovaná společnost nevyužívá v rámci své podnikatelské činnosti externího financování (úročený cizí kapitál), nebyl proveden přepočet koeficientu beta na zadlužený.

V souladu s odbornou literaturou ([6] Mařík, M. a kol., str. 221-2) se při zjišťování rizikové premie kapitálového trhu USA vychází ze dvou základních veličin – průměrné výnosnosti kapitálového trhu USA a bezrizikové úrokové míry. Pro výpočet rizikové premie kapitálového trhu se doporučuje použít data za co nejdelší období. Proto jsou aplikovány údaje za roky 1928 až 2013 (průměrné výnosnosti jsou kalkulovány na úrovni geometrického průměru).

- Průměrná výnosnost kapitálového trhu USA – výnosnost akciového trhu USA v období 1928 až 2013 činí 9,55 % p.a.
- Bezriziková úroková míra – výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA T.Bonds za období 1928 až 2013 činí 4,93 % p.a.
- Výše popsaným způsobem byla stanovena riziková premie kapitálového trhu USA na 4,62 % p.a. Uvedené údaje byly získány ze serveru www.damodaran.com.

Ze stejného zdroje byla získána i výše rizikové premie země. Při jejím stanovení se vychází z ratingu konkrétní země (Česká republika dosáhla u agentury Moody's hodnocení A1). Riziko selhání země tak pro Českou republiku činí 1,05 %. Tato hodnota v sobě již zahrnuje rozdíl volatility akciového trhu a volatility trhu vládních dluhopisů (blíže viz www.damodaran.com, sekce Estimating Country Risk Premiums).

Jelikož je kalkulovaná úroková míra počítána z pohledu českého investora, je dále korigována o rozdíl v dlouhodobé prognózované inflaci mezi Českou republikou a USA. Tento rozdíl byl vzhledem k ekonomickým prognózám odhadnut následovně:

	30.9.2014	2015	2016	2017	2018	PH
Inflace ČR	0,60%	1,70%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Inflace USA	1,60%	2,00%	2,10%	2,20%	2,30%	2,00%

	30.9.2014	2015	2016	2017	2018	PH
Rozdíl v inflaci	-1,00%	-0,30%	-0,10%	-0,20%	-0,30%	0,00%

Zdroj: Makroekonomická predikce České republiky – červenec 2014, inflační cíl - Česká národní banky z ledna 2010, Analytical Perspectives – Budget of the United States Government – Fiscal Year 2015

Ve II. fázi se uvažuje inflační diferenciál ve výši 0 %, jelikož se dá očekávat, že v dlouhém období budou odhady inflace ČR a USA konvergovat.

V souladu s výše uvedenou metodikou byla aplikována přírážka za menší společnost ve výši 3,84 %.

Model CAPM vychází z dat o společnostech obchodovaných na kapitálových trzích. Tyto společnosti jsou obvykle střední a větší velikosti. Velké obchodní závody jsou přitom investory vnímány jako méně rizikové než obchodní závody malé. Ekonomická teorie tento závěr potvrzuje s tím, že důsledkem této situace je také to, že investoři do menších obchodních závodů požadují za vyšší podstoupené riziko také vyšší výnosnost investovaného kapitálu. Tuto úroveň nákladů vlastního kapitálu v případě menších společností však základní model CAPM nezachycuje. Výše uvedené argumenty tedy nutně vedou k tomu, aby v nákladech vlastního kapitálu zjištěných pomocí základního modelu CAPM byla zohledněna opodstatněná přírážka za podstoupení rizika investice do menšího obchodního závodu. V námi využitým modifikovaném modelu CAPM je tato přírážka označena jako R1. Zdrojem pro tuto přírážku byla publikace IBBOTSON⁷, kde jsou uvedeny statistiky společností na amerických kapitálových trzích, rozdělených do deseti decilů podle tržní kapitalizace. Z uvedených tržních statistik je pro každý decil dopočtena riziková premie, kterou lze přiřadit vlivu velikosti obchodního závodu. Pro účely tohoto posudku byla s ohledem na velikost Oceňované společnosti vybrána přírážka firem s mikrokaptalizací, tedy 9. a 10. decil.

Uvedená přírážka tak slouží mj. k zachycení specifického rizika konkrétní společnosti, které jinak model CAPM ve své původní podobě nezohledňuje.

Výpočet nákladů vlastního kapitálu je uveden v následující tabulce:

Položky	30.9.2014	2015	2016	2017	2018	PH
Bezriziková sazba	2,52%	2,52%	2,52%	2,52%	2,52%	2,52%
Riziková premie	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%
Beta nezadlužená	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07
Beta zadlužená	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07
Riziková premie země	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Rozdíl v inflaci	-1,00%	-0,30%	-0,10%	-0,20%	-0,30%	0,00%

⁷ IBBOTSON. Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation 1926 – 2013 : 2014 Classic Yearbook. Chicago: Morningstar, 2014

Položky	30.9.2014	2015	2016	2017	2018	PH
Specifické přírázky	3,84%	3,84%	3,84%	3,84%	3,84%	3,84%
Náklady vlastního kapitálu	11,4%	12,1%	12,3%	12,2%	12,1%	12,4%

10.4.3 Průměrné vážené náklady kapitálu

Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) vypočtených dle vzorce uvedeného výše, je shrnut v následující tabulce:

Položky	30.9.2014	2015	2016	2017	2018	PH
Náklady vlastního kapitálu	11,4%	12,1%	12,3%	12,2%	12,1%	12,4%
Náklady cizího kapitálu po dani	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Hn/Hb	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
CK/Hb	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,4%	12,1%	12,3%	12,2%	12,1%	12,4%

10.5 Hodnota brutto obchodního závodu

10.5.1 Současná hodnota I. fáze plánu

Hodnota brutto obchodního závodu se zjistí jako součet predikovaných volných peněžních toků (FCFF) diskontovaných na současnou hodnotu k datu ocenění. Volný peněžní tok pro jednotlivé roky plánu a pokračující hodnotu byl stanoven v Kapitole 10.3. a kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu v Kapitole 10.4.3. tohoto znaleckého posudku. Následující tabulka zachycuje převod volného cash flow na současnou hodnotu k 30.9.2014.

tis. Kč	10-12/2014	2015	2016	2017	2018
FCFF	41 169	120 519	105 413	104 049	104 545
WACC	11,4%	12,1%	12,3%	12,2%	12,1%
Diskontní faktor	0,972	0,867	0,773	0,689	0,615
Diskontované FCFF	40 008	104 521	81 441	71 676	64 271

Současná hodnota volných peněžních toků za období I. fáze plánu k datu 30.9.2014 činí 361 918 tis. Kč.

10.5.2 Pokračující hodnota a její současná hodnota

Hodnota obchodního závodu za období druhé fáze bývá v odborné literatuře označována za tzv. pokračující hodnotu. Pokračující hodnota byla stanovena pomocí tzv. Gordonova vzorce, který bývá běžně používán při ocenění akcií na základě dividend. Gordonův vzorec má následující podobu:

$$PH_T = FCFF_{T+1} / (i_k - g),$$

kde

PH_T = pokračující hodnota v čase T ,

T = poslední rok prognózovaného období,

$FCFF_{T+1}$ = volný peněžní tok pro první rok II. fáze,

i_k = WACC = kalkulovaná úroková míra,

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé II. fáze, tj. do nekonečna.

Alternativně je možné pokračující hodnotu vyčíslit pomocí tzv. parametrického vzorce, který má tuto podobu:

$$PH_T = [KPVH_{T+1} * (1 - g / r_i) / (i_k - g),]$$

kde

PH_T = pokračující hodnota v čase T ,

T = poslední rok prognózovaného období,

$KPVH_{T+1}$ = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravené dani pro první rok II. fáze,

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé II. fáze, tj. do nekonečna,

r_i = rentabilita investic netto pro II. fázi plánu,

i_k = WACC = kalkulovaná úroková míra.

Gordonův i parametrický vzorec jsou co do svého obsahu zcela identické. Parametrický vzorec však blíže analyzuje faktory hodnoty. Poměr g / r_i z dlouhodobého hlediska odpovídá míře investic, která

vyjadřuje, kolik z čistého zisku je třeba investovat (v netto hodnotách) tak, aby při dané rentabilitě investic došlo k růstu korigovaného provozního výsledku hospodaření o tempo růstu g .

Volný peněžní tok pro první rok II. fáze (tj. pro rok 2019) je za předpokladu, že poslední rok I. fáze nezohledňuje žádné mimořádné vlivy, kalkulován následovně:

$$FCFF_{T+1} = KPVH_T \times (1 + g) \times (1 - m_I) \times (1 - d),$$

kde

$FCFF_{T+1}$ = volný peněžní tok pro první rok II. fáze,

$KPVH_T$ = korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi pro poslední rok I. fáze,

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé II. fáze, tj. do nekonečna,

m_I = míra investic netto (tj. podíl předpokládaného tempa růstu (g) a rentability investic (r_I)),

d = sazba daně z příjmů právnických osob platná pro oceňovaný subjekt.

Volný peněžní tok pro první rok II. fáze plánu (2019) vychází z korigovaného provozního výsledku hospodaření na úrovni posledního roku I. fáze (2018), zvýšeného o předpokládané tempo růstu a snížený o plánovanou míru investic.

Tempo růstu volného peněžního toku pro II. fázi plánu bylo stanoveno po posouzení všech relevantních aspektů – zejména s ohledem na potenciál oceňované společnosti a atraktivitu relevantního trhu.

Na základě výše uvedených předpokladů bylo tempo růstu volného peněžního toku pro II. fázi stanoveno Znaleckým ústavem, s přihlédnutím k míře a rentabilitě investic, na 2 % p.a.

Výpočet volného cash flow pro pokračující hodnotu je patrný z následující tabulky:

tis. Kč	PH
KPVH před daněmi (EBIT)	137 925
Daň	-26 206
EBIT po dani	111 719
Odpisy	-21 420
EBITDA po dani	133 139
Pracovní kapitál	
Investice	-26 503
FCFF	106 636

Volný peněžní tok pro první rok II. fáze tak dosahuje výše 106 636 tis. Kč.

Kalkulovaná úroková míra pro II. fázi byla stanovena na 12,4 % (viz Kapitola 10.4.3.).

Výpočet pokračující hodnoty dle Gordonova i pomocí parametrického vzorce je uveden v následující tabulce:

Položka	
FCFF pro pokračující hodnotu (tis. Kč)	106 636
diskontní míra	12,35%
tempo růstu	2,00%
Pokračující hodnota (tis. Kč)	1 029 959

Pokračující hodnota vypočtená pomocí tzv. Gordonova vzorce i pomocí parametrického vzorce činí 1 029 959 tis. Kč. Převod na současnou hodnotu k datu 30.9.2014 ukazuje následující tabulka:

Položka	
Pokračující hodnota (tis. Kč)	1 029 959
diskontní faktor	0,615
Současná hodnota PH (tis. Kč)	633 187

Současná hodnota II. fáze činí k datu ocenění 633 187 tis. Kč.

Hodnota brutto činí 995 105 tis. Kč.

10.6 Hodnota netto obchodního závodu

Hodnota netto obchodního závodu se stanoví jako hodnota brutto minus úročený cizí kapitál. K datu 30.9.2014 nečerpala společnost CIDEM žádné úročené úvěry.

Hodnota netto činí 995 105 tis. Kč.

10.7 Provozně nepotřebný majetek

Po konzultacích s managementem společnosti byl jako provozně nepotřebný identifikován soubor pozemků nacházejících se mimo město Hranice, dlouhodobý finanční majetek, jiné dlouhodobé pohledávky, krátkodobé cenné papíry a podíly, pohledávky - ovládající a řídící osoba, jiné krátkodobé závazky, pořizovaný krátkodobý finanční majetek a část krátkodobého finančního majetku v podobě provozně nepotřebných peněz.

Provozně nepotřebný majetek se oceňuje samostatně a následně přičítá k hodnotě netto obchodního závodu.

Soubor pozemků mimo město Hranice, které nesouvisí s hlavní podnikatelskou činností společnosti, se nachází v těchto obcích: Kunín, Přerov, Hrachovec, Český Těšín, Neplachovice, Opava, Bohumín, Baška, Řepiště, Hlučín a Brno.

Pro ocenění těchto pozemků Znalecký ústav použil porovnávací metodu. Porovnávací metoda stanovuje hodnotu pomocí analýzy prodejů nebo nabídek prodejů srovnatelných majetků v nedávném období. Tato metoda je založena na předpokladu, že informovaný kupec by nezaplatil za majetek více, než jsou náklady na pořízení jiného majetku se stejnou využitelností. Při oceňování majetku jsou analyzovány podobné majetky nedávno prodané nebo nabídnuté k prodeji v tržních podmínkách. Tyto majetky jsou porovnány s oceňovaným majetkem a následně jsou provedeny úpravy na základě zjištěných rozdílů.

Shrnutí ocenění výše uvedených pozemků je uvedeno v následující tabulce:

Ocenění pozemků - přehled	
k.ú.	Kč
Dolní Heršpice	37 948 000
Hlučín	4 120 320
Řepiště	1 457 490
Baška	496 647
Skřečoň	362 380
Malé Hoštice	1 303 575
Neplachovice	29 051
Český Těšín	9 077 400
Hrachovec	1 499 052
Krhová	43 848
Předmostí	2 265 130
Kunín	439 507
Hodnota neprovozních pozemků celkem (po zaokrouhlení)	59 042 399

Hodnota neprovozních pozemků v majetku společnosti CIDEM činí 59 042 tis. Kč. Podrobnější souhrn ocenění dle jednotlivých pozemků je uveden v Příloze č. 3.

Společnost eviduje k datu ocenění dlouhodobý úvěr za třetí osobou ve výši 5 640 tis. Kč se splatností v roce 2024. Úvěr je splácen v měsíčních splátkách. Znalecký ústav předpokládá splacení úvěru v plné výši. Po převedení budoucích splátek na současnou hodnotu k datu ocenění činí hodnota položky 3 184 tis. Kč.

Položka krátkodobé cenné papíry a podíly obsahuje společnost CIDEM vlastněné akciové tituly obchodované na Pražské burze cenných papírů (Burza cenných papírů Praha, a.s.). Jejich ocenění je

provedeno na základě jejich platného kurzu (případně naposledy dostupnému kurzu) k datu ocenění, tj. 30.9.2014. Výpočet je uveden v následující tabulce:

Název akciového titulu	Počet akcií	Kurz k 30.9.2014	Hodnota balíku k 30.9.2014
ECM	1 500	25,5	38 250
Erste Bank	44 000	491,4	21 621 600
Orco Property	6 500	11,5	74 750
Pegas Nonwovens	11 000	658	7 238 000
NWR	10 000	0,75	7 500
CETV	3 000	50	150 000
Celkem v Kč	76 000	1237,15	29 130 100

Zdroj: Burza cenných papírů Praha, a.s., vlastní výpočty

Akciový titul ECM byl vyřazen z obchodování 24.5.2013 a je oceněn dle kurzu k tomuto datu, stejně tak akciový titul Orco Property byl vyřazen k 19.9.2014 a je oceněn kurzem k tomuto datu. Vzhledem k nemateriálnímu vlivu na celkovou hodnotu jsme neprováděli přecenění společností k datu ocenění, jichž se akciové tituly týkají. Celková hodnota držených akcií k obchodování činí k datu ocenění 29 130 100 Kč.

Položka pohledávky - ovládající a řídící osoba obsahuje půjčky spřízněným osobám ČSAD Frýdek-Místek a.s. a FVE 6 s.r.o. Vzhledem k povaze těchto pohledávek je oceňujeme k datu ocenění v jejich nominální výši, a to 105 973 tis. Kč.

Položka krátkodobé jiné závazky představuje nevyplacenou dividendu akcionářům. Vzhledem k povaze položky ji oceňujeme k datu ocenění v nominální hodnotě, a to 10 665 tis. Kč.

Položka pořízovaný krátkodobý finanční majetek představuje směnku (forma úločky) u společnosti EPI ve výši 50 mil. Kč a směnku EPH (forma úločky) 100 mil. Kč. Vzhledem k bonitě dlužníků a faktu, že v minulosti byly tyto krátkodobé půjčky těmito subjekty vždy splaceny, oceňujeme k datu ocenění položku v její nominální hodnotě, a to 150 000 tis. Kč.

Dlouhodobý finanční majetek je představován níže uvedenými podíly v dceřiných společnostech:

Dceřinné společnosti	Podíl v %	Hodnota netto 100 %	Hodnota podílu spol. CIDEM
BUS MANAGEMENT a.s.	25,00%	8 852	2 213
CIDEMAT Hranice, s.r.o.	100,00%	16 308	16 308
ČSAD Havířov a.s.	86,59%	553 935	479 638
KBS Hranice s.r.o.	50,49%	11 642	5 878
FVE 6 s.r.o.	100,00%	77 772	77 772
Lázně Teplice nad Bečvou a.s.	0,01%	291 419	19
CIDEMA, s.r.o.	100,00%	1	1

Společnost CIDEM vlastní 7 akcií společnosti Lázně Teplice nad Bečvou a.s. Celkový počet akcií společnosti Lázně Teplice nad Bečvou a.s. činí 107 365 ks. Vzhledem k tomu, že výše podílu společnosti CIDEM je velice nízká (0,0065 %) a skutečnosti, že Znalecký ústav nedisponoval kompletními a aktuálními informacemi o společnosti Lázně Teplice nad Bečvou a.s. k datu ocenění, je ocenění provedeno na úrovni vlastního kapitálu k 31.12.2013. Hodnota 7 ks akcií společnosti Lázně Teplice nad Bečvou a.s. činí k datu ocenění 19 tis. Kč.

Společnost vlastní k datu ocenění 100% podíl ve společnosti CIDEMA, s.r.o. Tato společnost byla zapsána v obchodním rejstříku 28.5.2014 se základním kapitálem 1 tis. Kč. Společnost od data zápisu do obchodního rejstříku do data ocenění neprovozovala žádnou činnost a proto stanovujeme její hodnotu k datu ocenění vy výši základního kapitálu 1 tis. Kč.

Ocenění ostatních jednotlivých podílů v dceřiných společnostech je uvedeno v přílohách 4. až 8. Celková hodnota dlouhodobého finančního majetku činí k datu ocenění 581 829 tis. Kč.

Provozně nepotřebný krátkodobý finanční majetek je představován především prostředky na bankovních účtech, které neslouží primárně k provozní činnosti obchodního závodu. Jejich výše byla již stanovena v Kapitole 10.1.3 a činí 405 534 tis. Kč.

Celková výše provozně nepotřebného majetku činí k datu ocenění 1 324 027 tis. Kč.

10.8 Výsledná hodnota stanovená metodou DCF Entity

Výsledná hodnota se stanoví jako součet hodnoty netto obchodního závodu a hodnoty provozně nepotřebného majetku.

Shrnutí kalkulace výsledné hodnoty vlastního kapitálu obchodního závodu je uvedeno v následující tabulce (tis. Kč).

Současná hodnota I. fáze	361 918
Současná hodnota II. fáze	633 187
Hodnota brutto obchodního závodu	995 105
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
Hodnota netto obchodního závodu	995 105
Neprovozní majetek k datu ocenění	1 324 027
Výsledná hodnota obchodního závodu	2 319 132

**HODNOTA VŠECH AKCIÍ SPOLEČNOSTI CIDEM URČENÁ
METODOU DCF, variantou Entity, činí k datu ocenění a po zaokrouhlení
2 319 132 000 Kč.**

11 Metoda účetní hodnoty na principu historických cen

Druhým použitým způsobem je ocenění na základě analýzy majetku – na bázi účetních historických cen. Tato metoda je používána především jako doplňková k hlavní oceňovací metodě. Vychází z historických pořizovacích cen majetku upravených dle účetních principů na zůstatkové ceny a z nominální hodnoty závazků evidovaných k datu ocenění v účetnictví. Hlavní výhodou metody účetní hodnoty je její průkaznost a srozumitelnost pro uživatele jejího výsledku. Mezi největší nevýhody patří její nižší vypovídací schopnost z důvodu odklonu účetních principů od reality. Typickými příklady tohoto odklonu jsou:

- (i) standardizované nastavení účetních odpisů majetku,
- (ii) rozdíl mezi účetní zůstatkovou cenou a tržní hodnotou především dlouhodobého majetku v čase a
- (iii) aktiva a závazky, která nejsou v účetních výkazech uvedena (např. leasing, know-how).

Ocenění obchodního závodu vychází z ocenění podle účetních zásad, na jejichž podkladě je sestavena rozvaha. Ta je pak chápána jako souhrnné ocenění obchodního závodu. Za hodnotu netto se pak považuje účetní hodnota vlastního kapitálu.

V rámci výpočtu netto hodnoty obchodního závodu se od účetní hodnoty aktiv odečte účetní hodnota závazků, tj. součet cizích zdrojů a časového rozlišení.

11.1 Aktuální přehled aktiv evidovaných v účetnictví

Majetek společnosti CIDEM měl podle nám poskytnutých účetních výkazů k 30.9.2014 následující strukturu.

tis. Kč	30.9.2014
AKTIVA CELKEM	1 334 519
Dlouhodobý majetek	403 385
Dlouhodobý nehmotný majetek	291
Dlouhodobý hmotný majetek	173 325
Dlouhodobý finanční majetek	229 769
Oběžná aktiva	930 634
Zásoby	68 920
Dlouhodobé pohledávky	5 640
Krátkodobé pohledávky	247 278
Krátkodobý finanční majetek	608 796
Časové rozlišení	500

Zdroj: Účetní výkazy společnosti CIDEM k 30.9.2014

11.2 Aktuální přehled závazků evidovaných v účetnictví

Cizí zdroje společnosti CIDEM měly podle nám poskytnutých účetních výkazů k 30.9.2014 následující strukturu:

tis. Kč	30.9.2014
Cizí zdroje	53 511
Rezervy	6 714
Dlouhodobé závazky	5 623
Krátkodobé závazky	41 174
Časové rozlišení	0

Zdroj: Účetní výkazy společnosti CIDEM k 30.9.2014

11.3 Výsledná hodnota stanovená metodou účetní hodnoty na principu historických cen

Účetní hodnota netto společnosti byla stanovena ve výši rozdílu hodnoty aktiv a závazků ke dni 30.9.2014. Výpočet je uveden v následující tabulce (tis. Kč):

Aktiva	1 334 519
Závazky	53 511
Účetní hodnota netto	1 281 008

HODNOTA JMĚNÍ SPOLEČNOSTI CIDEM URČENÁ

METODOU účetní hodnoty na principu historických cen činí k datu ocenění a po zaokrouhlení

1 281 008 000 Kč

12 Shrnutí použitých způsobů (metod) ocenění

Jak již bylo uvedeno v Kapitole 8 tohoto znaleckého posudku, bylo pro splnění zadaného znaleckého úkolu použito více metod (způsobů) ocenění. Jednalo se o:

- výnosovou metodu diskontovaných peněžních toků (DCF), variantu Entity,
- metodu účetní hodnoty na principu historických cen.

Každá z uvedených metod vedla k jinému výsledku.

Výsledná hodnota může být, je-li k dispozici několik odlišných hodnot zjištěných různými metodami, stanovena na úrovni:

- Průměru hodnot zjištěných ať již na základě všech či pouze některých z použitých metod – byť by se jednalo o průměr vážený, odborná literatura tento postup jednoznačně nedoporučuje.
- Konkrétní hodnoty zjištěné pouze jednou z použitých metod – každé z použitých metod by měla být přiřazena v rámci výsledného ocenění určitá funkce, a to po zvážení charakteru jednotlivých metod, posouzení situace oceňovaného obchodního závodu, zhodnocení kvantity a kvality vstupních dat, apod. Výsledky ostatních metod by pak měly vytvořit jakýsi rámec pro hodnotu zvolenou jakožto základní.

Doporučení uváděná v odborné literatuře (např. [6] Mařík, M. a kol., str. 424 a n.) týkající se použitých metod ocenění jsou následující:

- Metoda diskontovaných peněžních toků – je nejčastěji používanou výnosovou metodou. Doporučuje se zvolit u perspektivního obchodního závodu, u něhož je možné odůvodněně plánovat budoucnost. Tato hodnota pak představuje základní údaj pro výsledné ocenění. Výnosový koncept oceňování totiž teoreticky nejlépe odpovídá ekonomickému chápání hodnoty, jakožto odhadu budoucích užiteků plynoucích z vlastnictví hodnoceného majetku.
- Účetní hodnota – její výhodou je zejména průkaznost a snadná reprodukovatelnost s tím, že má určitou vypovídací schopnost o historických cenách majetku společnosti. Na druhou stranu však právě skutečnost, že „nehledí“ do budoucna a nedokáže tak kvantifikovat očekávané budoucí užitky včetně vyčíslení příslušného rizika jejich dosažení, způsobuje, že její význam pro stanovení tržní hodnoty obchodního závodu je veskrze jen pomocný. Výsledná hodnota stanovená touto metodou navíc nezohledňuje potenciální závazky.

Na základě výše uvedených doporučení odborné veřejnosti a po zvážení všech relevantních skutečností volíme výslednou hodnotu na úrovni hodnoty stanovené metodou diskontovaných peněžních toků, varianta Entity.

Shrnutí výsledků ocenění je patrné z následující tabulky (Kč):

Metoda ocenění	Hodnota dle zvolené metody (Kč)	Váha ve výsledné hodnotě	Výsledná hodnota (váha * hodnota dle zvolené metody)
Diskontované peněžní toky (DCF), varianta Entity	2 319 132 000	1	2 324 132 000
Účetní hodnoty na principu historických cen	1 281 008 000	0	0
Celkem			2 333 560 000

13 Hodnota jedné akcie společnosti CIDEM

Jak již bylo uvedeno v Kapitole 8., posledním krokem je přepočítání hodnoty jmění společnosti CIDEM na hodnotu jedné akcie společnosti pro účely veřejné dražby akcií.

V následující tabulce je uveden přepočítání hodnoty jmění společnosti CIDEM na hodnotu jedné akcie na tzv. pro rata bázi..

Druh	Jmenovitá hodnota (Kč)	Počet (ks)	Jmenovitá hodnota akcií (Kč)	Výsledná hodnota (Kč)	Výsledná hodnota na akcii (Kč)
kmenové akcie na jméno	1 000 Kč	529 276	1 000 Kč	2 324 132 000	4 382

Hodnota jedné akcie o jmenovité hodnotě 1 000 Kč společnosti CIDEM činí k datu ocenění

4 382 Kč.

14 Závěr

Cílem předloženého znaleckého posudku bylo stanovení odhadu ceny akcií společnosti CIDEM Hranice, a.s., Hranice - Hranice I - Město, Skalní 1088, PSČ 75301, IČO: 146 17 081, v místě a čase obvyklé pro účely jejich veřejné dražby k datu ocenění 30.9.2014.

Hodnota předmětu ocenění byla určena k 30.9.2014.

Na základě provedené analýzy k uvedenému datu činí hodnota jedné akcie 4 382 Kč.

Uvedená hodnota je bez případné DPH.

15 Seznam příloh

1. Způsob výpočtu poměrových ukazatelů (1 strana)
2. Finanční analýza finančního plánu společnosti CIDEM (1 strana)
3. Souhrn ocenění neprovozních pozemků (3 strany)
4. Ocenění společnosti KBS (19 stran)
5. Ocenění společnosti CIDEMAT (19 stran)
6. Ocenění společnosti FVE 6 (40 stran)
7. Ocenění společnosti ČSAD Havířov (26 stran)
8. Ocenění společnosti BUS MANAGEMENT (6 stran)
9. Ocenění společnosti ČSAD Karviná (21 stran)
10. Ocenění společnosti Frýdek-Místek (20 stran)

16 Znalecká doložka

Znalecký posudek podala společnost TPA Horwath Valuation Services s.r.o. se sídlem Praha 4, Antala Staška 2027/79, PSČ 140 00, IČO 255 07 796 jako znalecký ústav zapsaný pro znaleckou činnost v oboru ekonomika na základě rozhodnutí Ministerstva spravedlnosti ČR č.j. 32/99 – OOD ze dne 16.3.1999 a jeho doplnění ze dne 26.5.1999 a rozhodnutí Ministerstva spravedlnosti ČR č.j.: 82/2013-OSD-SZN/6 ze dne 8.8.2013 a č.j.: 92/2014-OSD-SZN/8 ze dne 18.12.2014 pro:

- oceňování podniků,
- oceňování movitého a nemovitého majetku včetně technologií,
- oceňování nehmotného majetku,
- oceňování nepeněžitých vkladů do obchodních společností,
- oceňování majetku a závazků při transformacích obchodních společností,
- hodnocení projektů transformací obchodních společností,
- oceňování cenných papírů,
- účetní evidence.

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 1 / 745 / 2015 znaleckého deníku.

Na vypracování tohoto znaleckého posudku se podíleli Ing. Pavel Kohoutek, Ing. Simona Jílková, Ing. Tomáš Podškubka, Ph.D. a Ing. Jiří Hlaváč, Ph.D. Ing. Jiří Hlaváč, Ph.D. a/nebo Ing. Tomáš Podškubka, Ph.D. mohou osobně stvrdit správnost tohoto posudku č. 1 / 745 / 2015 a mohou podat žádaná vysvětlení před orgánem veřejné moci.

Za zpracovatele:

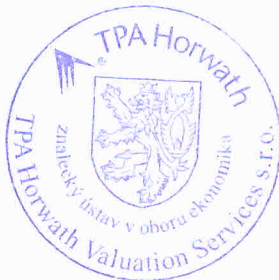
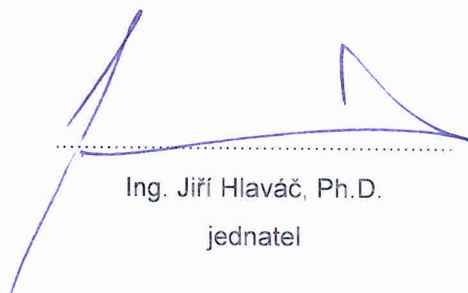


Ing. Pavel Kohoutek
consultant



Ing. Tomáš Podškubka, Ph.D.
senior manager

Jednatel společnosti:

Ing. Jiří Hlaváč, Ph.D.
jednatel

Příloha č. 1

Způsob výpočtu poměrových ukazatelů

(1 strana)

Příloha č. 1: Způsob výpočtu jednotlivých poměrových ukazatelů

Ukazatel	Výpočet
Rentabilita	
Rentabilita celkových aktiv (ROA)	$(\text{Výsledek hospodaření z běžné činnosti po dani} + \text{úroky} * (1 - \text{daňová sazba})) / \text{Aktiva celkem}$
Rentabilita vlastního kapitálu po dani (ROE)	$\text{Výsledek hospodaření z běžné činnosti po dani} / \text{Vlastní kapitál}$
Rentabilita tržeb	$\text{Výsledek hospodaření z běžné činnosti po dani} / \text{Tržby celkem}$
Rentabilita tržeb ze Z s úroky	$(\text{Výsledek hospodaření z běžné činnosti po dani} + \text{úroky} * (1 - \text{daňová sazba})) / \text{Tržby celkem}$
Obrat celkových aktiv	$\text{Tržby celkem} / \text{Aktiva celkem}$
Finanční páka	$\text{Aktiva celkem} / \text{Vlastní kapitál}$
Marže	
EBIT marže	$\text{EBIT} / \text{Tržby celkem}$
EBITDA marže	$(\text{EBIT} + \text{odpisy}) / \text{Tržby celkem}$
Likvidita	
Pracovní kapitál	$\text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobé dluhy}$
Běžná likvidita	$\text{Oběžná aktiva} / \text{Krátkodobé dluhy}$
Pohotovlá likvidita	$(\text{Krátkodobé pohledávky} + \text{Krátkodobý finanční majetek}) / \text{Krátkodobé dluhy}$
Peněžní likvidita	$\text{Krátkodobý finanční majetek} / \text{Krátkodobé dluhy}$
Aktivita	
Doba obratu aktiv	$\text{Aktiva celkem} / (\text{Tržby celkem} / 365)$
Doba obratu zásob	$\text{Zásoby} / (\text{Tržby celkem} / 365)$
Doba inkasa krátkodobých pohledávek	$\text{Krátkodobé pohledávky} / (\text{Tržby celkem} / 365)$
Doba splatnosti krátkodobých závazků	$\text{Krátkodobé závazky} / (\text{Tržby celkem} / 365)$
Zadluženost (dlouhodobá finanční rovnováha)	
Debt ratio I. - ukazatel věřitelského rizika	$\text{Cizí zdroje} / \text{Aktiva celkem}$
Úrokové krytí I.*	$\text{EBIT} / \text{Nákladové úroky}$

*veličina EBIT je ve výši Provozního výsledku hospodaření – Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu + Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu + Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti

Pozn.: Tržby celkem = Výkony + Tržby za prodej zboží

Krátkodobé dluhy = Krátkodobé závazky + Krátkodobé bankovní úvěry + Krátkodobé finanční výpomoci

Příloha č. 2

Finanční analýza finančního plánu společnosti CIDEM

(1 strana)

Příloha č. 2: Finanční analýza finančního plánu za období 2014 až 2018

Ukazatele rentability

Rentabilita (výnosnost)	31.12.2014	2015	2016	2017	2018
ROA - Rentabilita celkových aktiv	22,12%	7,15%	6,65%	6,42%	6,16%
Rentabilita tržeb ze Z s úroky	75,77%	29,13%	29,30%	29,63%	29,72%
Obrat celkových aktiv	0,29	0,25	0,23	0,22	0,21
ROE - Rentabilita vlastního kapitálu	22,86%	7,38%	6,85%	6,60%	6,33%
Rentabilita tržeb	75,77%	29,13%	29,30%	29,63%	29,72%
Finanční páka	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03
Obrat aktiv	0,29	0,25	0,23	0,22	0,21

Zdroj: Finanční plán 2014-2018 + vlastní výpočty

Ukazatele likvidity

Likvidita (platební schopnost)	31.12.2014	2015	2016	2017	2018
Pracovní kapitál (tis. Kč)	126 880	111 954	110 801	113 300	115 803
Pracovní kapitál na aktiva	9,39%	7,69%	7,11%	6,80%	6,52%
Běžná likvidita	27,82	29,61	32,16	34,08	35,95
Pohotová likvidita	26,01	28,00	30,56	32,47	34,33
Peněžní likvidita	24,27	26,46	29,01	30,92	32,78

Zdroj: Finanční plán 2014-2018 + vlastní výpočty

Ukazatele aktivity

Aktivita (ve dnech)	31.12.2014	2015	2016	2017	2018
Doba obratu aktiv	1250,28	1486,67	1607,29	1684,01	1760,12
Doba obratu zásob	73,05	73,05	73,05	73,05	73,05
Doba inkasa krátkodobých pohledávek	69,84	69,84	69,84	69,84	69,84
Doba splatnosti krátkodobých závazků	28,96	32,93	32,93	32,93	32,93
obchodní přebytek / deficit	-40,88	-36,91	-36,91	-36,91	-36,91

Zdroj: Finanční plán 2014-2018 + vlastní výpočty

Ukazatele zadluženosti

Zadluženost (dlouhodobá finanční rovnováha)	31.12.2014	2015	2016	2017	2018
Debt ratio I. - ukazatel věřitelského rizika	3,23%	3,06%	2,84%	2,70%	2,56%
Úrokové krytí I.	4628,87	117,72	100,58	80,70	74,32

Zdroj: Finanční plán 2014-2018 + vlastní výpočty

Příloha č. 3

Souhrn ocenění neprovozních pozemků

(3 strany)

Číslo parcely	Druh pozemku	Výměra	Jednotková cena	Hodnota pozemku
k.ú. Dolní Heršpice		m2	Kč/m2	Kč
406/1	orná půda	15 536	1 000	15 536 000
406/43	orná půda	1 272	1 000	1 272 000
406/44	orná půda	3 100	1 000	3 100 000
406/46	orná půda	18 040	1 000	18 040 000
Hodnota pozemků Dolní Heršpice				37 948 000
k.ú. Hlučín		m2	Kč/m2	Kč
2581/1	orná půda	51 504	80	4 120 320
Hodnota pozemků Hlučín				4 120 320
k.ú. Řepiště		m2	Kč/m2	Kč
769/4	zastavěná plocha	4 795	79	376 463
770/1	ostatní plocha	13 439	79	1 055 118
773/3	ostatní plocha	330	79	25 909
Hodnota pozemků Řepiště				1 457 490
k.ú. Baška		m2	Kč/m2	Kč
960/3	ostatní plocha	1 990	250	496 647
Hodnota pozemků Baška				496 647
k.ú. Skřečůň		m2	Kč/m2	Kč
256/2	zahrada	88	140	12 320
259/1	zahrada	93	140	13 020
1208/1	orná půda	740	140	103 600
1209/01	lesní pozemek	146	140	20 440
1278	orná půda	8 520	25	213 000
Hodnota pozemků Skřečůň				362 380
k.ú. Malé Hoštice		m2	Kč/m2	Kč
764/13	ostatní plocha	259	105	27 195
766/92	orná půda	2 112	105	221 760
766/95	orná půda	10 044	105	1 054 620
Hodnota pozemků Malé Hoštice				1 303 575
k.ú. Neplachovice		m2	Kč/m2	Kč
785/4	orná půda	1 584	9	14 313
785/55	orná půda	1 631	9	14 738
Hodnota pozemků Neplachovice				29 051
k.ú. Český Těšín		m2	Kč/m2	Kč
2935/1	ostatní plocha	14	200	2 800
2935/2	ostatní plocha	33	200	6 600
2940/1	ostatní plocha	1 860	200	372 000
2941/5	ostatní plocha	99	200	19 800
2941/628	ostatní plocha	2	200	400
2943/1	ostatní plocha	486	200	97 200
2943/9	ostatní plocha	651	200	130 200
2943/10	ostatní plocha	390	200	78 000
2943/11	ostatní plocha	250	200	50 000
2943/12	ostatní plocha	3 587	200	717 400
2943/14	ostatní plocha	20	200	4 000
2945/1	zastavěná plocha a nádvoří	19 703	200	3 940 600
2945/2	zastavěná plocha a nádvoří	282	200	56 400
2945/3	zastavěná plocha a nádvoří	899	200	179 800
2945/5	ostatní plocha	531	200	106 200
2945/7	ostatní plocha	196	200	39 200
2945/8	ostatní plocha	4	200	800
2945/9	ostatní plocha	17	200	3 400
2945/11	ostatní plocha	84	200	16 800
2946	zastavěná plocha a nádvoří	354	200	70 800
2949/1	zahrada	444	200	88 800

2949/2	zahrada	623	200	124 600
2949/3	zahrada	849	200	169 800
2949/4	ostatní plocha	905	200	181 000
2950/1	ostatní plocha	1 942	200	388 400
2956/1	ostatní plocha	1 650	200	330 000
2956/2	ostatní plocha	66	200	13 200
2957	vodní plocha	505	200	101 000
2959/1	ostatní plocha	1 830	200	366 000
2959/5	ostatní plocha	1 141	200	228 200
2961/1	ostatní plocha	1 736	200	347 200
2962/1	zastavěná plocha a nádvoří	769	200	153 800
2962/2	trv.trav.porost	36	200	7 200
2963	zahrada	312	200	62 400
2964/1	zastavěná plocha a nádvoří	543	200	108 600
2964/6	ostatní plocha	25	200	5 000
2964/20	ostatní plocha	278	200	55 600
2965	zastavěná plocha a nádvoří	421	200	84 200
2966	zastavěná plocha a nádvoří	273	200	54 600
2968/1	zahrada	1 467	200	293 400
2956/16	ostatní plocha	110	200	22 000
Hodnota pozemků Český Těšín				9 077 400

k.ú. Hrachovec		m2	Kč/m2	Kč
1152	lesní pozemek	3 818	13	51 040
1153	ostatní plocha	7 646	13	102 213
1160	ostatní plocha	431	13	5 762
1161	zastavěná plocha	125	13	1 671
1162/1	orná půda	54 116	13	723 431
1163	orná půda	14 318	13	191 405
1164	ostatní plocha	4 557	13	60 919
1166/3	lesní pozemek	1 399	13	18 702
1166/4	ostatní plocha	489	13	6 537
1166/5	lesní pozemek	3 078	13	41 147
1171	ostatní plocha	777	13	10 387
1174/1	ostatní plocha	21 382	13	285 838
Hodnota pozemků Hrachovec				1 499 052

k.ú. Krhová		m2	Kč/m2	Kč
1821/2	lesní pozemek	260	13	3 476
1823/2	ostatní plocha	91	13	1 217
1890/1	ostatní plocha	149	13	1 992
1891/6	zastavěná plocha	4	13	53
1900	ostatní plocha	504	13	6 738
1901	zahrada	1 810	13	24 196
1955/1	ostatní plocha	462	13	6 176
Hodnota pozemků Krhová				43 848

k.ú. Předmostí		m2	Kč/m2	Kč
451/11	zemědělská půda	10 815	13	138 719
450/14	ostatní plocha	22 670	13	290 785
572/8	zastavěná plocha	463	343	158 948
222/15	ostatní plocha	2 419	343	830 443
222/20	ostatní plocha	1 549	343	531 772
222/21	ostatní plocha	819	343	281 163
222/22	ostatní plocha	97	343	33 300
Hodnota pozemků Předmostí				2 265 130

k.ú. Kunín		m2	Kč/m2	Kč
430/2	ostatní plocha	8	22	179
431	ostatní plocha	2 145	22	48 020
435	zahrada	192	72	13 917
786	ostatní plocha	95	22	2 127
1049	ostatní plocha	216	72	15 657
2356	ostatní plocha	23 653	9	212 877

2441	ostatní plocha	32	9	288
2456/1	ostatní plocha	2 353	9	21 177
2460	ostatní plocha	611	9	5 499
2461/1	ostatní plocha	778	9	7 002
2466/1	ostatní plocha	5 413	9	48 717
2513	ostatní plocha	67	9	603
2514	ostatní plocha	90	9	810
2613	trv.trav.porost	228	9	2 052
2581	ostatní plocha	551	11	6 061
2582	ostatní plocha	960	11	10 555
2583/3	ostatní plocha	24	11	264
2674	ostatní plocha	3 294	11	36 229
3260	ostatní plocha	680	11	7 475
Hodnota pozemků Kunín				439 507
Hodnota neprovozních pozemků celkem (po zaokrouhlení)				59 042 399

Příloha č. 4

Ocenění společnosti KBS

(19 stran)

1 Ocenění čistého obchodního majetku společnosti KBS

1.1 Identifikační údaje společnosti KBS

Obchodní firma	KBS Hranice s. r. o.
Sídlo	Hranice - Hranice I-Město, Bělotínská 1904, okres Přerov, PSČ 753 01
Identifikační číslo	484 00 807
Právní forma	společnost s ručením omezeným
Rejstříkový soud	Krajský soud v Ostravě
Oddíl – vložka	oddíl C, vložka 10595
Den zápisu do obchodního rejstříku	22. dubna 1993
Základní kapitál	8 520 000 Kč
Statutární orgán – jednatelé	Marie Bílá, dat. nar. 2. října 1947 Tomáš Vavřík, dat. nar. 15. února 1972

Společníky společnosti KBS jsou k datu ocenění:

- Marie Bílá – 4818 / 8520 obchodní podíl a
- CIDEM – 4302 / 8520 obchodní podíl.

Podle výpisu z obchodního rejstříku byly k datu ocenění předmětem podnikání společnosti následující činnosti:

- silniční motorová doprava,
- nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí,
- nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách č. 1 až 3 živnostenského zákona
- opravy silničních vozidel

Společnost KBS provozuje silniční motorovou dopravu a realizuje služby poskytované speciálními mechanismy (autojeřáb, zametací vůz). Společnost se soustřeďuje zejména na zabezpečení technologické dopravy suroviny (vápence) pro výrobu slínku ve společnosti Cement Hranice, akciová společnost. Menší podíl na celkových výkonech společnosti představují práce speciálních mechanismů a provozování pneuservisu.

1.2 Strategická analýza KBS

V případě ocenění společnosti KBS bude strategická analýza sloužit primárně k ověření splnění principu neomezené doby trvání podniku (going concern). Vzhledem ke zvolené metodě ocenění (blíže viz Kapitola 2) není potřebné, aby Znalecký ústav odhadoval budoucí tržby ani tržní podíl.

1.2.1 Analýza vnějšího potenciálu

V rámci analýzy vnějšího potenciálu bude vymezen relevantní trh (odvětví), na kterém oceňovaný podnik operuje.

K základním oborům činnosti společnosti patří provozování silniční motorové dopravy a realizace služeb poskytovaných speciálními mechanismy (autojeřáb, zametací vůz). Společnost se soustřeďuje zejména na zabezpečení technologické dopravy suroviny (vápence) pro výrobu slínku ve společnosti Cement Hranice, akciová společnost. Menší podíl na celkových výkonech společnosti představují práce speciálních mechanismů a provozování pneuservisu. Společnost působí na území ČR. Na základě těchto skutečností oceňovanou společnost řadíme podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE do třídy 49.41 Silniční nákladní doprava.

Nákladní doprava je faktorem výrazně ovlivňujícím konkurenceschopnost české ekonomiky v EU. Dopravní, distribuční a logistické procesy jsou jedním z důležitých aspektů této konkurenceschopnosti, a proto budou veřejným sektorem podporovány. V Nařízení Rady (EHS) č.1107/70 ze dne 4. června 1970, o poskytování podpor dopravě po železnici, silnici a vnitrozemských vodních cestách, ve znění pozdějších předpisů, se v článku 3 uvádí, že členské státy mohou podporovat rozvoj kombinovaných přeprav investiční pomocí pro infrastrukturu kombinované dopravy (překladiště), pevná a mobilní zařízení pro překládku a speciální zařízení určená pouze pro kombinovanou přepravu.

Objem přepravovaných věcí v silniční nákladní dopravě v roce 2013 vzrostl o 4 %, což naznačuje obrat na trhu oproti předešlým rokům, kdy od finanční krize po většinu roků objemy klesaly. Přepravní výkony také vzrostly v roce 2013 a to o více než 7 %.

Pro analýzu vývoje výstupů (výkonů) odvětví ve fyzických jednotkách za minulost použijeme ukazatel tun kilometr (zkratka: tkm). Ukazatel tun kilometrů dostaneme, když vynásobíme počet najetých kilometrů a počet přepravených tun nákladu. Vývoj tohoto ukazatele ukazuje níže uvedená tabulka.

Silniční nákladní doprava	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Přepravní výkon celkem (mil. tkm)	50 877	44 954	51 832	54 830	51 228	54 893

Zdroj: Ročenka dopravy České republiky 2013

Z tabulky je zřejmé, že výkony v silniční nákladní dopravě dosahují nejvyšší hodnoty od roku 2008. Od roku 2009, kdy krize v dopravě byla nejsilnější, celkový přepravní výkon vzrostl o 22 %.

Pro pohled na vývoj cen za minulost použijeme index cen tržních služeb, jehož vývoj ukazuje následující tabulka.

Indexy cen nákladní dopravy (průměr roku 2005 = 100)							
Kód		2008	2009	2010	2011	2012	2013
4941	Silniční nákladní doprava	110,6	103,5	103,2	105,7	106,6	105,7

Zdroj: Český statistický úřad - http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/ipc_cr

Z údajů o cenách v nákladní dopravě vyplývá skutečnost, že po roce 2008, kdy propukla ekonomická krize, byli dopravci nuceni snížit ceny pro udržení konkurenceschopnosti. V roce 2011 a 2012 došlo k mírnému zvýšení cen v nákladní dopravě, nikoliv však na úroveň cen z roku 2008. V roce 2013 se ceny znovu mírně snížily.

Podnikatelské prostředí v oblasti nákladní dopravy je dnes díky krizi značně nestabilní. Nestabilita byla způsobena prudkým oslabením kurzu koruny ze strany České národní banky na podzim roku 2013 a růstem cen pohonných hmot. Zákazníci na tento pokles eurových příjmů a navýšení nákladových položek nereagovali adekvátním navýšením cen, důsledkem čehož je dnes podnikání s velkou mírou rizika a minimální ziskovostí. Většina dopravců z nákladní dopravy vykazuje průběžnou ztrátu, kterou se snaží dorovnávat jinými podnikatelskými aktivitami, které souvisí více či méně s dopravou. Nicméně toto období je pouze přechodné a dá se očekávat postupné navyšování tržeb, což lze již nyní vidět z dat přepravního výkonu. Obecně je však tento obor v recesi, která je navíc umocňována nesolidním podnikatelským prostředím a vysokou mírou konkurence.

1.2.2 Analýza vnitřního potenciálu

Oceňovaná společnost se soustřeďuje zejména na zabezpečení technologické dopravy suroviny (vápence) pro výrobu slínku ve společnosti Cement Hranice, akciová společnost. Jelikož je společnost orientována na jednoho významného zákazníka, existuje zde riziko výpadku velké části tržeb při ztrátě tohoto zákazníka. Hlavním výrobním programem společnosti Cement Hranice, akciová společnost je výroba cementů a maltovitých pojiv. Tento zákazník je závislý na vývoji stavebnictví, které již bylo analyzováno např. ve strategické analýze společností CIDEM a CIDEMAT a jedná se o sektor, který byl zasažen recesí a v současné době zažívá určité oživení.

V posledních letech je výrazný vliv vstupu dopravců ze zemí východní Evropy na celoevropský trh, kde výrazně nižšími personálními a sociálními náklady dokážou nabízet levnější služby, než dopravci ze zemí střední a západní Evropy.

Mezi konkurenty společnosti v oblasti nákladní dopravy patří všechny dopravní společnosti, které disponují moderním dopravním parkem a mají dobrou pověst na dopravním trhu. Díky širokému

záběru v oblasti kamionové dopravy (přepravy z různých regionů celé ČR) není možno jako konkurenci označit pouze dopravce z regionu Moravskoslezského kraje, ale prakticky z celé republiky. K tomu navíc přistupuje konkurence ze zemí východní Evropy, která se v budoucnu bude snažit více prosadit na českém trhu.

Nejvýznamnějšími dodavateli jsou dodavatelé nafty, dodavatelé dopravní techniky a leasingové společnosti. Vývoj nákladů je však určován zejména cenou ropy na světových trzích, kurzem koruny a celkovou inflací v ekonomice – tedy neovlivnitelnými skutečnostmi z pozice firmy. Obecně je možno očekávat růst celkových nákladů v budoucnosti.

Obor nákladní dopravy je typický svojí závislostí na dopravních potřebách výrobců, a proto je sezónnost závislá na jejich požadavcích. Obecně je možno konstatovat, že výrazný pokles je v období počátku roku, dále v letních měsících (zejména srpen) a poslední dva týdny v roce. Naopak výrazný nárůst zájmu o dopravu je v měsících září – listopad a první polovina prosince.

1.2.3 Závěr

Podle analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu oceňované společnosti nehrozí nesplnění principu nekonečného trvání podniku (going concern), což je podpořeno i oživením z dat přepravního výkonu. Společnost nedosahuje stejně vysoké marže a provozního zisku jako v minulosti, ale pokud si udrží svého hlavního odběratele, lze předpokládat aktuální či vyšší výši tržeb i zisku do budoucna. Riziko existence jednoho významného odběratele bude zohledněno ve výpočtu diskontní míry.

Tato skutečnost umožňuje z hlediska strategické analýzy použít pro ocenění společnosti KBS výnosovou metodu.

1.3 Analýza finančního zdraví společnosti (finanční analýza)

1.3.1 Účetní výkazy – přehled

1.3.1.1 Účetní závěrky za roky 2009 až 2013, účetní výkazy za období od 1.1.2014 do 30.9.2014

Účetní závěrky společnosti KBS za roky 2009 až 2013 a účetní výkazy za období od 1.1.2014 do 30.9.2014 nebyly ověřeny auditorem.

1.3.1.2 Přehled majetku

Přehled hlavních položek majetku společnosti za roky 2009 až 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
AKTIVA CELKEM	14 848	17 061	17 890	16 209	13 166	13 749
B. Dlouhodobý majetek	4 689	5 137	3 746	6 525	5 503	5 046
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	4 689	5 137	3 746	6 525	5 503	5 046
2. Stavby	0	0	2 891	3 906	3 636	3 636
3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	4 689	5 137	818	2 619	1 867	1 410
7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	37	0	0	0
C. Oběžná aktiva	10 089	11 884	14 077	9 614	7 602	8 657
C.I. Zásoby	921	757	937	759	611	0
1. Materiál	169	113	214	223	112	0
5. Zboží	752	644	723	536	499	0
C.II. Dlouhodobé pohledávky	0	0	29	0	0	0
6. Dohadné účty aktivní	0	0	29	0	0	0
C.III. Krátkodobé pohledávky	4 595	4 299	2 589	6 937	6 004	3 763
1. Pohledávky z obchodních vztahů	4 144	3 950	2 444	6 455	5 533	3 601
6. Stát - daňové pohledávky	429	344	140	477	459	162
7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	5	5	5	0	0
8. Dohadné účty aktivní	22	0	0	0	12	0
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	4 573	6 828	10 522	1 918	987	4 894
1. Peníze	110	130	40	77	42	145
2. Účty v bankách	4 463	6 698	10 482	1 841	945	4 749
D.I. Časové rozlišení	70	40	67	70	61	46
1. Náklady příštích období	70	40	67	70	61	46

Zdroj: Účetní závěrky společnosti KBS za roky 2009 – 2013, účetní výkazy k 30.9.2014

Nejvýznamnější položky aktiv tvoří krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek.

1.3.1.3 Zdroje financování majetku

Přehled zdrojů financování majetku společnosti za roky 2009 až 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
PASIVA CELKEM	14 848	17 061	17 890	16 205	13 166	13 399
A. Vlastní kapitál	12 898	15 383	16 198	13 770	11 622	11 839
A.I. Základní kapitál	8 520	8 520	8 520	8 520	8 520	8 520
A.I.1. Základní kapitál	8 520	8 520	8 520	8 520	8 520	8 520
A.III. Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	1 102	1 102	1 101	1 101	1 101	1 101
A.III.1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	1 102	1 102	1 101	1 101	1 101	1 101
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	0	3 276	2 486	2 486	1 666	1 666

	tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	0	3 276	2 486	2 486	1 666	1 666
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období +/-	3 276	2 485	4 091	1 663	335	552
B.	Cizí zdroje	1 950	1 678	1 692	2 435	1 544	1 560
B.II.	Dlouhodobé závazky	0	0	10	1 008	511	11
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	1 000	500	0
10.	Odložený daňový závazek	0	0	10	8	11	11
B.III.	Krátkodobé závazky	1 950	1 678	1 682	1 427	1 033	1 549
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	943	619	539	523	297	593
5.	Závazky k zaměstnancům	468	472	477	445	373	396
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	256	267	274	248	207	222
7.	Stát - daňové závazky a dotace	275	313	362	202	124	338
9.	Vydané dluhopisy	7	0	0	0	0	0
10.	Dohadné účty pasivní	1	4	27	6	19	0
11.	Jiné závazky	0	3	3	3	13	0

Zdroj: Účetní závěrky společnosti KBS za roky 2009 – 2013, účetní výkazy k 30.9.2014

Nejvýznamnějším zdrojem financování činnosti společnosti je základní kapitál.

1.3.1.4 Vývoj hospodaření

Hlavní položky výkazu zisku a ztráty oceňované společnosti za roky 2009 až 2013 a za období od 1.1.2014 do 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

	tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
I.	Tržby za prodej zboží	3 591	3 192	3 176	2 952	2 927	1 467
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	2 805	2 179	2 146	2 012	1 926	1 512
+	Obchodní marže	786	1 013	1 030	940	1 001	-45
II.	Výkony	21 673	19 430	22 280	17 617	15 114	11 919
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	21 673	19 430	22 280	17 617	15 114	11 919
B.	Výkonová spotřeba	7 079	6 204	7 370	6 342	6 054	4 480
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	5 364	5 184	6 439	5 357	5 059	3 803
B. 2.	Služby	1 715	1 020	931	985	995	677
+	Přidaná hodnota	15 380	14 239	15 940	12 215	10 061	7 394
C.	Osobní náklady	8 341	7 914	8 726	8 258	7 987	5 928
C. 1.	Mzdové náklady	6 264	5 935	6 496	6 155	5 870	4 350
C. 3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	1 992	1 900	2 144	2 016	1 928	1 425
C. 4.	Sociální náklady	85	79	86	87	189	153

	tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
D.	Daně a poplatky	304	278	295	294	305	156
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	2 493	2 795	1 732	1 440	1367	585
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	187	120	29	5	110	6
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	185	120	29	0	110	0
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	2	0	0	5	0	6
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-33	14	25	-23	-11	-8
IV.	Ostatní provozní výnosy	0	0	0	7	13	9
H.	Ostatní provozní náklady	411	271	246	221	102	75
*	Provozní výsledek hospodaření	4 051	3 087	4 945	2 037	434	673
X.	Výnosové úroky	51	14	64	51	3	0
O	Ostatní finanční náklady	13	13	20	30	21	14
*	Finanční výsledek hospodaření	38	1	44	21	-18	9
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	813	603	965	395	81	130
Q. 1.	- splatná	819	603	955	396	78	130
2.	- odložená	-6	0	10	-1	3	0
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	3 276	2 485	4 024	1 663	335	552
XIII.	Mimořádné výnosy	0	0	67	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	67	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	3 276	2 485	4 091	1 663	335	552
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	4 089	3 088	5 056	2 058	416	682

Zdroj: Účetní závěrky společnosti KBS za roky 2009 – 2013, účetní výkazy k 30.9.2014

1.3.2 Účetní výkazy – vertikální a horizontální analýza

Vertikální analýzou se hodnotí podíl jednotlivých položek na vybrané vztahové veličině – u položek aktiv a pasiv se jedná o bilanční sumu a u položek výkazu zisku a ztráty byla zvolena za vztahovou veličinu položka Tržby za prodej zboží + Výkony.

Horizontální analýza vyjadřuje meziroční tempa růstu/poklesu jednotlivých položek účetních výkazů procentním vyjádřením.

Horizontální analýza účetních výkazů mezi obdobími končícím 30. 9. 2014 a předchozím rokem není u většiny položek vypovídající vzhledem k poměřování zůstatků jednotlivých položek rozvahy k různým datům (30. 9. oproti 31.12.). Tokové veličiny výkazu zisku a ztráty a poměrové ukazatele poměřující tokové a stavové ukazatele (např. ukazatele rentability aktiv, vlastního kapitálu atd.) jsou taktéž

nesrovnatelné z důvodu kratší délky období (9 měsíců oproti 12 měsícům), než je standardní fiskální rok.

Horizontální analýza účetních výkazů mezi obdobími končícím 30. 9. 2014 a předchozím rokem není u většiny položek vypovídající vzhledem k poměřování zůstatků jednotlivých položek rozvahy k různým datům (30.9. oproti 31.12.). Tokové veličiny výkazu zisku a ztráty a poměrové ukazatele poměřující tokové a stavové ukazatele (např. ukazatele rentability aktiv, vlastního kapitálu atd.) jsou taktéž nesrovnatelné z důvodu kratší délky období (9 měsíců oproti 12 měsícům), než je standardní fiskální rok.

1.3.2.1 Horizontální analýza účetních výkazů

Z horizontální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- od roku 2011 se snižovala celková aktiva a klesla o více než 25 %,
- v roce 2012 se výrazně snížil krátkodobý finanční majetek, který částečně financoval dlouhodobý hmotný majetek,
- v roce 2012 výrazně narostly pohledávky z obchodních vztahů, které postupně klesají,
- provozní výsledek hospodaření klesl o 90 % v roce 2013 oproti vrcholu v roce 2011, kdy provozní výsledek byl mimořádně vysoký v důsledku zvýšené těžby surovin, jejíž dopravu společnost zajišťuje. Za rok 2014 se zdá, že by se provozní výsledek mohl zdvojnásobit oproti předchozímu roku.

1.3.2.2 Vertikální analýza účetních výkazů

Z vertikální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- nejvýznamnější podíl na celkových aktivech mají krátkodobé pohledávky a dlouhodobý hmotný majetek, které v součtu tvoří 83 % z celkových aktiv,
- základní kapitál jako podíl z celkových pasiv od roku 2010 každoročně roste a aktuálně tvoří 65 % pasiv,
- přidaná hodnota od roku 2010 do roku 2013 klesla z 63 % na 56 %, což při nižších výkonech a nižší přidané hodnotě vedlo k zhoršení ekonomické efektivity společnosti.

1.3.3 Poměrové ukazatele

1.3.3.1 Ukazatele rentability

Rentabilita (výnosnost)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
-------------------------	------	------	------	------	------	-----------

Rentabilita (výnosnost)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
ROA - Rentabilita celkových aktiv	22,06%	14,57%	22,49%	10,26%	2,54%	-
Rentabilita tržeb ze Z s úroky	12,97%	10,98%	15,81%	8,08%	1,86%	4,12%
Obrat celkových aktiv	1,70	1,33	1,42	1,27	1,37	-
ROE - Rentabilita vlastního kapitálu	25,40%	16,15%	24,84%	12,08%	2,88%	-
Rentabilita tržeb	12,97%	10,98%	15,81%	8,08%	1,86%	4,12%
Finanční páka	1,15	1,11	1,10	1,18	1,13	1,16
Obrat aktiv	1,70	1,33	1,42	1,27	1,37	-

Oceňovaná společnost na začátku sledovaného období dosahovala vysokých hodnot rentabilit, jak celkových aktiv, tak vlastního kapitálu. Ale v posledních dvou letech se rentabilita aktiv a vlastního kapitálu výrazně snížila a dosahuje méně než 3 %. Na snížení rentability měly vliv nižší výkony a horší hospodaření společnosti.

Marže	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
EBIT marže	15,16%	13,18%	19,41%	9,77%	1,73%	4,92%
EBITDA marže	25,03%	25,53%	26,21%	16,77%	9,31%	9,29%

Výše EBIT i EBITDA marží se výrazně snížila oproti minulosti, rok 2014 naznačuje určitý růst.

1.3.4 Ukazatele likvidity

Likvidita (platební schopnost)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Pracovní kapitál (tis. Kč)	8 139	10 206	12 366	8 187	6 569	7 108
Pracovní kapitál na aktiva	54,82%	59,82%	69,12%	50,51%	49,89%	51,70%
Běžná likvidita	5,17	7,08	8,35	6,74	7,36	5,59
Pohotová likvidita	4,70	6,63	7,79	6,21	6,77	5,59
Peněžní likvidita	2,345	4,069	6,256	1,344	0,955	3,159

Oceňovaná společnost po celé sledované období dosahovala dostatečných a stabilních hodnot ukazatelů likvidity, což znamená, že společnost nemá problém s hrazením svých krátkodobých závazků. Vysoké hodnoty ukazatelů likvidity jsou pozitivním faktem, ale na druhou stranu snižují ukazatele rentability.

1.3.5 Ukazatele aktivity

Aktivita (ve dnech)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
---------------------	------	------	------	------	------	-----------

Aktivita (ve dnech)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Doba obratu aktiv	214,52	275,27	256,52	287,63	266,37	-
Doba obratu zásob	13,31	12,21	13,44	13,47	12,36	-
Doba inkasa krátkodobých pohledávek	66,39	69,36	37,12	123,10	121,47	-
Doba splatnosti krátkodobých závazků	28,17	27,07	24,12	25,32	20,90	-
obchodní přebytek / deficit	-38,21	-42,29	-13,00	-97,78	-100,57	-

Oceňovaná společnost dosahovala v minulosti obchodního deficitu, který byl nejnižší v roce 2011. Obchodní deficit výrazně vzrostl v roce 2012 a 2013, což bylo z důvodu zhoršení vymáhání krátkodobých pohledávek. Bylo by žádoucí tento obchodní deficit snížit, ale jelikož společnost drží vysokou hodnotu krátkodobého finančního majetku, nedostává se kvůli delší době inkasa krátkodobých pohledávek do problému s hrazením krátkodobých závazků.

1.3.6 Ukazatele zadluženosti

Zadluženost rovnováha)	(dlouhodobá finanční	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Debt ratio I. - ukazatel věřitelského rizika		13,13%	9,84%	9,46%	15,02%	11,73%	11,35%

Oceňovaná společnost má stabilně nízkou hodnotu zadlužení a má tedy nízké věřitelské riziko.

1.3.7 Závěr

Závěrem finanční analýzy, která hodnotí historický vývoj společnosti KBS lze říci, že finanční zdraví a stabilita oceňované společnosti se v posledních dvou letech zhoršila. I když se hlavní ukazatele hodnotící finanční stav společnosti zhoršily, celkově společnost zůstává zisková a rok 2014 se zdá být úspěšnější než rok 2013. Tato skutečnost umožňuje z hlediska finanční analýzy použít pro ocenění společnosti KBS výnosovou metodu.

1.4 Předpoklad going-concern

S ohledem na závěry provedené strategické a finanční analýzy společnosti je podle našeho názoru splněn předpoklad going-concern, tj. předpoklad trvání podniku v dlouhodobém horizontu. Podle uvedených zjištění není budoucí existence společnosti z dnešního pohledu nijak významně ohrožena.

Tato skutečnost umožňuje použít pro ocenění společnosti KBS výnosovou metodu.

2 Použitá metoda ocenění

Ocenění čistého obchodního majetku společnosti KBS bylo provedeno paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů.

Základem ocenění paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení. Jedná se o dlouhodobě udržitelný výsledek hospodaření z hlavní podnikatelské činnosti, který je možné z podniku odčerpat, aniž by docházelo k narušení majetkové podstaty společnosti.

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky (trvale odnímatelné výnosy) se přepočtou na cenovou hladinu k datu ocenění. Současný výnosový potenciál je pak odvozen z váženého průměru minulých výsledků hospodaření (za celé období let 2009 až 2013) s tím, že poslední roky mají obecně větší váhu než roky předchozí. Navíc většinou dochází k eliminaci extrémních hodnot.

Hodnota podniku, resp. akcií se následně stanoví pomocí vzorce pro věčnou rentu, kdy trvale odnímatelný čistý výnos je dělen kalkulovanou úrokovou mírou. Poté se přičte hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění.

V souladu s výše uvedeným je možné konstatovat, že jsou splněny základní premisy použitelnosti metody kapitalizovaných čistých výnosů protože:

- z dlouhodobého hlediska není ohrožena existence podniku,
- podnik bude v budoucnu dosahovat minimálně trvalý čistý výnos k rozdělení, na kterém je ocenění založeno.

Jak uvádí Mařík (2011, strana 272) ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů se vyznačuje těmito rysy:

- základem ocenění je výnosový potenciál,
- budoucí růstové možnosti nejsou zpravidla brány v úvahu,
- předpokládáme, že dosavadní potenciál bude možno udržet investicemi ve výši odpisů,
- současný výnosový potenciál je vyvozován z úrovně výnosů v posledním roce před datem ocenění. Protože tento výnos nemusí být reprezentativní, snažíme se jej objektivizovat tak, že zkoumáme výnosy k rozdělení za posledních 3 – 5 let.

Na základě výše uvedených bodů považujeme v případě ocenění společnosti metodu kapitalizovaných čistých výnosů za odpovídající.

3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV)

3.1 Trvale odnímatelný čistý výnos

Trvale odnímatelný čistý výnos k rozdělení je základem výnosové hodnoty stanovené paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Při výpočtu trvale odnímatelného čistého výnosu se obvykle vychází z výsledku hospodaření před zdaněním zjištěného z výkazu zisků a ztrát, který se následně upravuje zejména o tyto položky:

- výnosy a náklady, které se svojí povahou váží k neprovoznímu majetku společnosti,
- úprava výnosů a nákladů tak, aby se vždy vztahovaly k tomu období, ve kterém vznikly,
- nepravidelné či jednorázové výnosy a náklady či výnosy a náklady mimořádného charakteru,
- je třeba zohlednit změnu účetních postupů např. ve způsobu ocenění zásob při vyskladnění či při odpisové politice,
- privátní výdaje nesouvisející s činností podniku,
- připočtení fakticky nevyplacených ačkoliv implicitně realizovaných mezd,
- veškeré výše zmíněné úpravy je rovněž třeba promítnout do placených daní.

Obvyklý způsob stanovení upraveného výsledku hospodaření před odpisy je obsažen v následující tabulce:

Výsledek hospodaření před zdaněním
(+) Odpisy
(-) Výnosy plynoucí z provozně nepotřebného majetku
(+) Náklady plynoucí z provozně nepotřebného majetku
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku
(+) Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku
(-) Mimořádné výnosy
(+) Mimořádné náklady
Upravený výsledek hospodaření před odpisy

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky se přepočtou na cenovou hladinu k datu ocenění. Současný výnosový potenciál je pak odvozen z váženého průměru upravených minulých výsledků hospodaření s tím, že výsledky hospodaření pozdějších období mají zpravidla větší váhu než výsledky let předcházejících. Navíc se provádí eliminace extrémních hodnot.

Pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu společnosti KBS byly použity údaje z účetních výkazů za roky 2009 – 2013. Znalecký ústav přihlédl také k části roku 2014, u kterého lze vidět zvýšení EBITDA marže a zlepšení dalších finančních ukazatelů oproti předchozímu roku¹.

Výpočet upraveného výsledku hospodaření je obsažen v následující tabulce (tis. Kč).

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	Součet
Výsledek hospodaření před zdaněním	4 089	3 088	5 056	2 058	416	
(+) Odpisy	2 493	2 795	1 732	1 440	1 367	
(-) Finanční výnosy	-51	-14	-64	-51	-3	
(+) Finanční náklady mimo úroky	13	13	20	30	21	
(-) Tržby z prodeje dlouh.majetku	-187	-120	-29	-5	-110	
(+) Zůst.cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	
(-) Mimořádné výnosy	0	0	-67	0	0	
(+) Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy	6 357	5 762	6 648	3 472	1 691	
Míra inflace (%)	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	
<i>Cenový index řetězový</i>	<i>1,01</i>	<i>1,015</i>	<i>1,019</i>	<i>1,033</i>	<i>1,014</i>	
<i>Cenový index bazický vztažený k poslednímu roku</i>	<i>0,923</i>	<i>0,937</i>	<i>0,955</i>	<i>0,986</i>	<i>1,000</i>	
UVH upravený o inflaci	6 887	6 150	6 964	3 521	1 691	
Váhy	0	0	1	1	3	5
UVH upravený o inflaci x váhy	0	0	6 964	3 521	5 073	15 557

* údaje o míře inflace v ČR vycházejí z Makroekonomické predikce MF z července 2014 (uzávěrka datových zdrojů byla k 4.7.2014)

Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu je uveden v následující tabulce:

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	3 111
Odpisy z reprodukčních cen	1 367
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	1 744
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	1 744
Daňová sazba k datu ocenění	19%
Daň	331
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	1 413

¹ Znalecký ústav měl k dispozici i účetní výkazy k 30.9.2014 a přihlédl k nim při stanovení TOČV.

Dle názoru Znaleckého ústavu investice na úrovni odpisů dosažených v roce 2013 postačují dlouhodobě na udržení substance podniku a dosahování trvale odnímatelného čistého výnosu.

3.2 Kalkulovaná úroková míra - model oceňování kapitálových aktiv

Kalkulovaná úroková míra je při aplikaci paušální metody KČV odhadována na úrovni nákladů vlastního kapitálu, protože se při výpočtu hodnoty pracuje s čistými výnosy pro vlastníky a výsledkem ocenění tak je přímo hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti. Je-li pak cílem ocenění tržní hodnota, mělo by se dle odborné literatury a mezinárodních oceňovacích standardů při jejím stanovení vycházet primárně z tržních dat. V praxi se proto v souladu s odbornou literaturou stanovuje kalkulovaná úroková míra zejména pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM).

Model oceňování kapitálových aktiv je nejrozšířenějším způsobem stanovení nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích, a postupně se prosazuje i v německy mluvících zemích. Modifikace CAPM vychází z následující rovnice:

$$n_{VK} = r_f + \beta \times RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3,$$

kde

n_{VK} = odhad nákladů vlastního kapitálu,

r_f = aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA,

β = odvětvové β přenesené z USA a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku,

RPT = riziková premie kapitálového trhu USA,

RPZ = riziková premie země – Česká republika,

R_1 = přírážka pro malé společnosti,

R_2 = přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností, které se vyznačují vysokým podílem tržní a účetní hodnoty vlastního kapitálu,

R_3 = přírážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů.

Jako bezriziková úroková míra byla pro celé uvažované období plánu použita aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA US Treasury Bonds 10yr (T.Bonds), která k 30.9.2014, činila 2,52 % p.a.

V souladu s odbornou literaturou ([6] Mařík, M. a kol., str. 221-2) se při zjišťování rizikové prémie kapitálového trhu USA vychází ze dvou základních veličin – průměrné výnosnosti kapitálového trhu USA a bezrizikové úrokové míry. Pro výpočet rizikové prémie kapitálového trhu se pak doporučuje použít data za co nejdelší období. Proto jsou aplikovány údaje za roky 1928 až 2013 (průměrné výnosnosti jsou kalkulovány na úrovni geometrického průměru).

- Průměrná výnosnost kapitálového trhu USA – výnosnost akciového trhu USA v období 1928 až 2013 spočtená geometrickým průměrem činí 9,55 % p.a (www.damodaran.com);
- Bezriziková úroková míra – výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA T.Bonds za období 1928 až 2013 spočtená geometrickým průměrem činí 4,93 % p.a. (www.damodaran.com);
- Výše popsáním způsobem byla stanovena riziková prémie kapitálového trhu USA na 4,62 % p.a. Uvedené údaje byly získány ze serveru www.damodaran.com.

Koeficient beta (β) vyjadřuje úroveň rizikovosti jednotlivého cenného papíru (akcie), a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Je-li $\beta = 1$, je riziko (v důsledku toho i prémie za riziko dané akcie – tj. vlastního kapitálu podniku) na úrovni průměru kapitálového trhu jako celku. Pokud platí, že $\beta > 1$, pak je výnosová přírážka větší než průměrná prémie za riziko na kapitálovém trhu a naopak. Riziko je v daném případě chápáno jako směrodatná odchylka výnosnosti daného cenného papíru od jeho průměrné výnosnosti.

Pro výpočet koeficientu β byla použita tzv. metoda analogie (odvozením od β podobných podniků, které jsou obchodovány na akciových trzích). Obvykle se koeficient β odhaduje z průměru za podobné podniky, které jsou obchodovány na akciových trzích v USA. Koeficient β (nezadlužený), který vstupuje do výpočtu CAPM byl z těchto důvodů stanoven na úrovni průměrného β (nezadlužený) pro odvětví „Trucking“ ve výši 0,77 pro podniky z USA (zdroj: www.damodaran.com). Vybrané odvětví dle názoru Znaleckého ústavu nejvíce odpovídá podnikatelské činnosti společnosti KBS.

Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost nevyužívá k datu ocenění dluhového financování, není třeba koeficient β (nezadlužený) přepočítat na koeficient β (zadlužený), který bude zohledňovat toto dodatečné riziko.

Výše rizikové prémie země byla získána z již použitého zdroje www.damodaran.com. Při jejím stanovení se vychází z ratingu konkrétní země (Česká republika dosáhla u agentury Moody's hodnocení A1). Riziko selhání země tak pro Českou republiku činí 1,05 %. Tato hodnota v sobě již zahrnuje rozdíl volatility akciového trhu a volatility trhu vládních dluhopisů (blíže viz www.damodaran.com – Estimating Country Risk Premiums).

Jelikož je kalkulovaná úroková míra počítána z pohledu českého investora, měla by být dále korigována o rozdíl v dlouhodobé prognózované inflaci mezi Českou republikou a USA. Metoda KČV je ovšem založena na výpočtu věčné renty, a proto by i diskontní míra (kalkulovaná úroková míra) měla mít velmi dlouhodobý charakter. Jelikož se v dlouhém a velmi dlouhém období dá očekávat

postupná konvergence vývoje inflace ČR a USA, nebude kalkulovaná úroková míra o tento vliv upravována.

Model CAPM vychází z dat o společnostech obchodovaných na kapitálových trzích. Tyto společnosti jsou obvykle střední a větší velikosti. Velké obchodní závody jsou přitom investory vnímány jako méně rizikové než obchodní závody malé. Ekonomická teorie tento závěr potvrzuje s tím, že důsledkem této situace je také to, že investoři do menších obchodních závodů požadují za vyšší podstoupené riziko také vyšší výnosnost investovaného kapitálu. Tuto úroveň nákladů vlastního kapitálu v případě menších společností však základní model CAPM nezachycuje. Výše uvedené argumenty tedy nutně vedou k tomu, aby v nákladech vlastního kapitálu zjištěných pomocí základního modelu CAPM byla zohledněna opodstatněná přírážka za podstoupení rizika investice do menšího obchodního závodu. V námi využitém modifikovaném modelu CAPM je tato přírážka označena jako R1. Zdrojem pro tuto přírážku byla publikace IBBOTSON², kde jsou uvedeny statistiky společností na amerických kapitálových trzích, rozdělených do deseti decilů podle tržní kapitalizace. Z uvedených tržních statistik je pro každý decil dopočtena riziková premie, kterou lze přiřadit vlivu velikosti obchodního závodu. Pro účely tohoto posudku byla s ohledem na velikost Oceňované společnosti vybrána přírážka firem v 10. decilu.

V souladu s výše uvedenou metodikou modifikované rovnice CAPM byly dále při výpočtu kalkulované úrokové míry aplikovány následující přírážky:

- za menší společnost ve výši 6,01%,
- za riziko spojené se závislostí na jednom odběrateli ve výši 1 %.

Uvedené přírážky slouží mj. k zachycení specifického rizika konkrétní společnosti, které jinak model CAPM ve své původní podobě nezohledňuje.

Výpočet kalkulované úrokové míry je shrnut v následující tabulce:

Položky	30.9.2014
Bezriziková sazba	2,52%
Riziková premie	4,62%
Beta nezadlužená	0,77
Výsledná struktura CK/VK (v tržní hodnotě)	0,00
Beta zadlužená	0,77
Riziková premie země	1,05%
Rozdíl v inflaci	0,00%
Specifické přírážky	7,01%

² IBBOTSON. Market Results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1926-2013, Yearbook. Chicago : Morningstar, 2014

Položky	30.9.2014
Náklady vlastního kapitálu	14,14%

U paušální metody je třeba dále kalkulovanou úrokovou míru očistit o inflaci, která je již obsažena ve výnosnosti státních dluhopisů, a tím spočítat reálnou bezrizikovou výnosovou míru (resp. reálnou kalkulovanou úrokovou míru). Důvodem je skutečnost, že paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů počítá s TOČV ve stálých cenách. Výše dlouhodobé očekávané inflace byla stanovena s ohledem na dlouhodobé inflační cíle České národní banky. V dlouhodobém horizontu stanovila ČNB následující inflační cíl:

- Inflační cíl v celkové inflaci ve výši 2 %, který je platný od ledna 2010 do přistoupení ČR k eurozóně. ČNB bude stejně jako doposud usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany.

ČNB ve svých čtvrtletně zveřejňovaných zprávách o inflaci prognózuje celkovou inflaci, která odpovídá ve sledovaném horizontu s definovanou mírou spolehlivosti stanoveným inflačním cílům.

Vzhledem k tomu, že výnosové ocenění paušální metodou KČV je založeno na předpokladu nekonečného trvání podniku, výše dlouhodobé očekávané inflace byla stanovena dle dlouhodobého inflačního cíle ČNB platného od roku 2010 do přistoupení ČR k eurozóně ve výši 2 %.

V následujícím kroku bude proveden výpočet reálné kalkulované úrokové míry (neboli kalkulované úrokové míry bez vlivu inflace).

Nominální kalkulovaná úroková míra (včetně inflace)	14,14%
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,00%
Kalkulovaná úroková míra (n_{VK} bez inflace)	12,14%

3.3 Stanovení hodnoty oceňovaného podniku

Hodnota podniku (obchodního jmění) se při použití paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů stanoví pomocí vzorce pro věčnou rentu:

$$H_n = TOČV / i_k$$

Kde:

- H_n = hodnota podniku netto,
 $TOČV$ = trvale odnímatelný čistý výnos,
 i_k = kalkulovaná úroková míra.

Po dosazení číselných hodnot:

$$H_n = 1\,413 / 0,1214$$

K datu ocenění činí po zaokrouhlení na celé tisíce obchodní jmění společnosti KBS na úrovni provozně nutného investovaného kapitálu 11 642 tis. Kč.

3.4 Ocenění neprovozního majetku

Provozně nepotřebný majetek se oceňuje samostatně a následně se přičítá k hodnotě netto podniku.

Znalecký ústav neidentifikoval v případě společnosti KBS žádný provozně nepotřebný majetek.

3.5 Výsledná hodnota stanovená paušální metodou KČV

Výnosová hodnota provozní	11 642
Neprovozní majetek k datu ocenění	0
Hodnota ČOM podle KČV	11 642

HODNOTA ČISTÉHO OBCHODNÍHO MAJETKU SPOLEČNOSTI KBS STANOVENÁ PAUŠÁLNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ

činí ke dni ocenění a po zaokrouhlení

11 642 000 Kč.

Příloha č. 5

Ocenění společnosti CIDEMAT

(19 stran)

1 Ocenění čistého obchodního majetku společnosti CIDEMAT

1.1 Identifikační údaje společnosti CIDEMAT

Obchodní firma	CIDEMAT Hranice, s.r.o.
Sídlo	Hranice - Hranice I - Město, Skalní 1088, PSČ 753 01
Identifikační číslo	496 06 786
Právní forma	společnost s ručením omezeným
Rejstříkový soud	Krajský soud v Ostravě
Oddíl – vložka	oddíl C, vložka 11957
Den zápisu do obchodního rejstříku	30. března 1994
Základní kapitál	200 000 Kč
Statutární orgán – jednatelé	Ing. Roman Vývoda, dat. nar. 27. února 1967
	Ing. Radoslav Bendík, dat. nar. 28. listopadu 1968
	Ing. Radek Hlavinka, dat. nar. 15. září 1962

Jediným společníkem společnosti CIDEMAT je společnost CIDEM.

Společnost CIDEMAT byla založena v roce 1994 zakladatelskou smlouvou. Zapsána do obchodního rejstříku byla 30.3.1994. Na základě rozhodnutí společníka CIDEM a na základě smlouvy o fúzi sloučením byla v roce 2002 se společností CIDEMAT sloučena společnost SAVIS, s.r.o.

Podle výpisu z obchodního rejstříku byly k datu ocenění předmětem podnikání společnosti následující činnosti:

- výroba stavebních hmot a stavebních výrobků,
- přípravné práce pro stavby,
- truhlářství,
- realitní činnost,
- velkoobchod,
- specializovaný maloobchod,
- silniční motorová doprava nákladní,
- podnikání v oblasti nakládání s odpady,
- podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady,
- rozvod elektřiny,

- výroba chemických látek a chemických přípravků.

Společnost CIDEMAT patří mezi největší výrobce teracové dlažby v České republice. Významný podíl jejího výrobního programu představuje výroba betonové dlažby a kompletačních materiálů v podobě soklitových pásků, parapetních desek a schodišť. K těmto výrobkům poskytuje společnost kompletní poprodejní servis včetně odborné pokládky, spárování a impregnace dlažby.

1.2 Strategická analýza CIDEMAT

Strategická analýza je klíčovou oblastí procesu oceňování. Primárními cíly strategické analýzy je vymezit výnosový potenciál oceňovaného podniku, pokud možno jak kvalitativně, tak kvantitativně a utvořit základní představu o splnění principu neomezené doby trvání podniku (going concern).

V případě ocenění společnosti CIDEMAT bude strategická analýza sloužit primárně k ověření splnění principu neomezené doby trvání podniku (going concern). Vzhledem ke zvolené metodě ocenění (blíže viz Kapitola 2) není potřebné, aby Znalecký ústav odhadoval budoucí tržby ani tržní podíl.

1.2.1 Analýza vnějšího potenciálu

V rámci analýzy vnějšího potenciálu bude vymezen relevantní trh (odvětví), na kterém oceňovaný podnik operuje.

Hlavní činností společnosti je výroba teracové dlažby. Významný podíl jejího výrobního programu představuje výroba betonové dlažby a kompletačních materiálů v podobě soklitových pásků, parapetních desek a schodišť. Společnost působí na území ČR a EU (vývoz do Německa, Holandska, Polska a na Slovensko). Na základě těchto skutečností oceňovanou společnost řadíme podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE do třídy 23.61 Výroba betonových výrobků pro stavební účely.

Odvětví Výroba betonových výrobků pro stavební účely je závislé na vývoji celého odvětví stavebnictví. Analýza stavebnictví byla již provedena v rámci analýzy vnějšího potenciálu společnosti CIDEMAT, proto zde uvedeme pouze závěr této analýzy. Ředitelé stavebních společností očekávají, že trend z první poloviny roku 2014 bude pokračovat a sektor celoročně poroste o 3,4 %. O něco vyšší růst očekávají i v roce 2015, kdy by růst měl dosáhnout 2,9 %. Během začátku roku 2014 vzrostl počet i finanční objem stavebních zakázek realizovaných i poptávaných veřejnými investory. Ředitelé potvrzují stabilizaci českého stavebnictví v roce 2014 a věří ve velice mírný růst v dalších letech. Je zde ovšem celkem silný tlak na marže, což je způsobeno přebytkem stavebních kapacit nad

poptávkou až o 28 %.¹ Zmíněná predikce platí i pro odvětví výroby betonových výrobků pro účely stavebnictví, jelikož toto odvětví je přímo vázané na vývoj stavebnictví.

1.2.2 Analýza vnitřního potenciálu

V rámci analýzy vnitřního potenciálu je zkoumán relevantní trh, konkurence a postavení společnosti na relevantním trhu.

1.2.2.1 Postavení společnosti na relevantním trhu

Oceňovaná společnost CIDEMAT patří mezi největší výrobce teracové dlažby v České republice. Významný podíl jejího výrobního programu představuje výroba betonové dlažby a kompletačních materiálů v podobě soklitových pásků, parapetních desek a schodišť. K těmto výrobkům poskytuje společnost kompletní poprodejní servis včetně odborné pokládky, spárování a impregnace dlažby. Detailní struktura tržeb společnosti je znázorněna níže.

Činnost	Tržby v tis. Kč 2013					
	Tuzemsko	% z tržeb	Zahraničí	% z tržeb	Celkem	% z tržeb
Správa	2 113	7,81%			2 113	4,22%
Teracová dlažba	15 553	57,51%	18 840	81,85%	34 393	68,70%
Teraco schody	1 603	5,93%	955	4,15%	2 558	5,11%
Expedice	4 577	16,92%	180	0,78%	4 757	9,50%
Stolárna	633	2,34%	3 042	13,22%	3 675	7,34%
Energo	2 300	8,50%			2 300	4,59%
Nájemné	166	0,61%			166	0,33%
Akcie	99	0,37%			99	0,20%
Celkem	27 044		23 017		50 061	

Zdroj: informace od Zadavatele

Z tabulky je zřejmý rozhodující podíl tržeb za prodej teracové dlažky, jejíž podíl činil v roce 2013 přes 68 % na celkových tržbách.

Struktura zákazníků je různorodá, poněvadž teracová dlažba nalezne uplatnění v obchodních provozech, školách, průchodech, nebytových, ale i reprezentativních prostorech; optimálně slouží v průmyslových provozech, kde dokáže díky svým vlastnostem splnit nejdůležitější požadavky, které jsou na tyto plochy kladeny. Nízká nasákavost, mrazuvzdornost a pevnost v ohybu dávají základní

¹ Zdroj: Kvartální analýza českého stavitelství 2Q/2014 – www.studiestavebnictvi.cz

předpoklady pro snadnou udržitelnost v těchto provozech i při vysokém namáhání. Houževnatost daná použitým materiálem a výrobní technologií umožňuje použití teracové dlažby v prostorách velmi namáhaných např. pohybem vysokozdvížných vozíků. Společnost není orientována na klíčového odběratele, jehož absence by mohla vyvolat propad v tržbách.

1.2.2.2 Konkurence

V následujících bodech je uvedeno srovnání společnosti a jejích konkurentů:

CIDEMAT

- Společnost vyrábí již od roku 1992 ve svém závodě v městě Hranice,
- Tržby v roce 2013 byly ve výši 45 014 tis. Kč,
- Celková výše aktiv k 31.12.2013 činila 50 636 tis. Kč.

TopTeramo s.r.o.

- Společnost vyrábí v obci Vápenná nedaleko města Jeseník již od roku 1969,
- Tržby v roce 2013 byly ve výši 82 972 tis. Kč,
- Celková výše aktiv k 31.12.2013 činila 74 444 tis. Kč.

TERASO Horažďovice, s.r.o.

- Původní společnost vyrábí v obci Horažďovice již od roku 1966,
- Tržby v roce 2013 byly ve výši 25 312 tis. Kč,
- Celková výše aktiv k 31.12.2013 činila 53 634 tis. Kč.

TERACO WECH, a.s.

- Společnost se od roku 1948 zabývá hlavně výrobou teracové dlažby,
- Tržby v roce 2013 byly ve výši 8 663 tis. Kč,
- Celková výše aktiv k 31.12.2013 činila 10 098 tis. Kč.

Společnost CIDEMAT je ve srovnání s konkurencí podle tržního podílu na druhém místě a vzhledem k jejímu postavení na trhu (menší až střední společnost) a k faktu, že neprodukuje příliš unikátní produkt, nelze usuzovat o významném zisku tržního podílu na trhu na úkor konkurence. Na druhou stranu společnosti CIDEMAT v minulosti klesly razantně tržby a stávající úroveň se zdá být udržitelná.

1.2.3 Závěr

Podle analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu oceňované společnosti nehrozí nesplnění principu nekonečného trvání podniku (going concern), což potvrzují zejména kladné provozní výsledky

hospodaření, kterých je společnost schopna dosahovat i přes negativní vývoj trhu, který byl nastartován hospodářskou krizí v roce 2008. I když výkony společnosti poklesly v posledních letech, společnost má stále pevné postavení na trhu.

Tato skutečnost umožňuje z hlediska strategické analýzy použít pro ocenění společnosti CIDEMAT výnosovou metodu.

1.3 Analýza finančního zdraví společnosti (finanční analýza)

1.3.1 Účetní výkazy – přehled

1.3.1.1 Účetní závěrky za roky 2009 až 2013, účetní výkazy za období od 1.1.2014 do 30.9.2014

Účetní závěrky společnosti CIDEMAT za roky 2009 až 2013 byly ověřeny auditorskou společností FINAUDIT, s.r.o. Ve všech případech byl vydán výrok bez výhrad. Za období od 1.1.2014 do 30.9.2014 zaslala společnost CIDEMAT Znaleckému ústavu účetní výkazy, které nebyly ověřeny auditorem.

1.3.1.2 Přehled majetku

Přehled hlavních položek majetku společnosti v letech 2009 až 2013 a k 30. 9. 2014 zachycuje následující tabulka.

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
AKTIVA CELKEM	64 591	60 451	59 676	54 295	50 636	53 685
B. Dlouhodobý majetek	34 883	32 385	30 123	28 573	26 836	25 677
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	26 382	23 884	21 622	20 073	18 336	17 177
1. Pozemky	4 102	4 102	4 102	4 102	4 102	4 102
2. Stavby	20 543	18 592	16 642	14 884	12 961	11 525
3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1 737	1 190	423	1 087	1 273	1 541
7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	455	0	0	9
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	8 501	8 501	8 501	8 500	8 500	8 500
3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	8 501	8 501	8 501	8 500	8 500	8 500
C. Oběžná aktiva	29 623	27 990	29 484	25 615	23 699	27 844
C.I. Zásoby	7 786	6 833	9 361	10 551	10 167	9 786
1. Materiál	5 163	4 372	4 999	5 339	5 487	4 730
3. Výrobky	2 608	2 448	4 328	5 065	4 637	4 905
5. Zboží	15	13	34	147	43	47
C.II. Dlouhodobé pohledávky	833	1 054	1 347	1 560	1 507	1 269

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
1. Pohledávky z obchodních vztahů	833	1 054	1 347	1 560	1 507	1 269
C.III. Krátkodobé pohledávky	8 776	15 569	16 599	10 178	6 215	12 503
1. Pohledávky z obchodních vztahů	7 374	13 898	16 133	8 371	5 003	10 235
6. Stát - daňové pohledávky	912	926	0	401	1 163	2 115
7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	236	675	393	86	48	154
8. Dohadné účty aktivní	184	0	3	827	1	0
9. Jiné pohledávky	70	70	70	493	0	0
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	12 228	4 534	2 177	3 326	5 810	4 286
1. Peníze	71	99	79	85	84	168
2. Účty v bankách	12 157	4 435	2 098	3 241	5 726	4 119
D.I. Časové rozlišení	85	76	69	107	101	164
1. Náklady příštích období	85	76	69	107	101	164

Zdroj: Účetní závěrky společnosti CIDEMAT za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1. do 30. 9. 2014

Nejvýznamnější položku aktiv tvoří dlouhodobý majetek, zejména stavby a dále oběžná aktiva, z nichž nejvýznamnější jsou krátkodobé pohledávky.

Dlouhodobý finanční majetek představuje 5,6% podíl na mateřské společnosti CIDEM.

1.3.1.3 Zdroje financování majetku

Přehled zdrojů financování majetku společnosti v letech 2009 až 2013 a k 30. 9. 2014 zachycuje následující tabulka.

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
PASIVA CELKEM	64 591	60 451	59 676	54 295	50 636	53 685
A. Vlastní kapitál	50 710	43 553	46 578	43 268	42 661	43 813
A.I. Základní kapitál	200	200	200	200	200	200
1. Základní kapitál	200	200	200	200	200	200
A.II. Kapitálové fondy	15 679	15 679	15 679	15 679	15 679	15 679
2. Ostatní kapitálové fondy	15 679	15 679	15 679	15 679	15 679	15 679
A.III. Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	8 898	8 898	8 898	8 898	8 898	0
1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	8 898	8 898	8 898	8 898	8 898	0
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	18 556	10 933	9 777	13 301	16 491	26 782
1. Nerozdělený zisk minulých let	18 556	10 933	9 777	13 301	16 491	26 782
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období +/-	7 377	7 843	12 024	5 190	1 393	1 153
B. Cizí zdroje	13 881	16 898	13 098	11 027	7 975	9 872
B.I. Rezervy	7 010	7 238	2 132	978	0	0
1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů	7 010	6 898	1 792	978	0	0

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
4. Ostatní rezervy	0	340	340	0	0	0
B.II. Dlouhodobé závazky	2 759	2 522	2 301	1 846	1 777	1 777
10. Odložený daňový závazek	2 759	2 522	2 301	1 846	1 777	1 777
B.III. Krátkodobé závazky	4 112	7 138	8 665	8 203	6 198	8 095
1. Závazky z obchodních vztahů	1 285	4 164	3 064	5 789	4 501	6 207
5. Závazky k zaměstnancům	1 772	721	643	1 466	629	603
6. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	475	710	464	489	737	339
7. Stát - daňové závazky a dotace	279	221	2 429	280	148	928
8. Krátkodobé přijaté zálohy	0	28	0	0	0	0
10. Dohadné účty pasivní	269	1 266	2 043	148	163	0
11. Jiné závazky	32	28	22	31	20	19

Zdroj: Účetní závěrky společnosti CIDEMAT za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30. 9. 2014

Nejvýznamnějším zdrojem financování činnosti společnosti je vlastní kapitál.

1.3.1.4 Vývoj hospodaření

Hlavní položky výkazu zisku a ztráty oceňované společnosti v letech 2009 až 2013 a za období od 1.1.2014 do 30. 9. 2014 zachycuje následující tabulka.

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
I. Tržby za prodej zboží	485	1 472	579	1 507	1 488	1 615
A. Náklady vynaložené na prodané zboží	461	1 307	484	1 232	1 316	1 392
+ Obchodní marže	24	165	95	275	172	223
II. Výkony	59 617	68 320	58 141	55 150	43 526	32 314
1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	59 679	68 480	56 261	54 413	43 954	31 943
2. Změna stavu zásob vlastní činnosti	-64	-160	1 880	737	-428	372
3. Aktivace	2	0	0	0	0	0
B. Výkonová spotřeba	38 493	46 287	36 831	35 979	30 500	20 481
B. 1. Spotřeba materiálu a energie	26 745	29 361	26 509	23 632	16 859	12 267
B. 2. Služby	11 748	16 926	10 322	12 347	13 641	8 215
+ Přidaná hodnota	21 148	22 198	21 405	19 446	13 198	12 056
C. Osobní náklady	16 581	16 283	14 607	14 180	12 513	9 291
C. 1. Mzdové náklady	12 616	12 358	10 822	10 622	9 282	6 896
C. 3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	3 802	3 803	3 648	3 420	3 123	2 323
C. 4. Sociální náklady	163	122	137	138	108	72
D. Daně a poplatky	288	288	318	289	290	75
E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného	3 287	2 800	2 717	2 323	2 322	1 795

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
majetku						
III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	3 643	3 685	4 203	3 269	3 235	3 198
III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	110	55	0	33	99	0
III.2. Tržby z prodeje materiálu	3 533	3 630	4 203	3 236	3 136	3 198
F. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	1 640	1 905	1 991	1 385	1 556	1 828
F.2. Prodaný materiál	1 640	1 905	1 991	1 385	1 556	1 828
G. Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	870	564	-5 026	-1 841	-2 984	858
IV. Ostatní provozní výnosy	2 524	1 926	658	1 739	1 008	249
H. Ostatní provozní náklady	443	488	273	1 382	1 927	135
* Provozní výsledek hospodaření	4 206	5 481	11 386	6 736	1 817	1 521
VII. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	3 200	3 225	3 225	0	0	0
VII.1. Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	3 200	3 225	3 225	0	0	0
X. Výnosové úroky	20	7	4	8	7	4
XI. Ostatní finanční výnosy	86	200	212	47	797	65
O. Ostatní finanční náklady	536	1 060	625	902	733	167
* Finanční výsledek hospodaření	2 770	2 372	2 816	-847	71	-98
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	-401	10	2 178	699	495	270
Q. 1. - splatná	6	247	2 399	1 154	565	270
2. - odložená	-407	-237	-221	-455	-70	0
** Výsledek hospodaření za běžnou činnost	7 377	7 843	12 024	5 190	1 393	1 153
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	7 377	7 843	12 024	5 190	1 393	1 153
**** Výsledek hospodaření před zdaněním	6 976	7 853	14 202	5 889	1 888	1 423

Zdroj: Účetní závěrky společnosti CIDEMAT za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30. 9.2014

1.3.2 Účetní výkazy – vertikální a horizontální analýza

Vertikální analýzou se hodnotí podíl jednotlivých položek na vybrané vztahové veličině – u položek aktiv a pasiv se jedná o bilanční sumu a u položek výkazu zisku a ztráty byla zvolena za vztahovou veličinu položka Výkony a Tržby za prodej zboží.

Horizontální analýza vyjadřuje meziroční tempa růstu/poklesu jednotlivých položek účetních výkazů procentním vyjádřením.

Horizontální analýza účetních výkazů mezi obdobími končícím 30. 9. 2014 a předchozím rokem není u většiny položek vypovídající vzhledem k poměřování zůstatků jednotlivých položek rozvahy k různým datům (30.9. oproti 31.12.). Tokové veličiny výkazu zisku a ztráty a poměrové ukazatele poměřující

tokové a stavové ukazatele (např. ukazatele rentability aktiv, vlastního kapitálu atd.) jsou taktéž nesrovnatelné z důvodu kratší délky období (9 měsíců oproti 12 měsícům), než je standardní fiskální rok.

1.3.2.1 Horizontální analýza účetních výkazů

Z horizontální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- dlouhodobý majetek a oběžná aktiva každoročně klesají z důvodu útlumu provozních aktivit,
- tržby za prodej vlastních výrobků a služeb klesly od roku 2009 do roku 2013 o 35 %, podobně jako přidaná hodnota společnosti, což je způsobeno poklesem v roce 2013. Na základě informací od vedení společnosti lze očekávat v dalších letech výsledky na úrovni roku 2013.
- Výsledek hospodaření za běžnou činnost mezi roky 2012 a 2013 klesl o 73 % v důsledku poklesů výkonů a vysokých osobních nákladů,
- Společnost od roku 2012 nezískávala výnosy z podílu v ovládaných a řízených osobách, tento podíl se vztahuje k mateřské společnosti CIDEM.

1.3.2.2 Vertikální analýza účetních výkazů

Z vertikální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- největší podíl na bilanční sumě tvořil dlouhodobý majetek, zejména dlouhodobý hmotný majetek (41–63 %), jeho podíl však v čase klesá, což naznačuje i nižší úroveň investic,
- vlastní kapitál tvoří stále vyšší procento bilanční sumy (72 – 84 %), jednou z příčin je i čerpání rezervy na opravu dlouhodobého majetku v roce 2011 a tedy snížení podílu rezerv na bilanční sumě.

1.3.3 Poměrové ukazatele

1.3.3.1 Ukazatele rentability

Rentabilita (výnosnost)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
ROA - Rentabilita celkových aktiv	11,42%	12,97%	20,15%	9,56%	2,75%	-
Rentabilita tržeb ze Z s úroky	12,27%	11,24%	20,48%	9,16%	3,09%	3,40%
Obrat celkových aktiv	0,93	1,15	0,98	1,04	0,89	-
ROE - Rentabilita vlastního kapitálu	14,55%	18,01%	25,81%	12,00%	3,27%	-
Rentabilita tržeb	12,27%	11,24%	20,48%	9,16%	3,09%	3,40%

Rentabilita (výnosnost)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Finanční páka	1,27	1,39	1,28	1,25	1,19	1,23
Obrat aktiv	0,93	1,15	0,98	1,04	0,89	-

Rentabilita celkových aktiv i vlastního kapitálu od roku 2011 klesá a v roce 2013 a části roku 2014 se dostala pod 3 %, což poukazuje na nízkou efektivnost hospodaření v tomto sektoru.

Marže	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
EBIT marže	5,11%	6,11%	7,06%	5,31%	-6,32%	2,97%
EBITDA marže	10,58%	10,12%	11,69%	9,41%	-1,16%	8,26%

EBIT i EBITDA marže mají klesající tendenci od roku 2011. V roce 2013 byly dokonce negativní z důvodu nízkého provozního výsledku hospodaření a vysoké negativní změny stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti. Hlavním důvodem horší celkové situace společnosti je propad tržeb a přidané hodnoty zhruba o třetinu oproti roku 2009.

1.3.3.2 Ukazatele likvidity

Likvidita (platební schopnost)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Pracovní kapitál (tis. Kč)	24 678	19 798	19 472	15 852	15 994	18 480
Pracovní kapitál na aktiva	38,21%	32,75%	32,63%	29,20%	31,59%	34,42%
Běžná likvidita	7,00	3,77	3,25	2,93	3,58	3,28
Pohotová likvidita	5,11	2,82	2,17	1,65	1,94	2,07
Peněžní likvidita	2,974	0,635	0,251	0,405	0,937	0,529

Pracovní kapitál poklesl a vyvíjí se relativně stabilně. V porovnání s celkovou hodnotou aktiv je pracovní kapitál potřebný k provozu společnosti na úrovni cca 33 % z aktiv. Ukazatele likvidit klesly v roce 2010 a 2011 a od roku 2011 se stabilizovaly. Jejich výše je však stále dostatečná a společnost nemá problém se splácením svých závazků.

1.3.3.3 Ukazatele aktivity

Aktivita (ve dnech)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Doba obratu aktiv	392,26	316,15	370,94	349,78	410,59	-
Doba obratu zásob	47,28	35,74	58,19	67,97	82,44	-
Doba inkasa krátkodobých pohledávek	53,30	81,42	103,18	65,57	50,39	-
Doba splatnosti krátkodobých závazků	24,97	37,33	53,86	52,85	50,26	-

Aktivita (ve dnech)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
obchodní přebytek / deficit	-28,32	-44,09	-49,32	-12,72	-0,14	-

Doba obratu aktiv byla v letech 2009 – 2012 poměrně stabilní. V roce 2013 vzrostla doba obratu aktiv o 17 %, což bylo způsobeno nižšími tržbami. Doba obratu zásob se oproti roku 2010 více jak zdvojnásobila, což může být způsobeno nižším odbytem a tedy i vyšším průměrným stavem zásob během roku. Doba inkasa krátkodobých pohledávek je vyšší, než je doba splatnosti krátkodobých závazků a společnost dosahuje obchodního deficitu. V principu tyto ukazatele naznačují průměrnou splatnost dodavatelských a odběratelských faktur a určitým způsobem naznačují postavení společnosti na trhu.

1.3.3.4 Ukazatele zadluženosti

Zadluženost (dlouhodobá finanční rovnováha)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Debt ratio I. - ukazatel věřitelského rizika	21,49%	27,95%	21,95%	20,31%	15,75%	18,39%

Zadlužení společnosti je poměrně nízké a společnost nečerpá žádné bankovní úvěry.

1.3.4 Závěr

Závěrem finanční analýzy, která hodnotí historický vývoj společnosti CIDEMAT lze říci, že finanční zdraví a stabilita oceňované společnosti se v roce 2012 a zejména v roce 2013 zhoršila. V roce 2013 společnost dosáhla záporné EBIT a EBITDA marže. Výsledky za část roku 2014, ale naznačují, že se společnost dostane opět do kladných relací. Na základě sumarizace všech výše provedených analýz učinit závěr, že existence společnosti není do budoucna ohrožena.

Tato skutečnost umožňuje z hlediska finanční analýzy použít pro ocenění společnosti CIDEMAT výnosovou metodu.

1.4 Předpoklad going-concern

S ohledem na závěry provedené strategické a finanční analýzy společnosti je podle našeho názoru splněn předpoklad going-concern, tj. předpoklad trvání podniku v dlouhodobém horizontu. Podle uvedených zjištění není budoucí existence společnosti z dnešního pohledu nijak významně ohrožena.

Tato skutečnost umožňuje použít pro ocenění společnosti CIDEMAT výnosovou metodu.

2 Použitá metoda ocenění

Ocenění čistého obchodního majetku společnosti CIDEMAT bylo provedeno paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů.

Základem ocenění paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení. Jedná se o dlouhodobě udržitelný výsledek hospodaření z hlavní podnikatelské činnosti, který je možné z podniku odčerpat, aniž by docházelo k narušení majetkové podstaty společnosti.

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky (trvale odnímatelné výnosy) se přepočtou na cenovou hladinu k datu ocenění. Současný výnosový potenciál je pak odvozen z váženého průměru minulých výsledků hospodaření (za celé období let 2009 až 2013) s tím, že poslední roky mají obecně větší váhu než roky předchozí. Navíc většinou dochází k eliminaci extrémních hodnot.

Hodnota podniku se následně stanoví pomocí vzorce pro věčnou rentu, kdy trvale odnímatelný čistý výnos je dělen kalkulovanou úrokovou mírou. Poté se přičte hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění.

V souladu s výše uvedeným je možné konstatovat, že jsou splněny základní premisy použitelnosti metody kapitalizovaných čistých výnosů protože:

- z dlouhodobého hlediska není ohrožena existence podniku,
- podnik bude v budoucnu dosahovat minimálně trvalý čistý výnos k rozdělení, na kterém je ocenění založeno.

Jak uvádí Mařík (2011, strana 272) ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů se vyznačuje těmito rysy:

- základem ocenění je výnosový potenciál,
- budoucí růstové možnosti nejsou zpravidla brány v úvahu,
- předpokládáme, že dosavadní potenciál bude možno udržet investicemi ve výši odpisů,
- současný výnosový potenciál je vyvozován z úrovně výnosů v posledním roce před datem ocenění. Protože tento výnos nemusí být reprezentativní, snažíme se jej objektivizovat tak, že zkoumáme výnosy k rozdělení za posledních 3 – 5 let.

Na základě výše uvedených bodů považujeme v případě ocenění společnosti metodu kapitalizovaných čistých výnosů za odpovídající.

3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV)

3.1 Trvale odnímatelný čistý výnos

Trvale odnímatelný čistý výnos k rozdělení je základem výnosové hodnoty stanovené paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Při výpočtu trvale odnímatelného čistého výnosu se obvykle vychází z výsledku hospodaření před zdaněním zjištěného z výkazu zisků a ztrát, který se následně upravuje zejména o tyto položky:

- výnosy a náklady, které se svojí povahou váží k neprovoznímu majetku společnosti,
- úprava výnosů a nákladů tak, aby se vždy vztahovaly k tomu období, ve kterém vznikly,
- nepravidelné či jednorázové výnosy a náklady či výnosy a náklady mimořádného charakteru,
- je třeba zohlednit změnu účetních postupů např. ve způsobu ocenění zásob při vyskladnění či při odpisové politice,
- privátní výdaje nesouvisející s činností podniku,
- připočtení fakticky nevyplacených ačkoliv implicitně realizovaných mezd,
- veškeré výše zmíněné úpravy je rovněž třeba promítnout do placených daní.

Obvyklý způsob stanovení upraveného výsledku hospodaření před odpisy je obsažen v následující tabulce:

Výsledek hospodaření před zdaněním
(+) Odpisy
(-) Výnosy plynoucí z provozně nepotřebného majetku
(+) Náklady plynoucí z provozně nepotřebného majetku
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku
(+) Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku
(-) Mimořádné výnosy
(+) Mimořádné náklady
Upravený výsledek hospodaření před odpisy

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky se přepočtou na cenovou hladinu k datu ocenění. Současný výnosový potenciál je pak odvozen z váženého průměru upravených minulých výsledků hospodaření s tím, že výsledky hospodaření pozdějších období mají zpravidla větší váhu než výsledky let předcházejících. Navíc se provádí eliminace extrémních hodnot.

Pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu společnosti CIDEMAT byly použity údaje z účetních výkazů za roky 2009 – 2013. Znalecký ústav přihlédl také k části roku 2014, u kterého lze vidět zvýšení EBITDA marže a zlepšení dalších finančních ukazatelů oproti předchozímu roku².

Výpočet upraveného výsledku hospodaření je obsažen v následující tabulce (tis. Kč).

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	Součet
Výsledek hospodaření před zdaněním	6 976	7 853	14 202	5 889	1 888	
(+) Odpisy	3 287	2 800	2 717	2 323	2 322	
(-) Finanční výnosy	-3 306	-3 432	-3 441	-55	-804	
(+) Finanční náklady mimo úroky	536	1 060	625	902	733	
(-) Tržby z prodeje dlouh.majetku	-110	-55	0	-33	-99	
(+) Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	870	564	-5 026	-1 841	-2 984	
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy	8 253	8 790	9 077	7 185	1 056	
Míra inflace (%)	2,8	6,3	1,0	1,5	1,9	
<i>Cenový index řetězový</i>	<i>1,028</i>	<i>1,063</i>	<i>1,01</i>	<i>1,015</i>	<i>1,019</i>	
<i>Cenový index bazický vztažený k poslednímu roku</i>	<i>0,901</i>	<i>0,957</i>	<i>0,967</i>	<i>0,981</i>	<i>1,000</i>	
UVH upravený o inflaci	9 164	9 182	9 388	7 322	1 056	
Váhy	0	1	1	1	3	6
UVH upravený o inflaci x váhy	0	9 182	9 388	7 322	3 168	29 060

* údaje o míře inflace v ČR vycházejí z Makroekonomické predikce MF z července 2014 (uzávěrka datových zdrojů byla k 4.7.2014)

Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu je uveden v následující tabulce:

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	4 843
Odpisy z reprodukčních cen	2 322
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	2 521
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	2 521
Daňová sazba k datu ocenění	19%
Daň	479
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	2 042

² Znalecký ústav měl k dispozici i účetní výkazy k 30.9.2014 a přihlédl k nim při stanovení TOČV.

Dle názoru Znaleckého ústavu investice na úrovni odpisů dosažených v roce 2013 postačují dlouhodobě na udržení substance podniku a dosahování trvale odnímatelného čistého výnosu.

3.2 Kalkulovaná úroková míra - model oceňování kapitálových aktiv

Kalkulovaná úroková míra je při aplikaci paušální metody KČV odhadována na úrovni nákladů vlastního kapitálu, protože se při výpočtu hodnoty pracuje s čistými výnosy pro vlastníky a výsledkem ocenění tak je přímo hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti. Je-li pak cílem ocenění tržní hodnota, mělo by se dle odborné literatury a mezinárodních oceňovacích standardů při jejím stanovení vycházet primárně z tržních dat. V praxi se proto v souladu s odbornou literaturou stanovuje kalkulovaná úroková míra zejména pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM).

Model oceňování kapitálových aktiv je nejrozšířenějším způsobem stanovení nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích, a postupně se prosazuje i v německy mluvících zemích. Modifikace CAPM vychází z následující rovnice:

$$n_{VK} = r_f + \beta \times RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3,$$

kde

n_{VK} = odhad nákladů vlastního kapitálu,

r_f = aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA,

β = odvětvové β přenesené z USA a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku,

RPT = riziková prémie kapitálového trhu USA,

RPZ = riziková prémie země – Česká republika,

R_1 = přírážka pro malé společnosti,

R_2 = přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností, které se vyznačují vysokým podílem tržní a účetní hodnoty vlastního kapitálu,

R_3 = přírážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů.

Jako bezriziková úroková míra byla pro celé uvažované období plánu použita aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA US Treasury Bonds 10yr (T.Bonds), která k 30.9.2014, činila 2,52 % p.a.

V souladu s odbornou literaturou ([6] Mařík, M. a kol., str. 221-2) se při zjišťování rizikové prémie kapitálového trhu USA vychází ze dvou základních veličin – průměrné výnosnosti kapitálového trhu USA a bezrizikové úrokové míry. Pro výpočet rizikové prémie kapitálového trhu se pak doporučuje použít data za co nejdelší období. Proto jsou aplikovány údaje za roky 1928 až 2013 (průměrné výnosnosti jsou kalkulovány na úrovni geometrického průměru).

- Průměrná výnosnost kapitálového trhu USA – výnosnost akciového trhu USA v období 1928 až 2013 spočtená geometrickým průměrem činí 9,55 % p.a (www.damodaran.com);
- Bezriziková úroková míra – výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA T.Bonds za období 1928 až 2013 spočtená geometrickým průměrem činí 4,93 % p.a. (www.damodaran.com);
- Výše popsáním způsobem byla stanovena riziková prémie kapitálového trhu USA na 4.62 % p.a. Uvedené údaje byly získány ze serveru www.damodaran.com.

Koeficient beta (β) vyjadřuje úroveň rizikosti jednotlivého cenného papíru (akcie), a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Je-li $\beta = 1$, je riziko (v důsledku toho i prémie za riziko dané akcie – tj. vlastního kapitálu podniku) na úrovni průměru kapitálového trhu jako celku. Pokud platí, že $\beta > 1$, pak je výnosová přírážka větší než průměrná prémie za riziko na kapitálovém trhu a naopak. Riziko je v daném případě chápáno jako směrodatná odchylka výnosnosti daného cenného papíru od jeho průměrné výnosnosti.

Pro výpočet koeficientu β byla použita tzv. metoda analogie (odvozením od β podobných podniků, které jsou obchodovány na akciových trzích). Obvykle se koeficient β odhaduje z průměru za podobné podniky, které jsou obchodovány na akciových trzích v USA. Koeficient β (nezadlužený), který vstupuje do výpočtu CAPM byl z těchto důvodů stanoven na úrovni průměrného β (nezadlužený) pro odvětví „Building Materials“ ve výši 1,07 pro podniky z USA (zdroj: www.damodaran.com). Vybrané odvětví dle názoru Znaleckého ústavu nejvíce odpovídá podnikatelské činnosti společnosti CIDEMAT.

Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost nevyužívá k datu ocenění dluhového financování, není třeba koeficient β (nezadlužený) přepočítat na koeficient β (zadlužený), který bude zohledňovat toto dodatečné riziko.

Výše rizikové prémie země byla získána z již použitého zdroje www.damodaran.com. Při jejím stanovení se vychází z ratingu konkrétní země (Česká republika dosáhla u agentury Moody's hodnocení A1). Riziko selhání země tak pro Českou republiku činí 1,05 %. Tato hodnota v sobě již zahrnuje rozdíl volatility akciového trhu a volatility trhu vládních dluhopisů (blíže viz www.damodaran.com – Estimating Country Risk Premiums).

Jelikož je kalkulovaná úroková míra počítána z pohledu českého investora, měla by být dále korigována o rozdíl v dlouhodobé prognózované inflaci mezi Českou republikou a USA. Metoda KČV je ovšem založena na výpočtu věčné renty, a proto by i diskontní míra (kalkulovaná úroková míra)

měla mít velmi dlouhodobý charakter. Jelikož se v dlouhém a velmi dlouhém období dá očekávat postupná konvergence vývoje inflace ČR a USA, nebude kalkulovaná úroková míra o tento vliv upravována.

Model CAPM vychází z dat o společnostech obchodovaných na kapitálových trzích. Tyto společnosti jsou obvykle střední a větší velikosti. Velké obchodní závody jsou přitom investory vnímány jako méně rizikové než obchodní závody malé. Ekonomická teorie tento závěr potvrzuje s tím, že důsledkem této situace je také to, že investoři do menších obchodních závodů požadují za vyšší podstoupené riziko také vyšší výnosnost investovaného kapitálu. Tuto úroveň nákladů vlastního kapitálu v případě menších společností však základní model CAPM nezachycuje. Výše uvedené argumenty tedy nutně vedou k tomu, aby v nákladech vlastního kapitálu zjištěných pomocí základního modelu CAPM byla zohledněna opodstatněná přírážka za podstoupení rizika investice do menšího obchodního závodu. V námi využitém modifikovaném modelu CAPM je tato přírážka označena jako R1. Zdrojem pro tuto přírážku byla publikace IBBOTSON³, kde jsou uvedeny statistiky společností na amerických kapitálových trzích, rozdělených do deseti decilů podle tržní kapitalizace. Z uvedených tržních statistik je pro každý decil dopočtena riziková prémie, kterou lze přiřadit vlivu velikosti obchodního závodu. Pro účely tohoto posudku byla s ohledem na velikost Oceňované společnosti vybrána přírážka firem v 10. decilu ve výši 6,01 %.

Výpočet kalkulované úrokové míry je shrnut v následující tabulce:

Položky	30.9.2014
Bezriziková sazba	2,52%
Riziková premie	4,62%
Beta nezadlužená	1,07
Výsledná struktura CK/VK (v tržní hodnotě)	0,00
Beta zadlužená	1,07
Riziková premie země	1,05%
Rozdíl v inflaci	0,00%
Specifické přírážky	6,01%
Náklady vlastního kapitálu	14,52%

U paušální metody je třeba dále kalkulovanou úrokovou míru očistit o inflaci, která je již obsažena ve výnosnosti státních dluhopisů, a tím spočítat reálnou bezrizikovou výnosovou míru (resp. reálnou kalkulovanou úrokovou míru). Důvodem je skutečnost, že paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů počítá s TOČV ve stálých cenách. Výše dlouhodobé očekávané inflace byla stanovena

³IBBOTSON. Market Results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1926-2013, Yearbook. Chicago : Morningstar, 2014

s ohledem na dlouhodobé inflační cíle České národní banky. V dlouhodobém horizontu stanovila ČNB následující inflační cíl:

- Inflační cíl v celkové inflaci ve výši 2 %, který je platný od ledna 2010 do přistoupení ČR k eurozóně. ČNB bude stejně jako doposud usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany.

ČNB ve svých čtvrtletně zveřejňovaných zprávách o inflaci prognózuje celkovou inflaci, která odpovídá ve sledovaném horizontu s definovanou mírou spolehlivosti stanoveným inflačním cílům.

Vzhledem k tomu, že výnosové ocenění paušální metodou KČV je založeno na předpokladu nekonečného trvání podniku, výše dlouhodobé očekávané inflace byla stanovena dle dlouhodobého inflačního cíle ČNB platného od roku 2010 do přistoupení ČR k eurozóně ve výši 2 %.

V následujícím kroku bude proveden výpočet reálné kalkulované úrokové míry (neboli kalkulované úrokové míry bez vlivu inflace).

Nominální kalkulovaná úroková míra (včetně inflace)	14,52%
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,00%
Kalkulovaná úroková míra (n_{VK} bez inflace)	12,52%

3.3 Stanovení hodnoty oceňovaného podniku

Hodnota podniku (obchodního jmění) se při použití paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů stanoví pomocí vzorce pro věčnou rentu:

$$H_n = TOČV / i_k$$

Kde:

H_n = hodnota podniku netto,

TOČV = trvale odnímatelný čistý výnos,

i_k = kalkulovaná úroková míra.

Po dosazení číselných hodnot:

$$H_n = 2\,042 / 0,1252$$

K datu ocenění činí po zaokrouhlení na celé tisíce obchodní jmění společnosti CIDEMAT na úrovni provozně nutného investovaného kapitálu 16 308 tis. Kč.

3.4 Ocenění neprovozního majetku

Provozně nepotřebný majetek se oceňuje samostatně a následně se přičítá k hodnotě netto podniku.

Mezi provozně nepotřebný majetek lze zařadit 5,6 % podíl v mateřské společnosti CIDEM. Tento podíl však dle našeho názoru nepředstavuje dodatečnou hodnotu v případě, že je naším úkolem ocenit i společnost CIDEM, a proto ho oceňujeme v nulové výši.

3.5 Výsledná hodnota stanovená paušální metodou KČV

Výnosová hodnota provozní	16 308
Neprovozní majetek k datu ocenění	0
Hodnota ČOM podle KČV	16 308

**HODNOTA ČISTÉHO OBCHODNÍHO MAJETKU SPOLEČNOSTI CIDEMAT
STANOVENÁ PAUŠÁLNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ**

činí ke dni ocenění a po zaokrouhlení

16 308 000 Kč.

Příloha č. 6

Ocenění společnosti FVE 6

(40 stran)

1 Ocenění čistého obchodního majetku společnosti FVE 6

1.1 Identifikační údaje společnosti FVE 6

Obchodní firma	FVE 6 s. r. o.
Sídlo	Hranice - Hranice I - Město, Skalní 1088, PSČ 753 01
Identifikační číslo	282 06 380
Právní forma	společnost s ručením omezeným
Rejstříkový soud	Krajský soud v Ostravě
Oddíl – vložka	oddíl C, vložka 54261
Den zápisu do obchodního rejstříku	19.12.2007
Základní kapitál	21 500 000,- Kč
Statutární orgán – jednatelé	Ing. Tomáš Vavřík, MBA, dat. nar. 15. února 1972 Ing. Martin Mlčák, MBA, dat. nar. 11. února 1978

Jediným společníkem společnosti FVE 6 je k datu ocenění společnost CIDEM.

Podle výpisu z obchodního rejstříku byly k datu ocenění předmětem podnikání společnosti následující činnosti:

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

Společnost FVE 6 vlastní a provozuje fotovoltaickou elektrárnu poblíž obce Chvalčov v okrese Kroměříž o výkonu 1,795 MWh, zkolaudovanou dne 26.10.2010 a uvedenou do provozu v prosinci roku 2010. Licence na výrobu elektřiny byla udělena ERU dne 3.11.2010.

1.2 Strategická analýza FVE 6

V případě ocenění společnosti FVE 6 bude strategická analýza sloužit primárně k ověření splnění principu neomezené doby trvání podniku (going concern). Vzhledem ke zvolené metodě ocenění (blíže viz Kapitola 2) není potřebné, aby Znalecký ústav odhadoval budoucí tržby ani tržní podíl.

V případě činnosti vyvíjené společností FVE 6 je struktura strategické analýzy odlišná od klasické struktury zmíněné v odborné literatuře. Relevantní trh lze vymezit jako odvětví výroby elektřiny z OZE, konkrétněji výroby elektřiny ze slunečního záření v České republice. Tento segment trhu výroby elektřiny je silně regulovaný a vzhledem k jeho charakteru nemá prognóza tržeb syntézou analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu opodstatnění.

V následujícím textu je zachycen vývoj a stručný popis s elektřinou v ČR, především z hlediska poptávky a faktorů, které působí a budou působit na její cenu a konečně vývoj segmentu tohoto trhu - relevantního trhu definovaného výše (především z hlediska legislativy a z ní vyplývajícího systému podpory výroby elektřiny z OZE, rozvoje technologie a dopadu těchto faktorů na budoucí hospodaření společnosti). Pouze pro informativní účely je také vymezen tržní podíl společnosti FVE 6 na relevantním trhu.

1.2.1 Trh s elektřinou v ČR

Výroba elektrické energie a energetika vůbec patří k nejsledovanějším částem surovinové politiky každého státu. Proto většina států včetně České republiky formuluje svou energetickou politiku samostatně. Česká republika se těmito otázkami zabývá ve své Státní energetické koncepci, jejíž zpracování zajišťuje Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky.

Energetická legislativa

Tuzemskou základní normou, která upravuje postup a fungování liberalizace na trhu s elektřinou je Energetický zákon č. 458/2000 Sb. o podmínkách podnikání a výkonu státní správy v energetických odvětvích a o změně některých zákonů (ze dne 28.11.2000, účinnost od 1.1.2001). Ten je doplněn řadou prováděcích vyhlášek Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, Energetického regulačního úřadu a Ministerstva pro místní rozvoj ČR¹. Dále pak:

- Zákon č. 165/2012 Sb., o podporovaných zdrojích energie
- Zákon č. 406/2000 Sb., o hospodaření energií

¹ Energetická legislativa [online]. [cit. 2014-04-22]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/ke-stazeni/energeticka-legislativa.html>

- Zákon č. 383/2012 Sb., o podmínkách obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů
- Vyhláška č. 437/2012 Sb., kterou se stanoví technicko-ekonomické parametry obnovitelných zdrojů pro výrobu elektřiny a doba životnosti výroben elektřiny z podporovaných zdrojů
- Vyhláška č. 440/2012 Sb., o zárukách původu elektřiny z obnovitelných zdrojů energie
- Vyhláška č. 441/2012 Sb., o stanovení minimální účinnosti užití energie při výrobě elektřiny a tepelné energie
- Vyhláška č. 453/2012 Sb., o elektřině z vysokoúčinné kombinované výroby elektřiny a tepla a elektřině z druhotných zdrojů
- Vyhláška č. 477/2012 Sb., o stanovení druhů a parametrů podporovaných obnovitelných zdrojů pro výrobu elektřiny, tepla nebo biometanu a o stanovení uchovávání dokumentů
- Vyhláška č. 478/2012 Sb., o vykazování a evidenci elektřiny a tepla z podporovaných zdrojů a biometanu, množství a kvality skutečně nabytých a využitých zdrojů a k provedení některých dalších ustanovení zákona o podporovaných zdrojích energie
- Vyhláška č. 426/2005 Sb., o podrobnostech udělování licencí pro podnikání v energetických odvětvích
- Vyhláška č. 140/2009 Sb., o způsobu regulace cen v energetických postupech pro regulaci cen
- Vyhláška č. 541/2005 Sb., o pravidlech trhu s elektřinou, zásadách tvorby cen za činnosti operátora trhu s elektřinou a provedení některých dalších ustanovení energetického zákona
- Vyhláška č. 276/2007 Sb., o kontrole účinnosti kotlů²

V současnosti se výsledná cena dodávky elektrické energie skládá ze dvou částí. První je složka regulovaná ERU a druhou je neregulovaná složka, která závisí na smluvním vztahu mezi dodavatelem a zákazníkem. „Mezi regulované složky patří všechny činnosti spojené s dopravou elektřiny od výrobce prostřednictvím přenosové a distribuční soustavy ke konečnému zákazníkovi a se zajištěním stability elektroenergetického systému z technického i obchodního hlediska. Tedy distribuce, činnost operátora trhu, systémové služby a dále krytí vícenákladů spojených s podporou výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů, kombinované výroby elektřiny a tepla a druhotných zdrojů. K neregulovaným složkám konečné ceny patří cena silové elektřiny. Ta tedy závisí na nabídce jednotlivých obchodníků s elektřinou.“³

² *Výroba elektřiny a tepla* [online]. [cit. 2014-04-22]. Dostupné z: <http://issar.cenia.cz/issar/page.php?id=1563>

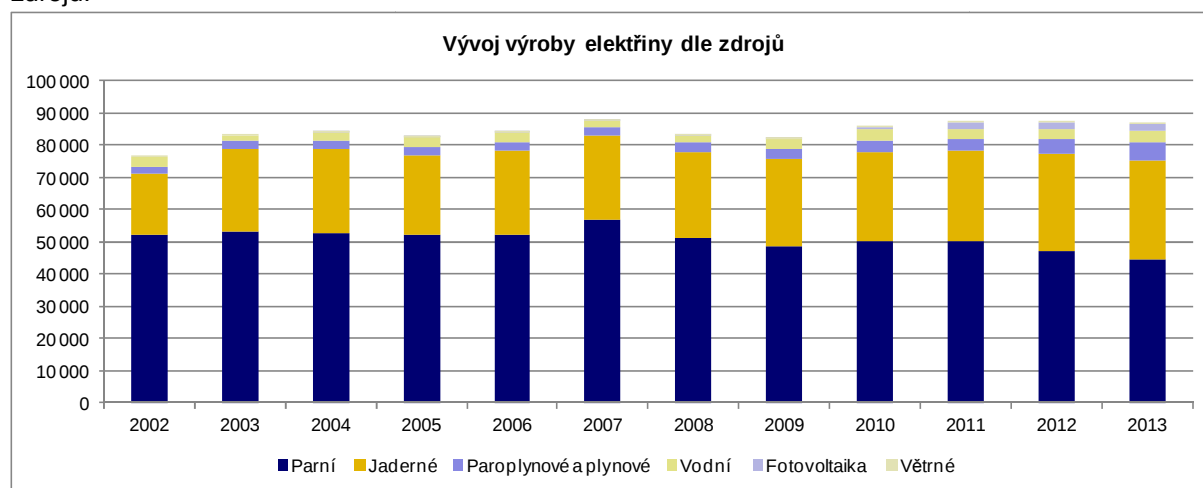
³ liberalizace.nycor.cz/text/liberalizace-trhu-s-elektřinou-v-cr.html#01

1.2.2 Struktura výroby elektřiny

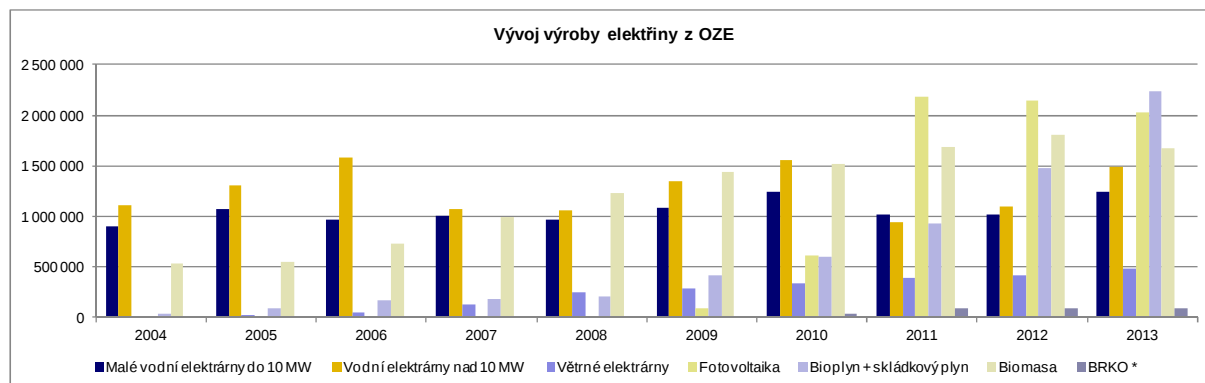
V České republice je elektrická energie vyráběna především v konvenčních zdrojích, a to zejména v parních elektrárnách. Ty se na výrobě elektrické energie v roce 2013 podílely z 57 %. Z hlediska dopadu na životní prostředí jsou ovšem tyto typy elektráren nejméně vhodné, a to především z důvodu spalování uhlí, zejména hnědého (v malém měřítku též plynu, oleje či biomasy). Produkce elektrické energie z parních elektráren od roku 2005 stagnuje nebo mírně klesá, v roce 2013 bylo vyprodukováno 50 009 GWh elektřiny.

Druhý nejvyšší podíl na výrobě elektrické energie mají elektrárny jaderné (JE Dukovany, JE Temelín), které v roce 2013 vyprodukovaly 30 745 GWh, čímž se na celkové výrobě elektřiny podílely z 35 %. Ačkoliv se jedná o poměrně diskutovaný zdroj energie, jejich podíl na výrobě elektrické energie se neustále zvyšuje. Na jednu stranu sice představují téměř bezemisní technologii, což je příznivé z hlediska dopadu na životní prostředí, resp. na ovzduší a klima, ovšem na druhou stranu produkují odpady ve formě vyhořelého jaderného paliva, u nichž dosud není zcela vyřešeno jejich konečné uložení. Přesto představují jaderné elektrárny jednu z možných a dostupných variant dalšího rozvoje výroby elektrické energie v ČR pro uspokojení domácí poptávky po elektřině s minimálními dopady na životní prostředí.

Nejvyšší nárůst podílu na výrobě elektřiny ovšem zaznamenaly obnovitelné zdroje, který se neustále zvyšuje. V roce 2013 bylo z obnovitelných zdrojů vyprodukováno 6 310 GWh elektrické energie, což tvoří přibližně 7 % z celkového množství vyrobené elektřiny. V následujícím grafu je zobrazen vývoj výroby elektřiny dle zdrojů v České republice (v GWh), kdy je zřetelný největší podíl parních a jaderných elektráren, další graf pak zobrazuje zvyšující se podíl výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů.

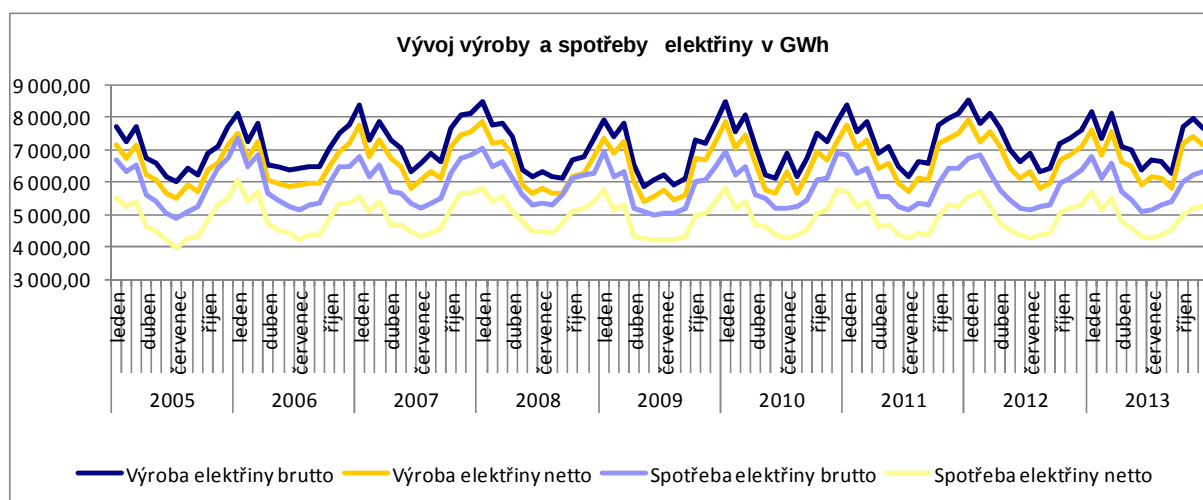


Zdroj: ERÚ, http://www.eru.cz/documents/10540/462820/Rocni_zprava_provoz_ES_2013.pdf/20c3f587-a658-49f7-ace9-56be8a66b7b9



Zdroj: ERÚ, http://www.eru.cz/documents/10540/462820/Rocni_zprava_provoz_ES_2013.pdf/20c3f587-a658-49f7-ace9-56be8a66b7b9

Celková výroba elektřiny měla v období 2005 - 2013 spíše kolísavý charakter, nicméně dlouhodobě měla vzestupnou tendenci. Meziroční změna 2012/2013 je minimální, v roce 2013 se vyrobilo 87 064 GWh elektrické energie (v roce 2012 to bylo 87 573 GWh). Pozorovat lze zejména kolísavost spotřeby během roku, kdy během letních měsíců je spotřeba mnohem nižší, než během měsíců zimních, což lze vidět v následujícím grafu, kde je zobrazen vývoj a spotřeba elektřiny v letech 2005 - 2013⁴. V dalším grafu je pak podrobněji zobrazena spotřeba elektrické energie velkoodběrateli (VO) a maloodběrateli (MO).



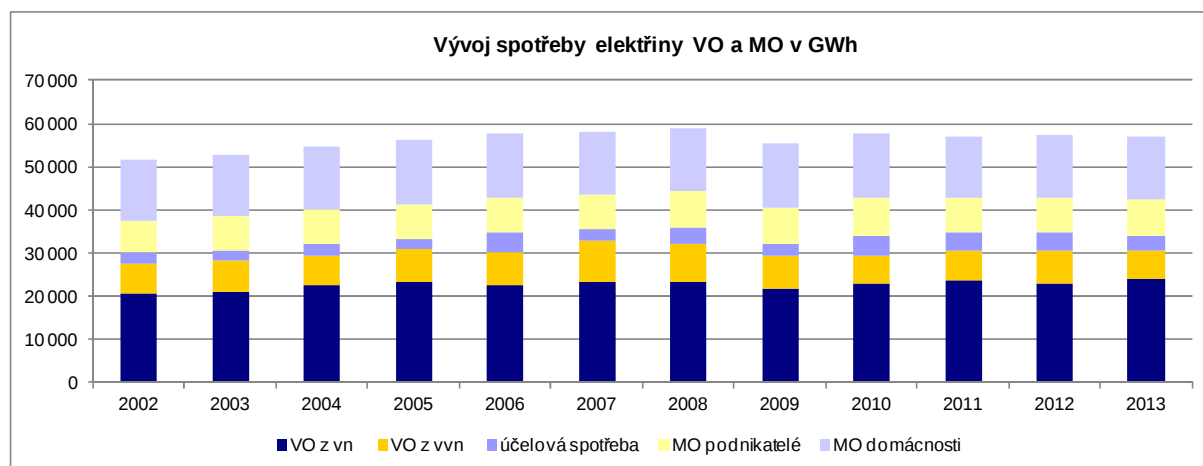
⁴ Výroba elektřiny brutto = celková výroba elektřiny na svorkách generátorů

Výroba elektřiny netto = výroba elektřiny brutto – vlastní spotřeba na výrobu elektřiny

Spotřeba elektřiny brutto = výroba elektřiny brutto celkem + saldo ES ČR

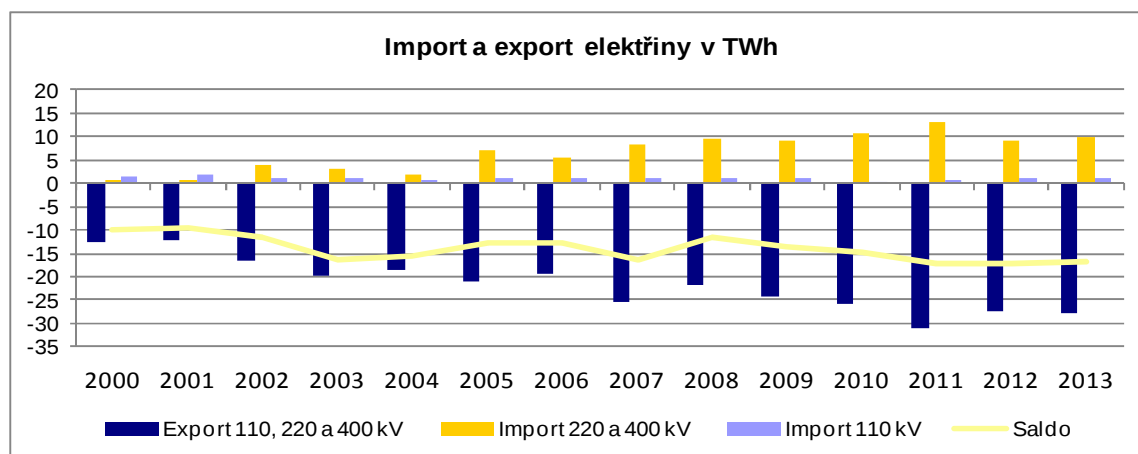
Spotřeba elektřiny netto = (výroba elektřiny brutto celkem + saldo ES ČR) – (vlastní spotřeba na výrobu elektřiny + ztráty v sítích + spotřeba na přečerpání v PVE)

Zdroj: ERÚ, http://www.eru.cz/documents/10540/462820/Rocni_zprava_provoz_ES_2013.pdf/20c3f587-a658-49f7-ace9-56be8a66b7b9



Zdroj: ERÚ, http://www.eru.cz/documents/10540/462820/Rocni_zprava_provoz_ES_2013.pdf/20c3f587-a658-49f7-ace9-56be8a66b7b9⁵

Česká republika se prozatím řadí mezi státy, jež samy vyrábějí elektřinu v množství, které přesahuje domácí poptávku a může tedy část vyrobené energie vyvážet do zahraničí. V roce 2013 bylo vyvezeno do zahraničí 27,8 TWh elektřiny, což představuje 32,8 % z celkového vyrobeného množství, dovezeno však bylo 10,8 TWh elektřiny. Saldo vývozu a dovozu je tedy 17 TWh, což činí 19,5 % z celkového množství elektrické energie vyrobené v ČR. Vývoj exportu, importu a salda v letech 2000 - 2013 je zobrazen v následujícím grafu:



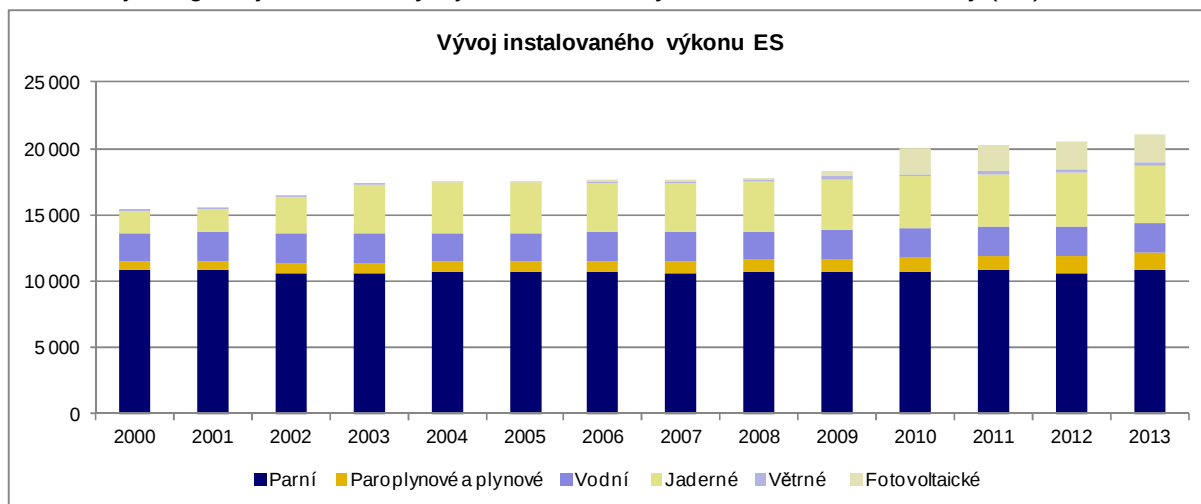
⁵ vn = vysoké napětí, vvn = velmi vysoké napětí

Zdroj: ERÚ, http://www.eru.cz/documents/10540/462820/Rocni_zprava_provoz_ES_2013.pdf/20c3f587-a658-49f7-ace9-56be8a66b7b9

Česká republika je téměř soběstačná pouze ve výrobě elektřiny z uhlí, které těží na vlastním území a které také vyváží (výhradně uhlí černé, které je využíváno vzhledem ke své kvalitě v hutnictví), ale zároveň je do ČR dováženo uhlí energetické. Ačkoliv ČR jako jediná země EU produkuje uran, do jaderných elektráren je jaderné palivo dováženo, jelikož ČR nevlastní technologii k jeho výrobě. Celková energetická závislost ČR v roce 2012 činila 24,6 %. Tato hodnota se v období 2000 - 2012 příliš nemění, kolísá v rozmezí 23,5 % až 27,6 %.⁶

Z důvodu končící životnosti některých uhelných elektráren a vývoje stavů zásob domácích ložisek energetických nerostů (především bilančních zásob ložisek hnědého uhlí) je zřejmé, že bude nezbytná změna energetické strategie v rámci ČR. Nedojde-li v relativně krátké době k výstavbě jednoho případně více energetických zdrojů, stane se Česká republika z vývozce elektrické energie jeho dovozcem. Ve střední Evropě je Česká republika jedna z mála zemí s dlouhodobějším a významnějším přebytkovým saldem elektřiny, proto musí v nejbližších letech Česká republika přijmout strategické rozhodnutí o orientaci své výroby elektrické energie. Významným faktorem, který bude při tomto rozhodování sehrávat roli, je skladba a stav surovinové základny státu.⁷

V následujícím grafu je zobrazen vývoj instalovaného výkonu elektrizační soustavy (ES).



Zdroj: ERÚ, http://www.eru.cz/documents/10540/462820/Rocni_zprava_provoz_ES_2013.pdf/20c3f587-a658-49f7-ace9-56be8a66b7b9

⁶ Výroba elektřiny a tepla [online]. [cit. 2014-04-22]. Dostupné z: <http://issar.cenia.cz/issar/page.php?id=1560>

⁷ Výroba elektřiny v ČR a její surovinová základna [online]. [cit. 2014-04-22]. Dostupné z: http://geologie.vsb.cz/loziska/cvekonomika/11_teorie.html

Subjekty trhu s elektřinou

Pro snazší orientaci na trhu s elektřinou jsou v následujícím textu popsány hlavní subjekty, které zde působí⁸:

- Výrobci – elektrárny,
- ČEPS a.s. - Česká elektrizační přenosová soustava (zajišťuje přenos elektřiny po páteřní síti ČR a zodpovídá za odchylku, řídí toky elektřiny v přenosové soustavě),
- Distributoři - hlavními jsou: E.ON Distribuce, a.s., PREdistribuce, a.s. a ČEZ Distribuce, a. s. (zajišťují provoz a rozvoj distribuční soustavy),
- Obchodníci - nakupují elektřinu za účelem jejího dalšího prodeje odběratelům,
- Zákazníci - mají právo být připojeni k distribuční nebo přenosové soustavě, pokud splňují předepsané podmínky,
- Operátor trhu s elektřinou - OTE, a.s. (OTE je povinen zpracovávat údaje jemu předávané od účastníků trhu, obchodní bilanci a tu pak předávat provozovateli přenosové soustavy provozovatelům distribučních soustav),
- ERÚ - vydává licence pro podnikání v energetických odvětvích, je správním úřadem v těchto odvětvích atd.

1.2.3 Faktory ovlivňující cenu elektřiny

Cena elektrické energie není dána pouze náklady na výrobu či úrovní mezd, ale stejně jako na ostatních trzích je diktována vztahem nabídky a poptávky. Dokonce ani neplatí, že v chudých zemích je elektřina levnější než v zemích bohatých.

Na straně nabídky patří mezi klíčové faktory:

- Výrobní kapacita,
- Provozní náklady výroby:
 - Palivo,
 - Emisní povolenky,
- Počasí:
 - Hydrologická situace,
 - Vítr,
 - Teplota.

⁸ liberalizace.nycor.cz/text/liberalizace-trhu-s-elektřinou-v-cr.html#01

Na straně poptávky se projevují zejména:

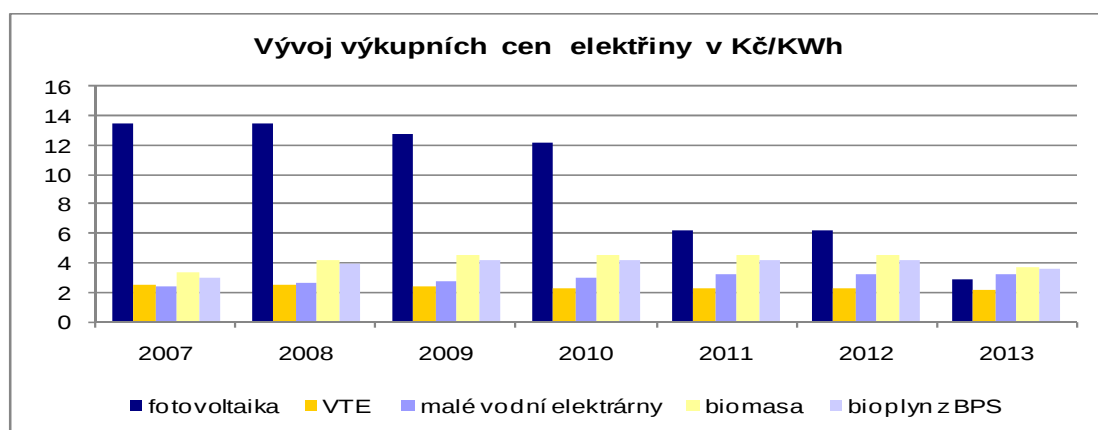
- Makroekonomické faktory,
- Počasí.⁹

V následující tabulce je uveden vývoj tržní ceny elektřiny dle Burzy cenných papírů Praha, a.s.:

Cena elektřiny	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržní cena v Kč/KWh	1,52	2,05	1,26	1,32	1,50	1,30	1,06
tempo růstu	x	35%	-39%	5%	14%	-13%	-19%

Zdroj: Ročenka 2013, Burza cenných papírů Praha, a.s., Power exchange Central Europe, a.s.

Ceny jsou ovlivněny také zejména výkupními cenami elektrické energie, což je tradiční nástroj na podporu výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů, který investorům zaručuje jistotu prodeje vyrobené elektřiny. V následujícím grafu je zobrazen vývoj výkupních cen elektřiny.



Zdroj: ERÚ, http://www.eru.cz/documents/10540/462820/Rocni_zprava_provoz_ES_2013.pdf/20c3f587-a658-49f7-ace9-56be8a66b7b9

1.2.4 Budoucí výhled výroby elektrické energie v ČR

„Dle odhadů Nezávislé energetické komise lze obecně očekávat následující vývoj:

- Tuzemské zdroje fosilních paliv budou plně využity.
- Dále bude rozvíjena jaderná energetika.
- Podstatně se zvýší technologická úroveň spotřeby energie s následnými úsporami.
- Zvýší se využití obnovitelných zdrojů energie (do roku 2030 především biomasy a po té geotermální a solární energie, v menším rozsahu malé vody, odpadů a větrné energie).

⁹ Energetická burza Praha. TRH S ELEKTRICKOU ENERGIÍ V EVROPĚ. Praha, 2007.

- *Dovoz ropy a ropných výrobků bude v zásadě stagnovat.*
- *Dovoz plynu poroste jen mírně – je prohibitivně drahý.*
- *Dovoz černého uhlí nahradí postupně končící tuzemskou těžbu.*¹⁰

Dle výhledů Státní energetické koncepce 2012, se očekává následující vývoj do roku 2040:

V tomto období se předpokládá růst celkové výroby elektřiny, což odpovídá předpokladu zvyšující se spotřeby elektřiny, jak v podnikatelské sféře, tak v domácnostech. V rámci vzestupné tendence se očekávají určité výkyvy ve výrobě spojené s postupným odstavováním uhelných elektráren a zahajováním provozu nových jaderných bloků. Z toho vyplývá také změna struktury bilance výroby elektřiny, kdy poklesne výroba zejména v hnědouhelných elektrárnách a zvýší se podíl výroby v jaderných elektrárnách. Dále se očekává vzestup využití zemního plynu ve výrobě elektřiny.

V období do roku 2040 se předpokládá pokračující stav přebytkového stavu výkonové bilance. Avšak v letech 2020 až 2025 lze předpokládat snížení přebytku významně pod cílové hodnoty (10 % až 15 %). Do deficitního stavu (tj. energeticky dovozního) by se bilance výroby elektřiny mohla dostat pouze v případě zpoždění uvedení do provozu dalších bloků JE Temelín.

Dalším trendem výkonové bilance je nárůst zdrojů proměnlivého charakteru dodávky. To je doprovázeno mírným poklesem a stagnací zdrojů se stálým výkonem, to vede k situaci, kdy pohotový výkon zdrojů se díky nízkému využití nových kapacit OZE prakticky nemění. Vzhledem k nárůstu využívání výroby proměnlivého charakteru je třeba do roku 2025 zvýšit kapacity akumulačních systémů spolu s dobudováním systému řízení v rámci inteligentních sítí. Dalším předpokladem pro fungování ES je také široká mezinárodní spolupráce mezi provozovateli přenosových soustav a flexibilní mechanismus přeshraničního obchodování.

Trh s elektřinou vyráběnou ze slunečního záření

Trh s elektřinou pocházející ze slunečního záření je dílčím segmentem trhu s elektřinou. V ČR není příliš významný (viz podíl elektřiny vyrobené z fotovoltaických elektráren). Oproti nadřazenému trhu s elektřinou se liší především vyšším stupněm regulace, která má zabezpečit jeho atraktivnost pro investory a podpořit ekologickou výrobu elektřiny.

¹⁰ *Obnovitelné zdroje energie* [online]. [cit. 2014-04-22]. Dostupné z: <http://issar.cenia.cz/issar/page.php?id=1560>

1.2.4.1 Systémy podpory výroby elektřiny z OZE v EU

Výroba elektřiny z OZE je ve většině případů méně ekonomicky výhodná než výroba pomocí „standardních“ zdrojů (např. fosilní paliva, štěpení jádra) a tudíž neatraktivní k podnikání pro ekonomické subjekty. Vzhledem k tomu, že je společenským konsenzem vyrábět elektřinu alespoň částečně „ekologicky“, je nutné výrobu elektřiny z OZE pro ekonomické subjekty zatraktivňovat a podporovat.

V EU se používá několik podpůrných schémat:

- Výkupní ceny (feed-in-tariffs),
- Zelené certifikáty,
- Tendrové systémy (tendering procedures),
- Systémy založené na daňových stimulech,
- Investiční pobídky.

Výkupní ceny (feed-in-tariffs)

Systém výkupních cen existuje ve většině států EU. Jedná se o ceny platné po několik let, které **musí** být placeny výrobcům elektřiny z OZE energetickými společnostmi (distributory). Vícenáklady tohoto systému jsou placeny obchodníky z příplatku k ceně elektřiny pro konečné spotřebitele. Výhodné jsou tyto systémy především pro investory, kteří mají zaručen povinný výkup své elektřiny za pevnou cenu po stanovenou dobu. Variantou schématu těchto výkupních cen je systém zelených bonusů používaný v ČR, Dánsku a Španělsku (fixní bonus k tržní ceně elektřiny).

Zelené certifikáty

Dalším finančním nástrojem podpory jsou „zelené bonusy“. Jde o finanční částku navyšující tržní cenu elektřiny, která zohledňuje snížené poškození životního prostředí využitím obnovitelného zdroje. Výrobce si na trhu najde sám obchodníka, kterému elektřinu prodává za tržní cenu. Cena je nižší než u elektřiny vyráběné z neobnovitelných zdrojů, neboť je zde zahrnuta nestabilita výroby. V momentu prodeje získá výrobce od provozovatele distribuční soustavy zelený bonus neboli prémii. Regulační úřad stanoví výši premii tak, aby výrobce získal za jednotku prodané elektřiny o něco vyšší částku než v systému pevných výkupních cen. V tabulce jsou zobrazeny cenová rozhodnutí ERU v jednotlivých letech, a to jak výkupních cen, tak také Zelených bonusů.

Tendrové systémy (tendering procedures)

Tendrové systémy jsou používány v Irsku a částečně ve Francii. Systém spočívá v tom, že stát vypíše požadavek na určitý objem výkonu (výroby elektřiny) ze stanovených OZE. Zájemci podávají nabídky

a s těmi, kteří vyhrají, jsou uzavřeny dlouhodobé smlouvy na odběr za cenu, která vzešla z výběrového řízení.

Systémy založené na daňových stimulech

Systémy založené na daňových stimulech jsou aplikované zejména na Maltě a ve Finsku. Tento nástroj je významně spojen s politickou podporou a bývá méně významný.

Investiční pobídky

Investiční pobídky jsou jako doplňkový nástroj používány v mnoha zemích (včetně ČR). Nejčastěji se vyskytují ve formě dotací nebo jako levné úvěry dotované státem.

1.2.4.2 Fotovoltaické technologie a systémy

Elektrická energie vzniká ve fotovoltaických elektrárnách přeměnou světelné energie. Technologie využití v této přeměně jsou různé, v poslední době je nejvíce propracovanou a stabilizovanou technologie založená na krystalickém křemíku. Téměř 85 % všech solárních panelů je vyrobeno s křemíkovými krystalickými články¹¹. Mezi ně patří články **monokrystalické**, které jsou z komerčně dostupných energeticky nejúčinnější (jejich účinnost se blíží 22 %). Panel vyrobený z těchto článků dosahuje účinnosti až 20 %. Nejlepší poměr účinnost/cena dosahují články z **multikrystalického** křemíku (v současnosti jsou na trhu nejrozšířenější), jejichž účinnost je kolem 15 %. U laboratorních vzorků je dosažena účinnost až 28 % a světový rekord v účinnosti u technologicky nejvyspělejších článků překročil hranici 40 %.

Další na trhu využívanou technologií jsou **tenkovrstvé** solární panely. "Solární články včetně jejich propojení jsou vytvořeny přímo na nosné podložce depozicí velmi tenkých vrstev materiálů,"¹² nosnou podložkou může být např. sklo nebo plastová folie. Aktivní vrstvy jsou křemíkové a účinnost se pohybuje mezi 7-9 %.

Výroba křemíkových článků je poměrně energeticky náročná, ale i tak se množství energie vložené do výroby solárního panelu tímto panelem vyrobí v našich podmínkách do 5 let (u tenkovrstvých panelů cca za poloviční dobu).

¹¹ Kolektiv autorů. OBNOVITELNÉ ZDROJE ENERGIE A MOŽNOSTI JEJICH UPLATNĚNÍ V ČESKÉ REPUBLICE. ČEZ. Praha, 2007.

¹² Kolektiv autorů. OBNOVITELNÉ ZDROJE ENERGIE A MOŽNOSTI JEJICH UPLATNĚNÍ V ČESKÉ REPUBLICE. ČEZ. Praha, 2007.

Pro využití elektrické energie ze solárních panelů je potřeba připojit k panelu kromě elektrických spotřebičů další technické prvky – např. akumulátorovou baterii, regulátor dobíjení, napěťový střídač, indikační a měřicí přístroje. Sestava fotovoltaických panelů, podpůrných zařízení, spotřebiče a případně dalších prvků se nazývá fotovoltaický systém. Množství a skladba prvků fotovoltaického systému závisí na druhu aplikace.

Fotovoltaické systémy se dělí na:

- **grid-off systémy** (nejsou připojeny k rozvodné síti) a
- **grid-on systémy** (elektrická energie je dodávána do sítě).

Grid-off systémy kladou důraz na minimální ztráty energie a na energetickou úspornost spotřebičů. Tyto systémy se využívají především jako zdroj elektrické energie pro chaty a rodinné domy, dopravní signalizace, zahradní svítidla nebo i pro napájení rozsáhlejších objektů s celoročním provozem v lokalitách bez připojení k elektrické síti.

Grid-on systémy jsou instalovány v místech s hustou elektrorozvodnou sítí. Fotovoltaické panely v případě síťových fotovoltaických systémů jsou většinou integrovány do obvodového pláště budov. Příkladem jejich aplikace jsou např. střechy rodinných domů, fasády a střechy administrativních budov nebo FVE na volné ploše.

Náklady na pořízení fotovoltaických systémů jsou rok od roku nižší a od začátku rozvoje dospěla současná cena na úroveň nižší než jedna tisícina počáteční ceny. **Přesto jsou stále náklady na elektřinu vyrobenou v solární elektrárně vyšší než náklady na elektřinu vyrobenou z fosilních nebo jaderných paliv.**

1.2.4.3 Vývoj fotovoltaiky v ČR

V průběhu 90. let 20. století bylo využívání fotovoltaických systémů v ČR sporadické. Aplikace byly téměř výhradně zaměřeny na malé systémy pro nezávislé napájení objektů a zařízení v lokalitách bez připojení k rozvodné síti. Jednalo se vesměs o soukromé rekreační chaty, ve kterých fotovoltaický systém poskytoval možnost napájet osvětlení a drobné elektrické spotřebiče.

Mezi první větší systémy v ČR patřily ukázkové systémy bez připojení k síti (grid-off), např. ostrovní systém s výkonem 550 W na rodinném domě v Kunovicích nebo solární panely s výkonem 600 W na experimentálním ekologickém domě v Podolí u Brna. V Osluchově bylo nainstalováno 16 solárních panelů s výkonem 50 W pro napájení veřejného osvětlení.

Postupně se začaly objevovat i systémy s připojením na rozvodnou síť (grid-on). Prvním větším systémem byla FVE na vrcholu hory Mravenečník v Jeseníkách. Elektrárnu s výkonem 10 kW financovala v roce 1998 společnost ČEZ, a. s.

„Od roku 2000 pak nastává nová fáze vývoje fotovoltaiky v ČR. Postupně jsou státní správou a místní samosprávou zaváděny podpůrné nástroje na podporu fotovoltaiky, nicméně zatím ještě není jasně definovaný program rozvoje s měřitelným cílem. V roce 2000 byl vypracován a vládou schválen Národní program na podporu úspor a využívání obnovitelných zdrojů energie. Dále pak jsou vyhlašovány státní programy na kratší období.“¹³

Od roku 2003 byly Státním fondem životního prostředí poskytovány dotace ve výši 30 % na instalace fotovoltaických systémů pro privátní i právnické osoby. Pobídka k instalacím je navíc poprvé podpořena zvýšenou výkupní sazbou za dodanou elektrickou energii do sítě a to ve výši 6 000 Kč/MWh.

Od 1. srpna 2005 platí Zákon č. 180/2005 Sb. o podpoře výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů a o změně některých zákonů („ZPVOZ“), který je implementací Směrnice 2001/77/EC do českého právního řádu. „Zákon měl přispět k naplnění cíle podílu elektřiny z OZE na hrubé spotřebě elektřiny v ČR ve výši 8 % k roku 2010. Je založen na dosud nejúspěšnějším mechanismu podpory fotovoltaiky – **garantovaných výkupních cenách** (feed-in tariff) v kombinaci s prémiovými příplatky (zelené bonusy¹⁴). Provozovatel elektrárny na OZE si může vybrat z těchto dvou způsobů výpočtu odměny za dodanou produkci. ZPVOZ dále upravuje způsob podpory výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů (podpora je stanovena odlišně s ohledem na druh obnovitelného zdroje a velikost instalovaného výkonu výrobní¹⁵), výkon státní správy a práva a povinnosti fyzických a právnických osob s tím spojené. V neposlední řadě by měl investorovi do OZE garantovat také 15letou dobu návratnosti investice za podmínky splnění technických a ekonomických parametrů.“¹⁶ Garantované výkupní ceny elektřiny jsou dle tohoto zákona vyhlašovány na každý kalendářní rok Energetickým regulačním úřadem („ERU“).

Kromě podpory výkupními cenami byl rozvoj fotovoltaiky stimulován také pomocí finančních prostředků ze Strukturálních fondů EU v rámci Operačních programů (OPI, OPPI) a prostřednictvím Národních programů Ministerstva životního prostředí a Ministerstva průmyslu a obchodu.

¹³ Kolektiv autorů. OBNOVITELNÉ ZDROJE ENERGIE A MOŽNOSTI JEJICH UPLATNĚNÍ V ČESKÉ REPUBLICE. ČEZ. Praha, 2007.

¹⁴ Finanční částka navyšující tržní cenu elektřiny a hrazená provozovatelem regionální distribuční soustavy nebo přenosové soustavy výrobcí elektřiny z obnovitelných zdrojů, zohledňující snížené poškození životního prostředí využitím obnovitelného zdroje oproti spalování fosilních paliv, druh a velikost výrobního zařízení, kvalitu dodávané elektřiny (§2 odst. d) zákona č. 180/2005 Sb. o podpoře výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů energie a o změně některých zákonů ve znění zákonů č. 281/2009 Sb., č. 137/2010 Sb., č. 330/2010 Sb. a č. 402/2010 Sb.).

¹⁵ §3 odst. 2 zákona č. 180/2005 Sb. ze dne 31. března 2005 o podpoře výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů energie a o změně některých zákonů ve znění zákonů č. 281/2009 Sb., č. 137/2010 Sb., č. 330/2010 Sb. a č. 402/2010 Sb.

¹⁶ §6 odst. 1b) zákona č. 180/2005 Sb. ze dne 31. března 2005 o podpoře výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů energie a o změně některých zákonů ve znění zákonů č. 281/2009 Sb., č. 137/2010 Sb., č. 330/2010 Sb. a č. 402/2010 Sb.

Do současnosti byl ZPVOZ několikrát novelizován – zákony č. 281/2009 Sb., 137/2010 Sb., 330/2010 Sb. a **402/2010 Sb.** Důvodem těchto novelizací byl především „boom“ výstavby FVE, který započal v roce 2007 a kulminoval v roce 2010, jak dokládají i údaje o instalovaném výkonu FVE na území České republiky k 31.12.2002 – 31.12.2011 a k 31.7.2012 a o počtu provozoven ke stejným datům v následující tabulce:

Instalovaný výkon (MW)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	0	0,1	0,1	0,2	3,4	39	464	1959	1971	2086	2132

Zdroj: http://www.eru.cz/user_data/files/licence/info_o_drzitelich/OZE/12_01_SLE.pdf, www.energostat.cz

Tento rozmach byl způsoben především výnosností a rychlou návratností investice do FVE, když investiční náklady na výstavbu těchto elektráren v letech 2006-2009 výrazně klesaly (v ČR od roku 2006 do roku 2008 o cca 12 % ročně a během roku 2009 až o 22 % ročně¹⁷). Dalšími faktory bylo

- posilování kurzu české koruny vůči EURu (cca 28 CZK/EUR k datu účinnosti ZPVOZ a cca 23 CZK/EUR v srpnu 2008) a
- s platností od 1.1.2008 do 31.12.2014 prodloužení doby výkupu elektřiny z OZE z 15 na 20 let¹⁸.

Garantované výkupní ceny nastavené ERU mohly dle zákona klesat maximálně o 5 % ročně a prakticky bylo této maximální hranice využito ERU v listopadu 2008 (v roce 2007 poklesly výkupní ceny pro nově zařazené zdroje pouze o cca 2,5 %). Oznámení o snížení výkupních cen bylo silným impulsem pro dokončování projektů před koncem roku 2008 a naprostá většina licencí byla udělena v prosinci 2008. V roce 2008 došlo také poprvé k diferenciaci výkupních cen na následující rok v závislosti na instalovaném výkonu zdroje (zařízení do 30 kW měla vyšší výkupní ceny)¹⁹ za účelem vyšší podpory menších zdrojů.

V roce 2009 vláda (tehdy prozatímní) poprvé výrazněji vyjádřila odhodlání problém rostoucí výroby elektřiny FVE odstranit. Vše však skončilo u občasných diskuzí na toto téma a změna zákona nepřišla. Tisková zpráva Ministerstva průmyslu a obchodu z 24.srpna 2009, v níž byl oznámen záměr snížit výkupní ceny pro fotovoltaiku již od 1.ledna 2010, tak způsobila obdobnou situaci jako v roce 2008. Důsledkem bylo opět uzavírání kontraktů s termínem dokončení do 31.prosince 2009. Výsledkem bylo opětovné snížení výkupních cen o cca 5 %.

Rok 2010 znamenal výrazný útlum „boomu“ FVE z několika důvodů. Již v únoru 2010 byl vyhlášen stop stav na připojení fotovoltaických zařízení k přenosové soustavě na základě podnětu ze strany

¹⁷ http://www.stavebni-forum.cz/diskuse2009/prezentace/1125_sroka.pdf

¹⁸ Příloha č.3 Vyhlášky Energetického regulačního úřadu ze dne 30. listopadu 2005, kterou se provádějí některá ustanovení zákona o podpoře využívání obnovitelných zdrojů ve znění vyhlášky č. 364/2007 Sb.

¹⁹ Cenové rozhodnutí ERÚ č. 8/2008 ze dne 18.11. 2008

společnosti ČEPS, a.s. (provozovatele přenosové soustavy). Ta tvrdila, že vysoký objem výkonu připojených obnovitelných zdrojů energie může ohrozit stabilitu elektrizační sítě. Zákonnost tohoto stop stavu přezkoumává v současné době Senát.

Dalším důvodem byla vyhrocená diskuze o změně ZPVOZ, jehož novela měla za cíl řešit situaci, kdy objem vydaných kladných stanovisek k výstavbě solárních elektráren několikanásobně překročil kapacitu, kterou je schopna česká elektrizační soustava pojmout. Jako první byla schválena novela ZPVOZ č. 137/2010 Sb. Tato novela nabyla účinnosti již v květnu 2010 a prakticky znamenala zákonnou oporu pro meziroční snížení výkupních cen i zelených bonusů o více než 5 %.

Další novely na sebe nenechaly dlouho čekat, novela č. 330/2010 Sb. (která nabyla účinnosti 1.března 2011) stanovila, že podpora se vztahuje „pouze na elektřinu vyrobenou ve výrobně elektřiny s instalovaným výkonem výrobní do 30 kW, která je umístěna na střešní konstrukci nebo na obvodové zdi jedné budovy spojené se zemí pevným základem evidované v katastru“²⁰ a v širších kruzích významně probíraná novela č. 402/2010 Sb. z prosince 2010 (účinnost od 1.ledna 2011), která přinesla mimo jiné i zavedení solární daně ve formě **odvodu z elektřiny ze slunečního záření**, jehož předmětem je „**elektřina vyrobená ze slunečního záření v období od 1. ledna 2011 do 31. prosince 2013 v zařízení uvedeném do provozu v období od 1. ledna 2009 do 31. prosince 2010.**“²¹ Sazba ze základu odvodu činí v případě hrazení formou (i) výkupní ceny 26 % a (ii) zeleného bonusu 28 %²². Od tohoto odvodu je osvobozena elektřina vyrobená ze slunečního záření ve výrobně elektřiny s instalovaným výkonem výrobní **do 30 kW**, která je umístěna na střešní konstrukci nebo obvodové zdi jedné budovy spojené se zemí pevným základem evidované v katastru nemovitostí (tedy menší fotovoltaiky zvýhodněné předchozí novelou). Od roku 2014 již nejsou nové instalace fotovoltaických elektráren podporovány formou výkupních cen ani zelených bonusů.

Vývoj výkupních cen a zelených bonusů v letech 2005 – 2013 ukazuje následující tabulka:

Datum uvedení do provozu		Instalovaný výkon výroby (kW)		Výkupní ceny (Kčú/MVh)	Zelené bonusy (Kč/MVh)
od	do	od	do		
	31.12.2005	-	-	7 418	6 688
1.1.2006	31.12.2007	-	-	15 565	14 835
1.1.2008	31.12.2008	-	-	15 180	14 450
1.1.2009	31.12.2009	0	30	14 243	13 643

²⁰ §3 odst. 5 zákona č. 330/2010 Sb. ze dne 3. listopadu 2010, kterým se mění zákon č. 180/2005 Sb., o podpoře výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů energie a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

²¹ HLAVA III zákona č. 402/2010 Sb. ze dne 14. prosince 2010, kterým se mění zákon č. 180/2005 Sb., o podpoře výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů energie a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů, a některé další zákony.

²² §7e zákona č. 330/2010 Sb. ze dne 3. listopadu 2010, kterým se mění zákon č. 180/2005 Sb., o podpoře výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů energie a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

1.1.2009	31.12.2009	30	-	14 139	13 409
1.1.2010	31.12.2010	0	30	13 265	12 665
1.1.2010	31.12.2010	30	-	13 161	12 431
1.1.2011	31.12.2011	0	30	7 959	7 359
1.1.2011	31.12.2011	30	100	6 264	5 534
1.1.2011	31.12.2011	100	-	5 837	5 107
1.1.2012	31.12.2012	0	30	6 410	5 810
1.1.2013	30.6.2013	0	5	3 478	2 878
1.1.2013	30.6.2013	5	30	2 887	2 287
1.7.2013	31.12.2013	0	5	3 050	2 450
1.7.2013	31.12.2013	5	30	2 479	1 879

Zdroj: Cenové rozhodnutí ERÚ č. 6/2013 ze dne 27.11.2013

Jak je vidět z tabulky výše, i přes tato opatření se výkupní ceny a zelené bonusy u elektráren **již uvedených do provozu** snížily a snížily se dokonce i u elektráren, na které se vztahuje odvod 26 %, respektive 28 %.

1.2.4.4 Tržní podíl společnosti FVE 6

Celkový instalovaný výkon FVE v ČR k 31.12.2013 je cca 2 132,4 MW. Společnost FVE 6 provozuje fotovoltaickou elektrárnu v obci Chvalčov, která leží v okrese Kroměříž. Jde o oblast s průměrným ročním úhrnem globálního záření přes 1054 W/m².²³ Celkový instalovaný výkon elektrárny činí 1,795 MW²⁴ (největší FVE Ralsko Ra 1 disponuje instalovaným výkonem 38,3 MW)²⁵. Tržní podíl společnosti FVE 6 tedy činí cca 0,084 %.

1.2.5 Závěr strategické analýzy

Podle analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu oceňované společnosti nehrozí nesplnění principu nekonečného trvání podniku (going concern). Společnost funguje v rámci přísně regulovaného odvětví a má fakticky zabezpečenou návratnost své investice. Jediné riziko představují další legislativní zásahy státu.

²³ <http://www.isofenenergy.cz/Slunecni-zareni-v-CR.aspx>

²⁴ licence.eru.cz/detail.php?lic-id=111016619&sequence=1&total=1

²⁵

cs.wikipedia.org/wiki/Seznam_nejv%C4%9Bt%C5%A1%C3%ADch_fotovoltack%C3%BDch_elektr%C3%A1ren_v_%C4%8Cesku

1.3 Analýza finančního zdraví společnosti (finanční analýza)

1.3.1 Účetní výkazy – přehled

1.3.1.1 Účetní závěrky za roky 2009 až 2013 a účetní výkazy za období od 1.1.2014 – 30.9.2014

Účetní závěrky společnosti FVE 6 za roky 2009 až 2013 nebyly ověřeny auditorskou společností. Účetní výkazy za období od 1.1.2014 do 30.9.2014 také nebyly ověřeny auditorem.

1.3.1.2 Přehled majetku

Přehled hlavních položek majetku společnosti za roky 2009 až 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
AKTIVA CELKEM	4 489	163 565	151 204	129 604	122 272	118 752
B. Dlouhodobý majetek	4 287	138 193	135 328	127 198	121 099	115 835
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	6 680	6 270	5 919	5 655
4. Ocenitelná práva	0	0	6 680	6 270	5 919	5 655
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	4 287	138 193	128 648	120 928	115 180	110 180
B.II.1. Pozemky	4 120	2 380	2 380	2 380	2 380	2 380
2. Stavby	0	0	1 100	985	930	889
3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	0	0	125 168	117 563	111 870	106 911
7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	167	135 813	0	0	0	0
C. Oběžná aktiva	202	25 372	15 876	2 250	1 171	2 913
C.III. Krátkodobé pohledávky	1	25 369	1 552	448	602	2 466
C.III.1. Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	1 552	432	586	2 466
6. Stát - daňové pohledávky	1	25 369	0	0	0	0
8. Dohadné účty aktivní	0	0	0	16	16	0
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	201	3	14 324	1 802	569	446
C.IV.1. Peníze	194	0	0	0	0	0
2. Účty v bankách	7	3	14 324	1 802	569	446
D.I. Časové rozlišení	0	0	0	156	2	5
D.I. 1. Náklady příštích období	0	0	0	156	2	5

Zdroj: Účetní závěrky společnosti FVE 6 za roky 2009 – 2013, účetní výkazy za období od 1.1.2014 do 30.9.2014

Nejvýznamnější položku aktiv tvoří samostatné movité věci, převážně vybavení solární elektrárny (solární panely).

1.3.1.3 Zdroje financování majetku

Přehled zdrojů financování majetku společnosti za roky 2009 až 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
PASIVA CELKEM	4 489	163 565	151 204	129 604	122 272	118 752
A. Vlastní kapitál	185	10 517	12 819	25 858	30 797	40 611
A.I. Základní kapitál	200	10 554	10 554	21 500	21 500	21 500
A.I.1. Základní kapitál	200	10 554	10 554	21 500	21 500	21 500
A.II. Kapitálové fondy	0	0	0	3 000	3 000	0
2. Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	3 000	3 000	0
A.III. Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0	0	0	0	139	0
A.III. 1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	0	0	0	0	139	0
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	-2	-15	-36	-36	1 219	6 298
A.IV. 1. Nerozdělený zisk minulých let	0	0	0	1	1 219	6 298
2. Neuhrazená ztráta minulých let	-2	-15	-36	-37	0	0
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období /+/-/	-13	-22	2 301	1 394	4 939	12 813
B. Cizí zdroje	4 304	153 048	138 306	103 745	91 470	78 142
B.II. Dlouhodobé závazky	4 273	22 113	23 854	994	1 726	1 726
3. Závazky - podstatný vliv	4 273	0	0	0	0	0
4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	22 112	22 755	0	0	0
8. Dohadné účty pasivní	0	0	452	0	0	0
9. Jiné závazky	0	1	0	0	0	0
10. Odložený daňový závazek	0	0	647	994	1 726	1 726
B.III. Krátkodobé závazky	31	36 938	378	102 751	89 744	76 415
B.III. 1. Závazky z obchodních vztahů	31	36 937	72	210	68	39
2. Závazky - ovládající a řídící osoba	0	0	0	102 485	89 565	75 923
5. Závazky k zaměstnancům	0	0	4	0	0	0
7. Stát - daňové závazky a dotace	0	0	302	56	111	454
11. Jiné závazky	0	1	0	0	0	0
B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci	0	93 997	114 074	0	0	0
B.IV. 1. Bankovní úvěry dlouhodobé	0	73 870	108 983	0	0	0
2. Krátkodobé bankovní úvěry	0	20 127	5 091	0	0	0
C.I. Časové rozlišení	0	0	79	0	5	0
C.I.1. Výdaje příštích období	0	0	79	0	5	0

Zdroj: Účetní závěrky společnosti FVE 6 za roky 2009 – 2013, účetní výkazy za období od 1.1.2014 do 30.9.2014

Nejvýznamnějším zdrojem financování činnosti společnosti jsou dlouhodobé závazky. Jedná se o závazky za mateřskou společností CIDEM, která refinancovala původní bankovní úvěr a úvěr od původních společníků k datu akvizice (30.6.2012).

1.3.1.4 Vývoj hospodaření

Hlavní položky výkazu zisku a ztráty oceňované společností za roky 2009 až 2013 a za období od 1.1.2014 do 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

	tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
II. Výkony		0	0	24 860	28 036	24 014	23 371
II.1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb		0	0	24 860	28 036	24 014	23 371
B. Výkonová spotřeba		11	15	1 372	1 302	783	539
B. 1. Spotřeba materiálu a energie		0	0	87	153	109	43
B. 2. Služby		11	15	1 285	1 149	674	496
+ Přidaná hodnota		-11	-15	23 488	26 734	23 231	22 832
C. Osobní náklady		0	0	44	49	6	5
C. 1. Mzdové náklady		0	0	44	49	6	5
D. Daně a poplatky		1	0	1	2	2	1
E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku		0	0	6 417	8 130	6 994	5 265
IV. Ostatní provozní výnosy		2	0	7	22	0	0
H. Ostatní provozní náklady		0	0	6 764	7 394	6 524	2 497
* Provozní výsledek hospodaření		-10	-15	10 269	11 180	9 704	15 065
X. Výnosové úroky		0	0	14	1	0	1
N. Nákladové úroky		0	0	7 152	7 971	4 024	2 246
O. Ostatní finanční náklady		3	7	183	1 469	9	7
* Finanční výsledek hospodaření		-3	-7	-7 321	-9 439	-4 033	-2 252
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost		0	0	647	347	732	0
2. - odložená		0	0	647	347	732	0
** Výsledek hospodaření za běžnou činnost		-13	-22	2 301	1 394	4 939	12 813
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)		-13	-22	2 301	1 394	4 939	12 813
**** Výsledek hospodaření před zdaněním		-13	-22	2 948	1 741	5 671	12 813

Zdroj: Účetní závěrky společnosti FVE 6 za roky 2009 – 2013, účetní výkazy za období od 1.1.2014 do 30.9.2014

1.3.2 Komentář k účetním výkazům

Společnost FVE 6 eviduje v majetku pozemky, na kterých stojí fotovoltaická elektrárna, její vybavení (solární panely) a dále oběžná aktiva vzniklá v provozu. Je vidět, že v roce 2009 koupila společnost

první pozemky a v roce 2010 bylo nakoupeno nutné vybavení a zprovozněna samotná elektrárna. Za tímto účelem byl čerpán úvěr od společnosti Raiffeisenbank a.s. Rok 2011 přinesl první tržby z prodeje elektřiny a pozitivní výsledek hospodaření, který kromě poklesu v roce 2012 každoročně roste. K 30.6.2012 byla elektrárna prodána v rámci „share dealu“ společnosti CIDEM, která v rámci kupní ceny refinancovala bankovní úvěr a úvěr od původních společníků vlastními prostředky. V současné době tedy společnost FVE 6 eviduje významné závazky za mateřskou společností CIDEM.

1.3.3 Účetní výkazy – vertikální a horizontální analýza

Vertikální analýzou se hodnotí podíl jednotlivých položek na vybrané vztahové veličině – u položek aktiv a pasiv se jedná o bilanční sumu a u položek výkazu zisku a ztráty byla zvolena za vztahovou veličinu položka Tržby za prodej zboží plus Výkony.

Horizontální analýza vyjadřuje meziroční tempa růstu/poklesu jednotlivých položek účetních výkazů v procentním vyjádření.

Horizontální analýza účetních výkazů mezi obdobím končícím 30. 9. 2014 a předchozím rokem není u většiny položek vypovídající vzhledem k poměřování zůstatků jednotlivých položek rozvahy k různým datům (30.9. oproti 31.12.). Tokové veličiny výkazu zisku a ztráty a poměrové ukazatele poměřující tokové a stavové ukazatele (např. ukazatele rentability aktiv, vlastního kapitálu atd.) jsou taktéž nesrovnatelné z důvodu kratší délky období (9 měsíců oproti 12 měsícům), než je standardní fiskální rok.

1.3.3.1 Horizontální analýza účetních výkazů

Z horizontální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- bilanční suma vykazuje ve sledovaném období slabší pokles, který je způsoben zejména poklesem netto hodnoty dlouhodobých aktiv, a to samostatných movitých věcí a souboru movitých věcí;
- na straně pasiv dochází ve sledovaném období k poklesu podílu cizích zdrojů a naopak k růstu hodnoty vlastního kapitálu způsobenému zvyšujícím se výsledkem hospodaření a naakumulováním nerozděleného zisku minulých let;
- kromě roku 2013 ve sledovaném období rostl provozní výsledek hospodaření společnosti.

1.3.3.2 Vertikální analýza účetních výkazů

Z vertikální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- Největší podíl na aktivech tvoří dlouhodobý majetek, a to po celé sledované období více jak 95 %. Jedná se o vybavení elektrárny, solární panely apod.;
- Největší položkou pasiv jsou cizí zdroje, i když jejich podíl se postupně snižuje, ve sledovaném období klesl z 95 % na přibližně 75 %;
- ve výkazu zisku a ztrát tvoří největší část nákladů odpisy, ostatní provozní náklady a nákladové úroky.

1.3.4 Poměrové ukazatele

Způsob výpočtu jednotlivých poměrových ukazatelů je uveden v Příloze č. 1 tohoto znaleckého posudku.

1.3.4.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability (ziskovosti) slouží k analýze efektivnosti využívání prostředků vložených do společnosti.

Rentabilita (výnosnost)	2009	2010	2011	2012	2013
ROA - Rentabilita celkových aktiv	-0,29%	-0,01%	5,35%	6,06%	6,71%
Obrat celkových aktiv	0,00	0,00	0,16	0,22	0,20
ROE - Rentabilita vlastního kapitálu	-7,03%	-0,21%	17,95%	5,39%	16,04%
Rentabilita tržeb	-	-	9,26%	4,97%	20,57%
Finanční páka	24,26	15,55	11,80	5,01	3,97
Obrat aktiv	0,00	0,00	0,16	0,22	0,20

Zdroj: Účetní závěrky společnosti FVE 6 za roky 2009 – 2013, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost od roku 2011 dosahuje kladných hodnot rentability. Rentabilita celkových aktiv se udržuje na poměrně nízké úrovni, ovšem rentabilita tržeb a vlastního kapitálu dosáhla v roce 2013 poměrně vysoké úrovně, což svědčí o návratnosti vloženého kapitálu.

1.3.4.2 Ukazatele likvidity

Dostatečná likvidita je jednou z nezbytných podmínek dlouhodobé existence obchodního závodu. Ukazatele likvidity stojí určitým způsobem proti ukazatelům rentability. Pokud má být obchodní závod schopen splácet své závazky řádně a včas musí držet určité množství peněžních prostředků v oběžných aktivech – to ale snižuje rentabilitu vloženého kapitálu.

Likvidita (platební schopnost)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
--------------------------------	------	------	------	------	------	-----------

Likvidita (platební schopnost)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Pracovní kapitál (tis. Kč)	171	-31 693	10 407	-100 501	-88 573	-73 503
Pracovní kapitál na aktiva	3,81%	-19,38%	6,88%	-77,54%	-72,44%	-61,90%
Běžná likvidita	6,52	0,44	2,90	0,02	0,01	0,04
Pohotová likvidita	6,52	0,44	2,90	0,02	0,01	0,04
Peněžní likvidita	6,484	0,000	2,619	0,018	0,006	0,006

Zdroj: Účetní závěrky společnosti FVE 6 za roky 2009 – 2013, účetní výkazy za období od 1.1.2014 do 30.9.2014, vlastní výpočty

Společnost od roku 2012 vykazuje zápornou hodnotu pracovního kapitálu. Tato skutečnost je dána zejména tím, že společnost disponuje především dlouhodobým majetkem a hodnota oběžných aktiv se drží na poměrně nízké úrovni. Naproti tomu společnost vykazuje vysokou hodnotu krátkodobých závazků, a to především za mateřskou společností CIDEM. Z tohoto důvodu se i hodnoty likvidity udržují na nízkých úrovních, což by poukazovalo na horší platební schopnost společnosti. Avšak jelikož je většina závazků za akcionářem společnosti, nehrozí riziko krátkodobé platební neschopnosti.

1.3.4.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyjadřují efektivnost, se kterou obchodní závod využívá vybrané složky svého majetku. Konstrukce těchto ukazatelů je dvojího typu, a sice jako počtu obrátů nebo doby obrátu.

Aktivita (ve dnech)	2009	2010	2011	2012	2013
Doba obrátu aktiv			2220,01	1687,31	1858,47
Doba obrátu zásob			0,00	0,00	0,00
Doba inkasa krátkodobých pohledávek			22,79	5,83	9,15
Doba splatnosti krátkodobých závazků			5,55	1 337,71	1 364,06
obchodní přebytek / deficit	-	-	-17,24	1 331,88	1 354,91

Zdroj: Účetní závěrky společnosti FVE 6 za roky 2009 – 2013, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost dosahovala vysokých hodnot ukazatele doba obrátu aktiv, což je dáno zejména kapitálovou náročností podnikatelské činnosti. Důležitým ukazatelem je doba inkasa krátkodobých pohledávek, která by měla ukazovat, jak rychle je společnost schopna inkasovat své pohledávky. Společnost v letech 2011 - 2013 dosahovala velmi krátké doby inkasa krátkodobých pohledávek, která byla v letech 2012 a 2013 kratší, než doba splatnosti krátkodobých závazků. Hodnoty aktivity jsou výrazně ovlivněny charakterem podnikání, čímž je provoz fotovoltaické elektrárny. Výrazná výše doby splatnosti krátkodobých závazků je způsobena evidencí vysokého závazku za akcionářem společnosti FVE 6.

1.3.4.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti informují o zdrojích financování obchodního závodu, úrovni věřitelského rizika, a tím mj. i možnosti dalšího zadlužování společnosti

Zadluženost (dlouhodobá finanční rovnováha)	2009	2010	2011	2012	2013
Debt ratio I. - ukazatel věřitelského rizika	95,88%	93,57%	91,47%	80,05%	74,81%
Úrokové krytí I.	-	-	1,44	1,40	2,41

Zdroj: Účetní závěrky společnosti FVE 6 za roky 2009 – 2013, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost vykazuje vysoké hodnoty ukazatele věřitelského rizika, což je dáno zejména vysokou hodnotou cizích zdrojů v době, kdy společnost ještě negenerovala zisk. Ukazatel s rostoucím provozním výsledkem hospodaření klesá. Ukazatel úrokového krytí říká, kolikrát jsou úroky z poskytnutých úvěrů kryty výsledkem hospodaření, čím vyšší tedy tento ukazatel je, tím méně hrozí riziko neschopnosti splácet úroky z dluhového financování.

1.3.5 Závěr finanční analýzy

Jak již bylo řečeno, společnost v roce 2009 zakoupila pozemky a v roce 2010 nutné vybavení k provozu elektrárny. Od roku 2011 začala generovat zisk. Tyto skutečnosti se promítly finanční analýzy, kdy od roku 2011 společnost dosahuje uspokojivých až velmi uspokojivých hodnot rentability. Hodnoty likvidity se stále drží na poměrně nízké úrovni, což je dáno nízkou hodnotou oběžných aktiv a zároveň vysokou hodnotou krátkodobých závazků za mateřskou společností. Hodnoty zadluženosti dosahují vysoké úrovně, která ovšem postupně v jednotlivých letech sledovaného období klesá. Provozní výsledek hospodaření se od roku 2011 udržuje na úrovni přibližně 10 – 15 mil Kč. Celková finanční situace společnosti je uspokojivá a dá se očekávat, že existence společnosti nebude do budoucna ohrožena.

2 Použitá metoda ocenění

Ocenění jmění společnosti FVE 6, která se zabývá provozem fotovoltaické elektrárny, bylo provedeno výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků (DCF), varianta Equity.

Pro perspektivní podnik, u něhož je možné sestavit zdůvodněný finanční plán, je výnosové ocenění považováno za základní přístup. Za hlavní metodu výnosového oceňování pak často bývá považována právě metoda DCF. Nejvíce je používána v anglosaských zemích (zejm. USA a Velká Británie), ale je možné říci, že pevně zakořenila i v zemích kontinentální Evropy. Její specifikum je v tom, že se při výpočtu hodnoty podniku vychází z reálných peněžních toků (a nikoliv výsledků hospodaření).

Skutečnost, že tato metoda vychází z reálných příjmů, a je tedy reálným vyjádřením budoucího užitku z drženého statku (podniku) a odráží tak teoretickou definici hodnoty, byla hlavním důvodem jejího použití při plnění znaleckého úkolu. Ocenění společnosti FVE 6 metodou DCF Equity je provedeno v Kapitole 3.

3 Ocenění společnosti FVE 6 metodou diskontovaných peněžních toků – DCF (varianta Equity)

Jako způsob ocenění byla v návaznosti na závěry učiněné v rámci strategické a finanční analýzy použita metoda diskontovaných peněžních toků, varianta Equity.

Jak již ze samotného názvu této metody vyplývá, je stanovení hodnoty obchodního závodu založeno na predikci volných peněžních toků, které se pomocí kalkulované úrokové míry (též nazývané jako diskontní míra) převádí na současnou hodnotu k datu ocenění. Ve variantě Equity se peněžní toky stanovují v úrovni pro vlastníky (na dividendy). Výsledkem metody DCF Equity je tedy přímo tzv. netto hodnota podniku (výnosová hodnota vlastního kapitálu). Tato netto hodnota obchodního závodu se upraví o hodnotu provozně nepotřebného majetku (pokud je v rámci oceňovaného obchodního závodu takový majetek identifikován provede se jeho individuální ocenění). Výše uvedené kroky pak vedou k výsledné hodnotě podniku.

Metoda DCF Equity bývá koncipována zpravidla jako dvoufázová. V rámci tohoto posudku byla s ohledem na charakter oceňovaného podniku využita pouze jedna fáze. V té se vychází z detailního plánu, na jehož základě je prognózován volný peněžní tok pro jednotlivé roky.

Finanční plán je koncipován na období od 1.10.2014 do 31.12.2014 a roky 2015 až 2035. Po dobu do 31.12.2030 bude mít společnost FVE 6 garantovány výkupní ceny elektrické energie. Životnost využití technologie je dle dostupných informací 20 až 30 let. Znalecký ústav uvažuje životnost 25 let, kdy posledních pět let se uvažuje se vstupem do režimu výroby za tržní ceny (roky 2031 až 2035). V těchto letech se značně sníží rentabilita provozu elektrárny a tyto dodatečné příjmy nebudou mít významný dopad na výslednou hodnotu. Výdaje spojené s likvidací investice po skončení životnosti technologie nemají na výslednou hodnotu výrazný vliv a z těchto důvodů nejsou tyto výdaje v plánu zahrnuty.

3.1 Finanční plán (období 1.10.2014 do 31.12.2014 a roky 2015 až 2035)

Základním podkladem, z něhož ocenění společnosti FVE 6 vychází, je finanční plán.

Finanční plán byl připraven Znaleckým ústavem na základě veřejně dostupných informací o garantovaných výkupních cenách elektrické energie, nezávislých studiích o degradaci výkonu a účinnosti panelů, účetnictví společnosti a informací získaných od managementu oceňované společnosti.

Finanční plán je založen na těchto základních premisách:

- Predikce budoucích příjmů a výdajů je provedena v běžných cenách,

- Výsledné cash flow předpokládá existenci platné veřejnoprávní smlouvy o uvedení do provozu za garantované ceny roku 2010 s tím, že případná související právní rizika nebyla a nemohla být zohledněna.

Při sestavování finančního plánu pro období 1.10.2014 do 31.12.2014 a roky 2015 až 2035 byly analyzovány jak tržby, tak náklady.

Výsledkem jejich prognózy byla prognóza EBITDA, v tomto případě nejvýznamnějšího generátoru hodnoty.

Dalším v případě tohoto ocenění méně významným generátorem hodnoty jsou investice do pracovního kapitálu.

Investice do dlouhodobého majetku nejsou v tomto finančním plánu explicitně vymezeny. Obnovovací investice jsou plánovány v rámci provozních výdajů a rozšiřovací investice plánovány nejsou, neboť je finanční plán koncipován na omezenou dobu, která je kratší než životnost technologie, a rozšiřovací investice nejsou plánovány ani managementem společnosti z důvodu omezení garantovaných výkupních cen.

3.1.1 Tržby

Projekce tržeb vychází z následujících veličin:

- Garantované výkupní ceny platné k datu uvedení elektrárny do provozu (2010),
- Tempo růstu těchto cen a
- Množství vyprodukované elektřiny dodávané do sítě.

Výše garantovaných výkupních cen platných k datu ocenění pro elektrárny uvedené do provozu (dle předpokladu v roce 2010) na rok 2014 činí 13 161 Kč/MWh (viz Kapitola 1.2.4.3). Dle vyhlášky²⁶ se výkupní ceny meziročně zvyšují s ohledem na index cen průmyslových výrobců minimálně o 2 % a maximálně o 4 %. Od zavedení podpory výroby elektřiny z OZE v roce 2006 se každoročně tyto ceny zvyšovaly o cca 2 %, lze tedy předpokládat, že tomu tak bude i nadále.

Množství vyprodukované elektřiny dodávané systémem do sítě je limitováno instalovaným výkonem elektrárny, který činí 1 795 kW. Existuje ale i mnoho dalších faktorů, které ovlivňují negativním způsobem výsledné množství elektřiny dodávané do sítě. Jedná se o:

- Technologie solárních panelů,

²⁶ §2 odst. 8 vyhlášky č. 140/2009 Sb. Energetického regulačního úřadu ze dne 11. května 2009 o způsobu regulace cen v energetických odvětvích a postupech pro regulaci cen ve znění vyhlášky č. 264/2010 Sb.

- Polohu elektrárny (z hlediska intenzity slunečního záření),
- Natočení a úhel sklonu panelů elektrárny,
- Další ztráty (kabeláž, měniče a další příslušenství).

Elektrárna společnosti FVE 6 byla schopna v letech 2011 až 2013 generovat průměrně 2 023 MWh ročně. Vzhledem ke každoročnímu mírnému snižování výkonu, viz další odstavec, vycházíme v prvním roce plánu z výkonu dosaženého v roce 2003 a to 1 861 MWh.

Tento výkon ale s největší pravděpodobností nebude dosahován každoročně, neboť je nutné kalkulovat s opotřebením technologie. Toto opotřebení (degradace) technologie vede každoročně ke ztrátě množství elektřiny dodávané do sítě. Dle přílohy č. 3 vyhlášky ERU²⁷ je uvažován pokles výkonu panelů o 0,8 % jmenovitého výkonu ročně. Degradaci na úrovni 0,8 % z hodnoty výkonu v roce 2013 od prvního roku v plánu (2014) uvažuje i Znalecký ústav.

V posledních letech plánu (2031 až 2035) je uvažován prodej elektřiny již za tržní ceny. Znalecký ústav odhaduje tržní cenu elektřiny na základě její průměrné tržní ceny v roce 2014 (do 30.9.2014)²⁸. Takto stanovená tržní cena je dále upravena o vliv inflace na úrovni 2 %.

Vývoj tržeb v tis. Kč v období od 1.10.2014 do 31.12.2014 a v letech 2015 až 2035 ukazují následující tabulky (v tis. Kč):

	10-12/2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby	2 189	24 783	25 076	25 373	25 673	25 977	26 285
Objem (MWh)	166	1 846	1 831	1 817	1 802	1 788	1 773
Výkupní cena za MWh v tis. Kč	13,16	13,42	13,69	13,97	14,25	14,53	14,82
Tržní cena elektřiny za MWh v tis. Kč	0,88	0,90	0,91	0,93	0,95	0,97	0,99

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Tržby	26 596	26 911	27 230	27 552	27 878	28 208	28 542
Objem (MWh)	1 759	1 745	1 731	1 717	1 704	1 690	1 676
Výkupní cena za MWh v tis. Kč	15,12	15,42	15,73	16,04	16,36	16,69	17,03
Tržní cena elektřiny za MWh v tis. Kč	1,01	1,03	1,05	1,07	1,09	1,11	1,14

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Tržby	28 880	29 222	29 568	1 995	2 019	2 043	2 067	2 092

²⁷ Příloha č.3 Vyhlášky Energetického regulačního úřadu ze dne 30. listopadu 2005, kterou se provádějí některá ustanovení zákona o podpoře využívání obnovitelných zdrojů ve znění vyhlášky č. 364/2007 Sb.

²⁸ Webové stránky společnosti OTE, a.s., která provádí činnost operátora trhu. (<http://www.ote-cr.cz/kratkodobe-trhy/elektrina/denni-trh>)

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Objem (MWh)	1 663	1 650	1 637	1 623	1 610	1 598	1 585	1 572
Výkupní cena za MWh v tis. Kč	17,37	17,71	18,07		konec garance výkupních cen			
Tržní cena elektřiny za MWh v tis. Kč	1,16	1,18	1,20	1,23	1,25	1,28	1,30	1,33

3.1.2 Ostatní položky provozního výsledku hospodaření

Ostatní položky jsou především následující:

- Náklady na spotřebu materiálu a energie,
- Náklady na služby,
- Osobní náklady,
- Daně a poplatky,
- Ostatní výnosy a náklady,
- Odpisy,
- Odvod z elektřiny ze slunečního záření²⁹.

Náklady na spotřebu materiálu a energie, náklady na služby, osobní náklady, daně a poplatky a ostatní výnosy a náklady Znalecký ústav odhaduje v sumě jako podíl na tržbách. Znalecký ústav použil pro odhad těchto nákladů jejich průměrný podíl na tržbách v letech 2011 až 2013. Tento podíl činí 5 % z generovaných tržeb z provozu v rámci garantovaných výkupních cen. V posledních letech plánu, kdy je uvažován prodej za tržní cenu energie, jsou náklady stanoveny jako fixní z minulých let a upraveny o inflaci ve výši 2 %.

Odpisy jsou uvažovány lineární ve výši z roku 2013 do odepsání dlouhodobého majetku v roce 2031.

Odvod z elektřiny ze slunečního záření byl vypočten vynásobením částky hrazené plátcem formou výkupní ceny za elektřinu ze slunečního záření vyrobenou v odvodovém období a sazby odvodu ve výši 11 %. Tento odvod je platný dle § 18 zákona č. 165/2012 Sb. O podporovaných zdrojích energie a o změně některých zákonů. Znalecký ústav aplikuje tuto výši daně z odvodu pro celé uvažované období v režimu garantovaných výkupních cen.

Souhrnný přehled ostatních položek provozního výsledku hospodaření je uveden v následujících tabulkách (v tis. Kč):

²⁹ Základem odvodu je částka bez daně z přidané hodnoty hrazená plátcem odvodu formou výkupní ceny nebo zeleného bonusu poplatníkovi odvodu za elektřinu ze slunečního záření vyrobenou v odvodovém období.

	10-12/2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ostatní položky provozního VH	2 402	10 853	10 899	10 945	10 992	11 039	11 087
Spotřeba materiálu a energie	198	1 133	1 146	1 160	1 174	1 187	1 201
Služby							
Osobní náklady							
Daně a poplatky							
Ostatní provozní výnosy a náklady							
Odpisy	1 729	6 994	6 994	6 994	6 994	6 994	6 994
Daň z odvodu	475	2 726	2 758	2 791	2 824	2 858	2 891

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ostatní položky provozního VH	11 135	11 184	11 234	11 284	11 335	11 386	11 438
Spotřeba materiálu a energie	1 216	1 230	1 245	1 259	1 274	1 289	1 305
Služby							
Osobní náklady							
Daně a poplatky							
Ostatní provozní výnosy a náklady							
Odpisy	6 994	6 994	6 994	6 994	6 994	6 994	6 994
Daň z odvodu	2 926	2 960	2 995	3 031	3 067	3 103	3 140

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Ostatní položky provozního VH	11 491	11 544	11 598	3 800	1 406	1 434	1 463	1 492
Spotřeba materiálu a energie	1 320	1 336	1 352	1 379	1 406	1 434	1 463	1 492
Služby								
Osobní náklady								
Daně a poplatky								
Ostatní provozní výnosy a náklady								
Odpisy	6 994	6 994	6 994	2 202	0	0	0	0
Daň z odvodu	3 177	3 214	3 253	219				

3.1.3 Investice do pracovního kapitálu

Investice do pracovního kapitálu budou v případě společnosti FVE 6 vzhledem k charakteru podnikání minimální.

Položky pracovního kapitálu společnosti jsou následující:

- Krátkodobé pohledávky,
- Krátkodobé závazky,
- Krátkodobý finanční majetek.

Obecná rovnice pro výpočet pracovního kapitálu je velmi jednoduchá – pracovní kapitál představuje rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobým cizím kapitálem. Proti obvyklému propočtu pracovního kapitálu však provozně nutný pracovní kapitál pro účely ocenění obsahuje dvě důležité modifikace:

- Od oběžných aktiv se odečítá pouze neúročený krátkodobý cizí kapitál.
- Složky oběžných aktiv a neúročeného cizího kapitálu se započítávají pouze v provozně nutném rozsahu (včetně položek časového rozlišení).

Pro analýzu a prognózu pracovního kapitálu se nejčastěji používají doby obratu klíčových veličin (doba obratu zásob, doba inkasa krátkodobých pohledávek a doba splatnosti krátkodobých závazků). Doby obratu jsou v tomto znaleckém posudku vztahovány k tržbám. Přesněji Znalecký ústav použil jejich průměrnou dobu obratu v letech 2012 a 2013.

Krátkodobý finanční majetek k datu ocenění představuje pouze provozně nutné peníze.

3.1.4 Cizí zdroje

Společnost FVE 6 k 30.9.2014 evidovala zůstatek dlouhodobé půjčky ve výši 75 923 tis. Kč. Jedná se o půjčku od spřízněné osoby (společnost CIDEM). Společnost FVE 6 splácí přibližně 13 000 tis. Kč ročně (v roce 2013 činila splátka 12 920 tis. Kč a v období od 1.1.2014 do 30.9.2014 činila splátka 13 642 tis. Kč). V budoucích letech plánu (od roku 2015) je uvažována roční splátka ve výši 13 000 tis. Kč. Efektivní úroková míra činila v minulých letech 4 % p.a. Znalecký ústav považuje tuto úrokovou míru za odpovídající tržním podmínkám a uvažuje ji tak pro celé období plánu.

3.1.5 Finanční plán výsledku hospodaření společnosti FVE 6 (v tis. Kč)

	10-12/2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby	4 321	24 783	25 076	25 373	25 673	25 977	26 285
Objem (MWh)	328	1 846	1 831	1 817	1 802	1 788	1 773
Výkupní cena za MWh v tis. Kč	13,16	13,42	13,69	13,97	14,25	14,53	14,82
Tržní cena elektřiny za MWh v tis. Kč	0,88	0,90	0,91	0,93	0,95	0,97	0,99
Daň z odvodu	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Ostatní položky provozního VH	2 402	10 853	10 899	10 945	10 992	11 039	11 087
Spotřeba materiálu a energie	198	1 133	1 146	1 160	1 174	1 187	1 201
Služby							
Osobní náklady							
Daně a poplatky							

Ostatní provozní výnosy a náklady

Odpisy	1 729	6 994	6 994	6 994	6 994	6 994	6 994
Daň z odvodu	475	2 726	2 758	2 791	2 824	2 858	2 891
Provozní výsledek hospodaření	1 919	13 930	14 177	14 428	14 682	14 938	15 198
Nákladové úroky	749	2 777	2 257	1 737	1 217	697	218
úroková míra p.a.	-	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Finanční výsledek hospodaření	-749	-2 777	-2 257	-1 737	-1 217	-697	-218
Daň z příjmů	222	2 119	2 265	2 411	2 558	2 706	2 846
sazba %	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Výsledek hospodaření	948	9 034	9 656	10 280	10 907	11 536	12 133
EBITDA	3 648	20 924	21 171	21 422	21 676	21 932	22 192
EBITDA marže	84%	84%	84%	84%	84%	84%	84%

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Tržby	26 596	26 911	27 230	27 552	27 878	28 208	28 542
Objem (MWh)	1 759	1 745	1 731	1 717	1 704	1 690	1 676
Výkupní cena za MWh v tis. Kč	15,12	15,42	15,73	16,04	16,36	16,69	17,03
Tržní cena elektřiny za MWh v tis. Kč	1,01	1,03	1,05	1,07	1,09	1,11	1,14
Daň z odvodu	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Ostatní položky provozního VH	11 135	11 184	11 234	11 284	11 335	11 386	11 438
Spotřeba materiálu a energie	}	1 216	1 230	1 245	1 274	1 289	1 305
Služby							
Osobní náklady							
Daně a poplatky							
Ostatní provozní výnosy a náklady	}	6 994	6 994	6 994	6 994	6 994	6 994
Odpisy							
Daň z odvodu							
Provozní výsledek hospodaření	15 461	15 727	15 996	16 268	16 543	16 822	17 104
Nákladové úroky	0	0	0	0	0	0	0
úroková míra p.a.	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Finanční výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0	0
Daň z příjmů	2 938	2 988	3 039	3 091	3 143	3 196	3 250
sazba %	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Výsledek hospodaření	12 523	12 739	12 957	13 177	13 400	13 626	13 854
EBITDA	22 455	22 721	22 990	23 262	23 537	23 816	24 098
EBITDA marže	84%	84%	84%	84%	84%	84%	84%

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Tržby	28 880	29 222	29 568	1 995	2 019	2 043	2 067	2 092
Objem (MWh)	1 663	1 650	1 637	1 623	1 610	1 598	1 585	1 572
Výkupní cena za MWh v tis. Kč	17,37	17,71	18,07	konec garance výkupních cen				
Tržní cena elektřiny za MWh v tis. Kč	1,16	1,18	1,20	1,23	1,25	1,28	1,30	1,33
Daň z odvodu	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Ostatní položky provozního VH	11 491	11 544	11 598	3 800	1 406	1 434	1 463	1 492
Spotřeba materiálu a energie	1 320	1 336	1 352	1 379	1 406	1 434	1 463	1 492
Služby								
Osobní náklady								
Daně a poplatky								
Ostatní provozní výnosy a náklady								
Odpisy	6 994	6 994	6 994	2 202	0	0	0	0
Daň z odvodu	3 177	3 214	3 253	219				
Provozní výsledek hospodaření	17 389	17 678	17 970	-1 804	613	609	604	599
Nákladové úroky	0	0	0	0	0	0	0	0
úroková míra p.a.	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Finanční výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0	0	0
Daň z příjmů	3 304	3 359	3 414	-343	116	116	115	114
sazba %	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Výsledek hospodaření	14 085	14 319	14 556	-1 462	496	493	489	485
EBITDA	24 383	24 672	24 964	397	613	609	604	599
EBITDA marže	84%	84%	84%	20%	30%	30%	29%	29%

3.1.6 Finanční plán rozvahy společnosti FVE 6 (v tis. Kč)

Rozvaha	10-12/2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Aktiva	117 716	113 725	110 383	107 665	105 574	104 112	105 326
Dlouhodobý majetek	114 106	107 112	100 118	93 124	86 130	79 136	72 142
Krátkodobé pohledávky	568	509	515	521	527	533	539
Krátkodobý finanční majetek	3 042	6 104	9 750	14 021	18 918	24 444	32 645
Závazky	76 157	63 133	50 135	37 138	24 140	11 143	223
Krátkodobé závazky	235	210	212	215	217	220	223
Dl. bankovní úvěry/ půjčky	75 923	62 923	49 923	36 923	23 923	10 923	0
Vlastní kapitál	41 558	50 592	60 248	70 528	81 434	92 970	105 103
Výsledek hospodaření	948	9 034	9 656	10 280	10 907	11 536	12 133
Ostatní položky VK	40 611	41 558	50 592	60 248	70 528	81 434	92 970

Rozvaha	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Aktiva	117 852	130 593	143 552	156 732	170 135	183 764	197 621
Dlouhodobý majetek	65 148	58 154	51 160	44 166	37 172	30 178	23 184
Krátkodobé pohledávky	546	552	559	565	572	579	586
Krátkodobý finanční majetek	52 158	71 887	91 834	112 001	132 391	153 007	173 851
Závazky	225	228	231	233	236	239	242
Krátkodobé závazky	225	228	231	233	236	239	242
Dl. bankovní úvěry/ půjčky	0	0	0	0	0	0	0
Vlastní kapitál	117 627	130 365	143 322	156 499	169 899	183 525	197 379
Výsledek hospodaření	12 523	12 739	12 957	13 177	13 400	13 626	13 854
Ostatní položky VK	105 103	117 627	130 365	143 322	156 499	169 899	183 525

Rozvaha	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Aktiva	211 709	226 031	240 590	238 894	239 391	239 884	240 374	240 859
Dlouhodobý majetek	16 190	9 196	2 202	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	593	600	607	41	41	42	42	43
Krátkodobý finanční majetek	194 926	216 235	237 781	238 853	239 350	239 842	240 331	240 816
Závazky	245	248	250	17	17	17	18	18
Krátkodobé závazky	245	248	250	17	17	17	18	18
Dl. bankovní úvěry/ půjčky	0	0	0	0	0	0	0	0
Vlastní kapitál	211 464	225 783	240 339	238 878	239 374	239 867	240 356	240 842
Výsledek hospodaření	14 085	14 319	14 556	-1 462	496	493	489	485
Ostatní položky VK	197 379	211 464	225 783	240 339	238 878	239 374	239 867	240 356

3.2 Výpočet volných peněžních toků

Pro vlastní hodnotu společnosti FVE 6 je zásadním ukazatelem jeho schopnost vytváření provozního zisku po dobu garantované výkupní ceny. Provozní zisk, resp. provozní peněžní tok je také základem použité metody ocenění. V jeho výpočtu je nutné odečíst investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti. Výsledkem je tzv. volné cash flow. Výpočet cash flow byl proveden dle následujícího vzorce:

Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi a odpisy (EBITDA)

(-) Upravená daň z příjmů

(-) Úroky z cizího kapitálu

(-) Investice do dlouhodobého majetku

(+/-) Změna krátkodobých pohledávek

(+/-) Změna krátkodobých závazků

(+/-) Změna dl. úvěrů/ půjček

= Volné cash flow pro vlastníky (FCFE)

Při použití metody ocenění v podobě metody DCF, variantě Equity, je kalkulován volný peněžní tok na úrovni pro vlastníky (FCFE).

Pro výpočet volného peněžního toku je nutné určit také výši daně z příjmů právnických osob. Ta byla znalcem určena jako násobek aktuální sazby daně z příjmů právnických osob (tato sazba byla využita i v dalších letech finančního plánu, neboť v současné době nic nenasvědčuje její změně).

Výpočet FCFE za jednotlivé roky plánu je uveden v následující tabulce (v tis. Kč):

SH FCFE	10-12/2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA	3 648	20 924	21 171	21 422	21 676	21 932	22 192
Daň	222	2 119	2 265	2 411	2 558	2 706	2 846
Nákladové úroky	749	2 777	2 257	1 737	1 217	697	218
Investice	0	0	0	0	0	0	0
Změna krátkodobých pohledávek	1 898	60	-6	-6	-6	-6	-6
Změna krátkodobých závazků	-258	-25	2	3	3	3	3
Změna dl. úvěrů/ půjček	0	-13 000	-13 000	-13 000	-13 000	-13 000	-10 923
FCFE	4 317	3 063	3 646	4 270	4 897	5 526	8 201

SH FCFE	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EBITDA	22 455	22 721	22 990	23 262	23 537	23 816	24 098
Daň	2 938	2 988	3 039	3 091	3 143	3 196	3 250
Nákladové úroky	0	0	0	0	0	0	0
Investice	0	0	0	0	0	0	0
Změna krátkodobých pohledávek	-6	-6	-7	-7	-7	-7	-7
Změna krátkodobých závazků	3	3	3	3	3	3	3
Změna dl. úvěrů/ půjček	0	0	0	0	0	0	0
FCFE	19 514	19 729	19 947	20 167	20 390	20 616	20 844

SH FCFE	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
EBITDA	24 383	24 672	24 964	397	613	609	604	599
Daň	3 304	3 359	3 414	-343	116	116	115	114

SH FCFE	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Nákladové úroky	0	0	0	0	0	0	0	0
Investice	0	0	0	0	0	0	0	0
Změna krátkodobých pohledávek	-7	-7	-7	566	0	0	0	-1
Změna krátkodobých závazků	3	3	3	-234	0	0	0	0
Změna dl. úvěrů/ půjček	0	0	0	0	0	0	0	0
FCFE	21 075	21 309	21 546	1 072	496	493	489	485

3.3 Kalkulovaná úroková míra pro metodu DCF

Při ocenění metodou DCF Equity se vychází z volných peněžních toků na úrovni vlastníků. Kalkulovaná úroková míra (nebo také diskontní míra) se proto stanovuje na úrovni nákladů vlastního kapitálu.

Náklady kapitálu se odvozují z příjmů, které investoři očekávají ze své investice do podniku, ze skutečnosti, že veškeré příjmy nebudou dosaženy okamžitě, ale až ve vzdálenějším období a z rizika, že dané příjmy nebudou dosaženy. Diskontní míra tedy zohledňuje faktory rizika a faktory času.

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu byl použit modifikovaný model oceňování kapitálových aktiv.

Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) je nejrozšířenějším způsobem stanovení nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích, a postupně se prosazuje i v německy mluvících zemích.

Modifikace CAPM vychází z následující rovnice:

$$n_{VK} = r_f + \beta \times RPT + RPZ + R1 + R2 + R3 + R4,$$

kde

n_{VK} = odhad nákladů vlastního kapitálu,

r_f = aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA,

β = odvětvové β přenesené z USA a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku,

RPT = riziková premie kapitálového trhu USA,

RPZ = riziková premie země – Česká republika,

R1 = přírážka pro malé společnosti,

- R2 = přirážka pro společnosti s nejasnou budoucností, které se vyznačují vysokým podílem tržní a účetní hodnoty vlastního kapitálu,
- R3 = přirážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů,
- R4 = další přirážky.

Jako bezriziková úroková míra byla pro plán použita aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA US Treasury Bonds 10yr (T.Bonds), která k 30.9.2014 činila 2,52 % p.a.

Koeficient beta β vyjadřuje úroveň jednotlivého papíru (akcie), a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Je-li $\beta = 1$, je riziko (v důsledku toho i premie za riziko dané akcie – tj. vlastního kapitálu podniku) na úrovni průměru kapitálového trhu jako celku. Pokud platí, že $\beta > 1$, pak je výnosová přirážka větší než průměrná premie za riziko na kapitálovém trhu a naopak. Riziko je v daném případě chápáno jako směrodatná odchylka výnosnosti daného cenného papíru od jeho průměrné výnosnosti.

Pro výpočet koeficientu β byla použita tzv. metoda analogie (odvozením od β podobných podniků, které jsou obchodovány na akciových trzích v USA). Koeficient β (nezadlužený), který vstupuje do výpočtu CAPM, byl stanoven na úrovni β (nezadlužený) pro odvětví Power ve výši 0,68, viz www.Damodaran.com.

Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost využívá v rámci své podnikatelské činnosti externího financování (úročený cizí kapitál), je nutné provést přepočtení β (nezadlužený) na β (zadlužený), pro konkrétní stav obchodního závodu, a to podle následujícího vzorce:

$$\beta \text{ (zadlužený)} = \beta \text{ (nezadlužený)} \times (1 + (1 - d) \times CK / VK),$$

kde:

CK = tržní hodnota úročeného cizího kapitálu vloženého do obchodního závodu,

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu.

Pozn.: ostatní použité symboly jsou v souladu s předchozím textem

V souladu s odbornou literaturou ([5] Mařík, M. a kol., str. 221-2) se při zjišťování rizikové premie kapitálového trhu USA vychází ze dvou základních veličin – průměrné výnosnosti kapitálového trhu USA a bezrizikové úrokové míry. Pro výpočet rizikové premie kapitálového trhu se doporučuje použít data za co nejdelší období. Proto jsou aplikovány údaje za roky 1928 až 2013 (průměrné výnosnosti jsou kalkulovány na úrovni geometrického průměru).

- Průměrná výnosnost kapitálového trhu USA – výnosnost akciového trhu USA v období 1928 až 2013 činí 9,55 % p.a.

- Bezriziková úroková míra – výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA T.Bonds za období 1928 až 2013 činí 4,93 % p.a.
- Výše popsaným způsobem byla stanovena riziková premie kapitálového trhu USA na 4,62 % p.a. Uvedené údaje byly získány ze serveru www.damodaran.com.

Ze stejného zdroje byla získána i výše rizikové premie země. Při jejím stanovení se vychází z ratingu konkrétní země (Česká republika dosáhla u agentury Moody's hodnocení A1). Riziko selhání země tak pro Českou republiku činí 1,05 %. Tato hodnota v sobě již zahrnuje rozdíl volatility akciového trhu a volatility trhu vládních dluhopisů (blíže viz www.damodaran.com, sekce Estimating Country Risk Premiums).

Jelikož je kalkulovaná úroková míra počítána z pohledu českého investora, je dále korigována o rozdíl v dlouhodobé prognózované inflaci mezi Českou republikou a USA. Tento rozdíl byl vzhledem k ekonomickým prognózám odhadnut následovně:

	30.9.2014	2015	2016	2017	2018	2019 - 2035
Inflace ČR	0,60%	1,70%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Inflace USA	1,60%	2,00%	2,10%	2,20%	2,30%	2,00%
Rozdíl v inflaci	-1,00%	-0,30%	-0,10%	-0,20%	-0,30%	0,00%

Zdroj: Makroekonomická predikce České republiky – červenec 2014, inflační cíl - Česká národní banky z ledna 2010, Analytical Perspectives – Budget of the United States Government – Fiscal Year 2015

V období let 2019 až 2035 se uvažuje inflační diferenciál ve výši 0 %, jelikož se dá očekávat, že v dlouhém období budou odhady inflace ČR a USA konvergovat.

V souladu s výše uvedenou metodikou byla aplikována specifická přírážka za riziko změny legislativy ve výši 5 %.

V případě přírážky za riziko změny legislativy se jedná o významné riziko zavedení vyššího odvodu z elektřiny ze slunečního záření v dalších letech.

Výpočet nákladů vlastního kapitálu je uveden v následující tabulce:

	30.9.2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 - 2035
Bezriziková sazba	2,52%	2,52%	2,52%	2,52%	2,52%	2,52%	2,52%
Riziková premie	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%
Beta nezadlužená	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68
Beta zadlužená	1,22	1,13	1,03	0,94	0,85	0,76	0,68
Riziková premie země	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Rozdíl v inflaci	-1,00%	-0,30%	-0,10%	-0,20%	-0,30%	0,00%	0,00%
Specifické přírážky - riziko změny legislativy	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Náklady vlastního kapitálu	13,20%	13,47%	13,25%	12,72%	12,19%	12,07%	11,71%

3.4 Hodnota netto podnikatelské činnosti

Hodnota netto společnosti FVE se zjistí jako součet predikovaných volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE) diskontovaných na současnou hodnotu k datu ocenění. Volný peněžní tok pro vlastníky za jednotlivé roky plánu byl stanoven v Kapitole 3.2. a kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu v Kapitole 3.3. tohoto znaleckého posudku. Následující tabulky zachycují převod volného cash flow na současnou hodnotu k 30.9.2014 (v tis. Kč).

SH FCFE	10-12/2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
FCFE	4 317	3 063	3 646	4 270	4 897	5 526	8 201
nVK	13,20%	13,47%	13,25%	12,72%	12,19%	12,07%	11,71%
Diskontní faktor	0,968	0,853	0,753	0,668	0,596	0,532	0,476
Současná hodnota FCFE	4 179	2 613	2 747	2 854	2 917	2 937	3 902

SH FCFE	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
FCFE	19 514	19 729	19 947	20 167	20 390	20 616	20 844
nVK	11,71%	11,71%	11,71%	11,71%	11,71%	11,71%	11,71%
Diskontní faktor	0,426	0,381	0,341	0,306	0,273	0,245	0,219
Současná hodnota FCFE	8 312	7 522	6 808	6 162	5 577	5 047	4 568

SH FCFE	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
FCFE	21 075	21 309	21 546	1 072	496	493	489	485
nVK	11,71%	11,71%	11,71%	11,71%	11,71%	11,71%	11,71%	11,71%
Diskontní faktor	0,196	0,176	0,157	0,141	0,126	0,113	0,101	0,090
Současná hodnota FCFE	4 135	3 742	3 387	151	62	56	49	44

Současná hodnota volných peněžních toků za období 1.10.2014 do 31.12.2014 a roky 2015 až 2035 k datu 30.9.2014 činí 77 772 tis. Kč.

3.5 Provozně nepotřebný majetek

Provozně nepotřebný majetek se oceňuje samostatně a následně přičítá k hodnotě netto.

Po konzultacích s managementem společnosti nebylo s případným provozně nepotřebným majetkem kalkulováno.

4 Výsledná hodnota stanovená metodou DCF Equity

Výsledná hodnota se stanoví jako součet hodnoty netto podnikatelské činnosti a hodnoty provozně nepotřebného majetku.

**VÝSLEDNÁ HODNOTA ČISTÉHO OBCHODNÍHO JMĚNÍ SPOLEČNOSTI FVE 6 ODHADNUTÁ
METODOU DCF, VARIANTOU EQUITY, ČINÍ K 30.9.2014 PO ZAOKROUHLENÍ**

77 772 000 Kč.

Příloha č. 7

Ocenění společnosti ČSAD Havířov

(26 stran)

1 Ocenění jmění společnosti ČSAD Havířov

1.1 Identifikační údaje společnosti ČSAD Havířov

Obchodní firma	ČSAD Havířov a.s.
Sídlo	Těšínská 1297/2b, Podlesí, 736 01 Havířov
Identifikační číslo	451 92 081
Právní forma	Akciová společnost
Rejstříkový soud	Krajský soud v Ostravě
Oddíl – vložka	Oddíl B, vložka 369
Den zápisu do obchodního rejstříku	30. dubna 1992
Základní kapitál	152 185 000 Kč
Statutární orgán – představenstvo	TOMÁŠ VAVŘÍK, dat. nar. 15. února 1972 ROMAN VÝVODA, dat. nar. 27. února 1967 Ing. BARBORA WEISSOVÁ, dat. nar. 27. května 1968

Struktura společníků

Jediným akcionářem společnosti ČSAD Havířov s podílem vyšším než 20 % je k datu ocenění společnost CIDEM s podílem 86,59 %.

Podnikatelská činnost

Společnost ČSAD Havířov byla založena dne 25.4.1992 na základě prohlášení Fondu národního majetku České republiky o založení akciové společnosti dle § 172 obchodního zákoníku sepsaným ve formě notářského zápisu Státního notářství pro Prahu 7 a vznikla dne 30.4.1992, kdy byla zapsána do obchodního rejstříku. V roce 1997 došlo k začlenění do skupiny obchodních, dopravních a výrobních firem sdružených kolem společnosti CIDEM Hranice, a.s.

Podle výpisu z obchodního rejstříku byly k datu ocenění předmětem podnikání společnosti následující činnosti:

- opravy karosérií,
- provozování cestovní kanceláře,
- provozování čerpacích stanic s palivy a mazivy,
- zámečnictví,
- silniční motorová doprava osobní,

TPA Horwath Valuation Services s.r.o.

140 00 Praha 4, Antala Staška 2027/79, Tel.: +420 222 826 211, Fax: +420 222 826 312, E-Mail: valuation@tpa-horwath.cz, www.tpa-horwath.cz
IČO: 25507796, Městský soud v Praze, spisová zn. C.151055

Albánie | Bulharsko | Česká republika | Chorvatsko | Maďarsko | Polsko | Rakousko | Rumunsko | Slovensko | Slovinsko | Srbsko

Člen Crowe Horwath International (Curych) – asociace nezávislých účetních a ekonomických poradců

- pronájem a půjčování věcí movitých,
- zprostředkování služeb,
- testování, měření a analýzy,
- opravy silničních vozidel a jejich příslušenství,
- zpracování gumárenských směsí,
- velkoobchod,
- maloobchod tabákovými výrobky,
- specializovaný maloobchod,
- maloobchod motorovými vozidly a jejich příslušenstvím,
- skladování zboží a manipulace s nákladem,
- výroba čalounických výrobků,
- nákup, prodej a skladování paliv a maziv včetně jejich dovozu s výjimkou výhradního nákupu, prodeje a skladování paliv a maziv ve spotřebitelském balení do 50 kg na jeden kus balení;
- velkoobchod;
- přípravné práce pro stavby,
- hostinská činnost,
- nákup, prodej a skladování zkapalněných uhlovodíkových plynů v tlakových nádobách
 - a) nad 1000 kg skladovací kapacity
 - b) nad 40 kg náplně tlakové nádoby
 - c) do 40 kg náplně tlakové nádoby a do 1000 kg skladovací kapacity včetně;
- realitní činnost,
- nakládání s odpady (vyjma nebezpečných),
- podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady,
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence;
- činnost technických poradců v oblasti bezpečnosti práce, vodního hospodářství, ochrany ovzduší, odpadového hospodářství a ekologie;
- činnost podnikatelských, finančních, organizačních a ekonomických poradců;
- poskytování služeb v oblasti bezpečnosti a ochrany zdraví při práci,
- technicko-organizační činnost v oblasti požární ochrany,
- služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy,
- montáž, opravy, revize a zkoušky plynových zařízení a plnění nádob plyny.

1.2 Makroekonomická analýza České republiky

Makroekonomická analýza, ze které v některých bodech vychází a odkazuje tento znalecký posudek, byla zveřejněna v rámci dokumentu Makroekonomická predikce České republiky vydaného Ministerstvem financí České republiky v červenci 2014 (uzávěrka datových zdrojů byla k 4.7.2014). Tato makroekonomická analýza je k dispozici na oficiálních internetových stránkách MF na <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce>.

1.3 Strategická analýza

V případě ocenění společnosti ČSAD Havířov bude strategická analýza sloužit primárně k ověření splnění principu neomezené doby trvání podniku (going concern). Vzhledem ke zvolené metodě ocenění (blíže viz Kapitola 2) není potřebné, aby Znalecký ústav odhadoval budoucí tržby ani tržní podíl.

1.3.1 Analýza vnějšího potenciálu

V rámci analýzy vnějšího potenciálu bude vymezen relevantní trh (odvětví), na kterém oceňovaný obchodní závod operuje.

Hlavními činnostmi společnosti je provozování silniční osobní a nákladní dopravy, okrajovými činnostmi je poskytování servisně opravárenských služeb, skladování a služeb cestovní kanceláře.

Provoz osobní dopravy v Havířově zajišťuje formou veřejné linkové osobní dopravy přepravu cestujících mezi Havířovem, Karvinou, Orlovou, Ostravou, Bohumínem a Frýdkem – Místkem včetně nácestných obcí. Dále je zajišťována komplexně městská autobusová doprava v Havířově a přilehlých obcích.

Činnost nákladní dopravy je orientována především na vnitrostátní silniční dopravu, přepravu technických plynů v cisternách a ostatní služby.

Další činností společnosti je provádění komplexních opravárenských služeb jak pro vlastní dopravní prostředky, tak i na zakázku pro vozidla cizích dopravců, které zahrnují údržbu, opravy a servisní služby nákladních vozidel, užitkových vozidel, autobusů, opravy přívěsů, návěsů, speciálních a osobních vozidel.

Společnost dále nabízí obchodně technické služby, v rámci kterých poskytuje veškeré služby v rámci koncesních listin a živnostenských listů.

Služby cestovní kanceláře zahrnují nejen realizaci vlastních zájezdů s využitím vlastních zájezdových autobusů, ale i provizní prodeje zájezdů ostatních cestovních kanceláří.

Pro dosažení komplexní nabídky služeb jsou provozovány vlastní sklady v Havířově a Karviné.

Na základě těchto skutečností oceňovanou společnost řadíme podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE do tříd 49.31 Městská a příměstská pozemní doprava, 49.39 Ostatní pozemní osobní doprava a 49.41 Silniční nákladní doprava.

1.3.1.1 Charakteristika a vývoj v odvětví osobní silniční dopravy

Veřejná hromadná doprava osob se v žádné vyspělé zemi neobejde bez veřejné podpory. Smlouvy o závazcích veřejné služby jsou uzavírány v případech, kdy není možné zajistit požadovanou obsluhu území na komerčním základě a kdy je provozování veřejné dopravy ve veřejném zájmu. Veřejné finance umožňují existenci veřejné dopravy jako funkční sítě.

Ceny veřejné linkové osobní vnitrostátní autobusové dopravy a dopravy osob městské hromadné a příměstské provozované v rámci městské hromadné dopravy jsou regulovány státem dle zákona č. 526/1990 Sb. o cenách ve znění zákona č. 403/2009 Sb. Seznam zboží s regulovanými cenami vydává ministerstvo financí jako své cenové rozhodnutí podle § 10 zákona č. 526/2009 Sb., o cenách, formou výměrů publikovaných v Cenovém věstníku. Aktuálním výměrem je Výměr MF č. 13/2013. Podmínky regulace jsou stanoveny v jednotlivých bodech tohoto výměru týkajících se výše uvedených činností a v přílohách č. 2 a 6.

Regulace věcným usměrňováním znamená mimo jiné i to, že dopravci jsou povinni poskytovat slevy pro určité kategorie cestujících. Každoročně jsou také výměrem upravovány ceny pro propočet plného (obyčejného) věcně usměrňovaného jízdného.

Veřejná linková doprava není tedy příliš rentabilní činností a musí být dotována, na druhou stranu je její provoz ve veřejném zájmu, a lze tedy očekávat určitou stabilitu hospodaření v této činnosti. Základní formou podpory veřejné dopravy je v České republice úhrada prokazatelné ztráty krajem, obcemi nebo státem. Hlavním deklarovaným cílem je podpora služeb obecného hospodářského zájmu (bezpečnosti a spolehlivosti veřejné dopravy) s ohledem na zvýšení ochrany životního prostředí, sekundárním cílem podpora přístupnosti vozidel veřejné dopravy pro osoby se sníženou schopností pohybu a orientace.

Dotace na obnovu vozového parku pro veřejnou dopravu je v České republice další z forem, kterými stát dotuje veřejnou dopravu. Podpora obnovy vozového parku je účelově vázanou systémovou investiční dotací. V roce 2013 společnost získala investiční dotace od Ministerstva dopravy a Ministerstva průmyslu ČR.

V červnu roku 2013 byla vládou ČR schválena Dopravní politika ČR pro období 2014 – 2020 s výhledem do roku 2050. Jednou z priorit politiky je snižování dopadu dopravy na zdraví a životní prostředí, dále patří mezi cíle politiky rozvoj dopravní infrastruktury, zvýšení bezpečnosti dopravy, vyšší využití moderní technologie a snížení energetické náročnosti dopravy. Zásadním východiskem pro politiku je Bílá kniha – Plán jednotného evropského dopravního prostoru – vytvoření konkurenceschopného dopravního systému účinně využívajícího zdroje, což je nová evropská dopravní politika na období 2012 – 2020 s výhledem do roku 2050.

Vývoj celkových přepravních výkonů v roce 2013 stagnoval, zaznamenan byl pouze nevýrazný meziroční nárůst o 0,2 %. Podíl veřejné dopravy na celkových přepravních výkonech pozemní

dopravy se v letech 2007 – 2013 zvýšil o 3,6 % na 33,7 %, přičemž v roce 2010 činil 33,1 %. To je velmi pozitivní z pohledu zastavení individualizace dopravy typické pro 90. léta minulého století. Tato skutečnost je z pohledu snižování vlivu dopravy na životní prostředí a zdraví obyvatel pozitivní, neboť veřejná doprava je přepravně efektivnější a méně zatěžuje životní prostředí ve srovnání s individuální automobilovou dopravou.

Pro analýzu vývoje výstupů (výkonů) odvětví osobní dopravy ve fyzických jednotkách použijeme ukazatel počet přepravených osob za rok. Vývoj tohoto ukazatele za minulost znázorňují následující tabulky.

Autobusová doprava	2005	2009	2010	2011	2012	2013
Přepravené osoby celkem (tis. osob)	388 261	367 648	372 548	364 616	344 888	337 978

Zdroj: Ročenka dopravy České republiky 2013

Přeprava cestujících MHD	2005	2009	2010	2011	2012	2013
Přeprava cestujících celkem (mil. osob)	2 269	2 262	2 260	2 139	2 274	2 173

Zdroj: Ročenka dopravy České republiky 2013

Přepravní výkony v autobusové dopravě od roku 2010 mírně klesají, v přepravě cestujících městskou hromadnou dopravou se dlouhodobě udržují na úrovni okolo 2 200 mil. osob.

1.3.1.2 Charakteristika a vývoj v odvětví nákladní silniční dopravy

Nákladní doprava je faktorem výrazně ovlivňujícím konkurenceschopnost české ekonomiky v EU. Dopravní, distribuční a logistické procesy jsou jedním z důležitých aspektů této konkurenceschopnosti, a proto budou veřejným sektorem podporovány. V Nařízení Rady (EHS) č.1107/70 ze dne 4. června 1970, o poskytování podpor dopravě po železnici, silnici a vnitrozemských vodních cestách, ve znění pozdějších předpisů, se v článku 3 uvádí, že členské státy mohou podporovat rozvoj kombinovaných přeprav investiční pomocí pro infrastrukturu kombinované dopravy (překladiště), pevná a mobilní zařízení pro překládku a speciální zařízení určená pouze pro kombinovanou přepravu.

Objem přepravených věcí v silniční nákladní dopravě v roce 2013 vykázal mírný nárůst oproti roku 2012 a dostal se na přibližnou úroveň z roku 2011. Celkově objem přepravených věcí v silniční nákladní dopravě vykazuje dlouhodobý pokles, nárůst v roce 2013 byl vůbec první po několika letech.

Silniční nákladní doprava	2005	2009	2010	2011	2012	2013
Přeprava věcí celkem (tis. tun)	423 598	325 052	301 453	288 581	281 398	289 146

Zdroj: Ročenka dopravy České republiky 2013

Pro analýzu vývoje výstupů (výkonů) odvětví ve fyzických jednotkách za minulost použijeme ukazatel tun kilometr (zkratka: tkm). Ukazatel tun kilometrů dostaneme, když vynásobíme počet najetých kilometrů a počet přepravených tun nákladu. Vývoj tohoto ukazatele ukazuje níže uvedená tabulka.

Silniční nákladní doprava	2005	2009	2010	2011	2012	2013
Přepravní výkon celkem (mil. tkm)	43 447	44 954	51 832	54 830	51 228	54 893

Zdroj: Ročenka dopravy České republiky 2013

Z tabulky je zřejmé, že výkony v silniční nákladní dopravě dosáhly od roku 2005 nejvyšší hodnoty. Po slabém roce 2009 následoval v roce 2010 a 2011 růst, v roce 2012 došlo k poklesu na úroveň roku 2010 a v roce 2013 opět došlo k nárůstu na úroveň z roku 2011.

Pro pohled na vývoj cen za minulost použijeme index cen tržních služeb.

Indexy cen nákladní dopravy, skladování a cen za poštovní a kurýrní služby (průměr roku 2005 = 100)									
Kód		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
49-51	Nákladní doprava celkem	101,9	105,7	109,1	103,7	103,5	105,5	106,4	103,6
4941	Silniční nákladní doprava	102,3	106,7	110,6	103,5	103,2	105,7	106,6	105,7

Zdroj: Český statistický úřad

Z údajů o cenách v nákladní dopravě vyplývá skutečnost, že po roce 2008, kdy propukla ekonomická krize, byli dopravci nuceni snížit ceny pro udržení konkurenceschopnosti. V roce 2011 došlo k mírnému zvýšení cen v nákladní dopravě, tento nárůst pokračoval i v roce 2012, nedostal se však na úroveň z roku 2008. V roce 2013 došlo opět k poklesu. Podobný vývoj je zřetelný také u silniční nákladní dopravy s tím rozdílem, že v roce 2013 došlo k mírnějšímu poklesu, nežli u nákladní dopravy.

Podnikatelské prostředí v oblasti nákladní dopravy je dnes poměrně nestabilní. Nestabilita byla způsobena prudkým oslabováním kurzu koruny a růstem cen pohonných hmot. Zákazníci na tento pokles eurových příjmů a navýšení nákladových položek nereagovali adekvátním navýšením cen, důsledkem čehož je dnes podnikání s velkou mírou rizika a minimální ziskovostí. Většina dopravců z nákladní dopravy vykazuje průběžnou ztrátu, kterou se snaží dorovnávat jinými podnikatelskými aktivitami, které souvisí více či méně s dopravou. Nicméně toto období je pouze přechodné a dá se očekávat postupné navyšování tržeb za dopravu a vyrovnané hospodaření. Obecně je však tento obor ve velké recesi, která je navíc umocňována nesolidním podnikatelským prostředím a vysokou mírou konkurence.

1.3.2 Analýza vnitřního potenciálu

V rámci analýzy vnitřního potenciálu je zkoumán relevantní trh, konkurence a postavení společnosti na relevantním trhu.

1.3.2.1 Konkurence

V oblasti veřejné vnitrostátní pravidelné autobusové dopravy se pohybuje mnoho konkurenčních subjektů a jednotlivé kraje vypisují tendry na zabezpečení těchto služeb, kde si navzájem jednotliví

dopravci konkurují. Nejsilnějším konkurentem je mezinárodní společnost ARRIVA MORAVA (součást holdingu ARRIVA TRANSPORT ČESKÁ REPUBLIKA a.s.), která provozuje autobusovou dopravu v Moravskoslezském (Ostrava, Nový Jičín, Bruntál, Třinec a Český Těšín) a Olomouckém kraji (Olomouc, Přerov, Šumperk a Jeseník).

V oblasti městské hromadné dopravy je konkurence omezená, provozuje ji v každém městě většinou pouze jeden subjekt.

Mezi konkurenty společnosti v oblasti nákladní dopravy patří všechny dopravní společnosti, které disponují moderním dopravním parkem a mají dobrou pověst na dopravním trhu. Díky širokému záběru v oblasti kamionové dopravy (přepravy z různých regionů celé ČR) není možno jako konkurenci označit pouze dopravce z regionu Moravskoslezského kraje, ale prakticky z celé republiky. K tomu navíc přistupuje konkurence ze zemí východní Evropy, která se v budoucnu bude snažit více prosadit na českém trhu.

1.3.2.2 Dodavatelé

Nejvýznamnějšími dodavateli jsou dodavatelé nafty, dodavatelé dopravní techniky a leasingové společnosti. Díky velikosti společnosti je vyjednávací pozice velmi dobrá, jelikož je možno ve velkém uplatnit množstevní slevy nebo slevy pro konkrétního zákazníka na základě dlouhodobé spolupráce. Vývoj nákladů je však určován zejména cenou ropy na světových trzích, kurzem koruny a celkovou inflací ve společnosti – tedy neovlivnitelnými skutečnostmi z pozice firmy. Obecně je možno očekávat růst celkových nákladů v budoucnosti.

1.3.2.3 Citlivost na sezónní a cyklické faktory

Obor nákladní dopravy je typický svojí závislostí na dopravních potřebách výrobců, a proto je sezónnost závislá na jejich požadavcích. Obecně je možno konstatovat, že výrazný pokles je v období počátku roku, dále v letních měsících (zejména srpen) a poslední dva týdny v roce. Naopak výrazný nárůst zájmu o dopravu je v měsících září – listopad a první polovina prosince. Sezónní výkyvy v městské hromadné dopravě mají obdobný průběh jako v železniční i autobusové dopravě, cestující nejméně využívají městskou hromadnou dopravu v letních měsících, kdy jsou prázdniny, dovolené a navíc v tomto období lidé více využívají i cyklistickou dopravu. V dalších čtvrtletích není rozdíl ve využívání MHD tak velký, i když se dá ve 4. čtvrtletí, tedy v době sychravého počasí, vyzorovat mírný nárůst.

1.3.3 Závěr strategické analýzy

Společnost ČSAD Havířov podniká v několika segmentech trhu a její činnosti jsou diverzifikované. Regulovaná odvětví, jako je poskytování služeb linkové dopravy a městské hromadné dopravy

v Havířově nejsou příliš rentabilní, na druhou stranu existuje veřejný zájem dopravní obslužnost zachovat, a proto lze očekávat poměrně stabilní výsledky z těchto činností (po zahrnutí dotace krajů a obcí na krytí prokazatelné ztráty). Problémem v této souvislosti je fakt, že objem dotací na zabezpečení dopravní obslužnosti v pravidelné osobní dopravě často nestačí na pokrytí nákladů.

Silniční nákladní doprava je velmi cyklickým a málo rentabilním odvětvím, avšak z dostupných dat lze vyzorovat postupné oživení tohoto sektoru. Servisní služby jsou závislé na míře nutnosti oprav vlastních autobusů, jejichž průměrný stav je v současnosti pravděpodobně poměrně uspokojivý (společnost navíc čerpala dotace na pořízení nových autobusů z ROP Moravskoslezsko v letech 2011 – 2013), a především na vývoji hospodářské situace a poptávky po těchto službách na trhu.

Z minulých výsledků společnosti lze usuzovat o značné stabilitě výsledků společnosti, a i přes nepříliš dobré vyhlídky na relevantních trzích lze předpokládat ziskové fungování společnosti do budoucna.

1.4 Analýza finančního zdraví společnosti (finanční analýza)

1.4.1 Účetní výkazy – přehled

1.4.1.1 Účetní závěrky za roky 2009 až 2013 a účetní výkazy za období 1.1. – 30.9.2014

Účetní závěrky společnosti ČSAD Havířov za roky 2009 až 2013 byly ověřeny auditorskou společností FINAUDIT s.r.o. zapsanou v seznamu auditorů u Komory auditorů pod oprávněním číslo 154. Ve všech případech byl vydán výrok bez výhrad. Účetní výkazy za období od 1.1.2014 do 30.9.2014 nebyly ověřeny auditorem.

1.4.1.2 Přehled majetku

Přehled hlavních položek majetku společnosti v letech 2009 – 2013 k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
AKTIVA CELKEM	511 110	515 829	506 830	514 596	617 510	541 152
B. Dlouhodobý majetek	395 886	402 366	381 568	371 457	376 116	351 909
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	4 971	4 624	7 102	4 250	1 979	648
3. Software	0	816	966	4 250	1 979	648
7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	4 971	3 808	6 136	0	0	0
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	288 417	295 008	271 732	264 473	272 928	250 052
B.II.1 Pozemky	53 420	53 420	53 420	53 420	53 420	53 421
2. Stavby	73 254	75 010	78 005	75 841	73 767	69 474
3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	155 309	161 598	136 916	131 948	142 279	119 022
7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	6 434	4 980	257	130	179	4 853
8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	3 134	3 134	3 283	3 282
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	102 498	102 734	102 734	102 734	101 209	101 209
B.III. 1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	102 498	102 734	102 734	102 734	100 709	100 709
2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	500	500
C. Oběžná aktiva	114 501	113 081	124 090	142 595	240 619	189 129
C.I. Zásoby	24 428	25 304	29 522	31 376	28 347	28 053
C.I.1. Materiál	23 962	25 016	29 283	29 625	26 699	26 653
3. Výrobky	0	0	0	1 304	1 237	1 339

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
5. Zboží	466	288	239	447	411	61
C.II. Dlouhodobé pohledávky	50	50	0	0	0	0
5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	50	50	0	0	0	0
C.III. Krátkodobé pohledávky	66 595	67 148	59 969	39 354	121 107	41 411
C.III. 1. Pohledávky z obchodních vztahů	64 104	58 610	41 425	34 055	35 249	32 444
2. Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0	0	15 181	0	81 786	0
6. Stát - daňové pohledávky	836	4 487	1 122	0	1 606	5 680
7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	486	1 492	445	2 354	1 357	1 452
8. Dohadné účty aktivní	205	1 986	1 220	2 401	232	1 459
9. Jiné pohledávky	964	573	576	544	877	377
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	23 428	20 579	34 599	71 865	91 165	119 665
C.IV. 1. Peníze	1 951	1 560	2 042	1 961	1 777	2 189
2. Účty v bankách	21 477	19 019	32 557	69 904	89 388	117 476
D.I. Časové rozlišení	723	382	1 172	544	775	114
D.I. 1. Náklady příštích období	306	353	490	177	284	114
3. Příjmy příštích období	417	29	682	367	491	0

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Havířov za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014

Nejvýznamnější položku aktiv tvoří dlouhodobý hmotný majetek, tvořený zejména dopravními prostředky. Další významnou položkou je dlouhodobý finanční majetek, který je tvořen 100 % podílem ve společnosti ČSAD Karviná a 25 % podílem ve společnosti BUS MANAGEMENT.

1.4.2 Zdroje financování majetku

Přehled zdrojů financování majetku společnosti v letech 2009 – 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
PASIVA CELKEM	511 110	515 829	506 830	514 596	617 510	541 152
A. Vlastní kapitál	410 054	422 849	436 468	445 732	419 513	454 317
A.I. Základní kapitál	152 185	152 185	152 185	152 185	152 185	152 185
A.I.1. Základní kapitál	152 185	152 185	152 185	152 185	152 185	152 185
A.II. Kapitálové fondy	39 776	39 776	39 776	39 776	39 776	39 776
2. Ostatní kapitálové fondy	39 776	39 776	39 776	39 776	39 776	39 776
A.III. Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	31 017	31 017	51 017	62 604	90 710	90 710
A.III. 1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	31 017	31 017	31 017	31 017	31 017	31 017
Statutární a ostatní fondy	0	0	20 000	31 587	59 693	59 693

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
2.						
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	148 936	168 053	168 076	152 380	0	668
A.IV. 1. Nerozdělený zisk minulých let	148 936	168 053	168 076	152 380	0	668
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období /+/-/	38 140	31 818	25 414	38 787	136 842	170 978
B. Cizí zdroje	84 530	78 704	58 381	58 575	188 986	78 760
B.I. Rezervy	3 736	1 074	1 074	1 037	1 062	1 062
B.I.1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů	2 400	0	0	0	0	0
4. Ostatní rezervy	1 336	1 074	1 074	1 037	1 062	1 062
B.II. Dlouhodobé závazky	19 987	22 863	20 655	20 056	19 950	19 950
10. Odložený daňový závazek	19 987	22 863	20 655	20 056	19 950	19 950
B.III. Krátkodobé závazky	60 807	54 767	36 652	37 482	167 974	57 748
B.III. 1. Závazky z obchodních vztahů	21 847	28 784	14 253	11 191	17 126	21 650
2. Závazky - ovládající a řídící osoba	10 000	10 000	0	0	0	0
4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	634	681	952	1 664	128 621	4 942
5. Závazky k zaměstnancům	14 912	7 117	6 762	9 992	7 393	6 815
6. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	3 461	4 029	3 474	3 789	4 022	3 559
7. Stát - daňové závazky a dotace	2 143	-2 860	3 350	3 267	3 870	13 792
8. Krátkodobé přijaté zálohy	2 718	3 056	4 293	2 913	3 095	3 079
10. Dohadné účty pasivní	4 893	3 542	2 876	3 928	3 112	3 455
11. Jiné závazky	199	418	692	738	735	455
C.I. Časové rozlišení	16 526	14 276	11 981	10 290	9 011	8 075
C.I.1. Výdaje příštích období	212	273	199	453	1 090	327
2. Výnosy příštích období	16 314	14 003	11 782	9 837	7 921	7 748

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Havířov za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1. do 30.9.2014

Nejvýznamnějším zdrojem financování činnosti společnosti je vlastní kapitál.

1.4.3 Vývoj hospodaření

Hlavní položky výkazu zisku a ztráty oceňované společností v letech 2009 – 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Tržby za prodej zboží	5 319	4 418	6 427	4 479	5 005	3 104
Náklady vynaložené na prodané zboží	4 466	3 610	4 360	3 645	3 825	2 597
Obchodní marže	853	808	2 067	834	1 180	507
Výkony	313 607	329 920	304 580	285 080	282 795	202 152

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	312 536	328 713	303 032	283 144	281 237	202 028
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	731	-67	102
Aktivace	1 071	1 207	1 548	1 205	1 625	22
Výkonová spotřeba	162 161	180 220	173 017	159 395	160 239	106 719
Spotřeba materiálu a energie	120 923	137 606	137 650	127 035	124 616	83 332
Služby	41 238	42 614	35 367	32 360	35 623	23 387
Přidaná hodnota	152 299	150 508	133 630	126 519	123 736	95 940
Osobní náklady	139 487	134 112	135 821	137 398	132 747	103 658
Mzdové náklady	103 696	97 057	97 628	100 325	95 657	75 842
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	701	720	1 380	720	720	270
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	32 765	34 069	33 804	33 429	33 386	25 238
Sociální náklady	2 325	2 266	3 009	2 924	2 984	2 307
Daně a poplatky	16 574	19 005	13 745	8 929	9 444	6 905
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	40 112	46 680	45 489	48 201	46 744	33 713
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	68 038	69 816	86 941	45 007	40 649	39 672
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	2 357	878	25 030	937	2 681	2 674
Tržby z prodeje materiálu	65 681	68 938	61 911	44 070	37 968	36 998
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	62 114	66 112	81 421	41 386	37 512	36 952
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	1 089	1 002	23 149	4	1 782	1 944
Prodaný materiál	61 025	65 110	58 272	41 382	35 730	35 008
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-244	-2 299	5 088	-75	173	0
Ostatní provozní výnosy	91 121	90 202	101 344	106 631	108 878	81 439
Ostatní provozní náklady	7 116	7 316	8 924	5 883	3 432	2 585
Provozní výsledek hospodaření	46 299	39 600	31 427	36 435	43 211	33 238
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	9 704	0
Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	25	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	8 750	91 153	137 500
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	8 750	91 153	137 500
Výnosové úroky	617	687	276	647	612	391
Nákladové úroky	341	249	189	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	1 741	593	890	418	665	102
Ostatní finanční náklady	1 924	1 841	837	722	686	175
Finanční výsledek hospodaření	93	-810	140	9 093	101 423	137 818
Daň z příjmů za běžnou činnost	8 252	6 972	6 153	6 741	7 792	78
- splatná	6 983	4 097	8 361	7 340	7 898	78
- odložená	1 269	2 875	-2 208	-599	-106	0
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	38 140	31 818	25 414	38 787	136 842	170 978
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	38 140	31 818	25 414	38 787	136 842	170 978

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Výsledek hospodaření před zdaněním	46 392	38 790	31 567	45 528	144 634	171 056

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Havířov za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1. do 30.9.2014

Položky tržby z prodeje materiálu a prodaný materiál představují tržby z prodeje pohonných hmot, olejů, maziv, náhradních dílů, technických plynů a pneumatik v rámci servisní činnosti. Ostatní provozní výnosy představují dotace kraje a obcí na krytí prokazatelné ztráty a dotace EU.

1.4.4 Účetní výkazy – vertikální a horizontální analýza

Vertikální analýzou se hodnotí podíl jednotlivých položek na vybrané vztahové veličině – u položek aktiv a pasiv se jedná o bilanční sumu a u položek výkazu zisku a ztráty byla zvolena za vztahovou veličinu položka Tržby za prodej zboží plus Výkony.

Horizontální analýza vyjadřuje meziroční tempa růstu/poklesu jednotlivých položek účetních výkazů v procentním vyjádření.

Horizontální analýza účetních výkazů mezi obdobím končícím 30. 9. 2014 a předchozím rokem není u většiny položek vypovídající vzhledem k poměřování zůstatků jednotlivých položek rozvahy k různým datům (30.9. oproti 31.12.). Tokové veličiny výkazu zisku a ztráty a poměrové ukazatele poměřující tokové a stavové ukazatele (např. ukazatele rentability aktiv, vlastního kapitálu atd.) jsou taktéž nesrovnatelné z důvodu kratší délky období (9 měsíců oproti 12 měsícům), než je standardní fiskální rok.

1.4.4.1 Horizontální analýza účetních výkazů

Z horizontální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- bilanční suma byla ve sledovaném období stabilní, pouze mezi lety 2012 a 2013 došlo k jejímu nárůstu o 20%, což bylo způsobeno nárůstem oběžných aktiv, zejména krátkodobých pohledávek za ovládající a řídicí osobou;
- na straně pasiv došlo mezi roky 2012 a 2013 k nárůstu cizích zdrojů způsobenému zvýšením krátkodobých závazků ke společníkům, členům družstva a jiným účastníkům sdružení;
- mezi lety 2009 až 2011 docházelo k poklesu provozního výsledku hospodaření, v letech 2011 až 2013 naopak provozní výsledek hospodaření vykazoval nárůst.

1.4.4.2 Vertikální analýza účetních výkazů

Z vertikální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- podíl dlouhodobého majetku na aktivech ve sledovaném období klesal ze 77 % na 72 % v roce 2012 a v roce 2013 klesl přibližně na úroveň 60 %. Podíl oběžného majetku se mírně zvyšoval, a to z podílu 22 % na 28 % v roce 2012 a na úroveň 39 % v roce 2013;
- nejvýznamnější podíl na celkových pasivech má vlastní kapitál. Jeho podíl ve sledovaném období postupně rostl z 80 % na 86 %, což bylo způsobeno zejména kumulací zisků, ovšem v roce 2013 jeho podíl poklesl na úroveň 68 %;
- ve výkazu zisku a ztrát tvoří největší část nákladů výkonová spotřeba, která se poměrně stabilně udržuje po celé sledované období na úrovni 50 - 55 %, a dále pak osobní náklady, které se ve sledovaném období pohybují na úrovni 40 - 47 %.

1.4.5 Poměrové ukazatele

Způsob výpočtu jednotlivých poměrových ukazatelů je uveden v Příloze č. 1 tohoto znaleckého posudku.

1.4.5.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability (ziskovosti) slouží k analýze efektivnosti využívání prostředků vložených do společnosti.

Rentabilita (výnosnost)	2009	2010	2011	2012	2013
ROA - Rentabilita celkových aktiv	7,52%	6,21%	5,04%	7,54%	22,16%
Rentabilita tržeb ze Z s úroky	12,04%	9,58%	8,22%	13,40%	47,55%
Obrat celkových aktiv	0,62	0,65	0,61	0,56	0,47
ROE - Rentabilita vlastního kapitálu	9,30%	7,52%	5,82%	8,70%	32,62%
Rentabilita tržeb	11,96%	9,52%	8,17%	13,40%	47,55%
Finanční páka	1,25	1,22	1,16	1,15	1,47
Obrat aktiv	0,62	0,65	0,61	0,56	0,47

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Havířov za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost po celé období dosahovala kladných hodnot rentability. Rentabilita aktiv i vlastního kapitálu v letech 2009 - 2011 klesala, což bylo způsobeno růstem likvidity společnosti (kumulováním likvidních finančních prostředků na bankovních účtech) a zejména poklesem přidané hodnoty společnosti především z důvodu nárůstu cen pohonných hmot, který se projevil do nákladů na materiál. Naopak v letech 2012 a zejména v roce 2013 došlo k výraznému nárůstu hodnot rentabilit, což bylo dáno zejména nárůstem výsledku hospodaření z běžné činnosti díky prodeji 25 % podílu ve společnosti TRANSCARGO, s.r.o. a přijatých dividend.

1.4.5.2 Ukazatele likvidity

Dostatečná likvidita je jednou z nezbytných podmínek dlouhodobé existence obchodního závodu. Ukazatele likvidity stojí určitým způsobem proti ukazatelům rentability. Pokud má být obchodní závod schopen splácet své závazky řádně a včas musí držet určité množství peněžních prostředků v oběžných aktivech – to ale snižuje rentabilitu vloženého kapitálu.

Likvidita (platební schopnost)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Pracovní kapitál (tis. Kč)	53 644	58 264	87 438	105 113	72 645	131 381
Pracovní kapitál na aktiva	10,50%	11,30%	17,25%	20,43%	11,76%	24,28%
Běžná likvidita	1,88	2,06	3,39	3,80	1,43	3,28
Pohotová likvidita	1,48	1,60	2,58	2,97	1,26	2,79
Peněžní likvidita	0,39	0,38	0,94	1,92	0,54	2,072

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Havířov za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014, vlastní výpočty

Během sledovaného období se zvyšoval podíl pracovního kapitálu na aktivech kromě roku 2013, kdy došlo k poklesu zejména díky nárůstu krátkodobých závazků. Ukazatele likvidity dosahují požadovaných hodnot a společnost nemá problémy platit své splatné závazky. Na druhou stranu není příliš žádoucí, aby stále rostly, jelikož jejich růst působí negativně na rentabilitu (tyto prostředky je žádoucí investovat s vyšší mírou výnosu než úrok na bankovních účtech).

1.4.5.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyjadřují efektivnost, se kterou obchodní závod využívá vybrané složky svého majetku. Konstrukce těchto ukazatelů je dvojího typu, a sice jako počtu obrátů nebo doby obrátu.

Aktivita (ve dnech)	2009	2010	2011	2012	2013
Doba obrátu aktiv	584,95	563,14	594,82	648,67	783,15
Doba obrátu zásob	27,96	27,62	34,65	39,55	35,95
Doba inkasa krátkodobých pohledávek	76,22	73,31	70,38	49,61	153,59
Doba splatnosti krátkodobých závazků	69,59	59,79	43,02	47,25	213,03
obchodní přebytek / deficit	-6,62	-13,52	-27,36	-2,36	59,44

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Havířov za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost dosahovala vysokých hodnot ukazatele doba obrátu aktiv, což je dáno zejména kapitálovou náročností podnikatelské činnosti (vlastnictví rozsáhlého vozového parku). Důležitým ukazatelem je doba inkasa krátkodobých pohledávek, která by měla ukazovat, jak rychle je společnost schopna inkasovat své pohledávky. Společnost v letech 2009 – 2012 dosahovala vyšší

doby inkasa krátkodobých pohledávek než doby splatnosti krátkodobých závazků, což naznačuje oslabení obchodní pozice společnosti, ovšem v roce 2013 doba splatnosti krátkodobých závazků převýšila dobu inkasa krátkodobých pohledávek, což bylo dáno zejména nárůstem krátkodobých pohledávek a závazků mezi spřízněnými osobami vzniklými z titulu dividend.

1.4.5.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti informují o zdrojích financování obchodního závodu, úrovni věřitelského rizika, a tím mj. i možnosti dalšího zadlužování společnosti.

Zadluženost (dlouhodobá finanční rovnováha)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Debt ratio I. - ukazatel věřitelského rizika	16,54%	15,26%	11,52%	11,38%	30,60%	14,55%
Úrokové krytí I.	117,69	134,93	163,99	-	-	-

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Havířov za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost nemá problémy s hrazením nákladových úroků a vykazuje po celé sledované období nízkou účetní zadluženost, výjimku tvoří rok 2013, kdy došlo k nárůstu cizích zdrojů zvýšením krátkodobých závazků. Ukazatel úrokového krytí říká, kolikrát jsou úroky z poskytnutých úvěrů kryty výsledkem hospodaření, čím vyšší tedy tento ukazatel je, tím svědčí o lepší finanční situaci ve společnosti. V roce 2012 a 2013 společnost neevidovala nákladové úroky, proto nebyl ukazatel vyjádřen.

1.4.6 Závěr

Závěrem finanční analýzy, která hodnotí historický vývoj společnosti ČSAD Havířov, lze říci, že finanční zdraví a stabilita oceňované společnosti je na dobré úrovni. Hlavní ukazatele hodnotící finanční stav společnosti z různých pohledů dosáhly většinou uspokojivých až velmi dobrých hodnot. Na základě sumarizace všech výše provedených analýz lze učinit závěr, že existence společnosti není do budoucna ohrožena.

1.5 Závěry provedených analýz a předpoklad going-concern

S ohledem na závěry provedené strategické a finanční analýzy společnosti je podle našeho názoru splněn předpoklad going-concern, tj. předpoklad trvání podniku v dlouhodobém horizontu. Podle uvedených zjištění není budoucí existence společnosti z dnešního pohledu nijak významně ohrožena.

Tato skutečnost umožňuje použít pro ocenění společnosti ČSAD Havířov výnosovou metodu. Jelikož se jedná o společnost se stabilními výsledky a v budoucnosti není plánovaný růst, ale zachování výsledků ve výši zejména posledních let, je použita metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Tato metoda vychází z již dosažených výsledků společnosti s předpokladem jejich opakování v budoucnosti, blíže viz Kapitola 2.

POSUDEK

2 Použité metody ocenění

Ocenění jmění společnosti ČSAD Havířov bylo provedeno paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů.

Základem ocenění paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení. Jedná se o dlouhodobě udržitelný výsledek hospodaření z hlavní podnikatelské činnosti, který je možné z podniku odčerpat, aniž by docházelo k narušení majetkové podstaty společnosti.

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky (trvale odnímatelné výnosy) se přepočtou na cenovou hladinu k datu ocenění. Současný výnosový potenciál je pak odvozen z váženého průměru minulých výsledků hospodaření (za celé období let 2009 až 2013) s tím, že poslední roky mají obecně větší váhu než roky předchozí. Navíc většinou dochází k eliminaci extrémních hodnot.

Hodnota podniku, resp. akcií se následně stanoví pomocí vzorce pro věčnou rentu, kdy trvale odnímatelný čistý výnos je dělen kalkulovanou úrokovou mírou. Poté se přičte hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění.

V souladu s výše uvedeným je možné konstatovat, že jsou splněny základní premisy použitelnosti metody kapitalizovaných čistých výnosů protože:

- z dlouhodobého hlediska není ohrožena existence podniku,
- podnik bude v budoucnu dosahovat minimálně trvalý čistý výnos k rozdělení, na kterém je ocenění založeno.

Jak uvádí Mařík (2011, strana 272) ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů se vyznačuje těmito rysy:

- základem ocenění je výnosový potenciál,
- budoucí růstové možnosti nejsou zpravidla brány v úvahu,
- předpokládáme, že dosavadní potenciál bude možno udržet investicemi ve výši odpisů,
- současný výnosový potenciál je vyvozován z úrovně výnosů v posledním roce před datem ocenění. Protože tento výnos nemusí být reprezentativní, snažíme se jej objektivizovat tak, že zkoumáme výnosy k rozdělení za posledních 3 – 5 let.

Na základě výše uvedených bodů považujeme v případě ocenění společnosti metodu kapitalizovaných čistých výnosů za odpovídající.

2.1 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV)

2.1.1 Trvale odnímatelný čistý výnos

Trvale odnímatelný čistý výnos k rozdělení je základem výnosové hodnoty stanovené paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Při výpočtu trvale odnímatelného čistého výnosu se obvykle vychází z výsledku hospodaření před zdaněním zjištěného z výkazu zisků a ztrát, který se následně upravuje zejména o tyto položky:

- výnosy a náklady, které se svojí povahou váží k neprovoznímu majetku společnosti,
- úprava výnosů a nákladů tak, aby se vždy vztahovaly k tomu období, ve kterém vznikly,
- nepravidelné či jednorázové výnosy a náklady či výnosy a náklady mimořádného charakteru,
- je třeba zohlednit změnu účetních postupů např. ve způsobu ocenění zásob při vyskladnění či při odpisové politice,
- privátní výdaje nesouvisející s činností podniku,
- připočtení fakticky nevyplacených ačkoliv implicitně realizovaných mezd,
- veškeré výše zmíněné úpravy je rovněž třeba promítnout do placených daní.

Obvyklý způsob stanovení upraveného výsledku hospodaření před odpisy je obsažen v následující tabulce:

Výsledek hospodaření před zdaněním
(+) Odpisy
(-) Výnosy plynoucí z provozně nepotřebného majetku
(+) Náklady plynoucí z provozně nepotřebného majetku
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku
(+) Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku
(-) Mimořádné výnosy
(+) Mimořádné náklady
Upravený výsledek hospodaření před odpisy

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky se přepočtou na cenovou hladinu k datu ocenění. Současný výnosový potenciál je pak odvozen z váženého průměru upravených minulých výsledků hospodaření s tím, že výsledky hospodaření pozdějších období mají zpravidla větší váhu než výsledky let předcházejících. Navíc se provádí eliminace extrémních hodnot.

Pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu společnosti ČSAD Havířov byly použity údaje z účetních výkazů za roky 2009 – 2013¹. Vzhledem k výsledkům společnosti k 30.9.2014, uvedených v dostupných účetních výkazech, lze očekávat za rok 2014 podobný vývoj hospodaření jako v roce 2013, čímž se potvrzuje předpoklad dlouhodobě udržitelného výsledku hospodaření z hlavní podnikatelské činnosti.

Výpočet upraveného výsledku hospodaření je obsažen v následující tabulce (tis. Kč).

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	Součet
Výsledek hospodaření před zdaněním	46 392	38 790	31 567	45 528	144 634	
(+) Odpisy	40 112	46 680	45 489	48 201	46 744	
(-) Finanční výnosy	-2 358	-1 280	-1 166	-9 815	-102 134	
(+) Finanční náklady mimo úroky	1 924	1 841	837	722	711	
(-) Tržby z prodeje dlouh.majetku	-68 038	-69 816	-86 941	-45 007	-40 649	
(+) Zůst.cena prodaného dlouhodobého majetku	62 114	66 112	81 421	41 386	37 512	
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy	80 146	82 327	71 207	81 015	86 818	
Míra inflace (%)	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	
<i>Cenový index řetězový</i>	<i>1,01</i>	<i>1,015</i>	<i>1,019</i>	<i>1,033</i>	<i>1,014</i>	
<i>Cenový index bazický vztažený k poslednímu roku</i>	<i>0,923</i>	<i>0,937</i>	<i>0,955</i>	<i>0,986</i>	<i>1,000</i>	
UVH upravený o inflaci	86 828	87 873	74 587	82 149	86 818	
Váhy	1	2	3	4	5	15
UVH upravený o inflaci x váhy	86 828	175 746	223 760	328 597	434 090	1 249 021

* údaje o míře inflace v ČR vycházejí z Makroekonomické predikce MF (viz Kapitola 1.2)

Tržby za prodej materiálu a náklady na prodaný materiál byly Znaleckým ústavem zahrnuty do upraveného výsledku hospodaření, neboť se jedná o výsledky pravidelně se opakující z jedné z provozních činností podniku. Tržby a zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku na druhou stranu nelze zahrnout, neboť se ve většině případů jedná o odprodej starých autobusů, což je jednorázová operace.

Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu je uveden v následující tabulce:

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	83 268
Odpisy z roku 2013	46 744
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	36 524
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	36 524

¹ Znalecký ústav měl k dispozici i účetní výkazy k 30.9.2014 a přihlédl k nim při stanovení TOČV.

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	83 268
Daňová sazba k datu ocenění	19%
Daň	6 940
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	29 584

Dle názoru Znaleckého ústavu investice na úrovni odpisů dosažených v roce 2013 postačují dlouhodobě na udržení substance podniku a dosahování trvale odnímatelného čistého výnosu.

2.1.2 Kalkulovaná úroková míra - model oceňování kapitálových aktiv

Kalkulovaná úroková míra je při aplikaci paušální metody KČV odhadována na úrovni nákladů vlastního kapitálu, protože se při výpočtu hodnoty pracuje s čistými výnosy pro vlastníky a výsledkem ocenění tak je přímo hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti. Je-li pak cílem ocenění tržní hodnota, mělo by se dle odborné literatury a mezinárodních oceňovacích standardů při jejím stanovení vycházet primárně z tržních dat. V praxi se proto v souladu s odbornou literaturou stanovuje kalkulovaná úroková míra zejména pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM).

Model oceňování kapitálových aktiv je nejrozšířenějším způsobem stanovení nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích, a postupně se prosazuje i v německy mluvících zemích. Modifikace CAPM vychází z následující rovnice:

$$n_{VK} = r_f + \beta \times RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3,$$

kde

n_{VK} = odhad nákladů vlastního kapitálu,

r_f = aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA,

β = odvětvové β přenesené z USA a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku,

RPT = riziková premie kapitálového trhu USA,

RPZ = riziková premie země – Česká republika,

R_1 = přírážka pro malé společnosti,

R_2 = přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností, které se vyznačují vysokým podílem tržní a účetní hodnoty vlastního kapitálu,

R_3 = přírážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů.

Jako bezriziková úroková míra byl použit dlouhodobý průměr výnosnosti T.Bonds (za období 1928 až 2013), která činí 2,52 % p.a. (zdroj: www.damodaran.com).

V souladu s odbornou literaturou ([6] Mařík, M. a kol., str. 221-2) se při zjišťování rizikové prémie kapitálového trhu USA vychází ze dvou základních veličin – průměrné výnosnosti kapitálového trhu USA a bezrizikové úrokové míry. Pro výpočet rizikové prémie kapitálového trhu se pak doporučuje použít data za co nejdelší období. Proto jsou aplikovány údaje za roky 1928 až 2013 (průměrné výnosnosti jsou kalkulovány na úrovni geometrického průměru).

- Průměrná výnosnost kapitálového trhu USA – výnosnost akciového trhu USA v období 1928 až 2013 spočtená geometrickým průměrem činí 9,55 % p.a (www.damodaran.com);
- Bezriziková úroková míra – výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA T.Bonds za období 1928 až 2013 spočtená geometrickým průměrem činí 4,93 % p.a. (www.damodaran.com);
- Výše popsáním způsobem byla stanovena riziková prémie kapitálového trhu USA na 4,62 % p.a. Uvedené údaje byly získány ze serveru www.damodaran.com.

Koeficient beta (β) vyjadřuje úroveň rizikovosti jednotlivého cenného papíru (akcie), a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Je-li $\beta = 1$, je riziko (v důsledku toho i prémie za riziko dané akcie – tj. vlastního kapitálu podniku) na úrovni průměru kapitálového trhu jako celku. Pokud platí, že $\beta > 1$, pak je výnosová přírážka větší než průměrná prémie za riziko na kapitálovém trhu a naopak. Riziko je v daném případě chápáno jako směrodatná odchylka výnosnosti daného cenného papíru od jeho průměrné výnosnosti.

Pro výpočet koeficientu β byla použita tzv. metoda analogie (odvozením od β podobných podniků, které jsou obchodovány na akciových trzích). Obvykle se koeficient β odhaduje z průměru za podobné podniky, které jsou obchodovány na akciových trzích v USA. Koeficient β (nezadlužený), který vstupuje do výpočtu CAPM byl z těchto důvodů stanoven na úrovni průměrného β (nezadlužený) pro odvětví Transportation ve výši 0,86 pro podniky z USA (www.damodaran.com). Vybrané odvětví dle názoru Znaleckého ústavu nejvíce odpovídá podnikatelské činnosti společnosti ČSAD Havířov.

Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost nevyužívá k datu ocenění dluhového financování, není třeba koeficient β (nezadlužený) přepočítat na koeficient β (zadlužený), který bude zohledňovat toto dodatečné riziko.

Výše rizikové prémie země byla získána z již použitého zdroje www.damodaran.com. Při jejím stanovení se vychází z ratingu konkrétní země (Česká republika dosáhla u agentury Moody's hodnocení A1). Riziko selhání země tak pro Českou republiku činí 1,05 %. Tato hodnota v sobě již zahrnuje rozdíl volatility akciového trhu a volatility trhu vládních dluhopisů (blíže viz www.damodaran.com – Estimating Country Risk Premiums).

Model CAPM vychází z dat o společnostech obchodovaných na kapitálových trzích. Tyto společnosti jsou obvykle střední a větší velikosti. Velké obchodní závody jsou přitom investory vnímány jako méně rizikové než obchodní závody malé. Ekonomická teorie tento závěr potvrzuje s tím, že důsledkem této situace je také to, že investoři do menších obchodních závodů požadují za vyšší podstoupené riziko také vyšší výnosnost investovaného kapitálu. Tuto úroveň nákladů vlastního kapitálu v případě menších společností však základní model CAPM nezachycuje. Výše uvedené argumenty tedy nutně vedou k tomu, aby v nákladech vlastního kapitálu zjištěných pomocí základního modelu CAPM byla zohledněna opodstatněná přírážka za podstoupení rizika investice do menšího obchodního závodu. V námi využitém modifikovaném modelu CAPM je tato přírážka označena jako R1. Zdrojem pro tuto přírážku byla publikace IBBOTSON², kde jsou uvedeny statistiky společností na amerických kapitálových trzích, rozdělených do deseti decilů podle tržní kapitalizace. Z uvedených tržních statistik je pro každý decil dopočtena riziková premie, kterou lze přiřadit vlivu velikosti obchodního závodu. Pro účely tohoto posudku byla s ohledem na velikost Oceňované společnosti vybrána přírážka firem z 10. decilu.

V souladu s výše uvedenou metodikou modifikované rovnice CAPM byla dále při výpočtu kalkulované úrokové míry aplikována přírážka za menší společnost ve výši 6,01 %.

Uvedené přírážky slouží mj. k zachycení specifického rizika konkrétní společnosti, které jinak model CAPM ve své původní podobě nezohledňuje.

Jelikož je kalkulovaná úroková míra počítána z pohledu českého investora, měla by být dále korigována o rozdíl v dlouhodobé prognózované inflaci mezi Českou republikou a USA. Metoda KČV je ovšem založena na výpočtu věčné renty, a proto by i diskontní míra (kalkulovaná úroková míra) měla mít velmi dlouhodobý charakter. Jelikož se v dlouhém a velmi dlouhém období dá očekávat postupná konvergence vývoje inflace ČR a USA, nebude kalkulovaná úroková míra o tento vliv upravována.

Výpočet kalkulované úrokové míry je shrnut v následující tabulce:

Položky	
Bezriziková sazba	2,52%
Riziková premie	4,62%
Beta nezadlužená	0,86
Výsledná struktura CK/VK (v tržní hodnotě)	0
Beta zadlužená	0,86
Riziková premie země	1,05%
Rozdíl v inflaci	0,00%

² IBBOTSON. Market Results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1926-2013, Yearbook. Chicago : Morningstar, 2014

Položky	
Specifické přírážky	6,01%
Náklady vlastního kapitálu	13,55%

U paušální metody je třeba dále kalkulovanou úrokovou míru očistit o inflaci, která je již obsažena ve výnosnosti státních dluhopisů, a tím spočítat reálnou bezrizikovou výnosovou míru (resp. reálnou kalkulovanou úrokovou míru). Důvodem je skutečnost, že paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů počítá s TOČV ve stálých cenách. Výše dlouhodobé očekávané inflace byla stanovena s ohledem na dlouhodobé inflační cíle České národní banky. V dlouhodobém horizontu stanovila ČNB následující inflační cíl:

- Inflační cíl v celkové inflaci ve výši 2 %, který je platný od ledna 2010 do přistoupení ČR k eurozóně. ČNB bude stejně jako doposud usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany.

ČNB ve svých čtvrtletně zveřejňovaných zprávách o inflaci prognózuje celkovou inflaci, která odpovídá ve sledovaném horizontu s definovanou mírou spolehlivosti stanoveným inflačním cílům.

Vzhledem k tomu, že výnosové ocenění paušální metodou KČV je založeno na předpokladu nekonečného trvání podniku, výše dlouhodobé očekávané inflace byla stanovena dle dlouhodobého inflačního cíle ČNB platného od roku 2010 do přistoupení ČR k eurozóně ve výši 2 %.

V následujícím kroku bude proveden výpočet reálné kalkulované úrokové míry (neboli kalkulované úrokové míry bez vlivu inflace).

Nominální kalkulovaná úroková míra (včetně inflace)	13,55%
(-) Dlouhodobá predikovaná míra inflace v ČR	2,00%
Reálná kalkulovaná úroková míra (bez inflace)	11,55%

2.1.3 Stanovení hodnoty oceňovaného podniku

Hodnota podniku (obchodního jmění) se při použití paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů stanoví pomocí vzorce pro věčnou rentu:

$$H_n = \text{TOČV} / i_k$$

Kde:

H_n = hodnota podniku netto,

TOČV = trvale odnímatelný čistý výnos,

i_k = kalkulovaná úroková míra.

Po dosažení číselných hodnot:

$$H_n = 29\,584 / 0,1155$$

K datu ocenění činí po zaokrouhlení na celé tisíce obchodní jmění společnosti ČSAD Havířov na úrovni provozně nutného investovaného kapitálu 256 072 tis. Kč.

2.1.4 Ocenění neprovozního majetku

Provozně nepotřebný majetek se oceňuje samostatně a následně se přičítá k hodnotě netto podniku.

Mezi provozně nepotřebný majetek lze zařadit 100% podíl ve společnosti ČSAD Karviná a 25 % podíl ve společnosti BUS MANAGEMENT. Tyto obchodní podíly byly oceněny pro rata dle hodnoty jmění dané společnosti. Ocenění jmění společnosti ČSAD Karviná je uvedeno v příloze č. 9 a společnosti BUS MANAGEMENT v příloze č. 8.

Společnost	Podíl / obchodní podíl	Jmění	Hodnota podílu / obchodního podílu
ČSAD Karviná	100%	295 651	295 651
BUS MANAGEMENT	25%	8 850	2 213

2.1.5 Výsledná hodnota stanovená paušální metodou KČV

Výnosová hodnota provozní	256 072
Neprovozní majetek k datu ocenění	297 864
Hodnota vlastního kapitálu podle KČV	553 935

HODNOTA JMĚNÍ SPOLEČNOSTI ČSAD HAVÍŘOV
STANOVENÁ PAUŠÁLNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ
činí ke dni ocenění a po zaokrouhlení

553 935 000 Kč.

Příloha č. 8

Ocenění společnosti BUS MANAGEMENT

(6 stran)

1 Ocenění jmění společnosti BUS MANAGEMENT

1.1 Identifikační údaje společnosti BUS MANAGEMENT

Obchodní firma	BUS MANAGEMENT a.s.
Sídlo	Skalní 1088, Hranice I-Město, 753 01 Hranice
Identifikační číslo	277 80 937
Právní forma	akciová společnost
Rejstříkový soud	Krajský soud v Ostravě
Oddíl – vložka	oddíl B, vložka 3118
Den zápisu do obchodního rejstříku	7. listopadu 2006
Základní kapitál	2 000 000,- Kč
Statutární orgán – představenstvo	Martin Bartel, dat. nar. 30. prosince 1974
	Jakub Vyvial, dat. nar. 10. března 1986
	Martin Mlčák, dat. nar. 11. února 1978

Akcionáři společnosti BUS MANAGEMENT jsou společnosti:

- ČSAD Havířov, 25 %.
- CIDEM, 25 %.
- ČSAD Karviná, 25 %.
- ČSAD Frýdek-Místek, 25 %.

Podle výpisu z obchodního rejstříku byly k datu ocenění předmětem podnikání společnosti následující činnosti:

- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Společnost BUS MANAGEMENT reálně vznikla na základech původní „prázdné“ společnosti FC REAL Havířov, a.s. Od začátku roku 2014 se věnuje nákupu a prodeji autobusů pro třetí osoby (jak společnosti ve skupině CIDEM, tak pro další dopravce – např. ARIVA MORAVA, ARIVA ČECHY).

V důsledku procesu rozdělení společnosti TRANSCARGO s.r.o. se sídlem Hranice - Hranice I-Město, Skalní 1088, okres Přerov, PSČ 753 01, IČ: 651 41 261, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Ostravě, v oddíle C, vložce číslo 9206, došlo k přechodu části obchodního jmění společnosti TRANSCARGO s.r.o., specifikovaného v projektu rozdělení formou odštěpením sloučením ze dne 14. června 2013, na společnost FC REAL Havířov a.s. Rozhodný den rozdělení odštěpením

sloučením: 01.01.2013. Obchodní název firmy FC REAL Havířov a.s. byl k 18. únoru 2014 změněn na stávající BUS MANAGEMENT a.s.

1.2 Majetek společnosti BUS MANAGEMENT k 30.9.2014

Společnost BUS MANAGEMENT evidovala k datu ocenění, tj. 30.9.2014, následující majetek:

tis. Kč	30.9.2014
AKTIVA CELKEM	15 459
Dlouhodobý majetek	24
Dlouhodobý nehmotný majetek	24
Software	24
Oběžná aktiva	15 434
Krátkodobé pohledávky	14 606
Pohledávky z obchodních vztahů	7 623
Stát - daňové pohledávky	1 666
Krátkodobé poskytnuté zálohy	17
Jiné pohledávky	5 300
Krátkodobý finanční majetek	828
Peníze	1
Účty v bankách	827
Časové rozlišení	1
Náklady příštích období	1

Majetek společnosti je tvořen zejména krátkodobými pohledávkami.

1.3 Zdroje financování společnosti BUS MANAGEMENT k 30.9.2014

Společnost BUS MANAGEMENT evidovala k datu ocenění, tj. 30.9.2014, následující zdroje financování:

tis. Kč	30.9.2014
PASIVA CELKEM	15 457
Vlastní kapitál	8 850
Základní kapitál	2 000
Základní kapitál	2 000
Výsledek hospodaření minulých let	5 980
Nerozdělený zisk minulých let	5 980
Výsledek hospodaření běžného účetního období +/-	870
Cizí zdroje	6 607
Krátkodobé závazky	6 607
Závazky z obchodních vztahů	6 386
Závazky k zaměstnancům	8
Stát - daňové závazky a dotace	213

Zdroje financování společnosti tvoří zejména nerozdělený zisk minulých let a krátkodobé závazky.

1.4 Výsledek hospodaření společnosti BUS MANAGEMENT k 30.9.2014

Společnost BUS MANAGEMENT generovala za období od 1.1.2014 do 30.9.2014 následující výsledek hospodaření:

tis. Kč	30.9.2014
Tržby za prodej zboží	6 300
Náklady vynaložené na prodané zboží	5 273
Obchodní marže	1 027
Výkonová spotřeba	8
Spotřeba materiálu a energie	0
Služby	8
Přidaná hodnota	1 019
Osobní náklady	10
Mzdové náklady	10
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	4
Provozní výsledek hospodaření	1 005
Výnosové úroky	12
Ostatní finanční výnosy	0
Ostatní finanční náklady	1
Finanční výsledek hospodaření	11
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	1 016
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	1 016
Výsledek hospodaření před zdaněním	1 016

1.5 Metoda účetní hodnoty na principu historických cen

V případě společnosti BUS MANAGEMENT je tato metoda použita jako hlavní. Znalecký ústav použil tuto metodu z důvodu žádné relevantní historie ke startující podnikatelské činnosti v roce 2014 a budoucímu těžko odhadnutelnému vývoji společnosti. Hlavní výhodou metody účetní hodnoty je její průkaznost a srozumitelnost pro uživatele jejího výsledku. Vzhledem k evidovanému majetku a závazkům společnosti BUS MANAGEMENT nehrozí v případě jejího použití snížení vypovídací schopnosti hodnoty některých položek a výsledné hodnoty. Největší nevýhodou použití účetní metody je v praxi odlišná zůstatková a tržní cena dlouhodobého hmotného majetku, v případě společnosti BUS MANAGEMENT není evidován žádný dlouhodobý hmotný majetek.

Ocenění obchodního závodu vychází z ocenění podle účetních zásad, na jejichž podkladě je sestavena rozvaha. Ta je pak chápána jako souhrnné ocenění obchodního závodu. Za hodnotu netto se pak považuje účetní hodnota vlastního kapitálu.

V rámci výpočtu netto hodnoty obchodního závodu se od účetní hodnoty aktiv odečte účetní hodnota závazků, tj. součet cizích zdrojů a časového rozlišení.

1.5.1 Aktuální přehled aktiv evidovaných v účetnictví

Majetek společnosti BUS MANAGEMENT měl podle nám poskytnutých účetních výkazů k 30.9.2014 následující strukturu.

tis. Kč	30.9.2014
AKTIVA CELKEM	15 459
Dlouhodobý majetek	24
Dlouhodobý nehmotný majetek	24
Software	24
Oběžná aktiva	15 434
Krátkodobé pohledávky	14 606
Pohledávky z obchodních vztahů	7 623
Stát - daňové pohledávky	1 666
Krátkodobé poskytnuté zálohy	17
Jiné pohledávky	5 300
Krátkodobý finanční majetek	828
Peníze	1
Účty v bankách	827
Časové rozlišení	1
Náklady příštích období	1

Zdroj: Účetní výkazy společnosti BUS MANAGEMENT k 30.9.2014

1.5.2 Aktuální přehled závazků evidovaných v účetnictví

Cizí zdroje společnosti BUS MANAGEMENT měly podle nám poskytnutých účetních výkazů k 30.9.2014 následující strukturu:

tis. Kč	30.9.2014
Cizí zdroje	6 607
Krátkodobé závazky	6 607
Závazky z obchodních vztahů	6 386
Závazky k zaměstnancům	8
Stát - daňové závazky a dotace	213

Zdroj: Účetní výkazy společnosti BUS MANAGEMENT k 30.9.2014

1.5.3 Výsledná hodnota stanovená metodou účetní hodnoty na principu historických cen

Účetní hodnota netto společnosti byla stanovena ve výši rozdílu hodnoty aktiv a závazků ke dni 30.9.2014. Výpočet je uveden v následující tabulce (tis. Kč):

Aktiva	15 459
Závazky	6 607
Účetní hodnota netto	8 852

HODNOTA JMĚNÍ SPOLEČNOSTI BUS MANAGEMENT URČENÁ

METODOU účetní hodnoty na principu historických cen činí k datu ocenění a po zaokrouhlení

8 852 000 Kč

Příloha č. 9

Ocenění společnosti ČSAD Karviná

(21 stran)

1 Ocenění jmění společnosti ČSAD Karviná

1.1 Identifikační údaje společnosti ČSAD Karviná

Obchodní firma	ČSAD Karviná a.s.
Sídlo	Karviná - Nové Město, Bohumínská 1876/2, PSČ 735 06
Identifikační číslo	451 92 090
Právní forma	akciová společnost
Rejstříkový soud	Krajský soud v Ostravě
Oddíl – vložka	oddíl B, vložka 370
Den zápisu do obchodního rejstříku	30. dubna 1992
Základní kapitál	193 536 000,- Kč
Statutární orgán – představenstvo	Ing. Tomáš Vavřík, dat. nar. 15. února 1972
	Ing. Roman Vývoda, dat. nar. 27. února 1967
	Radoslav Bendík, dat. nar. 28. listopadu 1968

Jediným akcionářem společnosti ČSAD Karviná je k datu ocenění společnost ČSAD Havířov.

ČSAD Karviná byla založena dne 25.4.1992 na základě prohlášení Fondu národního majetku České republiky o založení akciové společnosti dle § 172 obchodního zákoníku sepsaným ve formě notářského zápisu Státního notářství pro Prahu 7 a vznikla dne 30.4.1992, kdy byla zapsána do obchodního rejstříku.

Podle výpisu z obchodního rejstříku byly k datu ocenění předmětem podnikání společnosti následující činnosti:

- opravy karosérií,
- zámečnictví,
- provozování cestovní kanceláře,
- provozování čerpacích stanic s palivy a maziv,
- opravy a montáž měřidel,
- podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady,
- opravy ostatních dopravních prostředků,
- technickoorganizační činnost v oblasti požární ochrany,
- činnost technických poradců v oblasti chemie,

TPA Horwath Valuation Services s.r.o.

140 00 Praha 4, Antala Staška 2027/79, Tel.: +420 222 826 211, Fax: +420 222 826 312, E-Mail: valuation@tpa-horwath.cz, www.tpa-horwath.cz
IČO: 25507796, Městský soud v Praze, spisová zn. C.151055

Albánie | Bulharsko | Česká republika | Chorvatsko | Maďarsko | Polsko | Rakousko | Rumunsko | Slovensko | Slovinsko | Srbsko

Člen Crowe Horwath International (Curych) – asociace nezávislých účetních a ekonomických poradců

- silniční motorová doprava nákladní,
- silniční motorová doprava osobní,
- opravy silničních vozidel,
- pronájem a půjčování věcí movitých,
- velkoobchod,
- nákup, prodej a skladování paliv a maziv včetně jejich dovozu s výjimkou výhradního nákupu, prodeje a skladování paliv a maziv ve spotřebitelském balení do 50 kg na jeden kus balení-velkoobchod,
- maloobchod motorovými vozidly a jejich příslušenstvím,
- údržba motorových vozidel a jejich příslušenství,
- realitní činnost,
- nakládání s odpady (vyjma nebezpečných),
- výroba, instalace a opravy elektronických zařízení,
- činnost technických poradců v oblasti bezpečnosti práce, vodního hospodářství, ochrany ovzduší, odpadového hospodářství a ekologie,
- testování, měření a analýzy,
- činnost technických poradců v oblasti energetiky,
- činnost podnikatelských, finančních, organizačních a ekonomických poradců,
- služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy,
- správa a údržba nemovitostí.

Společnost ČSAD Karviná se zabývá poskytováním komplexních služeb osobní dopravy a servisních služeb.

1.2 Makroekonomická analýza České republiky

Makroekonomická analýza, ze které v některých bodech vychází a odkazuje tento znalecký posudek, byla zveřejněna v rámci dokumentu Makroekonomická predikce České republiky vydaného Ministerstvem financí České republiky v červenci 2014 (uzávěrka datových zdrojů byla k 4.7.2014). Tato makroekonomická analýza je k dispozici na oficiálních internetových stránkách MF na <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce>.

1.3 Strategická analýza ČSAD Karviná

V případě ocenění společnosti ČSAD Karviná bude strategická analýza sloužit primárně k ověření splnění principu neomezené doby trvání podniku (going concern). Vzhledem ke zvolené metodě ocenění (blíže viz kapitola 2) není potřebné, aby Znalecký ústav odhadoval budoucí tržby ani tržní podíl.

1.3.1 Analýza vnějšího potenciálu

V rámci analýzy vnějšího potenciálu bude vymezen relevantní trh (odvětví), na kterém oceňovaný podnik operuje.

Hlavními činnostmi společnosti je provozování silniční osobní dopravy a poskytování servisně opravárenských služeb.

Provozy osobní dopravy v Karviné a Orlové zajišťují formou veřejné linkové osobní dopravy přepravu cestujících mezi Karvinou, Orlovou, Ostravou a Bohumínem, dále pak do Ostravy, Havířova a nácestných obcí. Rovněž zajišťují komplexně městskou autobusovou dopravu v Karviné a Orlové. Dalším okruhem podnikání v rámci osobní přepravy je příležitostná vnitrostátní a mezinárodní doprava, která je řízena vlastní dopravně cestovní kanceláří.

Provoz servisně – opravárenský poskytuje ve své opravně v Karviné komplexní opravárenské služby vlastním dopravním provozům a na zakázku i pro vozidla cizích dopravců.

Obchodně technické služby zahrnují služby v rámci výše uvedených koncesních listin a živnostenských listů.

Služby cestovní kanceláře zahrnují nejen realizaci vlastních zájezdů s využitím vlastních zájezdových autobusů, ale i provizní prodeje zájezdů ostatních cestovních kanceláří.

Na základě těchto skutečností oceňovanou společnost řadíme podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE do dvou tříd: 49.31 Městská a příměstská pozemní doprava a 49.39 Ostatní pozemní osobní doprava.

Odvětví osobní silniční dopravy bylo již analyzováno v rámci strategické analýzy společnosti ČSAD Havířov (Příloha č. 7).

1.3.2 Analýza vnitřního potenciálu

V rámci analýzy vnitřního potenciálu je zkoumán relevantní trh, konkurence a postavení společnosti na relevantním trhu.

1.3.2.1 Konkurence

V oblasti veřejné vnitrostátní pravidelné autobusové dopravy se pohybuje mnoho konkurenčních subjektů a jednotlivé kraje vypisují tendry na zabezpečení těchto služeb, kde si navzájem jednotliví dopravci konkurují. Nejsilnějším konkurentem je mezinárodní společnost ARRIVA MORAVA a.s. (součást holdingu ARRIVA TRANSPORT ČESKÁ REPUBLIKA a.s.), která provozuje autobusovou dopravu v Moravskoslezském (Ostrava, Nový Jičín, Bruntál, Třinec a Český Těšín) a Olomouckém kraji (Olomouc, Přerov, Šumperk a Jeseník).

V oblasti městské hromadné dopravy je konkurence omezená, provozuje ji v každém městě většinou pouze jeden subjekt.

1.3.2.2 Dodavatelé

Nejvýznamnějšími dodavateli jsou dodavatelé nafty, dodavatelé dopravní techniky a leasingové společnosti. Díky velikosti společnosti a faktu, že je součástí skupiny CIDEM, je vyjednávací pozice velmi dobrá, jelikož je možno ve velkém uplatnit množstevní slevy nebo slevy pro konkrétního zákazníka na základě dlouhodobé spolupráce. Vývoj nákladů je však určován zejména cenou ropy na světových trzích, kurzem koruny a celkovou inflací ve společnosti – tedy neovlivnitelnými skutečnostmi z pozice firmy. Obecně je možno očekávat růst celkových nákladů v budoucnosti.

1.3.2.3 Citlivost na sezónní a cyklické faktory

Sezónní výkyvy v městské hromadné dopravě mají obdobný průběh jako v železniční i autobusové dopravě, cestující nejméně využívají městskou hromadnou dopravu v letních, kdy jsou prázdniny, dovolené a navíc v tomto období lidé více využívají i cyklistickou dopravu. V dalších čtvrtletích není rozdíl ve využívání MHD tak velký, i když se dá ve 4. čtvrtletí, tedy v době sychravého počasí, vyzorovat mírný nárůst.

1.3.3 Závěr strategické analýzy

Společnost ČSAD Karviná podniká převážně v regulovaných odvětvích, jako je poskytování služeb linkové dopravy a městské hromadné dopravy v Karviné a Orlové. Tato odvětví nejsou příliš rentabilní, na druhou stranu existuje veřejný zájem dopravní obslužnost zachovat, a proto lze očekávat poměrně stabilní výsledky z těchto činností. Problémem v této souvislosti je fakt, že objem dotací na zabezpečení dopravní obslužnosti v pravidelné osobní dopravě často nestačí na pokrytí nákladů.

Společnost se snaží rozvíjet doplňkové služby související s dopravou, jako jsou servisní služby. Ty jsou závislé na míře nutnosti oprav vlastních autobusů a hlavně na vývoji hospodářské situace a poptávky po těchto službách na trhu (omezení investic do dlouhodobého majetku v době recese).

Z minulých výsledků společnosti lze usuzovat o značné stabilitě výsledků společnosti, lze předpokládat ziskové fungování společnosti i do budoucna.

1.4 Analýza finančního zdraví společnosti (finanční analýza)

1.4.1 Účetní závěrky za roky 2009 až 2013 a účetní výkazy za období 1.1. - 30.9.2014

Účetní závěrky společnosti ČSAD Karviná za roky 2009 až 2013 byly ověřeny auditorskou společností FINAUDIT s.r.o. zapsanou v seznamu auditorů u Komory auditorů pod oprávněním číslo 154. Ve všech případech byl vydán výrok bez výhrad. Účetní výkazy za období od 1.1.2014 do 30.9.2014 nebyly ověřeny auditorem.

1.4.1.1 Přehled majetku

Přehled hlavních položek majetku společnosti v letech 2009 – 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
AKTIVA CELKEM	395 769	394 337	406 675	433 048	603 122	407 717
B. Dlouhodobý majetek	287 167	280 445	283 184	270 214	271 015	245 430
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	3 516	3 160	2 920	2 521	1 166	380
3. Software	0	707	467	2 521	1 166	380
7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	3 516	2 453	2 453	0	0	0
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	225 112	218 645	221 623	209 053	210 734	185 935
B.II.1. Pozemky	33 523	33 523	33 523	30 292	30 291	30 292
2. Stavby	78 919	76 648	74 660	72 466	71 068	69 529
3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	112 597	107 998	108 575	102 104	104 924	81 429
7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	635	635	719	0	0	202
8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	359	4 619	4 619	4 833	4 833
9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	-562	-518	-473	-428	-382	-349
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	58 539	58 640	58 641	58 640	59 115	59 115
B.III.1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	58 539	58 640	58 616	58 615	58 615	58 615
2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	25	25	500	500
C. Oběžná aktiva	92 782	99 042	109 382	149 979	320 073	150 858
C.I. Zásoby	8 846	8 460	8 899	7 583	7 101	6 702
C.I.1. Materiál	8 600	8 352	8 634	7 473	7 024	6 645
5. Zboží	246	108	265	110	77	57
C.II. Dlouhodobé pohledávky	282	205	5	5	5	5
C.II.1. Pohledávky z obchodních vztahů	282	205	0	0	0	0
5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	5	5	5	5
C.III. Krátkodobé pohledávky	29 575	68 218	19 403	10 934	160 642	12 311

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
C.III. 1. Pohledávky z obchodních vztahů	13 001	10 874	10 269	5 983	5 033	5 009
2. Pohledávky - ovládající a řídící osoba	10 000	10 000	0	0	0	0
6. Stát - daňové pohledávky	4 113	4 909	7 019	1 893	4 561	4 912
7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	792	407	367	881	519	428
8. Dohadné účty aktivní	352	512	165	352	459	1 446
9. Jiné pohledávky	1 317	41 516	1 583	1 825	150 070	516
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	54 079	22 159	81 075	131 457	152 325	131 840
C.IV. 1. Peníze	287	644	335	1 138	1 128	1 506
2. Účty v bankách	53 792	21 515	80 740	130 319	151 197	130 334
D.I. Časové rozlišení	15 820	14 850	14 109	12 855	12 035	11 429
D.I. 1. Náklady příštích období	15 801	14 848	13 972	12 850	11 953	11 429
3. Příjmy příštích období	19	2	137	5	82	0

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Karviná za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014

Nejvýznamnější položku aktiv tvořil v letech 2009 - 2012 dlouhodobý hmotný majetek, tvořený především dopravními prostředky. V roce 2013 tvořila nejvýznamnější položku aktiv oběžná aktiva, a to zejména krátkodobé pohledávky z titulu dividend.

1.4.2 Zdroje financování majetku

Přehled zdrojů financování majetku společnosti v letech 2009 – 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
PASIVA CELKEM	395 769	394 337	406 675	433 048	603 122	407 717
A. Vlastní kapitál	343 945	356 948	367 029	394 650	483 259	374 984
A.I. Základní kapitál	193 536	193 536	193 536	193 536	193 536	193 536
A.I.1. Základní kapitál	193 536	193 536	193 536	193 536	193 536	193 536
A.II. Kapitálové fondy	30 925	30 925	30 925	30 925	30 925	30 925
2. Ostatní kapitálové fondy	30 925	30 925	30 925	30 925	30 925	30 925
A.III. Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	36 368	37 306	37 956	59 350	88 404	88 403
A.III. 1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	36 368	37 306	37 956	38 460	38 707	38 707
2. Statutární a ostatní fondy	0	0	0	20 890	49 697	49 696
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	64 355	82 178	94 531	83 218	0	40 394
A.IV. 1. Nerozdělený zisk minulých let	64 355	82 178	94 531	83 218	0	40 394
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního	18 761	13 003	10 081	27 621	170 394	21 726

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
období /+ -/						
B. Cizí zdroje	51 535	37 012	39 385	38 185	119 709	32 651
B.I. Rezervy	5 576	269	226	217	219	219
B.I.1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů	5 261	0	0	0	0	0
4. Ostatní rezervy	315	269	226	217	219	219
B.II. Dlouhodobé závazky	13 595	15 225	15 792	14 473	14 671	14 671
9. Jiné závazky	403	0	0	0	0	0
10. Odložený daňový závazek	13 192	15 225	15 792	14 473	14 671	14 671
B.III. Krátkodobé závazky	32 364	21 518	23 367	23 495	104 819	17 761
B.III. 1. Závazky z obchodních vztahů	10 219	7 909	8 007	6 111	9 813	4 616
4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	210	209	210	210	81 995	210
5. Závazky k zaměstnancům	12 474	5 624	5 702	5 854	5 569	5 354
6. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	3 008	3 007	2 776	2 769	2 734	2 566
7. Stát - daňové závazky a dotace	1 301	420	783	4 113	560	521
8. Krátkodobé přijaté zálohy	2 810	2 838	4 834	2 919	2 998	3 021
10. Dohadné účty pasivní	1 729	1 099	1 046	1 515	1 104	1 319
11. Jiné závazky	613	412	9	4	46	154
C.I. Časové rozlišení	289	377	261	212	154	81
C.I.1. Výdaje příštích období	9	2	10	5	2	70
2. Výnosy příštích období	280	375	251	207	152	11

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Karviná za roky 2009 – 2013, účetní výkazy za období od 1.1. do 30.9.2014

Nejvýznamnějším zdrojem financování činnosti společnosti je vlastní kapitál.

1.4.3 Vývoj hospodaření

Hlavní položky výkazu zisku a ztráty oceňované společností v letech 2009 – 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
I. Tržby za prodej zboží	1 091	847	806	694	866	654
A. Náklady vynaložené na prodané zboží	407	322	301	311	326	239
+ Obchodní marže	684	525	505	383	540	415
II. Výkony	166 783	169 801	167 884	150 261	148 061	104 892
II.1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	165 369	169 233	167 451	150 130	147 843	104 850
3. Aktivace	1 414	568	433	131	218	42
B. Výkonová spotřeba	98 445	106 981	111 506	109 366	107 905	74 481
B. 1. Spotřeba materiálu a energie	66 043	72 319	78 312	76 766	73 950	51 761

	tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
B. 2. Služby		32 402	34 662	33 194	32 600	33 955	22 720
+ Přidaná hodnota		69 022	63 345	56 883	41 278	40 696	30 826
C. Osobní náklady		104 437	99 901	99 611	93 987	93 462	70 638
C. 1. Mzdové náklady		76 771	72 509	71 548	67 619	66 995	51 260
C. 2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva		720	720	1 160	720	720	225
C. 3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění		24 959	24 754	24 437	23 568	23 553	17 664
C. 4. Sociální náklady		1 987	1 918	2 466	2 080	2 194	1 489
D. Daně a poplatky		1 164	1 516	1 297	1 437	845	783
E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku		33 296	36 829	37 302	40 342	38 342	27 234
III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu		74 074	74 777	66 876	58 283	29 267	23 020
III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku		293	1 667	179	19 957	44	145
III.2. Tržby z prodeje materiálu		73 781	73 110	66 697	38 326	29 223	22 874
F. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu		69 072	71 420	63 916	40 024	28 016	21 953
F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku		10	1 710	72	3 568	0	0
F.2. Prodaný materiál		69 062	69 710	63 844	36 456	28 016	21 953
G. Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období		-243	-5 431	-147	92	217	0
IV. Ostatní provozní výnosy		88 790	85 637	93 590	101 539	105 513	81 373
H. Ostatní provozní náklady		2 510	4 532	3 797	3 664	1 627	1 078
* Provozní výsledek hospodaření		21 650	14 992	11 573	21 554	12 967	13 533
VI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů		0	0	0	0	9 704	0
J. Prodané cenné papíry a podíly		0	0	0	0	25	0
VII. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku		0	0	0	8 750	148 456	7 500
3. Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku		0	0	0	8 750	148 456	7 500
X. Výnosové úroky		733	1 171	1 031	1 059	1 957	791
N. Nákladové úroky		69	77	1	0	0	0
XI. Ostatní finanční výnosy		136	-42	42	41	48	13
O. Ostatní finanční náklady		217	176	175	182	121	112
* Finanční výsledek hospodaření		583	876	897	9 668	160 019	8 193
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost		3 472	2 865	2 389	3 601	2 592	0
Q. 1. - splatná		2 407	832	1 823	4 919	2 394	0
2. - odložená		1 065	2 033	566	-1 318	198	0
** Výsledek hospodaření za běžnou činnost		18 761	13 003	10 081	27 621	170 394	21 726
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)		18 761	13 003	10 081	27 621	170 394	21 726
**** Výsledek hospodaření před zdaněním		22 233	15 868	12 470	31 222	172 986	21 726

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Karviná za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1. do 30.9.2014

Položky tržby z prodeje materiálu a prodaný materiál představují tržby z prodeje pohonných hmot, olejů, maziv, náhradních dílů, technických plynů a pneumatik v rámci servisní činnosti. Ostatní provozní výnosy představují dotace kraje a obcí na krytí prokazatelné ztráty a dotace z EU.

1.4.4 Účetní výkazy – vertikální a horizontální analýza

Vertikální analýzou se hodnotí podíl jednotlivých položek na vybrané vztahové veličině – u položek aktiv a pasiv se jedná o bilanční sumu a u položek výkazu zisku a ztráty byl zvolen za vztahovou veličinu součet položek Tržby za prodej zboží a Výkony.

Horizontální analýza vyjadřuje meziroční tempa růstu/poklesu jednotlivých položek účetních výkazů v procentním vyjádření.

Horizontální analýza účetních výkazů mezi obdobím končícím 30. 9. 2014 a předchozím rokem není u většiny položek vypovídající vzhledem k poměřování zůstatků jednotlivých položek rozvahy k různým datům (30.9. oproti 31.12.). Tokové veličiny výkazu zisku a ztráty a poměrové ukazatele poměřující tokové a stavové ukazatele (např. ukazatele rentability aktiv, vlastního kapitálu atd.) jsou taktéž nesrovnatelné z důvodu kratší délky období (9 měsíců oproti 12 měsícům), než je standardní fiskální rok.

1.4.4.1 Horizontální analýza účetních výkazů

Z horizontální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- bilanční suma ve sledovaném období byla poměrně stabilní, výjimku tvoří nárůst o 39 % v roce 2013, který byl způsoben především zvýšením oběžných aktiv, a to konkrétně krátkodobých pohledávek z titulu dividend;
- v roce 2013 byl největší nárůst na straně pasiv způsoben zvýšením cizích zdrojů, a to konkrétně krátkodobých závazků ke společníkům, členům družstva a účastníkům sdružení z titulu dividend;
- společnosti do roku 2011 každoročně klesal provozní výsledek hospodaření. Avšak i v roce 2011 byl provozní výsledek hospodaření pozitivní. Na pokles měl největší vliv pokles přidané hodnoty způsobený stagnací až mírným poklesem výkonů a hlavně nárůstem výkonové spotřeby (růst cen pohonných hmot, energií atd.). V roce 2012 zaznamenal provozní výsledek hospodaření nárůst, v roce 2013 opět poklesl, ale stále se držel v kladných hodnotách.

1.4.4.2 Vertikální analýza účetních výkazů

Z vertikální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- ve sledovaném období měl nejvyšší podíl na aktivech dlouhodobý majetek, společnost je velmi dobře vybavená dlouhodobým majetkem, který je každoročně udržován investicemi ve výši kolem 35 mil. Kč. Výjimku tvoří rok 2013, kdy nejvyšší podíl tvořila položka oběžných aktiv (přibližně 53 %), a to konkrétně krátkodobé pohledávky z titulu dividend;
- na celkových pasivech měl ve sledovaném období vlastní kapitál podíl vyšší než 80 % a společnost nevyužívala v minulosti financování úročeným cizím kapitálem.
- ve výkazu zisku a ztrát tvoří největší část nákladů výkonová spotřeba, která po celé sledované období roste z 58 % na 72 % v roce 2013, a dále pak osobní náklady, které se ve sledovaném období pohybují na poměrně stabilní úrovni okolo 60 %.

1.4.5 Poměrové ukazatele

Způsob výpočtu jednotlivých poměrových ukazatelů je uveden v Příloze č. X tohoto znaleckého posudku.

1.4.5.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability (ziskovosti) slouží k analýze efektivnosti využívání prostředků vložených do společnosti.

Rentabilita (výnosnost)	2009	2010	2011	2012	2013
ROA - Rentabilita celkových aktiv	4,75%	3,31%	2,48%	6,38%	28,25%
Rentabilita tržeb ze Z s úroky	11,21%	7,66%	5,98%	18,30%	114,41%
Obrat celkových aktiv	0,42	0,43	0,41	0,35	0,25
ROE - Rentabilita vlastního kapitálu	5,45%	3,64%	2,75%	7,00%	35,26%
Rentabilita tržeb	11,18%	7,62%	5,98%	18,30%	114,41%
Finanční páka	1,15	1,10	1,11	1,10	1,25
Obrat aktiv	0,42	0,43	0,41	0,35	0,25

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Karviná za roky 2009-2013, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost po celé období dosahovala kladných, ale nízkých hodnot rentability vyjma roku 2013. Rentabilita aktiv i vlastního kapitálu v letech 2009 - 2011 klesala, což bylo způsobeno růstem likvidity společnosti (kumulováním likvidních finančních prostředků na bankovních účtech) a zejména poklesem přidané hodnoty společnosti především z důvodu nárůstu cen pohonných hmot, který se projevil do nákladů na materiál. Naopak v letech 2012 a zejména v roce 2013 došlo k výraznému nárůstu hodnot rentabilit, což bylo dáno zejména nárůstem výsledku hospodaření z běžné činnosti díky prodeji 25 % podílu ve společnosti TRANSCARGO, s.r.o. a přijatým dividendám.

1.4.5.2 Ukazatele likvidity

Dostatečná likvidita je jednou z nezbytných podmínek dlouhodobé existence obchodního závodu. Ukazatele likvidity stojí určitým způsobem proti ukazatelům rentability. Pokud má být obchodní závod schopen splácet své závazky řádně a včas musí držet určité množství peněžních prostředků v oběžných aktivech – to ale snižuje rentabilitu vloženého kapitálu.

Likvidita (platební schopnost)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Pracovní kapitál (tis. Kč)	60 136	77 319	86 010	126 479	215 249	133 092
Pracovní kapitál na aktiva	15,19%	19,61%	21,15%	29,21%	35,69%	32,64%
Běžná likvidita	2,86	4,59	4,68	6,38	3,05	8,49
Pohotová likvidita	2,58	4,20	4,30	6,06	2,99	8,12
Peněžní likvidita	1,671	1,030	3,470	5,595	1,453	7,423

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Karviná za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014vlastní výpočty

Během sledovaného období se zvyšoval podíl pracovního kapitálu na aktivech. Všechny tři ukazatele likvidity vykazují přijatelné hodnoty. V některých případech je likvidita i větší než je požadovaná (zejména v roce 2012), což zvyšuje finanční stabilitu oceňované společnosti, ale snižuje rentabilitu aktiv. V období 1.1. - 30.9.2014 dosahovaly hodnoty likvidity vysokých hodnot, zejména díky nižší hodnotě krátkodobých závazků.

1.4.5.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyjadřují efektivnost, se kterou obchodní závod využívá vybrané složky svého majetku. Konstrukce těchto ukazatelů je dvojího typu, a sice jako počtu obrátů nebo doby obrátu.

Aktivita (ve dnech)	2009	2010	2011	2012	2013
Doba obrátu aktiv	860,50	843,45	879,94	1 047,08	1 478,17
Doba obrátu zásob	19,23	18,10	19,26	18,34	17,40
Doba inkasa krátkodobých pohledávek	64,30	145,91	41,98	26,44	393,71
Doba splatnosti krátkodobých závazků	70,37	46,02	50,56	56,81	256,90
obchodní přebytek / deficit	6,06	-99,89	8,58	30,37	-136,81

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Karviná za roky 2009-2013, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost dosahovala vysokých hodnot ukazatele doba obrátu aktiv, což je dáno zejména charakterem podnikatelské činnosti. Společnost dosáhla v letech 2009, 2011 a 2012 mírného obchodního přebytku. Hodnoty v roce 2013 jsou ovlivněny zejména nárůstem krátkodobých závazků a pohledávek z titulu dividend.

1.4.5.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti informují o zdrojích financování obchodního závodu, úrovni věřitelského rizika, a tím mj. i možnosti dalšího zadlužování společnosti.

Zadluženost (dlouhodobá finanční rovnováha)	2009	2010	2011	2012	2013
Debt ratio I. - ukazatel věřitelského rizika	13,02%	9,39%	9,68%	8,82%	19,85%
Úrokové krytí I.	237,75	80,57	8466,00	-	-

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Karviná za roky 2009-2013, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost nemá problémy s hrazením nákladových úroků a vykazuje po celé sledované období nízkou účetní zadluženost, výjimku tvoří rok 2013, kdy došlo k nárůstu cizích zdrojů zvýšením krátkodobých závazků z titulu dividend. Ukazatel úrokového krytí říká, kolikrát jsou úroky z poskytnutých úvěrů kryty výsledkem hospodaření, čím vyšší tedy tento ukazatel je, tím svědčí o vyšší finanční situaci ve společnosti. V roce 2012 a 2013 společnost neevidovala nákladové úroky, proto nebyl ukazatel vyjádřen.

1.4.6 Závěr

Závěrem finanční analýzy, která hodnotí historický vývoj společnosti ČSAD Karviná lze říci, že finanční zdraví a stabilita oceňované společnosti je na dobré úrovni. Hlavní ukazatele hodnotící finanční stav společnosti z různých pohledů dosáhly většinou uspokojivých až velmi dobrých hodnot. Na základě sumarizace všech výše provedených analýz lze učinit závěr, že existence společnosti není do budoucna ohrožena.

1.5 Závěry provedených analýz a předpoklad going-concern

S ohledem na závěry provedené strategické a finanční analýzy společnosti je podle našeho názoru splněn předpoklad going-concern, tj. předpoklad trvání podniku v dlouhodobém horizontu. Podle uvedených zjištění není budoucí existence společnosti z dnešního pohledu nijak významně ohrožena.

Tato skutečnost umožňuje použít pro ocenění společnosti ČSAD Karviná výnosovou metodu. Jelikož se jedná o společnost se stabilními výsledky a v budoucnosti není plánovaný růst, ale zachování výsledků ve výši zejména posledních let, je použita metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Tato metoda vychází z již dosažených výsledků společnosti s předpokladem jejich opakování v budoucnosti, blíže viz Kapitola 2.

2 Použitá metoda ocenění

Ocenění jmění společnosti ČSAD Karviná bylo provedeno paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů.

Základem ocenění paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení. Jedná se o dlouhodobě udržitelný výsledek hospodaření z hlavní podnikatelské činnosti, který je možné z podniku odčerpat, aniž by docházelo k narušení majetkové podstaty společnosti.

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky (trvale odnímatelné výnosy) se přepočtou na cenovou hladinu k datu ocenění. Současný výnosový potenciál je pak odvozen z váženého průměru minulých výsledků hospodaření (za celé období let 2009 až 2013) s tím, že poslední roky mají obecně větší váhu než roky předchozí. Navíc většinou dochází k eliminaci extrémních hodnot.

Hodnota podniku, resp. akcií se následně stanoví pomocí vzorce pro věčnou rentu, kdy trvale odnímatelný čistý výnos je dělen kalkulovanou úrokovou mírou. Poté se přičte hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění.

V souladu s výše uvedeným je možné konstatovat, že jsou splněny základní premisy použitelnosti metody kapitalizovaných čistých výnosů protože:

- z dlouhodobého hlediska není ohrožena existence podniku,
- podnik bude v budoucnu dosahovat minimálně trvalý čistý výnos k rozdělení, na kterém je ocenění založeno.

Jak uvádí Mařík (2011, strana 272) ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů se vyznačuje těmito rysy:

- základem ocenění je výnosový potenciál,
- budoucí růstové možnosti nejsou zpravidla brány v úvahu,
- předpokládáme, že dosavadní potenciál bude možno udržet investicemi ve výši odpisů,
- současný výnosový potenciál je vyvozován z úrovně výnosů v posledním roce před datem ocenění. Protože tento výnos nemusí být reprezentativní, snažíme se jej objektivizovat tak, že zkoumáme výnosy k rozdělení za posledních 3 – 5 let.

Na základě výše uvedených bodů považujeme v případě ocenění společnosti metodu kapitalizovaných čistých výnosů za odpovídající.

3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV)

3.1 Trvale odnímatelný čistý výnos

Trvale odnímatelný čistý výnos k rozdělení je základem výnosové hodnoty stanovené paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Při výpočtu trvale odnímatelného čistého výnosu se obvykle vychází z výsledku hospodaření před zdaněním zjištěného z výkazu zisků a ztrát, který se následně upravuje zejména o tyto položky:

- výnosy a náklady, které se svojí povahou váží k neprovoznímu majetku společnosti,
- úprava výnosů a nákladů tak, aby se vždy vztahovaly k tomu období, ve kterém vznikly,
- nepravidelné či jednorázové výnosy a náklady či výnosy a náklady mimořádného charakteru,
- je třeba zohlednit změnu účetních postupů např. ve způsobu ocenění zásob při vyskladnění či při odpisové politice,
- privátní výdaje nesouvisející s činností podniku,
- připočtení fakticky nevyplacených ačkoliv implicitně realizovaných mezd,
- veškeré výše zmíněné úpravy je rovněž třeba promítnout do placených daní.

Obvyklý způsob stanovení upraveného výsledku hospodaření před odpisy je obsažen v následující tabulce:

Výsledek hospodaření před zdaněním
(+) Odpisy
(-) Výnosy plynoucí z provozně nepotřebného majetku
(+) Náklady plynoucí z provozně nepotřebného majetku
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku
(+) Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku
(-) Mimořádné výnosy
(+) Mimořádné náklady
Upravený výsledek hospodaření před odpisy

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky se přepočtou na cenovou hladinu k datu ocenění. Současný výnosový potenciál je pak odvozen z váženého průměru upravených minulých výsledků hospodaření s tím, že výsledky hospodaření pozdějších období mají zpravidla větší váhu než výsledky let předcházejících. Navíc se provádí eliminace extrémních hodnot.

Pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu společnosti ČSAD Karviná byly použity údaje z účetních výkazů za roky 2009 – 2013¹. Vzhledem k výsledkům společnosti k 30.9.2014, uvedených v dostupných účetních výkazech, lze očekávat za rok 2014 podobný vývoj hospodaření jako v roce 2013, čímž se potvrzuje předpoklad dlouhodobě udržitelného výsledku hospodaření z hlavní podnikatelské činnosti.

Výpočet upraveného výsledku hospodaření je obsažen v následující tabulce (tis. Kč).

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	Součet
Výsledek hospodaření před zdaněním	22 233	15 868	12 470	31 222	172 986	
(+) Odpisy	33 296	36 829	37 302	40 342	38 342	
(-) Finanční výnosy	-869	-1 129	-1 073	-9 850	-160 165	
(+) Finanční náklady mimo úroky	217	176	175	182	146	
(-) Tržby z prodeje dlouh.majetku	-74 074	-74 777	-66 876	-58 283	-29 267	
(+) Zůst.cena prodaného dlouhodobého majetku	69 072	71 420	63 916	40 024	28 016	
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy	49 875	48 387	45 914	43 637	50 058	
Míra inflace (%)	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	
<i>Cenový index řetězový</i>	<i>1,01</i>	<i>1,015</i>	<i>1,019</i>	<i>1,033</i>	<i>1,014</i>	
<i>Cenový index bazický vztažený k poslednímu roku</i>	<i>0,923</i>	<i>0,937</i>	<i>0,955</i>	<i>0,986</i>	<i>1,000</i>	
UVH upravený o inflaci	54 033	51 647	48 093	44 248	50 058	
Váhy	1	2	3	4	5	15
UVH upravený o inflaci x váhy	54 033	103 293	144 280	176 992	250 290	728 888

Tržby za prodej materiálu a náklady na prodaný materiál byly Znaleckým ústavem zahrnuty do upraveného výsledku hospodaření, neboť se jedná o výsledky z jedné z provozních činností podniku, které se pravidelně opakují. Tržby a zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku na druhou stranu nelze zahrnout, neboť se ve většině případů jedná o odprodej starých autobusů, což je jednorázová operace.

Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu je uveden v následující tabulce:

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	48 593
Odpisy z reprodukčních cen	38 342
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	10 251
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	10 251

¹ Znalecký ústav měl k dispozici i účetní výkazy k 30.9.2014 a přihlédl k nim při stanovení TOČV.

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	48 593
Daňová sazba k datu ocenění	19%
Daň	1 948
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	8 303

Dle názoru Znaleckého ústavu investice na úrovni odpisů dosažených v roce 2013 postačují dlouhodobě na udržení substance podniku a dosahování trvale odnímatelného čistého výnosu.

3.2 Kalkulovaná úroková míra - model oceňování kapitálových aktiv

Kalkulovaná úroková míra je při aplikaci paušální metody KČV odhadována na úrovni nákladů vlastního kapitálu, protože se při výpočtu hodnoty pracuje s čistými výnosy pro vlastníky a výsledkem ocenění tak je přímo hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti. Je-li pak cílem ocenění tržní hodnota, mělo by se dle odborné literatury a mezinárodních oceňovacích standardů při jejím stanovení vycházet primárně z tržních dat. V praxi se proto v souladu s odbornou literaturou stanovuje kalkulovaná úroková míra zejména pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM).

Model oceňování kapitálových aktiv je nejrozšířenějším způsobem stanovení nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích, a postupně se prosazuje i v německy mluvících zemích. Modifikace CAPM vychází z následující rovnice:

$$n_{VK} = r_f + \beta \times RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3,$$

kde

n_{VK} = odhad nákladů vlastního kapitálu,

r_f = aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA,

β = odvětvové β přenesené z USA a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku,

RPT = riziková premie kapitálového trhu USA,

RPZ = riziková premie země – Česká republika,

R_1 = přírážka pro malé společnosti,

R_2 = přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností, které se vyznačují vysokým podílem tržní a účetní hodnoty vlastního kapitálu,

R_3 = přírážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů.

Jako bezriziková úroková míra byl použit dlouhodobý průměr výnosnosti T.Bonds (za období 1928 až 2013), která činí 2,52 % p.a. (zdroj: www.damodaran.com).

V souladu s odbornou literaturou ([6] Mařík, M. a kol., str. 221-2) se při zjišťování rizikové prémie kapitálového trhu USA vychází ze dvou základních veličin – průměrné výnosnosti kapitálového trhu USA a bezrizikové úrokové míry. Pro výpočet rizikové prémie kapitálového trhu se pak doporučuje použít data za co nejdelší období. Proto jsou aplikovány údaje za roky 1928 až 2013 (průměrné výnosnosti jsou kalkulovány na úrovni geometrického průměru).

- Průměrná výnosnost kapitálového trhu USA – výnosnost akciového trhu USA v období 1928 až 2013 spočtená geometrickým průměrem činí 9,55 % p.a (www.damodaran.com);
- Bezriziková úroková míra – výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA T.Bonds za období 1928 až 2013 spočtená geometrickým průměrem činí 4,93 % p.a. (www.damodaran.com);
- Výše popsaným způsobem byla stanovena riziková prémie kapitálového trhu USA na 4,62 % p.a. Uvedené údaje byly získány ze serveru www.damodaran.com.

Koeficient beta (β) vyjadřuje úroveň rizikovosti jednotlivého cenného papíru (akcie), a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Je-li $\beta = 1$, je riziko (v důsledku toho i prémie za riziko dané akcie – tj. vlastního kapitálu podniku) na úrovni průměru kapitálového trhu jako celku. Pokud platí, že $\beta > 1$, pak je výnosová přírážka větší než průměrná prémie za riziko na kapitálovém trhu a naopak. Riziko je v daném případě chápáno jako směrodatná odchylka výnosnosti daného cenného papíru od jeho průměrné výnosnosti.

Pro výpočet koeficientu β byla použita tzv. metoda analogie (odvozením od β podobných podniků, které jsou obchodovány na akciových trzích). Obvykle se koeficient β odhaduje z průměru za podobné podniky, které jsou obchodovány na akciových trzích v USA. Koeficient β (nezadlužený), který vstupuje do výpočtu CAPM byl z těchto důvodů stanoven na úrovni průměrného β (nezadlužený) pro odvětví Transportation ve výši 0,86 pro podniky z USA (www.damodaran.com). Vybrané odvětví dle názoru Znaleckého ústavu nejvíce odpovídá podnikatelské činnosti společnosti ČSAD Karviná.

Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost nevyužívá k datu ocenění dluhového financování, není třeba koeficient β (nezadlužený) přepočítat na koeficient β (zadlužený), který bude zohledňovat toto dodatečné riziko.

Výše rizikové prémie země byla získána z již použitého zdroje www.damodaran.com. Při jejím stanovení se vychází z ratingu konkrétní země (Česká republika dosáhla u agentury Moody's hodnocení A1). Riziko selhání země tak pro Českou republiku činí 1,05 %. Tato hodnota v sobě již zahrnuje rozdíl volatility akciového trhu a volatility trhu vládních dluhopisů (blíže viz www.damodaran.com – Estimating Country Risk Premiums).

Model CAPM vychází z dat o společnostech obchodovaných na kapitálových trzích. Tyto společnosti jsou obvykle střední a větší velikosti. Velké obchodní závody jsou přitom investory vnímány jako méně rizikové než obchodní závody malé. Ekonomická teorie tento závěr potvrzuje s tím, že důsledkem této situace je také to, že investoři do menších obchodních závodů požadují za vyšší podstoupené riziko také vyšší výnosnost investovaného kapitálu. Tuto úroveň nákladů vlastního kapitálu v případě menších společností však základní model CAPM nezachycuje. Výše uvedené argumenty tedy nutně vedou k tomu, aby v nákladech vlastního kapitálu zjištěných pomocí základního modelu CAPM byla zohledněna opodstatněná přírážka za podstoupení rizika investice do menšího obchodního závodu. V námi využitém modifikovaném modelu CAPM je tato přírážka označena jako R1. Zdrojem pro tuto přírážku byla publikace IBBOTSON², kde jsou uvedeny statistiky společností na amerických kapitálových trzích, rozdělených do deseti decilů podle tržní kapitalizace. Z uvedených tržních statistik je pro každý decil dopočtena riziková premie, kterou lze přiřadit vlivu velikosti obchodního závodu. Pro účely tohoto posudku byla s ohledem na velikost Oceňované společnosti vybrána přírážka firem z 10. decilu.

V souladu s výše uvedenou metodikou modifikované rovnice CAPM byla dále při výpočtu kalkulované úrokové míry aplikována přírážka za menší společnost ve výši 6,01 %.

Uvedené přírážky slouží mj. k zachycení specifického rizika konkrétní společnosti, které jinak model CAPM ve své původní podobě nezohledňuje.

Jelikož je kalkulovaná úroková míra počítána z pohledu českého investora, měla by být dále korigována o rozdíl v dlouhodobé prognózané inflaci mezi Českou republikou a USA. Metoda KČV je ovšem založena na výpočtu věčné renty, a proto by i diskontní míra (kalkulovaná úroková míra) měla mít velmi dlouhodobý charakter. Jelikož se v dlouhém a velmi dlouhém období dá očekávat postupná konvergence vývoje inflace ČR a USA, nebude kalkulovaná úroková míra o tento vliv upravována.

Výpočet kalkulované úrokové míry je shrnut v následující tabulce:

Položky	
Bezriziková sazba	2,52%
Riziková premie	4,62%
Beta nezadlužená	0,86
Výsledná struktura CK/VK (v tržní hodnotě)	0
Beta zadlužená	0,86
Riziková premie země	1,05%
Rozdíl v inflaci	0,00%

² IBBOTSON. Market Results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1926-2013, Yearbook. Chicago : Morningstar, 2014

Položky	
Specifické přírážky	6,01%
Náklady vlastního kapitálu	13,55%

U paušální metody je třeba dále kalkulovanou úrokovou míru očistit o inflaci, která je již obsažena ve výnosnosti státních dluhopisů, a tím spočítat reálnou bezrizikovou výnosovou míru (resp. reálnou kalkulovanou úrokovou míru). Důvodem je skutečnost, že paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů počítá s TOČV ve stálých cenách. Výše dlouhodobé očekávané inflace byla stanovena s ohledem na dlouhodobé inflační cíle České národní banky. V dlouhodobém horizontu stanovila ČNB následující inflační cíl:

- Inflační cíl v celkové inflaci ve výši 2 %, který je platný od ledna 2010 do přistoupení ČR k eurozóně. ČNB bude stejně jako doposud usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany.

ČNB ve svých čtvrtletně zveřejňovaných zprávách o inflaci prognózuje celkovou inflaci, která odpovídá ve sledovaném horizontu s definovanou mírou spolehlivosti stanoveným inflačním cílům.

Vzhledem k tomu, že výnosové ocenění paušální metodou KČV je založeno na předpokladu nekonečného trvání podniku, výše dlouhodobé očekávané inflace byla stanovena dle dlouhodobého inflačního cíle ČNB platného od roku 2010 do přistoupení ČR k eurozóně ve výši 2 %.

V následujícím kroku bude proveden výpočet reálné kalkulované úrokové míry (neboli kalkulované úrokové míry bez vlivu inflace).

Nominální kalkulovaná úroková míra (včetně inflace)	13,55%
(-) Dlouhodobá predikovaná míra inflace v ČR	2,00%
Reálná kalkulovaná úroková míra (bez inflace)	11,55%

3.3 Stanovení hodnoty oceňovaného podniku

Hodnota podniku (obchodního jmění) se při použití paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů stanoví pomocí vzorce pro věčnou rentu:

$$H_n = \text{TOČV} / i_k$$

Kde:

H_n = hodnota podniku netto,

TOČV = trvale odnímatelný čistý výnos,

i_k = kalkulovaná úroková míra.

Po dosazení číselných hodnot:

$$H_n = 8\,303 / 0,1155$$

K datu ocenění činí po zaokrouhlení na celé tisíce obchodní jmění společnosti ČSAD Karviná na úrovni provozně nutného investovaného kapitálu 71 867 tis. Kč.

3.4 Ocenění neprovozního majetku

Provozně nepotřebný majetek se oceňuje samostatně a následně se přičítá k hodnotě netto podniku.

Mezi provozně nepotřebný majetek lze zařadit 100 % podíl ve společnosti ČSAD Frýdek-Místek a 25 % podíl ve společnosti BUS MANAGEMENT. Ocenění jmění společnosti ČSAD Frýdek - Místek je uvedeno v Příloze č. 10 a společnosti BUS MANAGEMENT v Příloze č. 8.

Společnost	Podíl / obchodní podíl	Jmění	Hodnota podílu / obchodního podílu
ČSAD Frýdek-Místek	100%	221 571	221 571
BUS MANAGEMENT	25%	8 850	2 213

3.5 Výsledná hodnota stanovená paušální metodou KČV

Výnosová hodnota provozní	71 867
Neprovozní majetek k datu ocenění	223 784
Hodnota vlastního kapitálu podle KČV	295 651

**HODNOTA JMĚNÍ SPOLEČNOSTI ČSAD KARVINÁ
STANOVENÁ PAUŠÁLNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ
činí ke dni ocenění a po zaokrouhlení**

295 651 000 Kč.

Příloha č. 10

Ocenění společnosti Frýdek-Místek

(20 stran)

1 Ocenění jmění společnosti ČSAD Frýdek-Místek

1.1 Identifikační údaje společnosti ČSAD Frýdek-Místek

Obchodní firma	ČSAD Frýdek - Místek a.s.
Sídlo	Frýdek-Místek, Politických obětí 2238, PSČ 738 01
Identifikační číslo	451 92 073
Právní forma	akciová společnost
Rejstříkový soud	Krajský soud v Ostravě
Oddíl – vložka	oddíl B, vložka 368
Den zápisu do obchodního rejstříku	30. dubna 1992
Základní kapitál	88 141 000,- Kč
Statutární orgán – představenstvo	Ing. Tomáš Vavřík, dat. nar. 15. února 1972 Ing. Radoslav Bendík, dat. nar. 28. listopadu 1968 Ing. Barbora Weisssová, dat. nar. 27. května 1968

Jediným akcionářem společnosti ČSAD Frýdek-Místek je k datu ocenění společnost ČSAD Karviná.

ČSAD Frýdek-Místek byla založena dne 30.4.1992 na základě prohlášení Fondu národního majetku České republiky o založení akciové společnosti dle § 172 obchodního zákoníku sepsaným ve formě notářského zápisu Státního notářství pro Prahu 7 a vznikla dne 30.4.1992, kdy byla zapsána do obchodního rejstříku.

Podle výpisu z obchodního rejstříku byly k datu ocenění předmětem podnikání společnosti následující činnosti:

- klempířství a opravy karosérií,
- nestátní zdravotnické zařízení, všeobecné lékařství a praktické zubní lékařství,
- silniční motorová doprava
 - nákladní provozovaná vozidla nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí;
 - osobní provozovaná vozidla určenými pro přepravu více než 9 osob včetně řidiče;
- opravy silničních vozidel;
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona.

TPA Horwath Valuation Services s.r.o.

140 00 Praha 4, Antala Staška 2027/79, Tel.: +420 222 826 211, Fax: +420 222 826 312, E-Mail: valuation@tpa-horwath.cz, www.tpa-horwath.cz
IČO: 25507796, Městský soud v Praze, spisová zn. C.151055

Albánie | Bulharsko | Česká republika | Chorvatsko | Maďarsko | Polsko | Rakousko | Rumunsko | Slovensko | Slovinsko | Srbsko

Člen Crowe Horwath International (Curych) – asociace nezávislých účetních a ekonomických poradců

1.2 Makroekonomická analýza České republiky

Makroekonomická analýza, ze které v některých bodech vychází a odkazuje tento znalecký posudek, byla zveřejněna v rámci dokumentu Makroekonomická predikce České republiky vydaného Ministerstvem financí České republiky v červenci 2014 (uzávěrka datových zdrojů byla k 4.7.2014). Tato makroekonomická analýza je k dispozici na oficiálních internetových stránkách MF na <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce>.

1.3 Strategická analýza ČSAD Frýdek-Místek

V případě ocenění společnosti ČSAD Frýdek-Místek bude strategická analýza sloužit primárně k ověření splnění principu neomezené doby trvání podniku (going concern). Vzhledem ke zvolené metodě ocenění (blíže viz kapitola 2) není potřebné, aby Znalecký ústav odhadoval budoucí tržby ani tržní podíl.

1.3.1 Analýza vnějšího potenciálu

V rámci analýzy vnějšího potenciálu bude vymezen relevantní trh (odvětví), na kterém oceňovaný podnik operuje.

Hlavními činnostmi společnosti je provozování silniční osobní dopravy, silniční nákladní dopravy a poskytování servisně opravárenských služeb.

Činnost nákladní dopravy je orientována především na:

- mezinárodní kamionovou dopravu,
- vnitrostátní dálkovou dopravu,
- rozvoz piva a potravinářských výrobků,
- přeprava sypkých substrátů,
- spediční činnost.

Provoz osobní dopravy zabezpečuje:

- pravidelnou osobní dopravu v regionu Frýdek-Místek,
- městskou hromadnou dopravu ve městech Frýdek-Místek a Hranice,
- zájezdovou dopravu vnitrostátní i zahraniční.

Servisně opravárenská a obchodní činnost zabezpečuje:

- opravárenský servis,
- pneuservis,
- servis VOLVO,

- materiálně technické zabezpečení včetně obchodní činnosti (prodej pohonných hmot, olejů, maziv, náhradních dílů, technických plynů a pneumatik).

Na základě těchto skutečností oceňovanou společnost řadíme podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE do tří tříd: 49.31 Městská a příměstská pozemní doprava, 49.39 Ostatní pozemní osobní doprava a 49.41 Silniční nákladní doprava.

Odvětví osobní silniční dopravy a nákladní silniční dopravy bylo již analyzováno v rámci strategické analýzy společnosti ČSAD Havířov (Příloha č. 7).

1.3.2 Analýza vnitřního potenciálu

V rámci analýzy vnitřního potenciálu je zkoumán relevantní trh, konkurence a postavení společnosti na relevantním trhu.

1.3.2.1 Konkurence

V oblasti veřejné vnitrostátní pravidelné autobusové dopravy se pohybuje mnoho konkurenčních subjektů a jednotlivé kraje vypisují tendry na zabezpečení těchto služeb, kde si navzájem jednotliví dopravci konkurují. Nejsilnějším konkurentem je mezinárodní společnost ARRIVA TRANSPORT MORAVA a.s. (součást holdingu ARRIVA TRANSPORT ČESKÁ REPUBLIKA a.s.), která provozuje autobusovou dopravu v Moravskoslezském (Ostrava, Nový Jičín, Bruntál, Třinec a Český Těšín) a Olomouckém kraji (Olomouc, Přerov, Šumperk a Jeseník).

V oblasti městské hromadné dopravy je konkurence omezená, provozuje ji v každém městě většinou pouze jeden subjekt.

Mezi konkurenty společnosti v oblasti nákladní dopravy patří všechny dopravní společnosti, které disponují moderním dopravním parkem a mají dobrou pověst na dopravním trhu. Díky širokému záběru v oblasti kamionové dopravy (přepravy z různých regionů celé ČR) není možno jako konkurenci označit pouze dopravce z regionu Moravskoslezského kraje, ale prakticky z celé republiky. K tomu navíc přistupuje konkurence ze zemí východní Evropy, která se v budoucnu bude snažit více prosadit na českém trhu.

1.3.2.2 Dodavatelé

Nejvýznamnějšími dodavateli jsou dodavatelé nafty, dodavatelé dopravní techniky a leasingové společnosti. Díky velikosti společnosti a faktu, že je součástí skupiny CIDEM, je vyjednávací pozice velmi dobrá, jelikož je možno ve velkém uplatnit množstevní slevy nebo slevy pro konkrétního zákazníka na základě dlouhodobé spolupráce. Vývoj nákladů je však určován zejména cenou ropy na

světových trzích, kurzem koruny a celkovou inflací ve společnosti – tedy neovlivnitelnými skutečnostmi z pozice firmy. Obecně je možno očekávat růst celkových nákladů v budoucnosti.

1.3.2.3 Citlivost na sezónní a cyklické faktory

Obor nákladní dopravy je typický svojí závislostí na dopravních potřebách výrobců, a proto je sezónnost závislá na jejich požadavcích. Obecně je možno konstatovat, že výrazný pokles je v období počátku roku, dále v letních měsících (zejména srpen) a poslední dva týdny v roce. Naopak výrazný nárůst zájmu o dopravu je v měsících září – listopad a první polovina prosince. Sezónní výkyvy v městské hromadné dopravě mají obdobný průběh jako v železniční i autobusové dopravě, cestující nejméně využívají městskou hromadnou dopravu v letních měsících, kdy jsou prázdniny, dovolené a navíc v tomto období lidé více využívají i cyklistickou dopravu. V dalších čtvrtletích není rozdíl ve využívání MHD tak velký, i když se dá ve 4. čtvrtletí, tedy v době sychravého počasí, vyzorovat mírný nárůst.

1.3.3 Závěr strategické analýzy

Společnost ČSAD Frýdek-Místek podniká v několika segmentech trhu a její činnosti jsou diverzifikované. Regulovaná odvětví, jako je poskytování služeb linkové dopravy a městské hromadné dopravy ve Frýdku-Místku nejsou příliš rentabilní, na druhou stranu existuje veřejný zájem dopravní obslužnost zachovat, a proto lze očekávat poměrně stabilní výsledky z těchto činností (po zahrnutí dotace krajů a obcí na krytí prokazatelné ztráty). Problémem v této souvislosti je fakt, že objem dotací na zabezpečení dopravní obslužnosti v pravidelné osobní dopravě často nestačí na pokrytí nákladů.

Silniční nákladní doprava je velmi cyklickým a málo rentabilním odvětvím, avšak z dostupných dat lze vyzorovat postupné oživení tohoto sektoru.

1.4 Analýza finančního zdraví společnosti (finanční analýza)

1.4.1 Účetní výkazy – přehled

1.4.1.1 Účetní závěrky za roky 2009 až 2013 a účetní výkazy za období 1.1. – 30.9.2014

Účetní závěrky společnosti ČSAD Frýdek-Místek za roky 2009 až 2013 byly ověřeny auditorskou společností FINAUDIT s.r.o. zapsanou v seznamu auditorů u Komory auditorů pod oprávněním číslo 154. Ve všech případech byl vydán výrok bez výhrad. Účetní výkazy za období od 1.1.2014 do 30.9.2014 nebyly ověřeny auditorem.

1.4.1.2 Přehled majetku

Přehled hlavních položek majetku společnosti v letech 2009 – 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
AKTIVA CELKEM	388 888	381 593	403 173	403 525	476 490	444 362
B. Dlouhodobý majetek	201 598	191 521	260 832	239 334	274 444	236 631
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	3 757	3 403	3 163	2 789	1 285	444
3. Software	0	707	467	2 789	1 285	444
7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	3 757	2 696	2 696	0	0	0
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	197 816	188 093	257 644	236 520	272 659	235 687
B.II.1 Pozemky	6 769	6 769	6 769	6 689	6 691	6 691
2. Stavby	57 424	59 260	60 382	61 092	60 548	59 475
3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	129 161	121 790	182 916	163 315	201 781	165 683
7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	4 462	274	2 168	15	0	200
8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	5 409	5 409	3 639	3 638
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	25	25	25	25	500	500
B.III. 1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	25	25	0	0	0	0
2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	25	25	500	500
C. Oběžná aktiva	167 993	172 565	125 831	148 849	186 806	194 235
C.I. Zásoby	11 872	9 629	11 256	11 652	12 435	11 467
C.I.1. Materiál	11 783	9 526	10 441	11 218	11 801	11 159
5. Zboží	89	103	815	434	634	308
C.II. Dlouhodobé pohledávky	100	100	100	100	100	0
5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	100	100	100	100	100	0

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
C.III. Krátkodobé pohledávky	62 509	114 124	83 897	88 119	88 793	131 864
C.III. 1. Pohledávky z obchodních vztahů	54 462	54 123	63 403	80 489	73 266	76 687
2. Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0	0	9	0	0	0
6. Stát - daňové pohledávky	2 168	4 657	13 194	1 545	10 163	2 458
7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	737	419	661	866	776	850
8. Dohadné účty aktivní	1 295	1 440	3 102	2 056	3 283	547
9. Jiné pohledávky	3 847	53 485	3 528	3 163	1 305	51 322
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	93 512	48 712	30 578	48 978	85 478	50 904
C.IV. 1. Peníze	1 134	1 386	1 804	2 040	1 944	1 528
2. Účty v bankách	92 378	47 326	28 774	46 938	83 534	49 376
D.I. Časové rozlišení	19 297	17 507	16 510	15 341	15 240	13 496
D.I. 1. Náklady příštích období	18 994	17 501	16 505	15 341	15 158	13 491
3. Příjmy příštích období	303	6	5	0	82	4

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Frýdek-Místek za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014

Nejvýznamnější položku aktiv tvoří dlouhodobý hmotný majetek, tvořený především dopravními prostředky. V roce 2014 došlo k nárůstu jiných krátkodobých pohledávek, a to pohledávek za pojišťovnou.

1.4.1.3 Zdroje financování majetku

Přehled zdrojů financování majetku společnosti za roky 2009 až 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013
PASIVA CELKEM	388 888	381 593	403 173	403 525	476 490
A. Vlastní kapitál	296 435	307 373	321 800	346 727	264 290
A.I. Základní kapitál	88 141	88 141	88 141	88 141	88 141
A.I.1. Základní kapitál	88 141	88 141	88 141	88 141	88 141
A.II. Kapitálové fondy	55 550	55 550	55 550	55 550	55 550
2. Ostatní kapitálové fondy	55 550	55 550	55 550	55 550	55 550
A.III. Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	17 732	17 732	17 732	38 622	63 946
A.III.1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	17 732	17 732	17 732	17 732	17 732
2. Statutární a ostatní fondy	0	0	0	20 890	46 214
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	121 852	135 012	145 949	139 488	0
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let	121 852	135 012	145 949	139 488	0
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období +/-	13 160	10 938	14 428	24 926	56 653

	tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013
B.	Cizí zdroje	92 231	74 114	81 188	56 659	211 876
B.I.	Rezervy	3 277	234	168	174	226
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	2 801	0	0	0	0
4.	Ostatní rezervy	476	234	168	174	226
B.II.	Dlouhodobé závazky	26 587	24 236	23 371	21 079	23 321
B.II.1	Závazky z obchodních vztahů	8 421	5 845	2 794	0	0
9.	Jiné závazky	210	340	170	0	0
10.	Odložený daňový závazek	17 956	18 051	20 407	21 079	23 321
B.III.	Krátkodobé závazky	62 367	49 644	57 649	35 406	188 329
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	38 898	34 667	26 275	16 437	26 865
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0	15 160	0	0
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	727	727	727	727	139 815
5.	Závazky k zaměstnancům	12 764	6 367	7 443	8 744	8 080
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	3 548	3 533	3 847	4 506	4 287
7.	Stát - daňové závazky a dotace	1 725	730	774	1 017	5 497
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	2 345	2 283	2 140	2 344	2 111
10.	Dohadné účty pasivní	2 176	1 173	1 107	1 304	1 163
11.	Jiné závazky	184	164	176	327	511
C.I.	Časové rozlišení	222	106	185	138	323
C.I.1.	Výdaje příštích období	3	8	10	30	44
2.	Výnosy příštích období	219	98	175	108	279

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Frýdek-Místek za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014

Nejvýznamnějším zdrojem financování činnosti společnosti je vlastní kapitál.

1.4.1.4 Vývoj hospodaření

Hlavní položky výkazu zisku a ztráty společnosti ČSAD Frýdek - Místek za roky 2009 až 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

	tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
I.	Tržby za prodej zboží	901	456	2 499	1 051	1 442	1 576
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	805	240	1 401	624	720	825
+	Obchodní marže	96	216	1 098	427	722	751
II.	Výkony	362 359	362 711	344 119	396 056	407 452	299 493
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	362 043	361 667	343 255	395 536	406 197	299 306
3.	Aktivace	316	1 044	864	520	1 255	187
B.	Výkonová spotřeba	253 692	264 922	255 378	268 678	270 700	196 233
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	124 403	129 189	151 809	186 109	182 318	132 408

	tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
B. 2. Služby		129 289	135 733	103 569	82 569	88 382	63 825
+ Přidaná hodnota		108 763	98 005	89 839	127 805	137 474	104 011
C. Osobní náklady		125 800	120 511	128 554	153 610	150 053	109 915
C. 1. Mzdové náklady		92 645	87 053	92 269	111 506	108 668	80 423
C. 2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva		701	720	1 160	720	720	270
C. 3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění		30 483	30 717	32 272	38 744	37 921	27 099
C. 4. Sociální náklady		1 971	2 021	2 853	2 640	2 744	2 123
D. Daně a poplatky		24 741	25 826	37 616	42 336	44 164	36 745
E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku		41 602	42 094	45 102	53 131	50 290	40 066
III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu		48 819	59 358	46 041	37 124	38 979	37 414
III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku		8 395	4 802	3 007	5 914	3 214	5 786
III.2. Tržby z prodeje materiálu		40 424	54 556	43 034	31 210	35 765	31 628
F. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu		38 628	53 537	42 220	34 439	34 878	30 564
F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku		1 764	2 445	1 879	4 772	463	149
F.2. Prodaný materiál		36 864	51 092	40 341	29 667	34 415	30 415
G. Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období		-4	-2 387	3 728	-366	-739	-43
IV. Ostatní provozní výnosy		95 401	102 857	145 169	146 891	152 900	119 195
H. Ostatní provozní náklady		6 354	6 007	7 824	8 413	10 177	5 295
* Provozní výsledek hospodaření		15 862	14 632	16 005	20 255	40 530	38 078
VI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů		0	0	0	0	9 704	0
J. Prodané cenné papíry a podíly		0	0	0	0	25	0
VII. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku		0	0	0	8 750	9 367	7 500
3. Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku		0	0	0	8 750	9 367	7 500
K. Náklady z finančního majetku		0	90	0	0	0	0
M. Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti		0	-90	0	0	0	0
X. Výnosové úroky		1 027	1 178	869	238	457	116
N. Nákladové úroky		42	56	100	387	2	1 490
XI. Ostatní finanční výnosy		8 782	2 673	4 829	6 596	9 544	2 154
O. Ostatní finanční náklady		9 705	5 581	3 581	7 791	4 789	1 949
* Finanční výsledek hospodaření		62	-1 786	2 017	7 406	24 256	6 330
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost		2 764	1 908	3 594	2 735	8 133	-6
Q. 1. - splatná		3 719	1 814	1 238	2 062	5 892	-6
2. - odložená		-955	94	2 356	673	2 241	0
** Výsledek hospodaření za běžnou činnost		13 160	10 938	14 428	24 926	56 653	44 414

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	13 160	10 938	14 428	24 926	56 653	44 414
**** Výsledek hospodaření před zdaněním	15 924	12 846	18 022	27 661	64 786	44 408

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Frýdek-Místek za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1. do 30.9.2014

Položky tržby z prodeje materiálu a prodaný materiál představují tržby z prodeje pohonných hmot, olejů, maziv, náhradních dílů, technických plynů a pneumatik v rámci servisní činnosti. Ostatní provozní výnosy představují dotace kraje a obcí na krytí prokazatelné ztráty či dotace z EU.

1.4.2 Účetní výkazy – vertikální a horizontální analýza

Vertikální analýzou se hodnotí podíl jednotlivých položek na vybrané vztahové veličině – u položek aktiv a pasiv se jedná o bilanční sumu a u položek výkazu zisku a ztráty byl zvolen za vztahovou veličinu součet položek Tržby za prodej zboží a Výkony.

Horizontální analýza vyjadřuje meziroční tempa růstu/poklesu jednotlivých položek účetních výkazů v procentním vyjádření.

Horizontální analýza účetních výkazů mezi obdobími končícím 30. 9. 2014 a předchozím rokem není u většiny položek vypovídající vzhledem k poměřování zůstatků jednotlivých položek rozvahy k různým datům (30.9. oproti 31.12.). Tokové veličiny výkazu zisku a ztráty a poměrové ukazatele poměřující tokové a stavové ukazatele (např. ukazatele rentability aktiv, vlastního kapitálu atd.) jsou taktéž nesrovnatelné z důvodu kratší délky období (9 měsíců oproti 12 měsícům), než je standardní fiskální rok.

1.4.2.1 Horizontální analýza účetních výkazů

Z horizontální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- bilanční suma se mezi lety 2009 a 2012 udržovala na poměrně stabilní úrovni, v roce 2013 vzrostla o přibližně 18 % zejména díky zvýšení peněžních prostředků; na straně pasiv došlo mezi roky 2012 a 2013 k nárůstu cizích zdrojů způsobenému zvýšením krátkodobých závazků ke společníkům, členům družstva a jiným účastníkům sdružení;
- provozní výsledek hospodaření po celé sledované období vykazoval růst.

1.4.2.2 Vertikální analýza účetních výkazů

Z vertikální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- nejvýznamnější podíl na aktivech společnosti tvoří položka dlouhodobý hmotný majetek, který představuje především vozový park společnosti;

- nejvýznamnější podíl na celkových pasivech tvoří vlastní kapitál. Jeho podíl se ve sledovaném období pohyboval nad hodnotou 75 %, ovšem v roce 2013 jeho podíl klesl na 55 % zejména z důvodu nárůstu cizích zdrojů, a to konkrétně závazků ke společníkům při rozdělování zisku;
- ve výkazu zisku a ztrát tvoří největší část nákladů výkonová spotřeba, která se poměrně stabilně udržuje po celé sledované období na úrovni okolo 70 %, a dále pak osobní náklady, které se ve sledovaném období pohybují na úrovni 33 - 38 %.

1.4.3 Poměrové ukazatele

Způsob výpočtu jednotlivých poměrových ukazatelů je uveden v Příloze č. X tohoto znaleckého posudku.

1.4.3.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability (ziskovosti) slouží k analýze efektivnosti využívání prostředků vložených do společnosti.

Rentabilita (výnosnost)	2009	2010	2011	2012	2013
ROA - Rentabilita celkových aktiv	3,39%	2,88%	3,60%	6,25%	11,89%
Rentabilita tržeb ze Z s úroky	3,63%	3,02%	4,19%	6,36%	13,86%
Obrat celkových aktiv	0,93	0,95	0,86	0,98	0,86
ROE - Rentabilita vlastního kapitálu	4,44%	3,56%	4,48%	7,19%	21,44%
Rentabilita tržeb	3,62%	3,01%	4,16%	6,28%	13,86%
Finanční páka	1,31	1,24	1,25	1,16	1,80
Obrat aktiv	0,93	0,95	0,86	0,98	0,86

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Frýdek-Místek za roky 2009-2013, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost dosahovala během celého sledovaného období stabilní výše rentability celkových aktiv a rentability vlastního kapitálu, avšak její absolutní výše byla velmi nízká. Společnost je závislá na dorovnání prokazatelné ztráty ze strany krajů a obcí a její výsledky hospodaření jsou vzhledem k objemu vlastněného majetku velmi nízké. V roce 2013 došlo nárůstu hodnot rentabilit, což bylo dáno zejména nárůstem provozního výsledku hospodaření, ale zároveň i výsledku hospodaření z běžné činnosti díky prodeji podílů a přijatých dividend.

1.4.3.2 Ukazatele likvidity

Dostatečná likvidita je jednou z nezbytných podmínek dlouhodobé existence obchodního závodu. Ukazatele likvidity stojí určitým způsobem proti ukazatelům rentability. Pokud má být obchodní závod schopen splácet své závazky řádně a včas musí držet určité množství peněžních prostředků v oběžných aktivech – to ale snižuje rentabilitu vloženého kapitálu.

Likvidita (platební schopnost)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Pracovní kapitál (tis. Kč)	105 526	122 821	68 082	113 343	-1 623	82 133
Pracovní kapitál na aktiva	27,14%	32,19%	16,89%	28,09%	-0,34%	18,48%
Běžná likvidita	2,69	3,47	2,18	4,20	0,99	1,73
Pohotová likvidita	2,50	3,28	1,99	3,87	0,93	1,63
Peněžní likvidita	1,499	0,981	0,530	1,383	0,454	0,454

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Frýdek-Místek za roky 2009-2013, vlastní výpočty

Během sledovaného období se zvyšoval podíl pracovního kapitálu na aktivech kromě roku 2013, kdy došlo k poklesu zejména díky nárůstu krátkodobých závazků z titulu výplaty dividend. Ukazatele likvidity dosahují požadovaných hodnot a společnost nemá problémy platit své splatné závazky..

1.4.3.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyjadřují efektivnost, se kterou obchodní závod využívá vybrané složky svého majetku. Konstrukce těchto ukazatelů je dvojího typu, a sice jako počtu obrátů nebo doby obrátu.

Aktivita (ve dnech)	2009	2010	2011	2012	2013
Doba obrátu aktiv	390,75	383,52	424,55	370,90	425,34
Doba obrátu zásob	11,93	9,68	11,85	10,71	11,10
Doba inkasa krátkodobých pohledávek	62,81	114,70	88,35	80,99	79,26
Doba splatnosti krátkodobých závazků	62,67	49,89	60,71	32,54	168,11
obchodní přebytek / deficit	-0,14	-64,81	-27,64	-48,45	88,85

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Frýdek-Místek za roky 2009-2013, vlastní výpočty

Společnost dosahovala vysoké doby obrátu aktiv. Avšak tato výše je na trhu u společností s podobným charakterem činnosti obdobná (společnosti ČSAD Havířov a Karviná dosahovaly ještě vyšších hodnot). Společnost dosahovala po celé sledované období vyšší doby inkasa krátkodobých pohledávek oproti době splatnosti krátkodobých závazků. Průměrná doba splatnosti přijatých faktur je tedy delší než vydaných, což značí nižší ekonomickou sílu vůči obchodním partnerům. Výjimku tvoří rok 2013, kdy vznikl obchodní přebytek z důvodu nárůstu závazků z titulu výplaty dividend.

1.4.3.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti informují o zdrojích financování obchodního závodu, úrovni věřitelského rizika, a tím mj. i možnosti dalšího zadlužování společnosti.

Zadluženost (dlouhodobá finanční rovnováha)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Debt ratio I. - ukazatel věřitelského rizika	23,72%	19,42%	20,14%	14,04%	44,47%	30,53%
Úrokové krytí I.	134,93	114,71	159,12	44,45	17 845,00	-

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Frýdek-Místek za roky 2009-2013, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost nemá problémy s hrazením nákladových úroků a vykazuje po celé sledované období nízkou účetní zadluženost, výjimku tvoří rok 2013, kdy došlo k nárůstu cizích zdrojů zvýšením krátkodobých závazků. Ukazatel úrokového krytí říká, kolikrát jsou úroky z poskytnutých úvěrů kryty výsledkem hospodaření, čím vyšší tedy tento ukazatel je, tím svědčí o vyšší finanční situaci ve společnosti.

1.4.4 Závěr

Závěrem finanční analýzy, která hodnotí historický vývoj společnosti ČSAD Frýdek-Místek, lze říci, že finanční zdraví a stabilita oceňované společnosti je na dobré úrovni. Hlavní ukazatele hodnotící finanční stav společnosti z různých pohledů dosáhly většinou uspokojivých až velmi dobrých hodnot. Na základě sumarizace všech výše provedených analýz lze učinit závěr, že existence společnosti není do budoucna ohrožena.

1.5 Závěry provedených analýz a předpoklad going-concern

S ohledem na závěry provedené strategické a finanční analýzy společnosti je podle našeho názoru splněn předpoklad going-concern, tj. předpoklad trvání podniku v dlouhodobém horizontu. Podle uvedených zjištění není budoucí existence společnosti z dnešního pohledu nijak významně ohrožena.

Tato skutečnost umožňuje použít pro ocenění společnosti ČSAD Frýdek-Místek výnosovou metodu. Jelikož v budoucnosti není plánovaný růst, ale zachování výsledků ve výši zejména posledního roku (2013), je použita metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Tato metoda vychází z již dosažených výsledků společnosti s předpokladem jejich opakování v budoucnosti, blíže viz Kapitola 2.

P O S U D E K

2 Použité metody ocenění

Ocenění jmění společnosti ČSAD Frýdek-Místek bylo provedeno paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů.

Základem ocenění paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení. Jedná se o dlouhodobě udržitelný výsledek hospodaření z hlavní podnikatelské činnosti, který je možné z podniku odčerpat, aniž by docházelo k narušení majetkové podstaty společnosti.

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky (trvale odnímatelné výnosy) se přepočtou na cenovou hladinu k datu ocenění. Současný výnosový potenciál je pak odvozen z váženého průměru minulých výsledků hospodaření (za celé období let 2009 až 2013) s tím, že poslední roky mají obecně větší váhu než roky předchozí. Navíc většinou dochází k eliminaci extrémních hodnot.

Hodnota podniku, resp. akcií se následně stanoví pomocí vzorce pro věčnou rentu, kdy trvale odnímatelný čistý výnos je dělen kalkulovanou úrokovou mírou. Poté se přičte hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění.

V souladu s výše uvedeným je možné konstatovat, že jsou splněny základní premisy použitelnosti metody kapitalizovaných čistých výnosů protože:

- z dlouhodobého hlediska není ohrožena existence podniku,
- podnik bude v budoucnu dosahovat minimálně trvalý čistý výnos k rozdělení, na kterém je ocenění založeno.

Jak uvádí Mařík (2011, strana 272) ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů se vyznačuje těmito rysy:

- základem ocenění je výnosový potenciál,
- budoucí růstové možnosti nejsou zpravidla brány v úvahu,
- předpokládáme, že dosavadní potenciál bude možno udržet investicemi ve výši odpisů,
- současný výnosový potenciál je vyvozován z úrovně výnosů v posledním roce před datem ocenění. Protože tento výnos nemusí být reprezentativní, snažíme se jej objektivizovat tak, že zkoumáme výnosy k rozdělení za posledních 3 – 5 let.

Na základě výše uvedených bodů považujeme v případě ocenění společnosti metodu kapitalizovaných čistých výnosů za odpovídající.

3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV)

3.1 Trvale odnímatelný čistý výnos

Trvale odnímatelný čistý výnos k rozdělení je základem výnosové hodnoty stanovené paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Při výpočtu trvale odnímatelného čistého výnosu se obvykle vychází z výsledku hospodaření před zdaněním zjištěného z výkazu zisků a ztrát, který se následně upravuje zejména o tyto položky:

- výnosy a náklady, které se svojí povahou váží k neprovoznímu majetku společnosti,
- úprava výnosů a nákladů tak, aby se vždy vztahovaly k tomu období, ve kterém vznikly,
- nepravidelné či jednorázové výnosy a náklady či výnosy a náklady mimořádného charakteru,
- je třeba zohlednit změnu účetních postupů např. ve způsobu ocenění zásob při vyskladnění či při odpisové politice,
- privátní výdaje nesouvisející s činností podniku,
- připočtení fakticky nevyplacených ačkoliv implicitně realizovaných mezd,
- veškeré výše zmíněné úpravy je rovněž třeba promítnout do placených daní.

Obvyklý způsob stanovení upraveného výsledku hospodaření před odpisy je obsažen v následující tabulce:

Výsledek hospodaření před zdaněním
(+) Odpisy
(-) Výnosy plynoucí z provozně nepotřebného majetku
(+) Náklady plynoucí z provozně nepotřebného majetku
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku
(+) Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku
(-) Mimořádné výnosy
(+) Mimořádné náklady
Upravený výsledek hospodaření před odpisy

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky se přepočtou na cenovou hladinu k datu ocenění. Současný výnosový potenciál je pak odvozen z váženého průměru upravených minulých výsledků hospodaření s tím, že výsledky hospodaření pozdějších období mají zpravidla větší váhu než výsledky let předcházejících. Navíc se provádí eliminace extrémních hodnot.

Pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu společnosti ČSAD Frýdek-Místek byly použity údaje z účetních výkazů za roky 2009 – 2013¹. Vzhledem k výsledkům společnosti k 30.9.2014, uvedených v dostupných účetních výkazech, lze očekávat za rok 2014 podobný vývoj hospodaření jako v roce 2013, čímž se potvrzuje předpoklad dlouhodobě udržitelného výsledku hospodaření z hlavní podnikatelské činnosti.

Výpočet upraveného výsledku hospodaření je obsažen v následující tabulce (tis. Kč).

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	Součet
Výsledek hospodaření před zdaněním	15 924	12 846	18 022	27 661	64 786	
(+) Odpisy	41 602	42 094	45 102	53 131	50 290	
(-) Finanční výnosy	-9 809	-3 851	-5 698	-15 584	-29 072	
(+) Finanční náklady mimo úroky	9 705	5 581	3 581	7 791	4 814	
(-) Tržby z prodeje dlouh.majetku	-48 819	-59 358	-46 041	-37 124	-38 979	
(+) Zůst.cena prodaného dlouhodobého majetku	38 628	53 537	42 220	34 439	34 878	
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy	47 231	50 849	57 186	70 314	86 717	
Míra inflace (%)	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	
<i>Cenový index řetězový</i>	<i>1,01</i>	<i>1,015</i>	<i>1,019</i>	<i>1,033</i>	<i>1,014</i>	
<i>Cenový index bazický vztažený k poslednímu roku</i>	<i>0,923</i>	<i>0,937</i>	<i>0,955</i>	<i>0,986</i>	<i>1,000</i>	
UVH upravený o inflaci	51 169	54 274	59 900	71 298	86 717	
Váhy	0	0	0	1	2	3
UVH upravený o inflaci x váhy	0	0	0	71 298	173 434	244 732

* údaje o míře inflace v ČR vycházejí z Makroekonomické predikce MF (viz Kapitola 4)

V roce 2012 a 2013 došlo k významnému nárůstu výsledku hospodaření společnosti ČSAD Havířov, což bylo dáno zejména oživením výkonů v nákladní dopravě. I v budoucnosti se předpokládají podobné výsledky jako v roce 2013. Tržby za prodej materiálu a náklady na prodaný materiál byly Znaleckým ústavem zahrnuty do upraveného výsledku hospodaření, neboť se jedná o výsledky pravidelně se opakující z jedné z provozních činností podniku. Tržby a zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku na druhou stranu nelze zahrnout, neboť se ve většině případů jedná o odprodej starých autobusů, což je jednorázová operace.

Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu je uveden v následující tabulce:

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	81 577
--	--------

¹ Znalecký ústav měl k dispozici i účetní výkazy k 30.9.2014 a přihlédl k nim při stanovení TOČV.

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	81 577
Odpisy z roku 2013	50 290
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	31 287
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	31 287
Daňová sazba k datu ocenění	19%
Daň	5 945
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	25 343

Dle názoru Znaleckého ústavu investice na úrovni odpisů dosažených v roce 2013 postačují dlouhodobě na udržení substance podniku a dosahování trvale odnímatelného čistého výnosu.

3.2 Kalkulovaná úroková míra - model oceňování kapitálových aktiv

Kalkulovaná úroková míra je při aplikaci paušální metody KČV odhadována na úrovni nákladů vlastního kapitálu, protože se při výpočtu hodnoty pracuje s čistými výnosy pro vlastníky a výsledkem ocenění tak je přímo hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti. Je-li pak cílem ocenění tržní hodnota, mělo by se dle odborné literatury a mezinárodních oceňovacích standardů při jejím stanovení vycházet primárně z tržních dat. V praxi se proto v souladu s odbornou literaturou stanovuje kalkulovaná úroková míra zejména pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM).

Model oceňování kapitálových aktiv je nejrozšířenějším způsobem stanovení nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích, a postupně se prosazuje i v německy mluvících zemích. Modifikace CAPM vychází z následující rovnice:

$$n_{VK} = r_f + \beta \times RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3,$$

kde

n_{VK} = odhad nákladů vlastního kapitálu,

r_f = aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA,

β = odvětvové β přenesené z USA a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku,

RPT = riziková premie kapitálového trhu USA,

RPZ = riziková premie země – Česká republika,

R_1 = přírážka pro malé společnosti,

R_2 = přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností, které se vyznačují vysokým podílem tržní a účetní hodnoty vlastního kapitálu,

R_3 = přírážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů.

Jako bezriziková úroková míra byl použit dlouhodobý průměr výnosnosti T.Bonds (za období 1928 až 2013), která činí 2,52 % p.a. (zdroj: www.damodaran.com).

V souladu s odbornou literaturou ([6] Mařík, M. a kol., str. 221-2) se při zjišťování rizikové prémie kapitálového trhu USA vychází ze dvou základních veličin – průměrné výnosnosti kapitálového trhu USA a bezrizikové úrokové míry. Pro výpočet rizikové prémie kapitálového trhu se pak doporučuje použít data za co nejdelší období. Proto jsou aplikovány údaje za roky 1928 až 2013 (průměrné výnosnosti jsou kalkulovány na úrovni geometrického průměru).

- Průměrná výnosnost kapitálového trhu USA – výnosnost akciového trhu USA v období 1928 až 2013 spočtená geometrickým průměrem činí 9,55 % p.a (www.damodaran.com);
- Bezriziková úroková míra – výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA T.Bonds za období 1928 až 2013 spočtená geometrickým průměrem činí 4,93 % p.a. (www.damodaran.com);
- Výše popsáním způsobem byla stanovena riziková prémie kapitálového trhu USA na 4,62 % p.a. Uvedené údaje byly získány ze serveru www.damodaran.com.

Koeficient beta (β) vyjadřuje úroveň rizikovosti jednotlivého cenného papíru (akcie), a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Je-li $\beta = 1$, je riziko (v důsledku toho i prémie za riziko dané akcie – tj. vlastního kapitálu podniku) na úrovni průměru kapitálového trhu jako celku. Pokud platí, že $\beta > 1$, pak je výnosová přírážka větší než průměrná prémie za riziko na kapitálovém trhu a naopak. Riziko je v daném případě chápáno jako směrodatná odchylka výnosnosti daného cenného papíru od jeho průměrné výnosnosti.

Pro výpočet koeficientu β byla použita tzv. metoda analogie (odvozením od β podobných podniků, které jsou obchodovány na akciových trzích). Obvykle se koeficient β odhaduje z průměru za podobné podniky, které jsou obchodovány na akciových trzích v USA. Koeficient β (nezadlužený), který vstupuje do výpočtu CAPM byl z těchto důvodů stanoven na úrovni průměrného β (nezadlužený) pro odvětví Transportation ve výši 0,86 pro podniky z USA (www.damodaran.com). Vybrané odvětví dle názoru Znaleckého ústavu nejvíce odpovídá podnikatelské činnosti společnosti ČSAD Frýdek-Místek.

Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost nevyužívá k datu ocenění dluhového financování, není třeba koeficient β (nezadlužený) přepočítat na koeficient β (zadlužený), který bude zohledňovat toto dodatečné riziko.

Výše rizikové prémie země byla získána z již použitého zdroje www.damodaran.com. Při jejím stanovení se vychází z ratingu konkrétní země (Česká republika dosáhla u agentury Moody's

hodnocení A1). Riziko selhání země tak pro Českou republiku činí 1,05 %. Tato hodnota v sobě již zahrnuje rozdíl volatility akciového trhu a volatility trhu vládních dluhopisů (blíže viz www.damodaran.com – Estimating Country Risk Premiums).

Model CAPM vychází z dat o společnostech obchodovaných na kapitálových trzích. Tyto společnosti jsou obvykle střední a větší velikosti. Velké obchodní závody jsou přitom investory vnímány jako méně rizikové než obchodní závody malé. Ekonomická teorie tento závěr potvrzuje s tím, že důsledkem této situace je také to, že investoři do menších obchodních závodů požadují za vyšší podstoupené riziko také vyšší výnosnost investovaného kapitálu. Tuto úroveň nákladů vlastního kapitálu v případě menších společností však základní model CAPM nezachycuje. Výše uvedené argumenty tedy nutně vedou k tomu, aby v nákladech vlastního kapitálu zjištěných pomocí základního modelu CAPM byla zohledněna opodstatněná přírážka za podstoupení rizika investice do menšího obchodního závodu. V námi využitém modifikovaném modelu CAPM je tato přírážka označena jako R1. Zdrojem pro tuto přírážku byla publikace IBBOTSON², kde jsou uvedeny statistiky společností na amerických kapitálových trzích, rozdělených do deseti decilů podle tržní kapitalizace. Z uvedených tržních statistik je pro každý decil dopočtena riziková prémie, kterou lze přiřadit vlivu velikosti obchodního závodu. Pro účely tohoto posudku byla s ohledem na velikost Oceňované společnosti vybrána přírážka firem z 10. decilu.

V souladu s výše uvedenou metodikou modifikované rovnice CAPM byla dále při výpočtu kalkulované úrokové míry aplikována přírážka za menší společnost ve výši 6,01 %.

Uvedené přírážky slouží mj. k zachycení specifického rizika konkrétní společnosti, které jinak model CAPM ve své původní podobě nezohledňuje.

Jelikož je kalkulovaná úroková míra počítána z pohledu českého investora, měla by být dále korigována o rozdíl v dlouhodobé prognózované inflaci mezi Českou republikou a USA. Metoda KČV je ovšem založena na výpočtu věčné renty, a proto by i diskontní míra (kalkulovaná úroková míra) měla mít velmi dlouhodobý charakter. Jelikož se v dlouhém a velmi dlouhém období dá očekávat postupná konvergence vývoje inflace ČR a USA, nebude kalkulovaná úroková míra o tento vliv upravována.

Výpočet kalkulované úrokové míry je shrnut v následující tabulce:

Položky	
Bezriziková sazba	2,52%

² IBBOTSON. Market Results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1926-2013, Yearbook. Chicago : Morningstar, 2014

Položky	
Riziková prémie	4,62%
Beta nezadlužená	0,86
Výsledná struktura CK/VK (v tržní hodnotě)	0
Beta zadlužená	0,86
Riziková prémie země	1,05%
Rozdíl v inflaci	0,00%
Specifické přírážky	6,01%
Náklady vlastního kapitálu	13,55%

U paušální metody je třeba dále kalkulovanou úrokovou míru očistit o inflaci, která je již obsažena ve výnosnosti státních dluhopisů, a tím spočítat reálnou bezrizikovou výnosovou míru (resp. reálnou kalkulovanou úrokovou míru). Důvodem je skutečnost, že paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů počítá s TOČV ve stálých cenách. Výše dlouhodobé očekávané inflace byla stanovena s ohledem na dlouhodobé inflační cíle České národní banky. V dlouhodobém horizontu stanovila ČNB následující inflační cíl:

- Inflační cíl v celkové inflaci ve výši 2 %, který je platný od ledna 2010 do přistoupení ČR k eurozóně. ČNB bude stejně jako doposud usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany.

ČNB ve svých čtvrtletně zveřejňovaných zprávách o inflaci prognózuje celkovou inflaci, která odpovídá ve sledovaném horizontu s definovanou mírou spolehlivosti stanoveným inflačním cílům.

Vzhledem k tomu, že výnosové ocenění paušální metodou KČV je založeno na předpokladu nekonečného trvání podniku, výše dlouhodobé očekávané inflace byla stanovena dle dlouhodobého inflačního cíle ČNB platného od roku 2010 do přistoupení ČR k eurozóně ve výši 2 %.

V následujícím kroku bude proveden výpočet reálné kalkulované úrokové míry (neboli kalkulované úrokové míry bez vlivu inflace).

Nominální kalkulovaná úroková míra (včetně inflace)	13,55%
(-) Dlouhodobá predikovaná míra inflace v ČR	2,00%
Reálná kalkulovaná úroková míra (bez inflace)	11,55%

3.3 Stanovení hodnoty oceňovaného podniku

Hodnota podniku (obchodního jmění) se při použití paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů stanoví pomocí vzorce pro věčnou rentu:

$$H_n = \text{TOČV} / i_k$$

Kde:

H_n = hodnota podniku netto,
 $TOČV$ = trvale odnímatelný čistý výnos,
 i_k = kalkulovaná úroková míra.

Po dosazení číselných hodnot:

$$H_n = 25\,343 / 0,1155$$

K datu ocenění činí po zaokrouhlení na celé tisíce obchodní jmění společnosti ČSAD Frýdek-Místek na úrovni provozně nutného investovaného kapitálu 219 358 tis. Kč.

3.4 Ocenění neprovozního majetku

Provozně nepotřebný majetek se oceňuje samostatně a následně se přičítá k hodnotě netto podniku.

Mezi provozně nepotřebný majetek lze zařadit 25 % podíl ve společnosti BUS MANAGEMENT. Tento obchodní podíl byl oceněn pro rata dle hodnoty jmění dané společnosti. Ocenění jmění společnosti BUS MANAGEMENT je uvedeno v Příloze č. 8.

Společnost	Podíl / obchodní podíl	Jmění	Hodnota podílu / obchodního podílu
BUS MANAGEMENT	25%	8 850	2 213

3.5 Výsledná hodnota stanovená paušální metodou KČV

Výnosová hodnota provozní v tis. Kč	219 358
Neprovozní majetek k datu ocenění v tis. Kč	2 213
Hodnota vlastního kapitálu podle KČV v tis. Kč	221 571

HODNOTA JMĚNÍ SPOLEČNOSTI ČSAD FRÝDEK-MÍSTEK
STANOVENÁ PAUŠÁLNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ
činí ke dni ocenění a po zaokrouhlení

221 571 000Kč.