

BOHEMIA EXPERTS, s.r.o.

znalecký ústav

Křižíkova 1,

186 00 Praha 8

ZNALCKÝ POSUDEK

číslo: 120424

ve věci

odhadu **hodnoty 1 076 kusů akcií** společnosti **CRISTAL PALACE a.s.**, se sídlem
Hlavní třída 61, Mariánské Lázně, PSČ: 353 01, Česká republika, IČ: 453 59 172.

Datum ocenění: **24. dubna 2012**

Účel zpracování posudku: **Odhad ceny předmětu dražby** v místě a čase obvyklé
podle § 13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb., o veřejných
dražbách, a § 33 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., o
podnikání na kapitálovém trhu (nedobrovolná veřejná
dražba investičních cenných papírů).

Objednatel posudku: **CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.**
Veveří 111
616 00 Brno
Česká republika
IČ: 277 58 419

Posudek obsahuje celkem 55 listů plus 9 příloh.

Posudek je vyhotoven ve 4 stejnopisech. Toto je stejnopis č. 3.

Zpracovali: RNDr. Josef Knápek, Ing. Petr Hlista, Ph.D.

Praha, 24. dubna 2012

Obsah

OBSAH.....	2
1. ODESÍLACÍ DOPIS.....	3
2. ZDROJE POUŽITÝCH INFORMACÍ	4
3. ZÁKLADNÍ POJMY A SKUTEČNOSTI	6
3.1 OBECNÉ SKUTEČNOSTI A POJMY	6
3.2 ROZHODNÉ SKUTEČNOSTI PRO ZPRACOVÁNÍ OCENĚNÍ	7
4. POPIS OCEŇOVANÉ SPOLEČNOSTI	8
4.1 ZÁKLADNÍ ÚDAJE DLE OBCHODNÍHO REJSTRÁKU.....	8
4.2 STRUKTURA SPOLEČNÍKŮ, OVLÁDANÝCH A PŘIDRUŽENÝCH OSOB	8
4.3 STRUČNÁ HISTORIE.....	9
4.4 CHARAKTERISTIKA HLAVNÍCH ČINNOSTÍ.....	9
4.5 LIDSKÉ ZDROJE	11
4.6 STAV ÚČETNICTVÍ.....	11
5. ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU SPOLEČNOSTI.....	13
5.1 MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA	13
5.2 ANALÝZA ODVĚTVÍ.....	16
6. ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU SPOLEČNOSTI.....	20
6.1 ANALÝZA POSTAVENÍ NA TRHU.....	20
6.2 FINANČNÍ ANALÝZA	21
6.3 TRŽNÍ POTENCIÁL	24
7 FINANČNÍ PLÁN	27
7.1 VÝKAZY ZISKU A ZTRÁTY	27
7.2 ROZVAHY	29
8. METODOLOGIE OCENĚNÍ.....	31
8.1 MAJETKOVÉ METODY	31
8.2 TRŽNĚ SROVNÁVACÍ METODY.....	32
8.3 VÝNOSOVÉ METODY.....	33
9. VLASTNÍ OCENĚNÍ	36
9.1 POUŽITÉ PŘÍSTUPY A METODY OCENĚNÍ.....	36
9.2 OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI VÝNOSOVÝM PŘÍSTUPEM – METODOU DCF ENTITY	37
9.3 OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI MAJETKOVÝM PŘÍSTUPEM – METODOU LIKVIDAČNÍ HODNOTY	45
10. ZÁVĚR	51
OBECNÉ PODMÍNKY POSKYTNUTÝCH SLUŽEB.....	53
PŘEDPOKLADY A OMEZUJÍCÍ PODMÍNKY	53
ZNALECKÁ DOLOŽKA.....	54
SEZNAM PŘÍLOH	55

1. Odesílací dopis

Vážená paní / Vážený pane,

zasíláme Vám odhad **hodnoty 1 076 kusů akcií** společnosti **CRISTAL PALACE a.s.**, se sídlem Hlavní třída 61, Mariánské Lázně, PSČ: 353 01, Česká republika, IČ: 453 59 172 (dále také „společnost“), **k datu 12. dubna 2012.**

Hodnotou rozumíme v zásadě **tržní hodnotu** (market value) v souladu s definicí v Mezinárodních oceňovacích standardech (IVS1 2007), tj. „odhadnutou částku, za kterou by byl předmět ocenění směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi nezávislými stranami po náležitém marketingu, přičemž by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku“.

Účelem zpracování znaleckého posudku byl odhad ceny předmětu dražby v místě a čase obvyklé podle § 13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách, a § 33 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Jde o nedobrovolnou veřejnou dražbu akcií tvořících 0,71 % základního kapitálu společnosti, které nebyly oprávněnými akcionáři ve stanovené době převzaty po snížení jmenovité hodnoty akcií z 1000 Kč na 100 Kč.

K ocenění jsme použili přístup výnosový (metoda DCF entity) a přístup majetkový (metody likvidační a účetní hodnoty). Výslednou hodnotu majetku jsme odhadli pomocí aplikace nejvíce vhodné metody, tj. **metody DCF entity**. Další metody jsme použili jako podpurné a plnily kontrolní a informační funkci.

Na základě provedeného ocenění jsme dospěli k názoru, že **hodnota 1 076 kusů akcií** společnosti **CRISTAL PALACE a.s.**, se sídlem Hlavní třída 61, Mariánské Lázně, PSČ: 353 01, Česká republika, IČ: 453 59 172, **k datu 12. dubna 2012** činí (po provedení kvalifikovaného odhadu):

190 000 Kč

slovy: **sto devadesát tisíc korun českých**

BOHEMIA EXPERTS, s.r.o.
znalecký ústav
RNDr. Josef Knápek
jednatel společnosti



Praha, 12. dubna 2012

2. Zdroje použitých informací

1. výpis z obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Plzni, oddíl B, vložka 202, **CRISTAL PALACE a.s.**, se sídlem Hlavní třída 61, Mariánské Lázně, PSČ: 353 01, Česká republika, IČ: 453 59 172, ze dne 10. dubna 2012,
2. výkazy zisku a ztráty a rozvahy společnosti k datům: 31. 12. 2007, 31. 12. 2008, 31. 12. 2009, 31. 12. 2010 a 31. 12. 2011 (předběžné),
3. kopie výročních a auditorských zpráv a příloh účetní závěrky společnosti k datům: 31. 12. 2009 a 31. 12. 2010,
4. kopie přiznání k dani z příjmů právnických osob společnosti za rok 2010,
5. strategický plán společnosti na roky 2010 – 2014,
6. počet zaměstnanců společnosti v roce 2011,
7. rozbor tržeb společnosti podle druhu v letech 2008 až 2011,
8. seznam investic společnosti v letech 2010 a 2011 na leasing a úvěr,
9. rozpis položek „jiný dlouhodobý majetek“, „dohadné účty aktivní“ a „náklady příštích období“ aktiv společnosti,
10. rozbor pohledávek společnosti za odběrateli podle lhůt do a po splatnosti k datu 31. prosince 2011,
11. rozbor závazků společnosti podle věřitelů, úročení a lhůt do splatnosti k datu 31. prosince 2011,
12. výpis z obchodního rejstříku vedeného Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka 23444, **ITM Praha (Institut pro trenink a management Praha) spol. s r.o.**, se sídlem Koulova 15, Praha 6, PSČ: 160 00, Česká republika, IČ: 496 85 112, ze dne 10. dubna 2012,
13. výkazy zisku a ztráty, rozvahy a přílohy účetní závěrky společnosti ITM Praha (Institut pro trenink a management Praha) spol. s r.o. k datům: 31. 12. 2010 a 31. 12. 2011,
14. kopie smlouvy o budoucím převodu obchodního podílu mezi společnostmi Raiffeisen – Leasing Real Estate, s.r.o. jako budoucím převodcem a společností jako budoucím nabyvatelem ze dne 29. prosince 2009 bez příloh,
15. kopie smlouvy o finančním leasingu s povinností příjemce leasingu ke koupi předmětu leasingu č. 113 mezi společností CRISTAL PALACE Property, s.r.o. jako poskytovatelem leasingu a společností jako příjemcem leasingu ze dne 29. prosince 2009 bez příloh,

16. kopie leasingové smlouvy č. 16093173 mezi společnostmi Credium, a.s. jako poskytovatelem leasingu a společností jako příjemcem leasingu ze dne 10. dubna 2009 bez příloh,
17. kopie úvěrové smlouvy č. 9097800217 mezi společnostmi VB Leasing CZ, spol. s r.o. jako věřitelem a společností jako dlužníkem ze dne 30. dubna 2009 bez příloh,
18. kopie úvěrové smlouvy č. 76113440 mezi společnostmi Credium, a.s. jako věřitelem a společností jako dlužníkem ze dne 25. listopadu 2011 bez příloh,
19. internetové zdroje <http://www.cristalpalace.cz>, www.sanremo.cz, www.justice.cz, www.cnb.cz, www.mfcr.cz, www.czso.cz, www.mapy.cz, www.sauto.cz, www.damodaran.com, www.euribor.org, www.oecd.org, www.zavedenieura.cz, www.patria.cz, www.ecb.int,
20. MAŘÍK, M. aj. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění: Základní metody a postupy*. 2. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2007. 492 stran. ISBN 978-80-86929-32-3,
21. DAMODARAN, A. *Damodaran On Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd edition. Wiley, 2006,
22. Komise pro cenné papíry (od 1. dubna 2006 Česká národní banka). *Metodika k veřejným dražbám cenných papírů (VD)*, verze 1.3, účinná ode dne 26. ledna 2005,
23. MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění: Základní metody a postupy*. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2003. 402 stran. ISBN 80-86119-57-2,
24. jednání s vedením společnosti,
25. právní předpisy v platném znění k příslušnému datu

3. Základní pojmy a skutečnosti

3.1 Obecné skutečnosti a pojmy

Tato kapitola se zabývá pojmoslovím v oblasti oceňování majetku a služeb, zvláště základními kategoriemi cen a hodnot.

A) Podle zákona č. 526/1990 Sb., o cenách, rozeznáváme následující druhy cen: cenu sjednanou a cenu zjištěnou:

Cena sjednaná

Strany transakce mají svobodu při sjednávání cen (případ volných cen), pokud právní, resp. cenové, předpisy nestanoví jinak (případ regulovaných cen).

Cenou sjednanou pro transakci se rozumí objektivní skutečnost, která vyjadřuje protihodnotu sjednanou stranami za převáděný majetek, práva či jiné majetkové hodnoty nebo poskytované služby v daném jedinečném případě.

Cena zjištěná (určená, administrativní)

Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, v platném znění upravuje způsoby oceňování věcí, práv a jiných majetkových hodnot a služeb pro účely stanovené zvláštními předpisy, stanoví-li tak příslušný orgán v rámci svého oprávnění nebo dohodnou-li se tak strany. Majetek a služby se podle tohoto zákona oceňují obvyklou cenou, pokud tento zákon nestanoví jiný způsob oceňování.

Obvyklou cenou se rozumí cena, která byla dosažena při prodeji stejného, popřípadě obdobného majetku se stejnou užitnou hodnotou, nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku ke dni ocenění.

B) V ostatních případech oceňování se majetek a služby oceňují hodnotou. Hodnota však není – na rozdíl od ceny – objektivní či vypočitatelnou skutečností, ale subjektivním (i když často objektivizovaným) odhadem hodnoty předmětu ocenění v daném čase, pro daný účel a podle konkrétní definice hodnoty.

Subjektivní hodnota

Před transakcí dochází nejprve k ryze subjektivním ocenění majetku, práv či jiných majetkových hodnot nebo služeb, která jsou provedena nejčastěji přímo stranami transakce či jejich poradci.

Subjektivní hodnota vyjadřuje intenzitu vztahu konkrétního subjektu (či skupiny subjektů) k danému majetku či službě. Tato hodnota se nazývá také hodnotou investiční.

Objektivizovaná hodnota

Známe mnoho druhů objektivizovaných hodnot, např. tržní (obecnou, férovou, popř. obvyklou, reálnou), užitnou (výnosovou, popř. pokračujícího využití), omezeného trhu (popř. promptního prodeje), substanční (nákladovou, věcnou, náhradovou, popř. reprodukční), užitnou (popř. výnosovou), pojistnou, účetní, likvidační (nuceného prodeje, popř. zůstatkového materiálu), zápůjční (zadlužitelnou, popř. zástavní) a jiné. V praxi převládají odhady objektivizované hodnoty s přívlastkem „tržní“.

Tržní hodnotou rozumíme tržní hodnotu (Market Value) v souladu s platnou definicí v Mezinárodních oceňovacích standardech (IVS1 2007), tj. „odhadnutou částku, za kterou by se měl předmět ocenění směnit k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím v nezávislé transakci po náležitém marketingu, přičemž by obě strany jednaly informovaně, uváženě a bez nátlaku.“

Tržní hodnota obsahuje mj. předpoklad tzv. *nejlepšího využití* (*Highest and Best Use*). Dle IVS1 2007 se jedná o nejpravděpodobnější využití předmětu ocenění, které je fyzicky možné, vhodně ospravedlnitelné, právně přípustné, finančně přijatelné a ústící v nejvyšší hodnotu předmětu ocenění.

3.2 Rozhodné skutečnosti pro zpracování ocenění

Účelem zpracování znaleckého posudku byl odhad ceny předmětu dražby v místě a čase obvyklé podle § 13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách, a § 33 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Jde o nedobrovolnou veřejnou dražbu akcií tvořících 0,71 % základního kapitálu společnosti, které nebyly oprávněnými akcionáři ve stanovené době převzaty po snížení jmenovité hodnoty akcií z 1000 Kč na 100 Kč.

Vzhledem k účelu posudku odpovídá výsledná hodnota předmětu ocenění tržní hodnotě dle výše uvedené definice IVS1 2007. Jako datum ocenění jsme zvolili 24. dubna 2012 jako aktuální datum v době zpracovávání znaleckého posudku.

Veškeré skutečnosti a závěry uváděné v tomto posudku jsou založeny převážně na veřejně dostupných dokumentech a informacích. Dokumenty a informace poskytnuté objednatelem jsme neprověřovali, ale pokud jsme z nich v tomto posudku vycházeli, jsou identifikovány a považujeme je za pravdivé a správné. Analýzy, názory a závěry uvedené v posudku jsou platné jen za omezených podmínek a předpokladů, které jsou uvedeny v posudku a jsou znalcovými osobními, nezaujatými profesionálními analýzami, názory a závěry. Znalec nemá žádné současné ani budoucí zájmy na oceňované společnosti a neexistuje osobní zájem nebo zaujatost vzhledem k výsledku ocenění.

Naše ocenění je platné pouze pro účel v tomto dokumentu stanovený. Jakékoliv jiné použití nebo převzetí údajů pro jiný účel objednatelem nebo třetí stranou je neoprávněné a neplatné. Vzhledem k zadání, charakteru předmětu ocenění a použitým metodám ocenění je platnost závěrů logicky omezena informacemi a skutečnostmi známými do data ocenění, případně do data zpracování.

Dále v posudku nazýváme společnost **BOHEMIA EXPERTS, s.r.o. znalecký ústav** také pojmy „znalecký ústav“ či jen „znalec“.

4. Popis oceňované společnosti

4.1 Základní údaje dle obchodního rejstříku

Tabulka č. 4.1.1 Základní údaje o oceňované společnosti

Obchodní firma	CRISTAL PALACE a.s.
Právní forma	akciová společnost
Sídlo společnosti	Mariánské Lázně, Hlavní 61, PSČ 353 01
Identifikační číslo	453 59 172
Výše základního kapitálu	15 174 800 Kč
Počet akcií	151 748 kusů
Jmenovitá hodnota akcií	100 Kč
Druh akcií	kmenové
Podoba akcií	listinné
Forma akcií	na majitele
Datum zápisu společnosti do OR	1. 5. 1992
Organizační složky	společnost nemá

Dále v posudku nazýváme výše popsanou společnost **CRISTAL PALACE a.s.** také pojmy „oceňovaná / předmětná společnost“ či jen „společnost“.

Předmět podnikání dle obchodního rejstříku

- ubytovací služby v ubytovacích zařízeních v kategoriích hotel, hotel garni zařazených do třídy ** a výše včetně hostinské činnosti v těchto zařízeních a ubytovací služby v zařízeních kemp do třídy ***,
- hostinská činnost,
- směnárny,
- provoz nestátního zdravotnického zařízení,
- provozování tělovýchovných a sportovních zařízení a zařízení sloužících k regeneraci a rekondici

4.2 Struktura společníků, ovládaných a přidružených osob

Tabulka č. 4.2.1 Společníci společnosti (k datu 12. dubna 2012)

Akcionáři	Podíl (%)
HOTEL SERVIS, a.s.	78,7
ostatní akcionáři	21,3
CELKEM	100,0

Tabulka č. 4.2.2 Kapitálové účasti společnosti v řízených, ovládaných a přidružených společnostech (k datu 31. prosince 2011)

Společnost	Podíl (%)
ITM Praha (Institut pro trenink a management Praha) spol. s r.o.	3,6

4.3 Stručná historie

Do roku 1989 byly původní hotel Cristal Palace, na jehož místě je od roku 1996 provozován nový hotel Cristal Palace**** a původní budova hotelu San Remo***/* (rekonstrukce roku 2002) součástí odštěpného závodu ČEDOK. Po roce 1989 došlo k rozpadu tohoto závodu na jednotlivé státní podniky (hotely), z nichž vznikly státní akciové společnosti. K datu 1. května 1992 byla akciová společnost CRISTAL PALACE a.s. v rámci privatizace zapsána do obchodního rejstříku.

V roce 2004 realizovala společnost nový podnikatelský záměr, jehož cílem byla nabídka sportovního a rekreačního využití obyvatelům a hostům Mariánských Lázní, zejména v zimních měsících, a tím zvýšení využití ubytovací kapacity hotelů společnosti v tomto období. Společnost zahájila v roce 2004 pravidelný provoz lanové dráhy Krakonoš – Koliba dle jízdního řádu. Současně zahájila práce na rekonstrukci a dostavbě lyžařského areálu s názvem Ski Area. Lanová dráha se stala součástí lyžařského areálu. V období červenec 2004 až leden 2005 byl lyžařský areál Ski Area zrekonstruován a dobudován. V roce 2010 však společnost tento resort vzhledem jeho ztrátovosti prodala městu Mariánské Lázně. S ohledem na to, že smlouva s městem Mariánské Lázně byla podepsána až na podzim 2010, společnost se zavázala zajistit provoz lyžařského areálu i v sezóně 2010/2011, definitivní předání bylo stanoveno na 30. dubna 2011.

V průběhu roku 2010 společnost kvůli úhradě ztrát z minulých let snížila základní kapitál na desetinu jeho původní výše.

4.4 Charakteristika hlavních činností

Společnost CRISTAL PALACE a.s. je jedna z největších společností v Mariánských Lázních zajišťující ubytovací a restaurační služby s kapacitou téměř 300 lůžek. Zařízení provozovaná společností CRISTAL PALACE a.s. jsou buďto nová nebo nově zrekonstruovaná, velmi dobře konkurenceschopná. **Společnost provozuje dva hotely, které nabízejí širokou škálu kvalitních služeb:**

Hotel Cristal Palace, kategorie ****

Hotel Cristal Palace je specialista na léčení, lázeňské, relaxační, wellness, golfové a lyžařské pobyty. Nabízí 88 pokojů, 176 lůžek. Jedná se o moderní, plně klimatizovaný hotel v centru města Mariánské Lázně, který byl postaven na místě původního hotelu stejného jména a byl uveden do provozu v roce 1996.

Je snadno přístupný vlastním dopravním prostředkem i městskou dopravou. Hotelovým hostům je k dispozici 43 parkovacích míst v podzemní hotelové garáži.

Hotelové pokoje jsou komfortně vybaveny s možností výběru nekuřáckého pokoje, připojení na internet je možno v hale a v kongresovém sále přes Wi-Fi.

Restaurace nabízí široký výběr jídel české i mezinárodní kuchyně, doplněný nabídkou vín z Moravy i známých světových vinařských oblastí. Tradiční hotelová kavárna – cukrárna s venkovní terasou uspokojí milovníky sladkostí nabídkou vlastních výrobků.

Hotel Cristal Palace je nestátním zdravotnickým zařízením. Pod dohledem lékařského personálu probíhají rehabilitační programy z oblasti fyziatrie, balneologie a léčebné rehabilitace. V relaxačním centru je možno využít hotelový bazén, saunu, whirl-pool, solárium.

Kongresový sál, který je možno snadno a rychle rozdělit na menší salóanky, nabízí variantní prostor pro konference, školení, společenské a kulturní akce až do 250 účastníků.

Hotel je vyzdoben uměleckými díly předních českých umělců - Jiřího Anderleho, Jiřího Sopka, Tono Stana.

Hotel San Remo, kategorie */***

Hotel San Remo se specializuje na léčení, lázeňské, relaxační, wellness, golfové a lyžařské pobyty, nabízí 46 pokojů, 101 lůžek. Je to útulný hotel v tichém prostředí, jehož dostavba a rekonstrukce byla dokončena v roce 2002. Je snadno přístupný vlastním dopravním prostředkem, k dispozici jsou krytá parkovací místa.

Pokoje hotelu jsou komfortně vybaveny, s moderní koupelnou. Restaurace a hotelová hala nabízí výběr minutkových jídel, pohárů, zákusků, ale i příjemné posezení u krbu a živé hudby.

Hotel San Remo je nestátní zdravotnické zařízení. Pod dohledem lékařského personálu probíhají rehabilitační programy z oblasti fyziatrie, balneologie a léčebné rehabilitace. Příjemné chvíle odpočinku mohou hosté strávit v lesoparku hotelu s nádhernou zelení.

V květnu 2004 byla vedle hlavního vchodu odhalena pamětní deska nositeli Nobelovy ceny Albertu Schweitzerovi, který v tomto domě (dříve s názvem Biarritz) v roce 1923 bydlel.

Budovy hotelů Cristal Palace a San Remo včetně pozemků jsou majetkem společnosti CRISTAL PALACE Property, s.r.o. a jsou od roku 2000 na základě leasingových smluv provozovány společností CRISTAL PALACE a.s.

Na konci roku 2009 byly po sporech s leasingovou společností uzavřeny nové dohody, které nahradily původní leasingové smlouvy:

- A. smlouva o budoucím převodu obchodního podílu mezi společností Raiffeisen – Leasing Real Estate, s.r.o. jako budoucím převodcem a společností jako budoucím nabyvatelem ze dne 29. prosince 2009,
- B. smlouva o finančním leasingu s povinností příjemce leasingu ke koupi předmětu leasingu č. 113 mezi společností CRISTAL PALACE Property, s.r.o. jako

poskytovatelem leasingu a společností jako příjemcem leasingu ze dne 29. prosince 2009.

AdA) Na základě výše uvedené smlouvy existuje vzájemná opce na prodej/nákup 100% obchodního podílu na společnosti CRISTAL PALACE Property, s.r.o. v době uplynutí finančního leasingu, tj. v září 2022. Do této doby je společnost zavázána platit měsíční opční prémii za existenci opce. Na konci doby finančního leasingu jsou strany smlouvy vzájemně povinny a oprávněny uzavřít kupní smlouvu o převodu 100% obchodního podílu na společnosti CRISTAL PALACE Property, s.r.o. do vlastnictví společnosti za sjednanou cenu cca 995 tis. EUR (při současném výlučném převzetí všech závazků společnosti CRISTAL PALACE Property, s.r.o. existujících v době převodu).

AdB) Na základě výše uvedené smlouvy jsou nemovitosti hotelů Cristal Palace a San Remo pronajmuty společnosti formou finančního leasingu na dobu 153 měsíců, tj. do září roku 2022. Do této doby je společnost zavázána platit měsíční nájemné za užívání hotelů a dále měsíční zálohy na kupní cenu hotelů. Na konci doby finančního leasingu jsou strany smlouvy vzájemně povinny a oprávněny uzavřít kupní smlouvu o převodu nemovitostí hotelů do vlastnictví společnosti za sjednanou cenu cca 66 mil. Kč (při převodu dojde k vyúčtování záloh zaplacených společností a případné ceny zaplacené za převod 100 % obchodních podílů na společnosti CRISTAL PALACE Property, s.r.o. – viz výše).

4.5 Lidské zdroje

Společnost měla v roce 2011 průměrně 88 zaměstnanců. Vývoj průměrného počtu zaměstnanců v jednotlivých letech ukazuje následující tabulka.

Tabulka č. 4.5.1 – Vývoj počtu zaměstnanců společnosti v letech 2003 – 31.3.2007

Lidské zdroje	2007	2008	2009	2010	2011
Počet zaměstnanců	99,6	98,7	103,7	107,5	88,0

V minulosti vývoj zaměstnanců kolísal, a to zejména díky sezónním pracovníkům. V roce 2011 se snížil počet zaměstnanců vzhledem k prodeji resortu Ski Area a probíhající restrukturalizaci společnosti.

Průměrná hrubá mzda zaměstnanců společnosti včetně odměn a příplatků činila podle našich propočtů spíše stagnovala a činila cca 19,5 tis. Kč v roce 2011.

4.6 Stav účetnictví

Společnost podle našeho názoru **podléhá** dle § 20 odst. 1 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, **povinnému auditu účetní závěrky** a výroční zprávy, neboť jde o akciovou společnost, která splňuje alespoň jedno ze tří stanovených podmínek za

poslední dvě účetní období, tj. úhrn aktiv vyšší než 40 000 tis. Kč (splňuje), úhrn čistého obrátu vyšší než 80 000 tis. Kč (nesplňuje) a průměrný přepočtený počet zaměstnanců vyšší než 50 (splňuje).

Společnost **nepodléhá povinnosti sestavovat konsolidovanou účetní závěrku** a výroční zprávu dle § 22 odst. 2 a 3 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, neboť nedosáhla minimálně dvou ze tří stanovených podmínek za poslední účetní období, tj. úhrn aktiv vyšší než 350 000 tis. Kč (nedosáhla), úhrn čistého obrátu vyšší než 700 000 tis. Kč (nedosáhla) a průměrný přepočtený počet zaměstnanců vyšší než 250 (nedosáhla) – navíc není ovládající osobou.

Společnost **nepodléhá povinnosti sestavovat účetní závěrku podle Mezinárodních účetních standardů** dle § 19 odst. 9 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, neboť není emitentem cenných papírů kótovaných na regulovaném trhu cenných papírů v členských státech Evropské unie.

Audit řádné účetní závěrky účetního období uzavřeného ke dni 31. prosince 2010 provedla auditorská společnost KLM Vista s.r.o., osvědčení (licence) č. 365, odpovědná auditorka Ing. Lenka Kruntorádová, osvědčení (dekret) číslo 1502. V auditorské zprávě ze dne 24. května 2011 byl vydán výrok bez výhrad. Účetní závěrka by tedy měla podávat ve všech významných ohledech věrný a poctivý obraz aktiv, pasiv a finanční situace společnosti k datu 31. prosince 2010 a nákladů, výnosů a výsledku jejího hospodaření za účetní období kalendářního roku 2010 v souladu s účetními předpisy platnými v České republice.

Při oceňování jsme tedy vycházeli **také z předběžných neauditovaných rozvah a výkazů zisku a ztráty společnosti k datu 31. prosince 2011**, které nám byly předloženy ze strany společnosti, které jsme neověřovali a které pokládáme za správné a úplné.

5. Analýza vnějšího potenciálu společnosti

K tomu, abychom si mohli vytvořit obraz o perspektivách předmětné společnosti, správně zvolit přístup, metodu a parametry oceňování, je třeba také celkově zhodnotit vývojové trendy národního hospodářství a příslušných odvětví v zemích, ve kterých společnost realizuje svou činnost a odbyt.

Činnost společnosti je realizována v České republice, avšak od českých občanů pochází pouze cca desetina tržeb společnosti. 80 % tržeb společnosti pochází od německé klientely. Vzhledem k tomu tedy provedeme makroekonomickou analýzu českého a německého hospodářství (a stručně také referenční hospodářství OECD, Eurozóny a USA) – viz kapitola 5.1 posudku. Dále pak provedeme stručnou analýzu příslušných odvětví – viz kapitola 5.2 posudku.

5.1 Makroekonomická analýza

Česká republika

(Zdroj analýzy: Ministerstvo financí České republiky, www.mfcr.cz)

Tabulka č. 5.1.1 Základní makroekonomické ukazatele ČR

Základní ukazatele v ČR	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Reálný růst HDP	6,30%	7,00%	5,70%	3,10%	-4,70%	2,70%	1,80%
Prům. míra inflace spotř. cen	1,90%	2,50%	2,80%	6,30%	1,00%	1,50%	1,90%
Nominální růst HDP	6,01%	7,98%	9,25%	5,05%	-2,83%	0,96%	1,54%
Prům. nominální hrubá mzda (v Kč)	18 344	19 546	20 957	22 592	23 344	23 797	24 300
Nominální růst mezd	5,03%	6,55%	7,22%	7,80%	3,33%	1,94%	2,11%
Reálný růst mezd	3,07%	3,95%	4,30%	1,41%	2,31%	0,43%	0,21%
Prům. míra reg. nezaměstnanosti	8,97%	8,13%	6,62%	5,45%	7,98%	9,01%	8,57%

Zdroj: <http://www.mfcr.cz> (leden 2012)

Tabulka č. 5.1.2 Úrokové sazby ČR

Úrokové sazby v ČR	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Lombardní sazba ke konci období	3,00%	3,50%	4,50%	3,25%	2,00%	1,75%	1,75%
Repo sazba 2T ke konci období	2,00%	2,50%	3,50%	2,25%	1,00%	0,75%	0,75%
Diskontní sazba ke konci období	1,00%	1,50%	2,50%	1,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Sazba 3MPRIBOR ke konci období	2,17%	2,55%	4,11%	3,63%	2,51%	1,22%	1,17%
Průměrná sazba 3M PRIBOR	2,01%	2,30%	3,09%	4,04%	2,19%	1,31%	1,19%
YTM ref. státních 10Y dluhopisů	3,51%	3,78%	4,28%	4,55%	4,80%	4,20%	3,70%
Prům. úr. sazby nefin. podnikům	4,27%	4,29%	4,85%	5,59%	4,60%	3,98%	2,74%

Zdroje: <http://www.mfcr.cz> (leden 2012), www.cnb.cz, www.zavedenieura.cz

Provedli jsme **predikce základních makroekonomických veličin ČR**, které jsou relevantní pro ocenění: Nominální a reálné růsty HDP, průměrné míry nezaměstnanosti, průměrné míry inflace do roku 2015, mzdy a růsty mezd do roku 2013 vycházejí ze zdrojů Ministerstva financí ČR, v následujících obdobích jde o odborné odhady znalce.

Z dlouhodobého hlediska předpokládáme postupnou konvergenci průměrného reálného růstu potenciálu české ekonomiky k dlouhodobému růstu ve světových ekonomických centrech **2 % reálného růstu HDP ročně**, který vychází z průměrné hodnoty reálného růstu USA a Eurozóny za období let 1997 až 2011 (Zdroj: OECD Economic Outlook: Demand and Output, Annex Table 1, 2011-11-28).

Z dlouhodobého hlediska lze očekávat **průměrnou míru inflace** konvergující k dlouhodobé míře inflace spotřebitelských cen ve světových ekonomických centrech **2,2 % ročně**, který vychází z průměrné míry inflace USA a Eurozóny za období let 1997 až 2011 (Zdroj: OECD Economic Outlook: Costs and Inflation, Annex Table 18, 2011-11-28).

Dále předpokládáme logickou konvergenci růstu mezd k růstu HDP a dlouhodobou přirozenou míru registrované nezaměstnanosti 8 %.

Tabulka č. 5.1.3 Predikce základních makroekonomických ukazatelů ČR

Základní ukazatele v ČR	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p
Reálný růst HDP	0,20%	1,60%	2,70%	3,60%	2,80%	2,00%	2,00%
Prům. míra inflace spotř. cen	3,20%	1,50%	2,00%	2,10%	2,20%	2,20%	2,20%
Nominální růst HDP	5,35%	2,37%	4,11%	5,77%	5,06%	4,24%	4,24%
Prům. nominální hrubá mzda (Kč)	24 800	25 500	26 549	28 082	29 503	30 755	32 061
Nominální růst mezd	2,06%	2,82%	4,11%	5,77%	5,06%	4,24%	4,24%
Reálný růst mezd	-1,11%	1,30%	2,07%	3,60%	2,80%	2,00%	2,00%
Prům. míra reg. nezaměstnanosti	8,60%	8,70%	8,50%	8,20%	8,10%	8,00%	8,00%

Zdroj: <http://www.mfcr.cz> (leden 2012) a vlastní odhady znalce

Provedli jsme **predikce základních úrokových sazeb v ČR**, průměrné úrokové sazby 3M PRIBOR, výnosy do doby splatnosti státních dluhopisů a úrokové sazby nefinančním podnikům jsou odbornými odhady znalce.

Znalec očekává po růstu úrokových sazeb ve středním období následnou stabilizaci **sazby 3M PRIBOR** na dlouhodobě udržitelné úrovni 0,4 pb nad dlouhodobě udržitelnou úrovní repo sazby 2T 2,50 % p.a., tj. na úrovni **2,9 % p.a.**

Znalec dále očekává stabilizaci **úrokových sazeb nefinančním podnikům** na dlouhodobě udržitelné úrovni 2,1 pb nad dlouhodobě udržitelnou úrovní sazby 3M PRIBOR 2,9 % p.a., tj. na úrovni **5,0 % p.a.**

Znalec také očekává stabilizaci míry výnosnosti do doby splatnosti 10-letých státních dluhopisů na úrovni 4,9 % p.a. (ta vychází z průměrné výnosnosti amerických dlouhodobých (10-letých) státních dluhopisů T-bonds v letech 1927 až 2011 – spočítáno na základě www.damodaran.com).

Tabulka č. 5.1.4 Predikce úrokových sazeb ČR

Úrokové sazby v ČR	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p
Lombardní sazba ke konci období	2,25%	3,00%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Repo sazba 2T ke konci období	1,25%	2,00%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Diskontní sazba ke konci období	0,25%	1,00%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Sazba 3MPRIBOR ke konci období	1,65%	2,40%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%
Průměrná sazba 3M PRIBOR	1,44%	2,03%	2,65%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%
YTM ref. státních 10Y dluhopisů	4,50%	4,70%	4,90%	4,90%	4,90%	4,90%	4,90%
Prům. úr. sazby nefin. podnikům	3,54%	4,13%	4,75%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%

Zdroj: vlastní odhady znalce

Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj (OECD), Eurozóna, USA a Německo**Tabulka č. 5.1.5** Základní makroekonomické ukazatele OECD, Eurozóny, USA a Německa

Základní ukazatele ve světě	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Reálný růst HDP OECD	2,70%	3,20%	2,80%	0,10%	-3,80%	3,10%	1,90%
Deflátor HDP OECD	2,43%	2,62%	2,53%	2,60%	1,04%	1,36%	1,96%
Nominální růst HDP OECD	5,20%	5,90%	5,40%	2,70%	-2,80%	4,50%	3,90%
Reálný růst HDP USA	3,10%	2,70%	1,90%	-0,30%	-3,50%	3,00%	1,70%
Prům. míra inflace USA	3,40%	3,20%	2,90%	3,80%	-0,30%	1,60%	3,20%
Deflátor HDP USA	3,30%	3,21%	2,94%	2,21%	1,04%	1,17%	2,16%
Nominální růst HDP USA	6,50%	6,00%	4,90%	1,90%	-2,50%	4,20%	3,90%
Reálný růst HDP Eurozóny	1,80%	3,30%	3,00%	0,30%	-4,20%	1,80%	1,60%
Prům. míra inflace Eurozóny	2,20%	2,20%	2,10%	3,30%	0,30%	1,60%	2,60%
Deflátor HDP Eurozóny	1,87%	1,84%	2,33%	1,89%	0,84%	0,69%	1,28%
Nominální růst HDP Eurozóny	3,70%	5,20%	5,40%	2,20%	-3,40%	2,50%	2,90%
Reálný růst HDP Německa	0,80%	3,90%	3,40%	0,80%	-5,10%	3,60%	3,00%
Prům. míra inflace Německa	1,90%	1,80%	2,30%	2,80%	0,20%	1,20%	2,40%
Deflátor HDP Německa	0,69%	0,29%	1,64%	0,79%	1,16%	0,58%	0,78%
Nominální růst HDP Německa	1,50%	4,20%	5,10%	1,60%	-4,00%	4,20%	3,80%

Zdroje: <http://www.oecd.org> (listopad 2011)**Tabulka č. 5.1.6** Predikce základních makroekonomických ukazatelů OECD, Eurozóny, USA a Německa

Základní ukazatele ve světě	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p
Reálný růst HDP OECD	2,30%	2,80%	2,50%	2,30%	2,10%	2,10%	2,10%
Deflátor HDP OECD	1,37%	1,26%	1,60%	1,90%	2,20%	2,20%	2,20%
Nominální růst HDP OECD	3,70%	4,10%	4,14%	4,24%	4,35%	4,35%	4,35%
Reálný růst HDP USA	2,20%	3,10%	2,90%	2,70%	2,50%	2,30%	2,10%
Prům. míra inflace USA	1,10%	1,10%	1,50%	1,80%	2,00%	2,20%	2,20%
Deflátor HDP USA	1,10%	1,10%	1,50%	1,80%	2,00%	2,20%	2,20%
Nominální růst HDP USA	3,40%	4,10%	4,44%	4,55%	4,55%	4,55%	4,35%

Reálný růst HDP Eurozóny	1,70%	2,00%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%
Prům. míra inflace Eurozóny	1,30%	1,20%	1,50%	1,80%	2,00%	2,20%	2,20%
Deflátor HDP Eurozóny	1,30%	1,20%	1,50%	1,80%	2,00%	2,20%	2,20%
Nominální růst HDP Eurozóny	2,70%	3,10%	3,63%	3,94%	4,14%	4,35%	4,35%
Reálný růst HDP Německa	1,60%	2,30%	2,20%	2,10%	2,00%	2,00%	2,00%
Prům. míra inflace Německa	1,77%	1,56%	1,80%	2,00%	2,20%	2,20%	2,20%
Deflátor HDP Německa	3,40%	3,90%	4,04%	4,14%	4,24%	4,24%	4,24%
Nominální růst HDP Německa	2,00%	2,50%	2,30%	2,10%	2,00%	2,00%	2,00%

Zdroj: <http://www.oecd.org> (listopad 2011) a vlastní odhady znalce

Tabulka č. 5.1.7 Úrokové sazby Eurozóny a USA

Úrokové sazby ve světě	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Repo sazba 2T ECB ke konci období	2,00%	3,50%	4,00%	2,50%	1,00%	1,00%	1,00%
Sazba 3M EURIBOR ke konci období	2,15%	3,74%	4,68%	2,89%	1,83%	1,01%	1,36%
Průměrná sazba 3M EURIBOR	2,15%	2,94%	4,21%	3,79%	1,22%	0,81%	1,39%
FED f.r. USA ke konci období	2,50%	5,25%	4,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
YTM ref. státních 10Y T-bonds USA	4,39%	4,70%	4,02%	2,21%	3,84%	3,29%	1,87%

Zdroj: <http://www.euribor.org>, www.ecb.int, www.damodaran.com, www.patria.cz

Tabulka č. 5.1.8 Predikce úrokových sazeb Eurozóny a USA

Úrokové sazby ve světě	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p
Repo sazba 2T ECB ke konci období	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Sazba 3M EURIBOR ke konci období	1,30%	1,80%	2,30%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%
Průměrná sazba 3M EURIBOR	1,33%	1,55%	2,05%	2,55%	2,80%	2,80%	2,80%
FED f.r. USA ke konci období	1,00%	1,50%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
YTM ref. státních 10Y T-bonds USA	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%	4,90%	4,90%

Zdroj: vlastní odhady znalce

Závěr: Predikce provedené v kapitole 5.1 posudku jsou podpůrně využívány zejména při analýze tržního potenciálu společnosti v kapitole 6.3, sestavování finančního plánu společnosti v sedmé části posudku a při výnosovém oceňování v kapitole 9.2 posudku.

5.2 Analýza odvětví

Výchozím krokem analýzy odvětví by mělo být vymezení relevantních trhů, na kterých společnost působí, případně na kterých by mohla působit. Tyto trhy je třeba vymezit jak věcně, tak zeměpisně.

Relevantními trhy z věcného hlediska jsou zejména „Ubytování v hotelích a podobných ubytovacích zařízeních“ (CZ-NACE I 55.1) a „Pohostinství“ (CZ-NACE I 56.3).

Relevantním trhem ze zeměpisného hlediska jsou zejména Mariánské Lázně, případně celá oblast západočeských lázní.

Případná analýza výše vymezených relevantních trhů by však nebyla pro odhad perspektiv oceňované společnosti v tomto případě dostatečná, perspektivy společnosti úzce souvisí s **lázeňstvím** (z věcného pohledu) a s **německými hosty** (ze zeměpisného pohledu):

Mariánské Lázně

Mariánské Lázně jsou druhými největšími českými lázněmi, s velkým bohatstvím minerálních pramenů. Přímo v areálu jich vyvěrá 40 a v nejbližším okolí téměř 100. Na základě velkolepého projektu architekta V. Skalníka byly provedeny terénní úpravy a založeny parky, které jsou dnes vedle množství pramenů nejcharakterističtějším znakem města. V roce 1866 byly Mariánské Lázně povýšeny na město a počátkem 20. století již patřily mezi nejvýznamnější evropská střediska. Hlavní lázeňskou promenádou a významnou stavební památkou je pseudobarokní litinová kolonáda z roku 1889. K pitným kúráům jsou zde přivedeny prameny Křížový, Karolinin a Rudolfův. Před kolonádou se velké pozornosti těší zpívající fontána. Nejznámějšími dalšími prameny jsou Ferdinandův, Lesní a Ambrožův. Lázeňské pavilony jsou převážně klasicistního a novorenesančního slohu, většina domů lázeňské čtvrti nese prvky secese. V sousedství kolonády stojí kostel Nanebevzetí Panny Marie, na západě, za Hlavní třídou, pak pravoslavný ruský kostel sv. Vladimíra a anglikánský kostel. Indikace v Mariánských Lázních jsou na rozdíl od jiných lázní značně pestré. Je tomu tak především proto, že složení pramenů je chemicky velmi odlišné. Léčí se zde následující nemoci: nemoci ledvin a močových cest, nemoci nervové, organické nemoci nervové, nemoci zažívacího ústrojí, nemoci z poruchy látkové výměny a žláz s vnitřní sekrecí, nespecifické nemoci dýchacích cest, nemoci kožní, nemoci pohybového ústrojí.

Je předpoklad, že odvětví lázeňství a hotelnictví v Mariánských Lázních bude silné i v dalších letech. Je zde obrovský potenciál jedinečného přírodního bohatství v podobě množství minerálních pramenů a jejich hojném využívání v balneologii v lázeňských centrech. Výhoda pro rozvoj turistického ruchu je patrná též ze stovky let staré tradice cestovního ruchu v oblasti a současného množství návštěvníků města Mariánské Lázně. Jedná se o tedy o dlouhodobě perspektivní odvětví.

Mikroregion Mariánskolázeňsko

Ekonomika mikroregionu je závislá především na lázeňství, lesnictví a několika dalších podnicích potravinářského průmyslu a stavebnictví.

Terciární sektor v regionu za poslední období z hlediska zaměstnanosti posílil, což vyplynulo z blízkosti německého trhu. V oblasti cestovního ruchu je zde obrovský potenciál jedinečného přírodního bohatství v podobě množství minerálních pramenů a jejich hojném využívání v balneologii v lázeňských centrech. Výhoda pro rozvoj turistického ruchu je patrná též ze stovky let staré tradice cestovního ruchu v oblasti a současného množství návštěvníků města Mariánské Lázně.

Turisty zde láká kromě zmíněných lázeňských služeb též velké plochy parků a městské zeleně ve městě, relativně čisté ovzduší a členitá z velké části zalesněná krajina.

Většina aktivit týkajících se cestovního ruchu je soustředěna do Mariánských Lázní, kde se nachází 14 cestovních kanceláří, 61 hotelů a 2 autocampingy.

V ostatních sídlech mikroregionu je zatím zmíněný turisticky atraktivní potenciál území málo využíván z důvodů chybějící infrastruktury a služeb. Ve velké části obcí chybí úplně možnost ubytování a restaurace. Pro mikroregion jako celek zatím neexistuje společné informační centrum jak pro turistiku tak pro další aktivity v mikroregionu. Neexistují zatím ani společné několikajazyčné publikace, letáky materiály, směřování cíleně pro hosty v mikroregionu, které by poutaly pozornost návštěvníků k historickým, přírodním i společenským zajímavostem mikroregionu.

Ubytování a stravování v ČR

Na stránkách Českého statistického úřadu jsme jako nejbližší dostupný údaj našli vývoj tržeb odvětví ubytování (CZ-NACE 55) a stravování (CZ-NACE 56), ovšem pouze za celou ČR, nikoliv za region Mariánských Lázní, příp. okolí:

Tabulka 5.2.1 Vývoj tržeb v odvětví ubytování a stravování v letech 2005 – 2011

Indexy tržeb odvětví v ČR	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ubytování – běžné ceny	107,6	106,9	104,3	95,7	86,4	97,5	104,3
Ubytování – stálé ceny	114,6	106,1	102,4	95,6	87,1	100,8	105,9
Stravování – běžné ceny	104,6	102,9	107,2	98,4	92,3	96,4	100,1
Stravování – stálé ceny	102,2	100,4	104,0	91,3	90,1	93,3	97,8

Zdroj: <http://www.czso.cz>

Z tabulky číslo 5.2.1 je patrné, že v počátečních letech krize tržby v odvětví ubytování a stravování klesaly (v letech 2008 a 2009 klesaly i ceny), v posledních dvou sledovaných letech začínají tržby odvětví růst. Tento růst však není nijak pevný a je svázán s celkovou makroekonomickou situací.

Na základě údajů z makroekonomické analýzy a předpokládaných podílů hotelových hostů na tržbách společnosti – v roce 2011 tvořila německá klientela 80 %, česká klientela 10 % a ostatní klientela 10 % – jsme namodelovali realistický tržní potenciál modelového odvětví odpovídajícího teritoriální struktuře tržeb společnosti. Předpokládáme konstantní podíl české klientely na hotelových tržbách společnosti a mírně klesající podíl německé klientely na hotelových tržbách (to odpovídá záměru společnosti na snížení rizik inkasa tržeb – malá diverzifikace klientů, posilování kurzu CZK vůči EUR apod.).

Tabulka 5.2.2 Odhadované nominální tempo růstu HDP v teritoriích odbytu společnosti v letech 2012 – 2018

Ukazatele	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p
HDP ČR (mld. Kč)	3 917	4 010	4 175	4 416	4 640	4 836	5 042
HDP ČR (v % CZK)	5,35%	2,37%	4,11%	5,77%	5,06%	4,24%	4,24%
podíl na tržbách	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%

HDP Německa (index)	1 225	1 265	1 314	1 367	1 425	1 485	1 549
HDP Německa (v % EUR)	1,90%	3,30%	3,84%	4,04%	4,24%	4,24%	4,24%
růst kurzu CZK/EUR	-2,38%	-2,08%	-2,13%	-2,17%	-2,22%	0,00%	0,00%
Bázic. index růstu makropotenciálu v Německu (index CZK)	954	965	981	998	1 017	1 061	1 106
HDP Německa (v % CZK)	-0,53%	1,15%	1,63%	1,78%	1,93%	4,24%	4,24%
<i>podíl na tržbách</i>	78,00%	76,00%	74,00%	72,00%	70,00%	70,00%	70,00%
HDP OECD (index)	1 456	1 513	1 574	1 639	1 709	1 782	1 857
HDP OECD (v %)	3,40%	3,90%	4,04%	4,14%	4,24%	4,24%	4,24%
Bázický index růstu makropotenciálu v OECD (CZK)	1 456	1 513	1 574	1 639	1 709	1 782	1 857
HDP OECD (v % CZK)	3,40%	3,90%	4,04%	4,14%	4,24%	4,24%	4,24%
<i>podíl na tržbách</i>	12,00%	14,00%	16,00%	18,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Tempo růstu HDP v teritoriích odbytu společnosti (váž. průměr)	0,53%	1,66%	2,26%	2,60%	2,70%	4,24%	4,24%

Závěr: Odvětví („ubytování a stravování v hotelech v lázeňském městě Mariánské Lázně“) lze jako celek hodnotit ve střednědobém i dlouhodobém pohledu jako korelující s vývojem hrubého domácího produktu teritorií, odkud přijíždějí hoteloví hosté, neboť s celkovou makroekonomickou situací jsou svázány jak výdaje veřejné (např. od zdravotních pojišťoven), tak soukromé (od hostů).

Ve středním (do roku 2018) i dlouhém období (po roce 2018) je tedy možno počítat již s průměrným růstem odvětví na úrovni váženého průměrného nominálního růstu hrubého domácího produktu v teritoriích, odkud přijíždějí hoteloví hosté, kde váhami jsou podíly těchto teritorií na tržbách společnosti (viz tabulka č. 5.2.2).

6. Analýza vnitřního potenciálu společnosti

6.1 Analýza postavení na trhu

V současné době je společnost **CRISTAL PALACE a.s.** společností, která se zabývá zejména provozováním dvou hotelů v Mariánských Lázních. Tuto společnost charakterizují následující základní skutečnosti:

- A) podrobná charakteristika hlavních činností je uvedena v kapitole 4.4 posudku,
- B) jedná se o jednu z největších společností v Mariánských Lázních zajišťující ubytovací a restaurační služby s kapacitou téměř 300 lůžek,
- C) společnost provozuje tradiční hotely Cristal Palace**** a San Remo***/*,
- D) konkurencí jsou především desítky dalších hotelů, které se nacházejí v Mariánských Lázních, největší společností poskytující ubytování a stravování v Mariánských Lázních je společnost Léčebné lázně Mariánské Lázně, a.s.,
- E) zákazníci společnosti jsou jak cestovní agentury či kanceláře, tak individuální hosté,
- F) celkové tržby společnosti za rok 2011 činily cca 73 mil. Kč, z toho cca 26 mil. Kč za prodej zboží,
- G) průměrný počet zaměstnanců společnosti v roce 2011 činil 88.

Analýza vývoje tržeb

Tabulka č. 6.1.1 Vývoj tržeb společnosti z vlastních výkonů (nikoli zboží)

Tržby společnosti z vlastních výkonů	2008	2009	2010	2011
Celkové tržby z vlastních výkonů	43 674	47 841	52 190	47 748
<i>nominální růst tržeb společnosti</i>	-5,43%	9,54%	9,09%	-8,51%
Podíl činností na výnosech	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
A) Tržby ze služeb hotelu Cristal Palace	29 259	29 129	34 925	31 655
<i>nominální růst tržeb společnosti</i>	na	-0,44%	19,90%	-9,36%
Podíl činností A na výnosech	66,99%	60,89%	66,92%	66,30%
B) Tržby ze služeb hotelu San Remo	12 121	14 267	12 297	12 171
<i>nominální růst tržeb společnosti</i>	na	17,70%	-13,81%	-1,02%
Podíl činností B na výnosech	27,75%	29,82%	23,56%	25,49%
C) Tržby ze služeb areálu Ski Area	2 294	4 437	4 958	2 828
<i>nominální růst tržeb společnosti</i>	na	93,42%	11,74%	-42,96%
Podíl činností C na výnosech	5,25%	9,27%	9,50%	5,92%
D) Tržby ostatní	0	8	10	1 094
<i>nominální růst tržeb společnosti</i>	na	X	25,00%	10840,00%
Podíl činností D na výnosech	0,00%	0,02%	0,02%	2,29%

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že po úspěšnějším roce 2010 došlo v roce 2011 opět k poklesu tržeb – z objektivních (opětovné zhoršení celkové ekonomické situace) i subjektivních (ukončení provozování areálu Ski Area) důvodů.

Vývoj tržeb za zboží korespondoval s vývojem tržeb z vlastních výkonů.

Závěr: Společnost by si měla vzhledem ke své historii, strategii, velikosti a jménu střednědobě zlepšit a dlouhodobě udržet dosažené postavení na relevantních trzích. Zjištění z této kapitoly jsou použita při hodnocení tržního potenciálu společnosti (viz kapitola 6.3) a při sestavování finančního plánu (viz kapitola 7) a odhadu diskontních měr (viz kapitola 9.2).

6.2 Finanční analýza

Finanční analýza poskytuje informace o finančním zdraví společnosti, tj. v jakém stavu se nacházela v historii, k datu ocenění a jaký vývoj lze očekávat do budoucna. V kontextu s dalšími informacemi pak finanční analýza slouží jako jedno z východisek pro volbu metody ocenění (kapitola 9.1 posudku), posouzení rizika činnosti společnosti, např. při odhadu koeficientu beta (kapitola 9.2 posudku) a k tvorbě či posouzení reálnosti finančního plánu (sedmá část posudku).

V této části posudku bude provedena historická finanční analýza společnosti za období let 2006 – 2011. Poměrové ukazatele finanční analýzy lze podrobně sledovat v tabulkách v příloze č. 4 posudku. (Absolutní výše jednotlivých položek účetních výkazů jsou obsahem přílohy č. 3 posudku.)

Analýza účetních výkazů

Výkazy zisku a ztráty

Tabulka č. 6.2.1 Analýza výkazů zisku a ztráty

Období	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby z vlastních výkonů (meziroční růst)	-5,10%	-27,60%	-5,43%	9,54%	9,09%	-8,51%
Přidaná hodnota (odtud níže se jedná vždy o podíly na výnosech z vlastních výkonů)	46,99%	33,23%	32,42%	37,16%	48,63%	45,01%
Prov. výsledek hospodaření + odpisy (EBITDA)	7,39%	-17,25%	-20,80%	-16,10%	15,74%	0,35%
Prov. výsledek hospodaření (Provozní EBIT)	4,09%	-21,61%	-25,09%	-20,10%	12,40%	-2,25%
Výsledek hospodaření před zdaněním (EBT)	1,92%	-24,86%	-30,25%	-17,75%	12,89%	-2,42%
Výsledek hospodaření za účetní období (E)	0,92%	-25,85%	-30,25%	-17,75%	20,54%	-2,42%

Hospodaření společnosti se po nástupu nového vedení v roce 2009 zlepšilo, i když v roce 2011 došlo k mírnému zhoršení (jak u vývoje tržeb, tak u vývoje ziskovosti), a to jak z objektivních (opětovné zhoršení celkové ekonomické situace), tak ze subjektivních (ukončení provozování areálu Ski Area) důvodů.

Rozvahy**Tabulka č. 6.2.2 Analýza rozvahy**

Konec období	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Růst bilanční sumy	-3,40%	-24,73%	-17,48%	-6,02%	173,62%	-8,96%
Podíl oběžných aktiv na bilanční sumě	15,17%	37,42%	22,62%	21,78%	76,25%	73,15%
Růst oběžných aktiv	-47,29%	164,69%	-55,60%	-4,01%	50,44%	-41,46%
Podíl dlouhodobých aktiv na bilanční sumě	84,83%	62,58%	77,38%	78,22%	23,75%	26,85%
Růst dlouhodobých aktiv	6,81%	-44,47%	2,03%	-5,00%	-16,92%	2,94%

Bilanční suma se v roce 2010 výrazně zvýšila vlivem zaúčtování všech plateb z uzavřené leasingové smlouvy na nemovitosti hotelů (které mají probíhat až do září 2022) do nákladů příštích období (na straně aktiv) a do závazků (na straně pasiv). Po eliminaci tohoto účetní zápisu by se celková bilanční suma pohybovala okolo 60 mil. Kč a byla by tvořena z větší části dlouhodobými aktivy (aktivované technické zhodnocení nemovitostí hotelů by pak tvořilo cca 50 % celkové hodnoty aktiv).

Na straně pasiv se do výše vlastního kapitálu promítají dosahované hospodářské výsledky společnosti (viz výše: rozbor výkazů zisku a ztráty) a zaúčtování leasingových závazků v roce 2010 (viz odstavec výše). Po eliminaci tohoto účetního zápisu by výše cizích zdrojů společnosti k 31. 12. 2011 činila cca 12 mil. Kč.

Analýza poměrových ukazatelů**Ukazatele rentability**

Ukazatele účetní rentability jsou závislé na dosahovaných hospodářských výsledcích, rentability kapitálu i výnosů byly v roce 2010 kladné, v roce 2011 záporné.

Ukazatele likvidity

Společnost dosahovala ve sledovaném období kolísavých hodnot úrovní běžné, pohotové a okamžité likvidity, znalec identifikoval na základě obecně doporučeného ukazatele okamžité likvidity 0,2 část finančních prostředků k datu 31. prosince 2011 jako provozně nepotřebnou, konkrétně 1 603 tis. Kč.

Ukazatele aktivity

Námi sledovaná obrátkovost zásob, pohledávek a závazků ke konci jednotlivých let je závislá především na výši zásob, pohledávek a závazků ke konci jednotlivých let. Námi spočítané ukazatele obrátu zásob, pohledávek a závazků jsou tak poněkud zkresleny skutečností, že nevycházíme z jejich průměrného stavu v celém roce (nýbrž jen ze stavu ke konci roku). Navíc obrat materiálu, nedokončené výroby,

výrobků a závazků vychází z agregovaných nákladů (nikoli tedy z nákladů vážících se přímo ke konkrétní složce). Z výše uvedených důvodů hodnotíme zejména relativní trendy a nikoli absolutní ukazatele aktivity.

Společnost vykazuje prakticky jen malé zásoby materiálu a zboží – počet obrátů měřených pomocí celkových nákladů na materiál a energie, resp. zboží, jako základny v roce 2011 klesly. Doba inkasa pohledávek klesla v roce 2011 v průměru na 53 dnů, doba úhrady závazků pak na 45 dnů (při použití tržeb jako základny a vyloučení závazků z leasingové smlouvy na nemovitosti hotelů).

Ukazatele struktury kapitálu

Účetní zadluženost společnosti v roce 2010 výrazně stoupla – až na cca 75,6 % k datu 31. prosince 2010 – vlivem zaúčtování všech plateb z uzavřené leasingové smlouvy na nemovitosti hotelů (které mají probíhat až do září 2022) do závazků. Tato skutečnost tedy neznamená, že je společnost výrazně zadlužená. Po eliminaci tohoto účetního zápisu by účetní zadluženost společnosti dosahovala hodnoty okolo 20 %.

Ukazatele kapitálového trhu

Společnosti neemitovala akcie, které by byly kótovány a obchodovány na regulovaných trzích.

Komplexní test finančního zdraví

Altmanova analýza

Pro souhrnné zhodnocení finanční situace společnosti jsme použili Altmanovu analýzu – Z faktor. Altmanova analýza představuje jednu z možností, jak vyhodnotit souhrnně finanční zdraví společnosti prostřednictvím jednoho čísla. Altmanův Z faktor v sobě zahrnuje všechny podstatné složky finanční analýzy, tj. rentabilitu, likviditu, zadluženost a strukturu kapitálu. Váha pro jednotlivé ukazatele i výběr ukazatelů se opírá o zobecnění výsledků velmi rozsáhlého empirického průzkumu v USA. Komplexní výsledek lze zařadit do tří skupin na škále „OK“ (Z faktor nad 2,9) – „šedá zóna“ (Z faktor od 1,2 do 2,9) – „bankrot“ (Z faktor pod 1,2).

Společnost se v celém sledovaném období nacházela v úrovni „bankrot“, což obecně neindikuje předpoklad nepřetržitého trvání činnosti společnosti v dohledné budoucnosti (tzv. „going concern“). Je třeba si ovšem uvědomit skutečnost, že Altmanova analýza vychází ze statických účetních hodnot, které vycházejí z principu historických cen a jiných účetních postupů, nezohledňuje tudíž přímo budoucí perspektivu společnosti.

Tabulka 6.2.3 Altmanův Z faktor

Finanční analýza – Altmanův model	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT / aktiva	0,02	-0,19	-0,29	-0,20	0,06	-0,01
tržby / aktiva	0,81	0,80	0,96	1,14	0,44	0,45
vlastní kapitál / cizí kapitál	3,93	5,71	2,85	1,42	0,32	0,35
kumulované výsledky hospodaření / aktiva	-0,56	-0,96	-1,45	-1,75	0,04	0,03
pracovní kapitál / aktiva	0,05	0,03	0,03	0,01	0,07	0,02
Z faktor	2,09	1,83	0,07	-0,34	0,87	0,62
Komplexní hodnocení	šedá zóna	šedá zóna	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot

Podle našeho názoru je společnost i z hlediska finančních perspektiv životaschopná, neboť její ukazatel Z faktoru by se v letech 2010 a 2011 při eliminaci účetního výkázání všech leasingových závazků až do září 2022 nacházel uprostřed pásma „šedá zóna“ a vyplývá to i z analýzy účetních výkazů a poměrových ukazatelů.

Závěr: Finanční analýza odhalila skutečnost, že se společnost nachází v dostatečně uspokojivé finanční situaci, proto můžeme při oceňování vycházet z předpokladu tzv. „going concern“ (pokračování činnosti společnosti v dohledné době). Jednotlivé závěry finanční analýzy se projevují dále při hodnocení tržního potenciálu společnosti (kapitola 6.3), při tvorbě finančního plánu (sedmá část) a při vlastním ocenění (čistého obchodního majetku) společnosti v deváté části posudku (např. ve volbě metod či odhadu koeficientu beta).

Poměrové ukazatele finanční analýzy lze podrobně sledovat v tabulkách v příloze č. 4 posudku. (Absolutní výše jednotlivých položek účetních výkazů jsou obsahem přílohy č. 3 posudku.)

6.3 Tržní potenciál

Dlouhodobý tržní potenciál

Strategickým cílem společnosti je vytvoření stabilního ziskového podnikatelského subjektu, který se bude koncentrovat především na činnosti okolo provozování hotelů Cristal Palace a San Remo v Mariánských Lázních.

Z makroekonomické analýzy (kapitola 5.1 posudku) vyplynuly odhady dlouhodobě udržitelných veličin ve světových ekonomických centrech:

Tabulka 6.3.1 Trvale udržitelný nominální růst HDP

Reálný růst HDP	2,0 %
Míra inflace spotřebitelských cen	2,2 %
Nominální růst HDP	4,24 %

Dle *analýzy odvětví „ubytování a stravování v hotelech v lázeňském městě Mariánské Lázně“* (kapitola 5.2 posudku) je v dlouhém období možno počítat s růstem odvětví na úrovni **nominálního růstu hrubého domácího produktu ve světových ekonomických centrech, tedy 4,24 % p.a.**

Dle *analýzy postavení společnosti na trhu* (kapitola 6.1 posudku) by si měla společnost vzhledem ke své historii, strategii, velikosti a jménu dlouhodobě udržet dosažené postavení na relevantních trzích. **Odhadujeme proto dlouhodobě udržitelný tržní potenciál společnosti g** (pro období po roce 2018) na úrovni potenciálu odvětví **na 4,24 % p.a.**

Střednědobý tržní potenciál

Společnost by měla splnit následující střednědobé cíle:

- pokračovat v poskytování kvalitních služeb klientům za odpovídající cenu,
- snížit riziko dosahování tržeb snížením závislosti na německé klientele – účinně oslovit např. klientelu ruskou,
- udržet krok s pokračujícím technologickým vývojem,
- udržet si nákladovou efektivitu,
- udržet počet zaměstnanců okolo 85,
- zajistit plynulý nárůst průměrného výdělku pracovníka (přiměřeně plánovanému makroekonomickému nominálnímu růstu mezd a od roku 2017 přiměřeně plánovanému růstu tržeb),
- zvyšovat přidanou hodnotu na pracovníka,
- poněkud zvýšit absolutní hodnotu vypůjčeného cizího kapitálu (na cca 28,5 % tržní zadluženosti, tj. na průměrnou úroveň v odvětví „Hotel“ v roce 2011 v USA – viz www.damodaran.com), a tím využít efekt finanční páky pro zvýšení hodnota společnosti,
- výše uvedeným zajistit plánovaný růst tržeb a hospodářských výsledků.

Délku období predikce I. fáze (8 let do roku 2018) jsme zvolili tak, aby zahrnovala nejdůležitější období pro zavedení eura a konvergenci hospodářských ukazatelů k hodnotám realizovaným ve vyspělých ekonomických centrech a jejich následnou stabilizaci a zároveň nebyla příliš dlouhá, aby plánované položky nebyly ryze spekulativní.

Z *makroekonomické analýzy* vyplynuly predikce makroekonomických potenciálů (nominálních růstů hrubého domácího produktu) v teritoriích činnosti a odbytu společnosti (viz makroekonomická analýza v kapitole 5.1 posudku).

Vývoj společnosti však bude také ovlivněn situací na relevantních trzích v *odvětví*, ve kterém podniká (viz analýza odvětví v kapitole 5.2). Odvětví lze jako celek tedy hodnotit ve střednědobém pohledu (do roku 2018) jako rostoucí s potenciálem **na úrovni váženého průměrného nominálního růstu hrubého domácího produktu v teritoriích, odkud přijíždějí hoteloví hosté**, kde váhami jsou podíly těchto teritorií na tržbách společnosti.

Vývoj tržeb společnosti v nejbližších letech bude ovlivněn především *konkrétní situací a postavením společnosti na konkrétních relevantních trzích* (viz analýza postavení společnosti na trhu v kapitole 6.1 či finanční analýza v kapitole 6.2). Od roku 2012 znalec předpokládá nulové tržby z areálu Ski Area (po jeho odprodeji v roce 2010 a ukončení provozování v roce 2011) a růst tržeb z hotelů na úrovni odhadovaného potenciálu odvětví (viz kapitola 5.2).

Tabulka 6.3.2 Střednědobý tržní potenciál společnosti v letech 2012 – 2018 (v tis. Kč, v %)

Tržby společnosti z vlastních výkonů	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p
Celkové tržby z vlastních výkonů	45 158	45 906	46 944	48 166	49 497	51 597	53 787
<i>nominální růst tržeb společnosti</i>	-5,42%	1,66%	2,26%	2,60%	2,76%	4,24%	4,24%
Podíl činnosti na výnosech	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
A) Tržby ze služeb hotelu Cristal Palace	31 823	32 350	33 082	33 943	34 861	36 340	37 882
<i>nominální růst tržeb společnosti</i>	0,53%	1,66%	2,26%	2,60%	2,70%	4,24%	4,24%
Podíl činnosti A na výnosech	70,47%	70,47%	70,47%	70,47%	70,43%	70,43%	70,43%
B) Tržby ze služeb hotelu San Remo	12 236	12 438	12 720	13 051	13 404	13 972	14 565
<i>nominální růst tržeb společnosti</i>	0,53%	1,66%	2,26%	2,60%	2,70%	4,24%	4,24%
Podíl činnosti B na výnosech	27,09%	27,09%	27,09%	27,09%	27,08%	27,08%	27,08%
C) Tržby ze služeb areálu Ski Area	0	0	0	0	0	0	0
<i>nominální růst tržeb společnosti</i>	-100,00%	X	X	X	X	X	X
Podíl činnosti C na výnosech	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
D) Tržby ostatní	1 100	1 118	1 143	1 173	1 232	1 285	1 339
<i>nominální růst tržeb společnosti</i>	0,53%	1,66%	2,26%	2,60%	5,06%	4,24%	4,24%
Podíl činnosti D na výnosech	2,44%	2,44%	2,44%	2,44%	2,49%	2,49%	2,49%

Závěr: Analýza tržního potenciálu společnosti je převodovým můstkem mezi dříve provedenými dílčími analýzami (části 4, 5 a 6 posudku) a následným sestavením finančního plánu a oceněním (jmění) společnosti (části 7, 8 a 9 posudku). **Hlavním výstupem je zde odhad tempa nominálního růstu tržeb společnosti ve středním období (tabulka 6.3.2) a v dlouhém období (4,24 % p.a.).**

7 Finanční plán

Znalec sestavil na základě dříve provedených analýz realistický finanční plán společnosti na období od ledna 2012 až do prosince 2018 ve struktuře plánovaných výkazů zisku a ztráty a rozvah. Finanční plán vycházel zejména ze stavu, ve kterém se nacházela společnost k datu 31. prosince 2011 a z projekcí provedených na základě předchozích analýz vnějšího potenciálu společnosti (pátá část posudku) a vnitřního potenciálu společnosti (šestá část posudku).

V posledním roce střednědobé predikce (2018) rostou již všechny relevantní položky finančního plánu na základě odhadnutého dlouhodobě udržitelného vývoje (dlouhodobého tržního potenciálu), protože výsledek hospodaření z tohoto roku slouží při výnosovém oceňování jako základ pro určení peněžních toků v období po roce 2018 (tedy v tzv. druhé fázi života společnosti).

Podrobný položkový finanční plán ve struktuře rozvah a výkazů zisku a ztráty použitý znalcem pro ocenění je možno sledovat v **příloze č. 3** posudku. (Ukazatele historické finanční analýzy i finanční analýzy finančního plánu lze sledovat v příloze č. 4 posudku.)

7.1 Výkazy zisku a ztráty

Tržby za prodej zboží, výrobků a služeb – ve všech letech finančního plánu rostou tempem na úrovni tržního potenciálu společnosti (z kapitoly 6.3).

Změna stavu vlastních zásob – plánujeme na základě změny stavu zásob vlastních výrobků a nedokončené výroby na skladě v plánovaných rozvahách společnosti.

Ostatní provozní výnosy – činí 3,5 % z výnosů ze zboží a výkonů (na základě historického průměru za období let 2010 a 2011, rovny ostatním provozním nákladům).

Výnosové úroky – odhadnuty z plánované výše provozně nutných finančních prostředků na bankovním účtu a plánované průměrné úrokové sazby na běžném účtu 0,1 % p.a. Provozně nepotřebný majetek je v rámci metody DCF entity oceněn zvlášť, a proto z něj pro účely provozního ocenění nepočítáme úroky.

Ostatní finanční výnosy – činí 1,72 % z výnosů ze zboží a výkonů (na základě historického průměru za období let 2010 a 2011).

Náklady na prodané zboží – činí 10,0 % z tržeb za zboží (na základě historického trendu a plánu úspor nákladů na zboží).

Náklady na materiál a energii – činí 30,0 % z výnosů z výkonů (na základě historického průměru za období let 2010 a 2011 – na vyšší úrovni o 3 pb oproti tomuto průměru vzhledem k očekávanému růstu cen vstupů).

Náklady na služby – činí 40,0 % z výnosů z výkonů (na základě historického průměru za období let 2010 a 2011 – na nižší úrovni o 1,5 pb oproti tomuto průměru vzhledem k očekávaným úsporám nákladů).

Podíl účetní přidané hodnoty na výnosech ze zboží a výkonů tak činí v celém období finančního plánu 50,9 %.

Mzdové náklady – plánovány na základě mírného snížení a udržení počtu zaměstnanců (85) a plánovaného vývoje průměrné mzdy v makroekonomice, kde základem je průměrná hrubá mzda v roce 2011 (v letech 2017 a 2018 roste průměrná hrubá mzda dlouhodobě udržitelným tempem na úrovni tržního potenciálu společnosti).

Náklady na sociální a zdravotní pojištění – činí 34 % ze mzdových nákladů (na základě sazeb zdravotního pojištění a sociálního zabezpečení pro zaměstnavatele).

Náklady na odměny, sociální náklady a náklady na daně a poplatky – činí 0,43 % 0,23 % a 0,57 % z výnosů ze zboží a výkonů (na základě historického průměru za období let 2010 a 2011).

Ostatní provozní náklady – činí 3,5 % z výnosů ze zboží a výkonů (na základě historického průměru za období let 2010 a 2011, rovny ostatním provozním výnosům).

Odpisy – znalec odhadl dle modelové odpisové sazby 6,0 % (dle historického průměru za období let 2010 a 2011) z průměrné netto hodnoty odepisovaných aktiv v daném období a plánované netto hodnoty odepisovaných aktiv.

Podíl provozního hospodářského výsledku na celkových výnosech ze zboží a výkonů tak postupně klesá z cca 6,8 % (v roce 2012) na cca 4,4 % (v roce 2018).

Nákladové úroky – odhadnuty z plánované výše cizího kapitálu pro provoz (z kapitoly 7.2 posudku) a plánovaných průměrných nákladů na cizí kapitál (z kapitoly 9.2 posudku).

Ostatní finanční náklady – činí 1,96 % z výnosů ze zboží a výkonů (na základě historického průměru za období let 2010 a 2011).

Náklady na skutečně placenou daň z příjmů – modelově plánovány na základě součinu výsledku hospodaření před zdaněním (položka determinovaná ostatními výnosy a náklady) a plánované sazby daně z příjmů právnických osob 19 %.

Náklady (popř. výnosy) odložené daně z příjmů – plánovány jako meziroční rozdíl ve stavu odložených daňových pohledávek a odložených daňových závazků.

7.2 Rozvahy

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek (bez oceňovacího rozdílu k nabytému majetku) – znalec počítal ve finančním plánu s brutto výdaji na investice do dlouhodobého majetku mírně vyššími než odpisy. Pro stabilizaci majetkové substance společnosti znalec počítal s růstem netto hodnoty dlouhodobého provozně nutného hmotného majetku na úrovni 50 % tržního potenciálu společnosti. Výše uvedeným postupem se:

- zachová nezbytná majetková substance společnosti (netto hodnota dlouhodobého provozně nutného majetku mírně poroste) – viz **příloha č. 3** posudku,
- zachová přiměřená výše míry netto investic,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku budou činit v průměru cca 2,8 mil. Kč ročně (což by mělo odpovídat plánovaným ziskům a výši dlouhodobého majetku společnosti) – viz **příloha č. 5** posudku.

Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek (tzv. zálohy na leasingovou kauci) znalec považuje za tzv. provozně nepotřebné – provozně nepotřebný majetek je v rámci metody DCF entity oceněn zvlášť, a proto pro účely provozního ocenění nemusíme počítat se změnami jeho výše.

Dlouhodobý finanční majetek – modelově do budoucna nepředpokládáme změnu v účetní hodnotě oproti stavu k datu 31. prosince 2011. Provozně nepotřebný majetek je v rámci metody DCF entity oceněn zvlášť, a proto pro účely provozního ocenění nemusíme počítat se změnami jeho výše.

Dlouhodobé pohledávky (mimo odložených daňových) – modelově do budoucna nepředpokládáme změnu v účetní hodnotě oproti stavu k datu 31. prosince 2010.

Odložená daňová pohledávka – modelově do budoucna plánujeme snižování až k nule od roku 2015, neboť se jedná o účetní položku vycházející z aktuálního dočasného rozdílu mezi účetními a daň. hodnotami jednotlivých položek majetku a závazků.

Zásoby – znalec do budoucna počítá se stabilním počtem obrátů materiálu 93 a zboží 7,1 (na základě historických průměrů těchto ukazatelů v letech 2010 a 2011).

Krátkodobé pohledávky – počítáme se stabilní dobou inkasa pohledávek 53 dnů (na základě historické výše tohoto ukazatele v roce 2011).

Bankovní účty – přiměřená provozně nutná peněžní likvidita odhadnuta na 0,2 (na základě obecných odborných doporučení).

Krátkodobý finanční majetek – determinovaná položka, vyplývá z rozdílu aktiv a pasiv, jde v zásadě o netto kumulaci nepotřebného majetku a závazků, tj. volných peněžních toků pro akcionáře (které nejsou modelově vypláceny na dividendách).

Ostatní aktiva – v paušální výši 1 182 tis. Kč (na základě historické výše tohoto ukazatele v roce 2011 po modelovém odečtení aktivovaných leasingových plateb ve výši 108 370 tis. Kč – naprosto stejný modelový odečet leasingových plateb byl proveden i na straně závazků, a to z důvodu přehlednosti ocenění, na výsledek ocenění tyto úpravy nemají vliv).

Základní kapitál a kapitálové fondy – do budoucna nepředpokládáme změnu.

Fondy ze zisku – plánovány přiděly do rezervního fondu ve výši 5 % z čistého zisku předchozího období až do minimální zákonné výše 10 % základního kapitálu.

Hospodářský výsledek za běžné účetní období – determinovaná položka, vyplývá z výkazu zisku a ztráty.

Hospodářský výsledek minulých let – prognózován ve výši součtu HV minulých let a HV běžného období z předchozího roku po odpočtu přidělu do zákonného rezervního fondu. Rozdělování na dividendách se modelově nepředpokládá.

Rezervy – modelově do budoucna nepředpokládáme změnu v účetní hodnotě oproti stavu k datu 31. prosince 2011.

Dlouhodobé závazky (mimo odloženého daň. závazku) – modelově do budoucna nepředpokládáme změnu v účetní hodnotě oproti stavu k datu 31. prosince 2011.

Krátkodobé závazky (mimo leasingových závazků z hotelů a cizího kapitálu níže) – počítáme se stabilní dobou úhrady závazků 47 dnů (na základě historické výše tohoto ukazatele v roce 2011).

Leasingové závazky z hotelů – tyto závazky v plánu modelově neuvažujeme, neboť jejich výše odpovídá aktivovaným leasingovým platbám k aktivech, které také modelově neuvažujeme, a to z důvodu přehlednosti ocenění. Na výsledek ocenění tyto úpravy nemají vliv.

Cizí kapitál (bankovní úvěry a výpůjčky) pro provoz – modelově plánován v mírně rostoucí výši, aby bylo dosaženo optimální tržní zadluženosti ve výši 28,5 % v letech 2016 až 2018 a aby byl více využit efekt finanční páky (viz kapitola 6.3 posudku); v letech 2017 a 2018 již roste cizí kapitál dlouhodobě udržitelným tempem na úrovni tržního potenciálu společnosti, aby se stabilizovala tržní zadluženost.

Ostatní pasiva – v paušální výši 0 tis. Kč (zanedbány).

Závěr: Podrobný položkový finanční plán ve struktuře rozvah a výkazů zisku a ztráty použitý znalcem pro ocenění je možno sledovat v příloze č. 3 posudku. (Ukazatele historické finanční analýzy i finanční analýzy finančního plánu lze sledovat v příloze č. 4 posudku.)

8. Metodologie ocenění

Vzhledem k tomu, že podnik nemá žádnou objektivně danou hodnotu, neexistuje ani jediné správné a přesné ocenění, které by bylo použitelné pro všechny účely. Z poměrně širokého okruhu přístupů a metod určených k ocenění podniku je třeba volit především na základě účelu ocenění, charakteru předmětu ocenění, ale také rozsahu dat (důležitých pro ocenění), která má znalec k dispozici. Je třeba brát také zvláště v úvahu, jedná-li se o ocenění podniku jako celku, majoritního podílu, minoritního podílu, podílu obchodovaného na organizovaném (např. akcií kótovaných na oficiálním) trhu, přichází-li v úvahu efekt synergie apod.

Základní přístupy určené pro ocenění podniku lze strukturovat takto:

1. Metody založené na analýze majetku a závazků

- a) účetní hodnota,
- b) likvidační hodnota,
- c) substanční hodnota.

2. Metody založené na analýze trhu a srovnání

- a) tržní kapitalizace,
- b) srovnání s podobnými podniky, jejichž hodnota je známa,
- c) srovnání s transakcemi s podobnými podniky, jejichž cena je známa.

3. Metody založené na analýze budoucích výnosů

- a) metody diskontovaných peněžních toků,
- b) metody kapitalizovaných čistých výnosů,
- c) kombinované výnosové metody.

8.1 Majetkové metody

Při tomto přístupu je určitým způsobem oceněna každá majetková i závazková složka. K ocenění majetkových položek používáme v zásadě buď reprodukční ceny (snížené o opotřebení), účetní ceny nebo likvidační ceny.

Účetní hodnota

Vycházíme zde z účetní bilance společnosti. Hodnota čistého obchodního majetku je potom rovna výši vlastního kapitálu v rozvaze, tj. rozdílu mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetními hodnotami cizích zdrojů a ostatních pasiv.

Likvidační hodnota

Likvidační hodnota je peněžní částka, kterou lze získat prodejem jednotlivých majetkových složek při současném splacení jednotlivých závazkových složek podniku v omezeném časovém intervalu, zpravidla do jednoho roku. Podnik je zde nahlížen pouze jako určitý soubor jednotlivých položek majetku a závazků. Tato hodnota tvoří *dolní hranici* hodnoty podniku.

Substanční hodnota

Oceňujeme jednotlivě položky majetku a závazků za předpokladu trvání účetní jednotky. Odhadujeme tržní hodnoty jednotlivých složek majetku a závazků, ve většině případů s přihlédnutím nákladovým (časovým) cenám jednotlivých položek majetku. Úplná substanční hodnota tvoří *horní hranici* hodnoty podniku. Neúplná substanční hodnota neobsahuje hodnotu goodwillu podniku.

8.2 Tržně srovnávací metody

Tržní cena (tržní kapitalizace)

Je cena na organizovaných (regulovaných či volných) trzích. Vypovídací schopnost závisí na likviditě obchodovaného titulu. V praxi se vychází z průměrné ceny akcie za určité období, aby se vyloučila cenová volatilita.

Srovnání s podobnými podniky, jejichž hodnota je známa

Při tomto přístupu srovnáváme oceňovaný podnik s podniky, které jsou k určitému datu již nějakým způsobem oceněny. Důležitým bodem u tohoto přístupu je volba násobitelů. Jejich smyslem je zohlednit rozdíly mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného podniku a porovnávaných podniků. Je také třeba zohlednit rozdíly v účelu ocenění jednotlivých podniků.

Srovnání s podobnými transakcemi, jejichž cena je známa

Je obdobou či variantou předchozího přístupu. Skutečně zaplacená cena je také určitým oceněním podniku. Také zde počítáme násobitele pro zohlednění rozdílů mezi velikostí jednotlivých podniků. Je třeba posoudit velikost prémie zaplacené kupujícím nad hodnotu podniku.

8.3 Výnosové metody

Metody diskontovaných peněžních toků

Metody diskontovaných peněžních toků (DCF) jsou velmi rozšířené v praxi, zejména v anglosaských zemích. Ovšem i v české praxi získávají na významu. S pravděpodobným postupným přibližováním stavu českého podnikového sektoru k situaci běžné ve vyspělých ekonomikách, lze předpokládat další růst jejich významu. Společným znakem výnosových metod je odvozování hodnoty podniku ze současné hodnoty budoucích užtků (volných peněžních toků).

Model DCF s využitím FCFF (DCF to the firm, DCF entity)

U tohoto modelu je peněžní tok, s kterým pracujeme, určen jak vlastníkům (vlastním investorům, podílníkům, společníkům, akcionářům), tak věřitelům (cizím investorům). Diskontní míru tedy stanovujeme tak, aby odrážela náklady na celkový kapitál (vlastní i cizí) včetně zahrnutí tzv. daňového štítu.

Výsledkem je hodnota podniku pro vlastníky i věřitele, nikoli jen hodnota čistého obchodního majetku. Potřebujeme-li znát hodnotu čistého obchodního majetku, je třeba od výsledné hodnoty odečíst hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění. Protože u nás prochází podniková sféra procesem transformace, jeví se výhodnější použít právě tento model. V měnících se podmínkách podnikové sféry je výhodnější pracovat s peněžním tokem pro vlastníky a věřitele a také s průměrnými náklady na kapitál.

Diskontní míry pro první a druhou fázi života (kalkulované úrokové míry) jsou odhadovány v souladu s metodikou DCF entity **pomocí modelu WACC** (průměrné vážené náklady na kapitál), který v sobě zahrnuje také faktor uznatelnosti nákladových úroků jako daňových nákladů z hlediska daně z příjmů právnických osob (tzv. „daňového štítu), jedná se tedy o WACC před zdaněním na úrovni investorů.

Náklady na cizí kapitál jsou určeny alternativní výnosností srovnatelně rizikové půjčky. S jistým zjednodušením se předpokládá, že odpovídá očekávané průměrné úrokové sazbě z úročených závazků společnosti, zvlášť pro první a zvlášť pro druhou fázi života společnosti.

Náklady na vlastní kapitál jsou určeny obdobně – reálně očekávanou výnosností alternativní investice do srovnatelného podniku (srovnatelného zejména z hlediska rizika investice). Jedná se tedy o náklady obětované příležitosti. K odhadu byl použit model CAPM (oceňování kapitálových aktiv), zvlášť pro první a zvlášť pro druhou fázi života společnosti.

Model CAPM byl původně vyvinut pro oceňování investičních aktiv na kapitálovém trhu. Očekávaná výnosnost portfolia je zde dána součtem tzv. bezrizikové výnosové míry a prémie za riziko. Prémie za riziko je pak součinem prémie za tržní riziko (jen systematické, neboť nesystematické riziko – specifické pro určité kapitálové aktivum – lze eliminovat pomocí diverzifikace) a koeficientu beta, který vyjadřuje citlivost konkrétního oceňovaného investičního aktiva na změnu tržního rizika.

V české praxi oceňování podniků ovšem nejsou splněny základní předpoklady této metody, tzn. existence bezrizikového kapitálového aktiva, existence dokonale likvidního a transparentního kapitálového trhu, stejná očekávání investorů, nulové transakční náklady, možnost eliminace nesystematického rizika diverzifikací investice atd. Tuto metodu lze tedy použít pro výpočet nákladů na vlastní kapitál investovaný do podniku pouze v modifikované podobě. Tato modifikace zahrnuje:

- *bezriziková výnosová míra* je odvozena z průměrné výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů v USA k datu ocenění a dle dlouhodobých očekávání,
- *prémie za tržní riziko* je odvozena z rizika USA a země sídla společnosti:
 - a. *základní prémie za investiční riziko* v USA je určena z dat relevantních trhů v USA, resp. z výzkumu prof. A. Damodarana, který vychází z investičního ratingu agentury Moody's,
 - b. *hodnota koeficientu beta* je určena na základě přepočtu nezádluženého koeficientu beta pomocí přepokládaného průměrného reálného zadlužení společnosti v daném období a předpokládané průměrné sazby daně z příjmů právnických osob,
 - c. *hodnota nezádluženého koeficientu beta* je určena z dat relevantních trhů v USA, resp. z výzkumu prof. A. Damodarana,
 - d. *hodnota prémie za investiční riziko země* je určena z výzkumu prof. A. Damodarana, který vychází z investičního ratingu agentury Moody's a z prémie za riziko inflace v zemi sídla společnosti,
 - e. *hodnota prémie za riziko inflace v zemi* je určena dle předpokládaného průměrného inflačního diferenciálu v daném období,
- *další rizikové přírázky* mohou představovat přírážku za mikrokapitalizaci (max. 3 %), přírážku za „nejasnou budoucnost“ (max. 3 %), pro specifické účely také přírážku za nižší likviditu kapitálového trhu podniků, oceňovaných vlastnických podílů nebo za jiná relevantní rizika (odvětví apod.).

$\text{náklady na VK} = \text{„bezriziková výnosnost USA“} + (\text{prémie za tržní riziko USA} * \text{koeficient beta}) + \text{prémie za investiční a inflační riziko země} + \text{další rizikové přírázky}$

Model DCF s využitím FCFE (DCF to the equity, DCF equity)

Tento model pracuje s peněžními toky pro vlastníky. Výsledkem výpočtu v tomto případě je hodnota čistého obchodního majetku. Tento peněžní tok je spojen s vyšším rizikem, než tomu bylo u modelu předchozího. To se musí odrazit v použité diskontní míře. Používáme náklady na vlastní kapitál.

Modely založené na FCFE se doporučuje používat tehdy, jestliže se jedná o podniky s ustálenou finanční pákou (stabilizovanou strukturou financování), např. pro finanční instituce.

Dividendové diskontní modely (DDM)

Dividendové diskontní modely patří ve vyspělých tržních ekonomikách k modelům, které jsou v podnikové hospodářské praxi hojně využívány. Výpočet tržní hodnoty vlastního jmění je založen na výnosu vlastníka ve tvaru dividendy a kapitálových zisků. Tedy: dividendové diskontní modely berou v úvahu jak dividendu, tak eventuální prodejní cenu akcie v dalším období.

Tento model je vhodný zejména pro podniky, které se vyznačují ustálenou mírou růstu, výplatou dividend a požadovaná výnosová míra pro akcionáře je větší než očekávaná růstová míra dividend.

Modely založené na ekonomické přidané hodnotě (EVA)

Tento model pracuje s ukazatelem EVA (Economic Value Added), tedy s ekonomickou přidanou hodnotou. Ukazatel EVA vychází z klasického porovnávání nákladů na kapitál a očekávané výnosnosti podniku. Bohatství podniku roste, jestliže efekt jím dosažený převyšuje tzv. náklady ušlé příležitosti.

Metody kapitalizovaných čistých výnosů

Přístup se opírá více než metoda DCF o minulé výsledky. Východiskem jsou rozvahy a výsledovky za poslední roky. Časová řada minulých hospodářských výsledků se upravuje na srovnatelnou reálnou úroveň. Východisko metody, čisté výnosy, lze tedy chápat jako upravený hospodářský výsledek po daních a po odpočtu placených úroků. Řada srovnatelných odnímatelných čistých výnosů se pak kapitalizuje pro odhad hodnoty čistého obchodního majetku.

Tyto metody jsou hojně využívány hlavně v německy mluvící Evropě. Jako důvod používání tohoto přístupu je uváděna námitka, že reálné období pro plánování peněžních toků stěží přesáhne 4 – 7 let. Předpokládaná chyba je podle některých názorů větší, než když použijeme metodu kapitalizovaných čistých výnosů.

Kombinované výnosové metody

Jedná se o metody, které kombinují ocenění majetkové a výnosové.

Metoda střední hodnoty

Máme-li propočtenou výnosovou a úplnou substanční hodnotu, vypočteme hodnotu podniku jako průměr. V různých odvětvích má však substanční hodnota různý význam. Proto je někdy lepší namísto prostého průměru použít průměr vážený (či kvalifikované posouzení).

Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Hodnota podniku se zde skládá z hodnoty substance (neúplná substanční hodnota) a hodnoty „firmy“ (kapitalizované mimořádné čisté výnosy). Hodnota „firmy“ je v tomto případě chápána jako rozdíl mezi výnosovou hodnotou a neúplnou substanční hodnotou. Jde vlastně jen o jiné označení pojmu goodwill.

9. Vlastní ocenění

Výslednou hodnotu předmětu ocenění budeme odvozovat od hodnoty 100 % akcií společnosti. Předmětem ocenění v této části posudku je proto **100 % akcií společnosti CRISTAL PALACE a.s. k datu 31. prosince 2011.**

V prvním kroku (kapitola 9.1) znalec vybírá vhodné přístupy a metody pro ocenění předmětu, v dalších krocích pak (v kapitolách 9.2 a 9.3) odhaduje na základě vybraných přístupů a metod hodnotu (100 % akcií) společnosti.

9.1 Použité přístupy a metody ocenění

A) Jako základní přístup pro ocenění společnosti jsme zvolili ze široké škály přístupů přístup výnosový (konkrétně **metodu DCF entity** – viz kapitola 9.2 posudku), neboť nejlépe odpovídá charakteru a činnosti společnosti a účelu ocenění. Analýza vnitřního tržního potenciálu společnosti (viz šestá část posudku) potvrdila správnost předpokladu pokračování činnosti v dohledné budoucnosti (tzv. „going concern“).

Metoda DCF entity, příp. DCF equity, je základním oceňovacím přístupem, a to jak z hlediska teoretického, tak i praktického. Měla by být využita vždy, kdy je možno s rozumnou vypovídací schopností sestavit finanční plán a kdy se předpokládá „going concern“. Vychází z analýzy perspektiv trhu a oceňované společnosti. Jistým limitujícím faktorem výnosové metody je zde zejména míra reálnosti použitých predikcí (finančního plánu). Toto riziko jsme se snažili minimalizovat analýzou faktorů, které mají na budoucí vývoj hospodaření společnosti vliv; toto riziko se také odráží ve výši použité diskontní míry. Použili jsme realistický finanční plán, který jsme sestavili (viz část sedmá posudku), a to na základě veřejně dostupných informací i informací poskytnutých objednatelům (viz část druhá posudku).

B) Použili jsme i přístup majetkový, ovšem pouze doplňkově a informativně (metoda likvidační hodnoty – viz kapitola 9.3 posudku, metoda účetní hodnoty vlastního kapitálu – účetní hodnota uvedena v desáté části posudku).

Účetní hodnota vlastního kapitálu společnosti byla identifikována, avšak pro daný účel ocenění má velmi malou vypovídací schopnost, neboť vychází z principu historických pořizovacích cen a jiných účetních principů.

Metoda likvidační hodnoty by měla být použita v případě, že existuje významná pravděpodobnost, že dojde v blízké budoucnosti k ukončení činnosti společnosti. Tuto alternativu považuje znalec vzhledem k perspektivám společnosti za méně pravděpodobnou.

Substanční hodnota se používá, pokud nelze ze závažných důvodů použít výnosový ani tržně-srovnávací přístup, např. u společností holdingového typu.

C) Nepoužili jsme přístupy tržně srovnávací. Společnost neemitovala akcie, které by byly kótované a obchodované na regulovaných trzích. Aktuální nezávislé hodnoty srovnatelných podniků nám nejsou známy, proto jsme nepoužili metody srovnání s podobnými transakcemi či podniky.

9.2 Ocenění společnosti výnosovým přístupem – metodou DCF entity

Obecný postup ocenění

Podstata metody DCF spočívá v odhadu hodnoty podniku za předpokladu, že se zachová jeho majetková substance v dohledné budoucnosti (going concern).

Tato metoda převádí užitky generované podnikem v budoucnosti na současnou hodnotu, neboť užitek získaný v budoucnosti má menší hodnotu než užitek o stejné nominální výši získaný k datu ocenění (důvodem je nenulové riziko obdržení budoucího užitku a preference okamžitých užitků). Součet těchto současných hodnot budoucích užitků je celkovou provozní hodnotou podniku, tedy základem pro určení hodnoty oceňovaného podniku.

Za reálná vyjádření užitku se při oceňování podniku považují očekávané odnímatelné peněžní toky z podniku (cash flow). Termín cash flow užívaný v teorii oceňování ovšem není ekvivalentní pojmu cash flow běžně užívanému v účetnictví. Při oceňování pracujeme s tzv. volným cash flow (před zdaněním nebo po zdanění daní z příjmů na úrovni společnosti), tzn. s peněžním tokem z činnosti podniku, který mohou vlastníci nebo věřitelé odnímat, aniž by byla narušena majetková substance podniku. Očekávaný odnímatelný volný peněžní tok je transformován na jeho současnou hodnotu prostřednictvím kalkulovaných úrokových (diskontních) měr.

Při aplikaci metody DCF entity je třeba od vypočtené celkové provozní hodnoty podniku pro vlastní investory (vlastníky) a cizí investory (věřitele) odečíst hodnotu investovaného cizího kapitálu věřiteli. Tak dospějeme k čisté provozní hodnotě podniku pro vlastníky.

V souladu s metodikou DCF (entity i equity) je dále třeba k provozní hodnotě podniku pro vlastníky přičíst hodnotu majetku pro provoz nepotřebného a odečíst hodnotu závazků pro provoz nepotřebných. Získáme pak celkovou hodnotu podniku pro vlastníky (před nebo po zdanění daní z příjmů na úrovni společnosti), označovanou jako hodnotu čistého obchodního majetku/jmění, vlastního kapitálu nebo 100 % podílů na základním kapitálu.

Konkrétní postup ocenění

Konkrétní číselné hodnoty dalšího postupu je možno krok po kroku sledovat v příloze č. 7 posudku.

Základní vstupy: Vycházeli jsme z analýzy vnějšího a vnitřního tržního potenciálu společnosti (viz pátá a šestá část posudku) a zvláště z finančního plánu pro období let 2012 až 2018 (viz sedmá část posudku).

Postupovali jsme standardní **dvoufázovou metodou**, kdy první fáze života společnosti zahrnuje období od ledna roku 2012 do prosince roku 2018 (pro toto období jsme sestavili finanční plán) a druhá fáze života zahrnuje období od ledna roku 2019 dále (počítáme stabilizací hospodářské situace).

Plánované upravené výnosy pro účely výnosového ocenění zahrnují tyto položky:

- tržby za prodej zboží,
- tržby za prodej vlastních výrobků a služeb,
- aktivace a změna stavu zásob vytvořených vlastní činností,
- ostatní provozní výnosy,
- výnosové úroky z provozně nutného finančního majetku a
- ostatní finanční výnosy.

Plánované upravené náklady pro účely výnosového ocenění zahrnují tyto položky:

- náklady na prodané zboží,
- výkonová spotřeba,
- osobní náklady,
- odpisy,
- ostatní náklady (včetně provozních daní a poplatků) a
- ostatní finanční náklady.

Rozdíl mezi upravenými výnosy a upravenými náklady tvoří v jednotlivých letech **upravený hospodářský výsledek z provozní činnosti před zdaněním a úroky**.

Pro **modelové zdanění** takto upraveného hospodářského výsledku z provozní činnosti před zdaněním a úroky byla použita následující daňová sazba pro daň z příjmů právnických osob: 19 %. Tato daňová sazba odpovídá plánu Ministerstva financí ČR, navíc daňovou sazbu 19 % považujeme za expertní odhad dlouhodobě udržitelné daňové sazby z příjmů právnických osob v Česku.

Po provedení výše popsaného modelového zdanění upraveného hospodářského výsledku z provozní činnosti dostaneme **modelový hospodářský výsledek z provozní činnosti po (modelovém) zdanění před odpočtem úroků (MPHV_t)**.

Volné peněžní toky do společnosti (FCF entity) pro jednotlivá léta první fáze pak vycházejí z výrazu modelový hospodářský výsledek z provozní činnosti po zdanění před odpočtem úroků (MPHV_t) plus plánovaný odpis (O_t) minus výdaje na investice do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku (I_t):

$$FCF_t = MPHV_t + O_t - I_t$$

kde:

- FCF_t volné peněžní toky do společnosti v roce t

- $MPHV_t$ modelový hospodářský výsledek z provozní činnosti po (modelovém) zdanění před odpočtem úroků v roce t
- O_t odpisy v roce t
- I_t investice do provozně nutného pracovního kapitálu (netto) a provozně nutného dlouhodobého majetku (brutto) v roce t

Přičítané **odpisy** (O_t) vycházejí z finančního plánu, jsou tedy odvozeny z plánovaných výkazů zisku a ztráty.

Odečítané **výdaje na investice** (I_t) vycházejí z finančního plánu, jsou tedy odvozeny z plánovaných rozvah a výkazů zisku a ztráty.

Plánované výdaje na brutto investice do *provozně nutného* dlouhodobého majetku zahrnují:

- výdaje na pořízení hmotného dlouhodobého majetku,
- výdaje na pořízení nehmotného dlouhodobého majetku,
- výdaje na pořízení finančního dlouhodobého majetku (nikoli na pořízení nepracovních finančních investic).

Plánované výdaje na netto investice do *provozně nutného* pracovního kapitálu zahrnují:

- výdaje na růst krátkodobého majetku,
- výdaje na pokles krátkodobých závazků (nikoli výdaje na pokles nepracovního provozně nutného cizího kapitálu).

Konkrétní odhad odpisů a výdajů na investice je uveden v **příloze č. 5** posudku.

Volné peněžní toky jsme diskontovali nejprve k datu 31. prosince 2011. Diskontovali jsme vždy od konce období, ve kterém plyne volný peněžní tok (volné cash flow do společnosti plyne v průběhu celého období, věřitelé jej obdrží dříve než na konci roku, vlastníci naopak později než na konci roku).

Volné peněžní toky ve druhé fázi života společnosti jsme však nejprve kapitalizovali pomocí vzorce pro současnou hodnotu věčně exponenciálně rostoucí renty k datu 31. prosince 2018:

$$PH = FCF_{T+1} / (i - g)$$

kde:

- PH celková budoucí pokračující hodnota k 31. prosinci 2018
- FCF_{T+1} volné peněžní toky v prvním roce 2. fáze
- i diskontní míra p.a. pro 2. fázi (WACC)
- g odhadované tempo růstu FCF p.a. během celé 2. fáze

Odhad **volných peněžních toků v prvním roce 2. fáze** je proveden jako:

$$FCF_{T+1} = MPHV_T * (1+g) * (1 - m_i)$$

kde:

- FCF_{T+1} volné peněžní toky v prvním roce 2. fáze
- $MPHV_T$ modelový hospodářský výsledek z provozní činnosti po (modelovém) zdanění před odpočtem úroků v posledním roce 1. fáze
- g odhadované tempo růstu FCF p.a. během celé 2. fáze
- m_i odhadovaná míra investic pro 2. fázi

Předpokládáme, že volné peněžní toky budou plynout s konstantním nominálním růstem g ve výši 4,24 % ročně, což je expertní odhad, který vychází z analýzy dlouhodobého tržního potenciálu společnosti provedené v kapitole 6.3.

Předpokládáme, že míra investic m_i vyjadřující jakou část modelového hospodářského výsledku (z provozní činnosti po zdanění před odpočtem úroků) je třeba reinvestovat pro zachování odhadovaného růstového potenciálu společnosti, bude ve 2. fázi činit cca 36 %. Tento odhad vychází z plánovaných měr investic v závěru 1. fáze (rok 2018); z udržitelné hodnoty rentability ročních netto investic (pro druhou fázi je vyšší než náklady kapitálu); a z plánované strategie společnosti (pravidelné investice pro udržení majetkové substance).

Diskontní míry (kalkulované úrokové míry) i jsme odhadli **pomocí modelu WACC**, a to zvlášť pro jednotlivé roky první fáze a pro druhou fázi. Vážené náklady na kapitál (WACC) byly určeny jako vážený průměr nákladů na vlastní kapitál a nákladů na cizí kapitál (snížených o faktor daňové uznatelnosti) v daném období:

$$WACC = n_{CK} * (1-d)^1 * CK/K + n_{VK} * (1-d)^2 * VK/K$$

kde:

- WACC průměrné vážené náklady na kapitál
- n_{CK} sazba očekávaných nákladů na cizí kapitál
- d průměrná sazba daně z příjmů právnických osob
- CK/K podíl cizího kapitálu na celkovém provozním kapitálu
- n_{VK} sazba očekávaných nákladů na vlastní kapitál
- VK/K podíl vlastního kapitálu na celkovém provozním kapitálu

Jedná se tedy o WACC před zdaněním na úrovni investorů. Pro určení výší diskontních měr (WACC) pro jednotlivá období jsme tedy použili iterační postup (VK – neboli hodnota vlastního kapitálu pro provoz společnosti – je závislý na WACC a WACC jsou zpětně závislé na hodnotě VK).

¹ Výraz „(1-d)“ u nákladů cizího kapitálu se týká všech období, neboť úroky jsou daňově uznatelné, a to při oceňování podílů na společnosti, případně jmění společnosti po zdanění, neboť se plánované hospodářské výsledky společnosti modelově zdaňují celé včetně částí určených pro věřitele společnosti.

² Výraz „(1-d)“ u nákladů vlastního kapitálu se týká pouze období, ve kterém může společnost uplatnit daňově uznatelnou ztrátu, a to při oceňování podílů na společnosti, případně jmění po zdanění, neboť se plánované hospodářské výsledky společnosti modelově zdaňují celé včetně daňově uznatelných položek. Společnost může uplatnit daňové ztráty v celkové výši 33 939 tis. Kč do roku 2014, výraz „(1-d)“ se tedy týká v našem případě let 2012 až 2014.

Náklady na vlastní kapitál

Vzorec odhadu nákladů na vlastní kapitál je uveden v kapitole 8.3 posudku „Metoda DCF s využitím FCFF“.

Při odhadu „bezrizikové“ výnosové míry pro první fázi jsme konkrétně vycházeli z průměrné výnosnosti amerických dlouhodobých (10-letých) státních dluhopisů T-bonds v roce 2011, tj. 1,87 % p.a. (viz www.damodaran.com) a počítáme s postupným zvyšováním této hodnoty na 4,9 % p.a. od roku 2017, s ohledem na očekávané průměrné úrokové sazby státních dluhopisů v rozvinutém světě (tato hodnota konkrétně vychází z průměrné výnosnosti amerických dlouhodobých (10-letých) státních dluhopisů T-bonds v letech 1927 až 2011 – spočítáno na základě www.damodaran.com).

U rizika tržního prostředí USA jsme vycházeli z šetření významné ratingové agentury Moody's. Pro nejvyšší ratingové ohodnocení Aaa se počítá základní prémie za tržní riziko 6,00 % (viz www.damodaran.com a **příloha č. 6** posudku), a to první i druhou fázi.

Odhad koeficientu beta jsme provedli na základě průměrného nezadluženého koeficientu beta za odpovídající odvětví v Evropě v roce 2011, tj. 0,71 (viz beta „Hotel“ – váha 75 % a „Restaurant“ – váha 25 % na www.damodaran.com), který byl upraven o konkrétní plánované reálné zadlužení oceňované společnosti. Koeficient beta tedy odhadujeme (za pomoci vzorce pro přepočet nezadluženého koeficientu beta na zadlužený³ a za pomoci iterací v jednotlivých obdobích – výsledek ocenění totiž ovlivňuje koeficient beta a koeficient beta ovlivňuje zpětně výsledek ocenění).

V případě horšího ratingu konkrétní země se přičítá dodatečná prémie (viz **příloha č. 6** posudku). Investiční rating Česka dosahuje hodnoty A1, základní dodatečná prémie tedy činí 1,28 %.

Prémii za riziko upravujeme o plánovaný inflační diferenciál mezi USA a Českem v jednotlivých letech finančního plánu (na základě kapitoly 5.1 posudku). Od roku 2016 předpokládáme konvergenci průměrných měr inflace v USA a v Česku.

Dále aplikujeme přírážku 1 % pro první a druhou fázi jednak za nelikviditu českého kapitálového trhu (a zvláště trhu podniků), jednak za rizika vyplývající z mírně zhoršené finanční situace společnosti v roce 2011.

Náklady na cizí kapitál

Odhadujeme na základě očekávaných průměrných sazeb 1M PRIBOR (viz predikované sazby 3M PRIBOR v kapitole 5.1 posudku snižené o dlouhodobý průměr 0,22pb) a očekávaných premií za riziko cizího kapitálu 2,95 % p.a. v roce 2012 až ve výši 2,00 % p.a. od roku 2017. Hodnota rizikové přírážky 2,95 % p.a. odpovídá aktuálně sjednané sazbě u kontokorentního úvěru a hodnota rizikové přírážky 2,0 % odpovídá dlouhodobým průměrným rizikovým přírážkám při úvěrování společností typu společnosti oceňované se standardním zajištěním a také průměrné odhadované úrokové marži u opční premie v uzavřené smlouvě o budoucím převodu obchodního podílu na společnosti CRISTAL PALACE Property, s.r.o. a také.

³ $\beta_z = \beta_N * (1 + (1 - d) * CK/VK)$ (Model Miller-Modigliani)

Podíl hodnoty vlastního a cizího kapitálu na celkové hodnotě kapitálu (VK/K a CK/K) jsme pro odhad WACC v jednotlivých letech první fáze a pro druhou fázi odhadli jako stav tohoto podílu k počátku daného období. Při odhadu podílů hodnoty vlastního a cizího kapitálu jsme použili iterační postup (výše podílů CK/K a VK/K jsou závislé na hodnotě VK a hodnota VK je zpětně závislá na podílech CK/K a VK/K). Stabilní podíl CK/K pro druhou fázi uvažujeme na úrovni 28,5 % (viz kapitola 7.2 „cizí kapitál“).

Podrobnější odhady nákladů na vlastní a cizí kapitál, konkrétní postupy týkající se modelu WACC a hodnoty vážených nákladů na kapitál WACC jsou uvedeny v **příloze č. 6** posudku.

Celkovou provozní hodnotu podniku pro vlastníky i věřitele k datu 31. prosince 2011 pro účely tohoto posudku získáme jako součet provozních hodnot v první a druhé fázi, činí tedy **30 074 tis. Kč**.

Hodnota cizího kapitálu pro provoz

Od celkové hodnoty podniku (pro vlastníky i věřitele) je třeba v souladu s metodikou DCF entity **odečíst celkovou hodnotu cizího kapitálu** pro provoz. Společnost vykazuje následující vypůjčený cizí kapitál pro provoz uvedený v tabulce č. 9.2.1:

Tabulka č. 9.2.1 Cizí kapitál pro provoz společnosti k datu 31. prosince 2011

Cizí kapitál pro provoz k 31. 12. 2011	zůstatek (tis. Kč)
Raiffeisenbank, a.s.	2 180
VB Leasing CZ	443
Credium, a.s.	576
HOTEL SERVIS, a.s.	199
Eurotrade Import-Export, s.r.o. Bratislava	254
Alfred Augustin	501
Celkem	4 153

Po odečtení cizího kapitálu pro provoz od celkové provozní hodnoty podniku dostáváme provozní hodnotu podniku pro vlastníky pro účely tohoto posudku k datu 31. prosince 2011 ve výši **25 921 tis. Kč**.

Identickým postupem jako výše popsaným (metodou DCF entity), avšak při diskontaci volných peněžních toků (od roku 2013 do „nekonečna“) k datu 31. prosince 2012, se dostaneme také k provozní hodnotě podniku pro vlastníky pro účely tohoto posudku k datu 31. prosince 2012 ve výši **24 911 tis. Kč**.

Při předpokladu lineárního vývoje provozní hodnoty podniku pro vlastníky v průběhu roku 2012 **dospějeme k provozní hodnotě podniku pro vlastníky** pro účely tohoto posudku k datu 24. dubna 2012 ve výši **25 604 tis. Kč**.

Hodnota provozně nepotřebného majetku a závazků

Pro získání hodnoty (100 % obchodních podílů na) společnosti **je třeba** k výše uvedené provozní hodnotě podniku pro vlastníky **přičíst hodnotu provozně nepotřebného majetku a odečíst hodnotu provozně nepotřebných závazků:**

A) Znalec jako provozně nepotřebný majetek identifikoval **krátkodobý finanční majetek** ve výši 1 603 tis. Kč k datu 31. prosince 2011 a 6 643 tis. Kč k datu 31. prosince 2012 (na základě přiměřené peněžní likvidity – viz kapitola 6.2 posudku). Při předpokladu lineárního vývoje hodnoty tohoto majetku **odhadujeme jeho hodnotu pro účely metody DCF datu 24. dubna 2012 na částku 3 187 tis. Kč.**

B) Znalec jako provozně nepotřebný majetek identifikoval poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek (tzv. **zálohy na leasingovou kauci**) ve výši 9 504 tis. Kč k datu 31. prosince 2011. Jedná se ve skutečnosti o spoření na nákup nemovitostí hotelů Cristal Palace a San Remo v době ukončení leasingové smlouvy (září 2022) právě na základě této leasingové smlouvy (blíže viz kapitola 4.4 posudku). Vzhledem k dlouhodobosti tohoto projektu a odlišnosti od současného vlastního provozu společnosti znalec tyto zálohové platby (minulé ani budoucí) nezahrnul do finančního plánu a neocenil v rámci provozní hodnoty. **Hodnotu tohoto majetku pro účely metody DCF entity k datu 24. dubna 2012 odhadujeme jeho jmenovitou výší na 9 504 tis. Kč.**

C) Znalec jako provozně nepotřebný majetek identifikoval **3,6% podíl na společnosti ITM Praha (Institut pro trenink a management Praha) spol. s r.o.** Jedná se o neaktivní společnost. Účetní hodnota vlastního kapitálu této společnosti k datu 31. prosince 2011 činila 1 234 tis. Kč.

Hodnotu tohoto majetku pro účely metody DCF entity k datu 24. dubna 2012 tedy odhadujeme alikvotním podílem na účetní hodnotě vlastního kapitálu po srážce (30 %) za nelikviditu a minoritu **na 31 tis. Kč.**

Jiný významný spolehlivě ocenitelný provozně nepotřebný majetek nebo provozně nepotřebné závazky znalec ani společnost neidentifikovali.

Celková hodnota provozně nepotřebného majetku po odečtení provozně nepotřebných závazků tak k datu 24. dubna 2012 činí **12 722 tis. Kč.**

Konkrétní postup a číselné hodnoty je možno krok po kroku sledovat v **příloze č. 7** posudku.

ZÁVĚR METODY DCF

Hodnota (100 % akcií) společnosti získaná na základě metody DCF entity tedy činí (po provedení výše popsaného kvalifikovaného odhadu):

38 330 000 Kč

(slovy: třicet osm miliónů tři sta třicet tisíc korun českých)

9.3 Ocenění společnosti majetkovým přístupem – metodou likvidační hodnoty

Obecný postup ocenění

Podstata metody likvidační hodnoty spočívá v odhadu hodnoty podniku společnosti pro vlastníky za předpokladu, že veškerý její majetek bude prodán a budou splaceny veškeré její závazky. Neoceňujeme na základě předpokladu „going concern“ (pokračování činnosti podniku v dohledné budoucnosti).

Tato metoda převádí budoucí likvidační zůstatek předmětu ocenění na současnou hodnotu, neboť užitek získaný v budoucnosti má menší hodnotu než užitek o stejné nominální výši získaný k datu ocenění (důvodem je nenulové riziko obdržení budoucího užitku a preference okamžitých užiteků). Výše likvidačního zůstatku po zdanění na úrovni společnosti je hodnotou podniku pro vlastní investory (vlastníky), tedy základem pro určení hodnoty (100% účasti na) společnosti.

Výši likvidačního zůstatku před zdaněním získáme odečtením hodnoty nepracovního cizího kapitálu (zejména dlouhodobých závazků) od celkové hodnoty podniku společnosti pro likvidaci (pro vlastníky i věřitele). Celková hodnota podniku společnosti pro likvidaci je dána součtem hodnot dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu (včetně mimobilančních položek) po odečtení nákladů likvidace a případné daně z příjmů právnických osob.

Odhadnutou výši likvidačního zůstatku (k datu rozdělení likvidačního zůstatku) je třeba diskontovat k datu ocenění pomocí diskontní míry na úrovni nákladů na vlastní kapitál pro likvidaci.

Majetek a závazky jsou oceňovány na základě předpokladu co nejrychlejšího, avšak efektivního utlumení stávající činnosti a ukončení likvidace v určité omezené, avšak rozumně dlouhé časové lhůtě. Likvidátor proto musí při vědomí efektivního ukončení likvidace co nejlépe, avšak také co nejrychleji (efektivně) prodat jednotlivé majetkové hodnoty a splatit závazky. Majetek proto neoceňujeme ve výsledku hodnotami tržními, nýbrž likvidačními, které jsou v mnoha případech (zejména u dlouhodobého majetku) nižší než tržní (dodatečné náklady za prodej, lepší vyjednávací pozice kupujících apod.).

Likvidační hodnota je nejnižším možným tržním oceněním celého podniku.

Konkrétní postup ocenění

V tomto posudku má likvidační hodnota pouze kontrolní a informační funkci, nevstupuje přímo do výsledného ocenění, je proto provedena zjednodušeně. Konkrétní číselné hodnoty dalšího postupu je možno krok po kroku sledovat v příloze č. 8 posudku.

Základní vstupy: Budeme vycházet ze struktury jednotlivých položek majetku a závazků společnosti k datu 31. prosince 2011, neboť k tomuto datu známe strukturu majetku a závazků, resp. rozvahu, společnosti.

Výslednou výši likvidačního zůstatku budeme diskontovat k datu ocenění 24. dubna 2012. Vzhledem k rozsahu a charakteru majetku společnosti budeme předpokládat ukončení likvidace společnosti do 24. dubna 2013. Modelová doba likvidace tedy činí 1 rok. Po dobu likvidace předpokládáme, že výnosy z bankovního účtu pokryjí náklady na bankovní účet. Předpokládáme, že věřitelé obdrží finanční prostředky postupně v průběhu likvidace, avšak vlastníci obdrží finanční prostředky až k datu rozdělení likvidačního zůstatku.

A. DLOUHODOBÝ A MIMOBILANČNÍ MAJETEK

A.1 Dlouhodobý bilanční nehmotný majetek

Společnost vykazuje nevýznamný **software**. Vzhledem k nevýznamnosti, plnému odepsání a individuální povaze předpokládáme, že by byl tento majetek při likvidaci obtížně samostatně prodejný a jej oceňujeme paušálně na základě zbytkové hodnoty⁴ 10 %, koeficientu prodejnosti⁵ ve výši 50 % a pomocí likvidační srážky⁶ 15 % z jeho pořizovacích hodnot.

A.2 Dlouhodobý hmotný majetek

Společnost vykazuje nevýznamné **pozemky**. Vzhledem k nevýznamnosti a charakteru pozemků jako uchovatele hodnoty předpokládáme, že by byl tento majetek při likvidaci prodán za jeho účetní hodnotu.

Společnost vykazuje **samostatné movité věci a soubory movitých věcí** (vybavení hotelů).

Vzhledem k průměrnému stupni odepsanosti samostatné movité věci a soubory movitých věcí společnosti oceňujeme paušálně na základě odhadované odepsanosti 50 %, koeficientu prodejnosti ve výši 75 % a pomocí likvidační srážky 15 % z jeho pořizovacích hodnot.

⁴ Zbytkové hodnoty jsou obecně nejnížší substanční (věcné) hodnoty funkčního majetku vyjádřené jako procento ze vstupní, případně pořizovací ceny majetku.

⁵ Koeficienty prodejnosti jsou obecně poměry mezi tržními a substančními (příp. účetními) hodnotami majetku, jejich výše závisí zejména na poměrech nabídky a poptávky na trhu, čím více nabídka převyšuje poptávku, tím je koeficient prodejnosti nižší (a obráceně).

⁶ Likvidační srážky jsou obecně srážky z tržní (příp. z účetní) hodnoty na dodatečné přímé náklady prodeje daného majetku (na služby realitních kanceláří, na daně z převodu nemovitostí, na znalecké posudky atd.) v likvidaci a za tzv. „prodej v horší vyjednávací pozici“.

Společnost dále vykazuje **jiný dlouhodobý hmotný majetek** (technické zhodnocení nemovitostí hotelů, které může společnost jako nájemce odepisovat a umělecká díla). Technické zhodnocení oceňujeme paušálně na základě odhadované odepsanosti 75 %, koeficientu prodejnosti ve výši 50 % (prakticky jediným kupujícím by byl vlastník hotelů) a pomocí likvidační srážky 15 % z jeho pořizovacích hodnot. Umělecká díla v účetní hodnotě 679 tis. Kč oceňujeme jejich účetní hodnotou.

A.3 Dlouhodobý finanční majetek a dlouhodobé pohledávky

Společnost vykazuje **dlouhodobé poskytnuté zálohy ad dlouhodobý finanční majetek**, které oceňujeme pomocí likvidační srážky 15 % z jejich hodnot pro účely metody DCF entity (viz kapitola 9.2 – „Hodnota provozně nepotřebného majetku a závazků“).

A.4 Mimobilanční majetek

Společnost vykazuje mimobilančně **osobní automobil Škoda Octavia Combi pořízený na leasing**. Tento osobní automobil jsme ocenili porovnávacím přístupem, resp. porovnáním s nabídkami na prodej obdobných vozidel (310 tis. Kč), odečetli jsme současnou hodnotu budoucích leasingových splátek k datu 31. prosince 2011 (215 tis. Kč) a na výslednou nabídkovou hodnotu (95 tis. Kč) aplikovali koeficient prodejnosti 85 % a likvidační srážku ve výši 15 %.

Vzhledem ke všem informacím, které jsme zjistili, můžeme předpokládat, že případný další mimobilanční majetek společnosti (goodwill, tiché rezervy a případný další majetek v rozvaze neuvedený) je buď oceněn v rámci jiných položek majetku, nedal se při likvidaci společnosti samostatně zpeněžit, nebo je nevýznamný.

B. PRACOVNÍ KAPITÁL

B.1 Zásoby

Zásoby materiálu a zboží jsme ocenili v závislosti na jejich připravenosti k prodeji pomocí koeficientů prodejnosti 85 % (materiál) a 100 % (zboží) z jejich účetních hodnot.

B.2 Krátkodobé pohledávky

Pohledávky z obchodního styku oceňujeme na základě průměrné srážky 14,1 % za riziko nesplacení z jejich jmenovitých hodnot k datu 31. prosince 2011.

Průměrnou srážku jsme odhadli podle stavu pohledávek za odběrateli k datu 31. prosince 2011 – viz následující tabulka:

Tabulka 9.3.1 Ocenění krátkodobých pohledávek za odběrateli k datu 31. prosince 2011 (tis. Kč)

Ocenění krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů	druh	brutto / jmen. hodnota	srážka za riziko nesplacení	tržní / likvidační hodnota
ve splatnosti	standardní	1 076	3,0%	1 044
do 30 dnů po splatnosti	standardní	1 307	9,0%	1 189
31 - 90 dnů po splatnosti	sledované	50	20,0%	40
91-180 dnů po splatnosti	nestandardní	21	39,0%	13
181-365 po splatnosti	pochybné	49	68,0%	16
nad 365 dnů po splatnosti	ztrátové	177	100,0%	0
Celkem		2 680	14,1%	2 302

Pohledávky z poskytnutých záloh oceňujeme na základě nejnižší srážky za riziko nesplacení 3 % z brutto hodnot.

Dohadné účty aktivní (žalovaná náhrada škody) oceňujeme na polovinu jejich účetní hodnoty, neboť nedokážeme odhadnout výsledek soudního sporu.

Jiné krátkodobé pohledávky oceňujeme na základě průměrné srážky 14,1 % za riziko nesplacení z jejich jmenovitých hodnot k datu 31. prosince 2011.

B.3 Krátkodobý finanční majetek

Finanční prostředky na pokladně, na bankovních účtech oceňujeme vzhledem k jejich likvidnosti jejich jmenovitými hodnotami.

B.4 Ostatní krátkodobá aktiva

Náklady příštích období oceňujeme vzhledem k nevýznamnosti pomocí 50% srážky z účetní hodnoty, neboť by se při likvidaci pravděpodobně částečně změnil na neúčelně vynaložené výdaje. Výjimkou jsou aktivované leasingové platby, které oceňujeme jejich plnou účetní hodnotou, neboť by se při likvidaci (odstoupení od leasingové smlouvy na hotely nebo převedení leasingové smlouvy na hotely na jiný subjekt) započítávaly s leasingovými závazky, které jsou oceněny plnou účetní hodnotou v rámci krátkodobých pasiv – viz dále.

B.5 Krátkodobá pasiva

Krátkodobá pasiva oceňujeme jejich účetní hodnotou, při likvidaci by bylo třeba je co nejdříve uhradit právě ve výši účetní hodnoty.

C. NEPRACOVNÍ CIZÍ KAPITÁL, REZERVY A MIMOBILANČNÍ ZÁVAZKY

C.1 Bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci

Bankovní úvěry (jako vypůjčený cizí kapitál) oceňujeme jejich účetní hodnotou a přičítáme úroky odhadnuté na základě odhadnutých nákladů na cizí kapitál (viz **příloha č. 6** posudku) přirostlé v průměru za půl roku, při likvidaci by bylo třeba postupně uhradit jejich nominální výši i úroky přirostlé do doby úplného splacení úvěrů.

C.2 Ostatní dlouhodobé bilanční závazky

Společnost vykazuje **dlouhodobé přijaté zálohy**, které oceňujeme jejich účetní hodnotou, při likvidaci by bylo třeba je co nejdříve uhradit právě ve výši účetní hodnoty.

C.3 Rezervy

Společnost nevykazuje **rezervy**.

C.4 Mimobilanční závazky

Významné spolehlivě ocenitelné **mimobilanční závazky** společnosti nám nejsou známy.

D. NÁKLADY LIKVIDACE

Ukončení činnosti společnosti a následná likvidace by byly spojeny s nutností vynaložení nákladů likvidace.

Tyto náklady jsme s přihlédnutím ke specifickým oceňované společnosti a předpokladům likvidace odhadli na částku **4,5 mil. Kč**.

Jejich struktura je součástí následující tabulky:

Tabulka 9.3.2 Odhad nákladů likvidace (v tis. Kč)

NÁKLADY LIKVIDACE	-4 500
- odstupné pracovníkům	-3 430
- právní služby	-200
- předčasné splacení úvěrů	-100
- předčasný výběr vkladů	0
- odměna likvidátorovi	-400
- odměna asistentům likvidátora	0
- údržba, provoz a ostraha objektů	0
- auditing a daňové poradenství	-100
- vedení účetnictví	-60
- znalecké posudky	-100
- odstranění ekologických zátěží	0
- ostatní (smluvní pokuty a jiné)	-110

Výši likvidačního zůstatku před zdaněním tedy k datu 24. dubna 2013 odhadujeme na 23 026 tis. Kč. Vzhledem k důvodnému předpokladu, že celková daňově uznatelná zůstatková hodnota jmění společnosti bude pravděpodobně vyšší než odhadnutá výše likvidačního zůstatku, nepředpokládáme z rozdílové částky placení daní z příjmů na úrovni společnosti, a **výši likvidačního zůstatku po zdanění tedy k datu 12. dubna 2013 odhadujeme na 23 026 tis. Kč.**

Tuto částku jsme diskontovali diskontní mírou na úrovni nákladů na vlastní kapitál pro likvidaci v průměrné výši 10,4 % p.a. Pro odhad jsme využili průměrné náklady na vlastní kapitál neupravené o daňový štít pro období roku 2012 z metody DCF entity (viz kapitola 9.2 posudku).

Konkrétní postup a číselné hodnoty je možno krok po kroku sledovat v **příloze č. 8** posudku.

ZÁVĚR METODY LIKVIDAČNÍ HODNOTY

Hodnota (100 % akcií) společnosti získaná na základě metody likvidační hodnoty tedy činí (po provedení výše popsání kvalifikovaného odhadu):

20 857 000 Kč

(slovy: dvacet miliónů osm set padesát sedm tisíc korun českých)

10. Závěr

Účelem zpracování znaleckého posudku byl odhad ceny předmětu dražby (akcií společnosti **CRISTAL PALACE a.s.**) v místě a čase obvyklé podle § 13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách, a § 33 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Jde o nedobrovolnou veřejnou dražbu akcií tvořících 0,71 % základního kapitálu společnosti, které nebyly oprávněnými akcionáři ve stanovené době převzaty po snížení jmenovité hodnoty akcií z 1000 Kč na 100 Kč.

K ocenění jsme použili přístup výnosový (metoda DCF entity) a přístup majetkový (metody likvidační a účetní hodnoty). Výslednou hodnotu majetku jsme odhadli pomocí aplikace nejvíce vhodné metody, tj. **metody DCF entity**. Další metody jsme použili jako podpůrné a plnily kontrolní a informační funkci – viz kapitola č. 9.1 posudku. V posudku jsme dospěli k indikativnímu ocenění (100 % akcií) společnosti CRISTAL PALACE a.s. – viz následující tabulka:

Tabulka č. 10.1 Ocenění (100 % akcií) společnosti (v Kč)

Metoda	Odhad hodnoty (100 %) společnosti	Váha (%)
DCF entity	38 330 000	100
Likvidační hodnoty	20 857 000	0
Účetní hodnoty	43 874 000	0
Finální odhad	38 330 000	X

Cílem posudku však není ocenit 100 % akcií společnosti, avšak hodnotu balíku akcií představujícího 0,71 % základního kapitálu společnosti, tedy nelikvidní minoritní podíl. Pokud odhad hodnoty (100 % akcií) společnosti vydělíme celkovým akcií v základním kapitálu společnosti, tj. počtem 151 748, dostaneme alikvotní podíl hodnoty (100 % akcií) společnosti připadající na jednu akcii (o jmenovité hodnotě 100 Kč), tj. 253 Kč (po zaokrouhlení). Pokud vynásobíme tuto hodnotu počtem akcií v oceňovaném balíku akcií, tj. počtem 1 076, dostaneme alikvotní podíl hodnoty (100 % akcií) společnosti připadající na oceňovaný balík akcií, tj. 272 000 Kč.

Podle definice hodnoty (viz kapitola 3 posudku) **je možno použít srážku za minoritu** vyjadřující omezenou možnost menšinových akcionářů ovlivňovat řízení společnosti **a srážku za nelikviditu** vyjadřující sníženou obchodovanost vlastnických podílů. Akcie společnosti nejsou kótované. Akcie společnosti, které jsou předmětem ocenění, dohromady tvoří balík jen 0,71 % základního kapitálu. Nejsou nám známy žádné nezávislé obchody s nimi. Vzhledem k výše uvedenému aplikujeme tedy **srážku za minoritu a nelikviditu ve výši 30 %**, tato srážka může v našem případě činit dle odborné literatury (str. 382, Mařík 2003) až 50 % za nelikviditu + 50 % za minoritu (existuje velkoakcionář).

Závěrečné shrnutí a konečný odhad hodnoty oceňovaného balíku akcií lze sledovat také v **příloze č. 9** posudku.

Na základě provedeného ocenění jsme dospěli k názoru, že **hodnota 1 076 kusů akcií společnosti CRISTAL PALACE a.s.**, se sídlem Hlavní třída 61, Mariánské Lázně, PSČ: 353 01, Česká republika, IČ: 453 59 172, **k datu 12. dubna 2012 činí** (po provedení kvalifikovaného odhadu):

190 000 Kč

slovy: **sto devadesát tisíc korun českých**

Na základě provedeného ocenění jsme dospěli k názoru, že **hodnota akcie o jmenovité hodnotě 100 Kč společnosti CRISTAL PALACE a.s.**, se sídlem Hlavní třída 61, Mariánské Lázně, PSČ: 353 01, Česká republika, IČ: 453 59 172, **v oceňovaném balíku akcií k datu 12. dubna 2012 činí** (po provedení kvalifikovaného odhadu):

176,58 Kč

slovy: **sto sedmdesát šest korun českých padesát osm haléřů**

BOHEMIA EXPERTS, s.r.o.
znalecký ústav
RNDr. Josef Knápek
jednatel společnosti



Praha, 24. dubna 2012

Obecné podmínky poskytnutých služeb

1. Služby jsme poskytli v souladu s platnými právními a uznávanými profesionálními normami pro hodnocení a oceňování.
2. Služby jsme poskytli jako nezávislí dodavatelé.
3. Odměny za poskytnuté služby nebyly žádným způsobem závislé na výsledcích hodnocení.
4. Naše hodnocení jsou platná pouze pro účel nebo účely v této zprávě uvedené. Jakékoli jiné použití nebo převzetí údajů pro jiný účel objednatelem zprávy nebo třetí stranou je neoprávněné a neplatné.
5. Naši zprávu jako celek smí objednatel zprávy poskytnout těm třetím stranám, které ji potřebují znát.
6. Vyhrazuje si právo zahrnout jméno objednatele zprávy do seznamu našich klientů a referencí.
7. Budeme uchovávat důvěrnost našich rozhovorů, zdrojů, dokumentů nám předaných a naší zprávy, ledaže objednatel zprávy určí jinak.
8. Výše uvedené podmínky mohou být změněny pouze písemnou formou.

Předpoklady a omezující podmínky

1. Za skutečnosti právního charakteru nepřebíráme žádnou zodpovědnost. Nebylo provedeno žádné šetření týkající se majetkových práv nebo závazků předmětu hodnocení. Hodnocení předpokládá, pokud není uvedeno jinak, že majetková práva jsou platná a převoditelná a nejsou zatížena žádnými závazky, kterých nemohou být zbavena standardními postupy.
2. Při našem nejlepším vědomí jsou všechny údaje ve zprávě uvedené pravdivé a přesné. Ačkoliv byly získány ze spolehlivých zdrojů, neposkytujeme žádné ručení ani nepřebíráme žádnou zodpovědnost za přesnost a pravdivost jakýchkoliv, vyjádření nebo výpočtů, u kterých je uvedeno, že byly poskytnuty někým jiným a které byly použity při vypracování tohoto hodnocení.
3. Hodnocení prezentovaná v této zprávě jsou založena na předpokladech zde uvedených a jsou platná pouze pro účel nebo účely ve zprávě uvedené.
4. Datum nebo období hodnocení, pro které jsou hodnocení a závěry zpracovány, je uvedeno ve zprávě.

Znalecká doložka

Tento znalecký posudek zpracovala společnost BOHEMIA EXPERTS, s.r.o. znalecký ústav, se sídlem Křižíkova 1, 186 00 Praha 8, Česká republika, IČ: 256 40 585, vedená u Městského soudu v Praze, oddíl C, vložka 57202.

Tento znalecký posudek jsme podali jako znalecký ústav v oboru ekonomika, ceny a odhady zapsaný Ministerstvem spravedlnosti České republiky do prvního oddílu znaleckých ústavů podle ustanovení § 21, odst. 1 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, a podle ustanovení § 6, odst. 1 vyhlášky č. 37/1967 Sb., ve znění pozdějších předpisů na základě dopisu Ministerstva spravedlnosti ČR ze dne 8. dubna 1999, č.j. 56/99-OOD.

Znalecký posudek obsahuje celkem 55 listů plus 9 příloh.

Znalecký úkon je zapsán ve znaleckém deníku pod pořadovým číslem 120424.

BOHEMIA EXPERTS, s.r.o.
znalecký ústav
RNDr. Josef Knápek
jednatel společnosti



Praha, 24. dubna 2012

Seznam příloh

1. kopie výpisu z obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Plzni, oddíl B, vložka 202, **CRISTAL PALACE a.s.**, se sídlem Hlavní třída 61, Mariánské Lázně, PSČ: 353 01, Česká republika, IČ: 453 59 172, ze dne 10. dubna 2012,
2. kopie předběžného výkazu zisku a ztráty a rozvahy společnosti k datu 31. prosince 2011,
3. položky historických a použitých plánovaných účetních výkazů společnosti za období od roku 2006 do 31. prosince 2018,
4. finanční analýza finanční historie a použitého finančního plánu společnosti za období od roku 2006 do 31. prosince 2018,
5. odhad výdajů na investice společnosti pro účely metody DCF entity,
6. odhad výše diskontních měr společnosti pro účely metody DCF entity (WACC),
7. odhad hodnoty (100 % akcií) společnosti metodou DCF entity,
8. odhad hodnoty (100 % akcií) společnosti metodou likvidační hodnoty,
9. závěrečné shrnutí a konečný odhad hodnoty oceňovaného balíku akcií společnosti

Příloha č. 1

Výpis z obchodního rejstříku

Výpis

z obchodního rejstříku, vedeného
Krajským soudem v Plzni
oddíl B, vložka 202

Datum zápisu:	1. května 1992
Spisová značka:	B 202 vedená u Krajského soudu v Plzni
Obchodní firma:	CRISTAL PALACE a. s.
Sídlo:	Mariánské Lázně, Hlavní třída 61, okres Cheb
Identifikační číslo:	453 59 172
Právní forma:	Akciová společnost
	založena rozhodnutím Fondu národního majetku České republiky se sídlem v Praze 1, Gorkého náměstí 32, a přijetím zakladatelské listiny ve formě notářského zápisu Státního notářství Praha východ č. j. NZ 344/92, N 462/92 ze dne 27. 4. 1992.
Předmět podnikání:	ubytovací služby v ubytovacích zařízeních v kategoriích hotel, hotel garni zařazených do třídy ** a výše včetně hostinské činnosti v těchto zařízeních a ubytovací služby v zařízeních kemp do třídy *** hostinská činnost směnárný provoz nestátního zdravotnického zařízení provozování tělovýchovných a sportovních zařízení a zařízení sloužících k regeneraci a rekondici
Představenstvo:	předseda představenstva: Ing. Zdeněk Kos, dat. nar. 25. července 1968 Praha 7, Letohradská 7, PSČ 170 00 den vzniku funkce: 4. června 2008 den vzniku členství: 4. června 2008 člen představenstva: Mgr. Tomáš Uher, dat. nar. 8. února 1968 Praha 1, Jungmannova 28, PSČ 110 00 den vzniku členství: 4. června 2008 člen představenstva: Mag. Alfred Augustin, dat. nar. 6. května 1963 Praha 7, Jana Zajíce 191, PSČ 170 00 den vzniku členství: 4. června 2008 Způsob jednání: Jménem společnosti jedná: společně dva členové představenstva.
Dozorčí rada:	člen dozorčí rady: Mgr. Dita Schautová, dat. nar. 2. února 1969 Praha 5, Volutova 2523, PSČ 158 00 den vzniku členství: 4. června 2008 člen dozorčí rady: JUDr. Michala Kosová, dat. nar. 10. května 1978 Praha 5, Kotlářka 1259/3, PSČ 150 00

den vzniku členství: 4. června 2008

člen dozorčí rady:

Vladimír Ďuriš, dat. nar. 19. září 1975

Mariánské Lázně, Mánesova 569/4, PSČ 353 01

den vzniku členství: 29. dubna 2009

Akcie: 151 748 ks (akcie na majitele) v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 100,00 Kč
neomezeně převoditelné

Základní kapitál: 15 174 800,00 Kč
Splaceno: 15 174 800,00 Kč

Ostatní skutečnosti: Řádná valná hromada společnosti CRISTAL PALACE a. s. rozhodla dne 17.6.2010 o snížení základního kapitálu společnosti takto: Základní kapitál společnosti se snižuje o částku 136 573 200,-- Kč (jedno sto třicet šest milionů pět set sedmdesát tři tisíce dvě stě korun českých) na částku 15 174 800,-- Kč (patnáct milionů jedno sto sedmdesát čtyři tisíce osm set korun českých). Důvodem snížení základního kapitálu je vyrovnaní nepříznivého poměru mezi pasivními a aktivními položkami a optimalizace kapitálové struktury společnosti. Částka odpovídající snížení nebude vyplacena akcionářům, ale bude zaúčtována ve výši 116 685 000,-- Kč (jedno sto šestnáct milionů šest set osmdesát pět tisíc korun českých) na účet 429 000 neuhrazené ztráty minulých let a ve výši 19 888 200,-- Kč (devatenáct milionů osm set osmdesát osm tisíc dvě stě korun českých) na účet 421000- rezervní fond. Rozsah snížení základního kapitálu je roven 136 573 200,-- Kč (jedno sto třicet šest milionů pět set sedmdesát tři tisíce dvě stě korun českých) a skládá se z neuhrazených ztrát společnosti ve výši 116 685 000,-- Kč (jedno sto šestnáct milionů šest set osmdesát pět tisíc korun českých), částka ve výši 19 888 200,-- Kč (devatenáct milionů osm set osmdesát osm tisíc dvě stě korun českých) bude převedena do rezervního fondu společnosti. Způsob snížení: Snížení základního kapitálu bude provedeno snížením jmenovité hodnoty akcií. Nová jmenovitá hodnota akcií ve výši 100,-- Kč (jedno sto korun českých) na jednu akcii bude vyznačena na všech stávajících akciích. Jelikož v důsledku snížení bude třeba, aby akcionáři předložili společnosti své listinné akcie za účelem vyznačení nové jmenovité hodnoty, bude lhůta pro jejich předložení činit 30 dní ode dne zápisu snížení základního kapitálu do obchodního rejstříku.

Správnost tohoto výpisu se potvrzuje

Krajský soud Plzeň

Příloha č. 2

**Předběžný výkaz zisku a ztráty a rozvaha
k datu 31. prosince 2011**

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

ke dni 31.12.2011 předběžná
(v celých tisících Kč)

IČ

45359172

Obchodní firma nebo jiný
název účetní jednotky

CRISTAL PALACE a.s.

Sídlo, bydliště nebo místo
podnikání účetní jednotky

Hlavní 61
Mariánské Lázně
353 01

Označení a	TEXT b	Číslo řádku c	Skutečnost v účetním období	
			sledovaném 1	minulém 2
I.	Tržby za prodej zboží	01	25532	27049
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02	3178	9933
+	Obchodní marže (ř. 01 - 02)	03	22354	17116
II.	Výkony (ř. 05 až 07)	04	47748	52190
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	47748	52190
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	06		
3.	Aktivace	07		
B.	Výkonová spotřeba (ř. 09 + 10)	08	37121	30775
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	09	16068	10474
B. 2.	Služby	10	21053	20301
+	Přidaná hodnota (ř. 03 + 04 - 08)	11	32981	38531
C.	Osobní náklady (ř. 13 až 16)	12	27975	31492
C. 1.	Mzdové náklady	13	20572	23085
C. 2.	Odměry členům orgánů společnosti a družstva	14	324	324
C. 3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	7004	7805
C. 4.	Sociální náklady	16	75	278
D.	Daně a poplatky	17	429	441
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	1911	2653
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 20 + 21)	19	268	15896
III. 1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	265	15896
III. 2.	Tržby z prodeje materiálu	21	3	0
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 23 + 24)	22	0	13205
F. 1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23		13205
F. 2.	Prodaný materiál	24		
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	25	35	2713
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	102	5901
H.	Ostatní provozní náklady	27	4652	2
V.	Převod provozních výnosů	28		
I.	Převod provozních nákladů	29		
.	Provozní výsledek hospodaření (ř. 11 - 12 - 17 - 18 + 19 - 22 - 25 + 26 - 27 + (-28) - (-29))	30	1651	9822

Označení a	TEXT b	Číslo řádku c	Skutečnost v účetním období	
			sledovaném 1	minulém 2
IV.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31		
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32		
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku (ř. 34 až 36)	33	0	0
VII. 1.	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	34		
VII. 2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	35		
VII. 3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	36		
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37		
K.	Náklady z finančního majetku	38		
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39		
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40		
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	41		
X.	Výnosové úroky	42	0	1
N.	Nákladové úroky	43	109	383
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	903	1757
O.	Ostatní finanční náklady	45	1482	1505
XII.	Převod finančních výnosů	46		
P.	Převod finančních nákladů	47		
*	Finanční výsledek hospodaření [(ř. 31 - 32 + 33 + 37 - 38 + 39 - 40 - 41 + 42 - 43 + 44 - 45 - (-46) + (-47)]	48	-688	-130
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř. 50 + 51)	49	0	-6062
Q. 1.	- splatná	50		
Q. 2.	- odložená	51		-6062
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř. 30 + 48 - 49)	52	-2339	15754
XIII.	Mimořádné výnosy	53	567	521
R.	Mimořádné náklady	54	1	
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř. 56 + 57)	55	0	0
S. 1.	- splatná	56		
S. 2.	- odložená	57		
*	Mimořádný výsledek hospodaření (ř. 53 - 54 - 55)	58	566	521
W.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59		
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř. 52 + 58 - 59)	60	-1773	16275
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-) (ř. 30 + 48 + 53 - 54)	61	-1773	10213

Sestaveno dne: 24.4.2012

Právní forma účetní jednotky: a. s.

Předmět podnikání účetní jednotky: ubytovací a stravovací služba

Podpisový záznam:

**ROZVAHA
(BALANCE)**

ke dni 31.12.2011 předběžná
(v celých tisících Kč)

IČ
45359172

Obchodní firma nebo jiný
název účetní jednotky

CRISTAL PALACE a.s.

Sídlo, bydliště nebo místo
podnikání účetní jednotky

Hlavní 61
Mariánské Lázně
353 01

Označení a	AKTIVA b	Číslo řádku c	Běžné účetní období			Minulé úč. období
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 4
	AKTIVA CELKEM (ř. 02 + 03 + 31 + 63)	001	188878	25047	163831	179957
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	002			0	0
B.	Dlouhodobý majetek (ř. 04 + 13 + 23)	003	66338	22345	43993	42738
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05 až 12)	004	851	698	153	199
B. I. 1.	Zřizovací výdaje	005			0	0
	2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	006			0	0
	3. Software	007	851	698	153	199
	4. Ocenitelná práva	008			0	0
	5. Goodwill	009			0	0
	6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	010			0	0
	7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	011			0	0
	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	012			0	0
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 14 až 22)	013	65437	21647	43790	42489
B. II. 1.	Pozemky	014	356		356	356
	2. Stavby	015			0	
	3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	016	15165	11578	3587	3664
	4. Pěstitelské celky trvalých porostů	017			0	0
	5. Základní stádo a tažná zvířata	018			0	0
	6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019	40412	10069	30343	31215
	7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	020			0	581
	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	021	9504		9504	6673
	9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	022			0	0
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř. 24 až 30)	023	50	0	50	50
B. III. 1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	024			0	0
	2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	025			0	0
	3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	026	50	0	50	50
	4. Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv	027			0	0
	5. Jiný dlouhodobý finanční majetek	028			0	0
	6. Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	029			0	0
	7. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	030			0	0

Označení a	AKTIVA b	Číslo řádku c	Běžné účetní období			Minulé úč. období
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 4
C.	Oběžná aktiva (ř. 32 + 39 + 48 + 58)	031	12988	2702	10286	17570
C. I.	Zásoby (ř. 33 až 38)	032	885	0	885	1030
C. I. 1.	Materiál	033	173		173	7
	2. Nedokončená výroba a polotovary	034			0	0
	3. Výrobky	035			0	0
	4. Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	036			0	0
	5. Zboží	037	712		712	1023
	6. Poskytnuté zálohy na zásoby	038			0	0
C. II.	Dlouhodobé pohledávky (ř. 40 až 47)	039	-4917	0	-4917	-4917
C. II. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	040			0	0
	2. Pohledávky - ovládající a řídící osoba	041			0	0
	3. Pohledávky - podstatný vliv	042			0	0
	4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	043			0	0
	5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044			0	0
	6. Dohadné účty aktivní	045			0	0
	7. Jiné pohledávky	046			0	0
	8. Odložená daňová pohledávka	047	-4917		-4917	-4917
C. III.	Krátkodobé pohledávky (ř. 49 až 57)	048	13572	2702	10870	20081
C. III. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	049	4945		4945	14728
	2. Pohledávky - ovládající a řídící osoba	050			0	0
	3. Pohledávky - podstatný vliv	051			0	0
	4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	052			0	0
	5. Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	053			0	0
	6. Stát - daňové pohledávky	054			0	0
	7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	292		292	181
	8. Dohadné účty aktivní	056	6564		6564	6920
	9. Jiné pohledávky	057	1771	2702	-931	-1748
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek (ř. 59 až 62)	058	3448	0	3448	1376
C. IV. 1.	Peníze	059	315		315	482
	2. Účty v bankách	060	3133		3133	894
	3. Krátkodobé cenné papíry a podíly	061			0	0
	4. Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	062			0	0
D. I.	Časové rozlišení (ř. 64 až 66)	063	109552	0	109552	119649
D. I. 1.	Náklady příštích období	064	109552		109552	119649
	2. Komplexní náklady příštích období	065			0	0
	3. Příjmy příštích období	066			0	0

Označení a	PASIVA b	Číslo řádku c	Běžné účetní období 5	Minulé účetní období 6
	PASIVA CELKEM (ř. 68 + 85 + 118)	067	163831	179957
A.	Vlastní kapitál (ř. 69 + 73 + 78 + 81 + 84)	068	42102	43874
A. I.	Základní kapitál (ř. 70 až 72)	069	15175	15175
A. I. 1.	Základní kapitál	070	15175	151748
	2. Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	071	0	0
	3. Změny základního kapitálu	072	0	-136573
A. II.	Kapitálové fondy (ř. 74 až 77)	073	50	50
A. II. 1.	Emisní ážio	074	0	0
	2. Ostatní kapitálové fondy	075	50	50
	3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	076	0	0
	4. Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	077	0	0
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku (ř. 79 + 80)	078	22299	21485
A. III. 1.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	079	22299	21485
	2. Statutární a ostatní fondy	080	0	0
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let (ř. 82 + 83)	081	6351	7164
A. IV. 1.	Nerozdělený zisk minulých let	082	15462	16275
	2. Neuhrazená ztráta minulých let (-)	083	-9111	-9111
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-) ř. 01 - (+ 69 + 73 + 78 + 81 + 85 + 118)	084	-1773	0
B.	Cizí zdroje (ř. 86 + 91 + 102 + 114)	085	121686	136083
B. I.	Rezervy (ř. 87 až 90)	086	0	0
B. I. 1.	Rezervy podle zvláštních předpisů	087	0	0
	2. Rezerva na důchody a podobné závazky	088	0	0
	3. Rezerva na daň z příjmů	089	0	0
	4. Ostatní rezervy	090	0	0
B. II.	Dlouhodobé závazky (ř. 92 až 101)	091	959	1047
B. II. 1.	Závazky z obchodních vztahů	092	0	0
	2. Závazky - ovládající a řídicí osoba	093	0	0
	3. Závazky - podstatný vliv	094	0	0
	4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	095	0	0
	5. Dlouhodobé přijaté zálohy	096	959	1047
	6. Vydané dluhopisy	097	0	0
	7. Dlouhodobé směnky k úhradě	098	0	0
	8. Dohadné účty pasivní	099	0	0
	9. Jiné závazky	100	0	0
10.	Odložený daňový závazek	101	0	0

Označení	PASIVA	Číslo řádku	Běžné účetní období	Minulém účetní období
a	b	c	5	6
B. III.	Krátkodobé závazky (ř. 103 až 113)	102	118547	135036
B. III. 1.	Závazky z obchodních vztahů	103	2134	3465
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	104	954	7245
3.	Závazky - podstatný vliv	105	0	0
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	106	0	0
5.	Závazky k zaměstnancům	107	81	216
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	108	690	827
7.	Stát - daňové závazky a dotace	109	644	412
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	110	2474	2468
9.	Vydané dluhopisy	111	0	0
10.	Dohadné účty pasivní	112	722	344
11.	Jiné závazky	113	110848	120059
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř. 115 až 117)	114	2180	0
B. IV. 1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	115	0	0
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	116	2180	0
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	117	0	0
C. IV.	Časové rozlišení (ř. 119 + 120)	118	43	0
C. IV. 1.	Výdaje příštích období	119	0	0
2.	Výnosy příštích období	120	43	0

Sestaveno dne: 24.3.2012.....

Právní forma účetní jednotky: a.s.

Předmět podnikání účetní jednotky: ubytovací a stravovací služby.....

Podpisový záznam:

Kohnhäuserová, Dorničáková

Příloha č. 3

**Historické a plánované účetní výkazy
za období od roku 2006 do 31. prosince 2018**

Výkazy zisku a ztráty - v tis. Kč	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p
I. Tržby za prodej zboží	27 029	22 072	23 981	26 828	27 049	25 532	24 147	24 547	25 102	25 756	26 467	27 590	28 761
A. Náklady vynaložené na prodané zboží	9 800	9 457	8 463	9 141	9 933	3 178	2 415	2 455	2 510	2 576	2 647	2 759	2 876
II. Výnosy z obchodní marže	18 129	12 615	15 518	17 687	17 116	22 354	21 732	22 092	22 592	23 180	23 820	24 831	25 885
III. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	63 790	48 163	47 841	47 841	52 190	47 748	45 158	45 906	46 944	48 168	49 497	51 597	53 787
III.1. Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
III.2. Aktivace	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
III.3. Aktivace	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV. Výnosy z prodeje	39 123	38 117	37 055	37 783	30 775	37 121	31 011	32 134	32 851	33 717	34 648	36 118	37 651
B.1. Spotřeba materiálu a energie	9 943	8 501	9 631	12 413	10 474	16 088	13 548	13 772	14 083	14 450	14 848	15 479	16 136
B.2. Služby	29 180	29 616	27 424	25 370	20 301	21 053	18 063	18 362	18 778	19 267	19 799	20 639	21 515
C. Ostatní náklady	43 097	23 681	21 837	27 745	38 531	32 981	35 260	35 864	36 875	37 830	38 669	40 310	42 021
C.1. Mzdové náklady	32 576	29 522	30 993	31 725	31 492	27 975	28 112	28 407	29 367	31 259	32 829	34 223	36 075
C.2. Ostatní členům orgánů společnosti a družstva	22 110	19 897	21 696	23 498	23 085	20 572	20 637	20 652	21 710	22 863	24 125	25 149	26 217
C.3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	7 874	2 184	1 099	324	324	324	298	303	310	318	327	341	355
C.4. Ostatní sociální náklady	411	7 073	7 805	7 571	7 805	7 074	7 017	7 090	7 381	7 607	8 203	8 551	8 914
D. Daně a poplatky	52	228	217	231	441	75	159	162	166	170	175	182	190
II. Výnosy z obchodní marže	6 725	-11 772	14 011	12 022	12 413	429	395	402	411	421	433	451	471
E. Odpisy dlouhodobého majetku	3 025	2 980	2 890	2 990	2 953	1 911	2 073	2 109	2 130	2 156	2 185	2 223	2 270
III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	178	89	78	222	15 896	265	0	0	0	0	0	0	0
III.1. Tržby z prodeje materiálu	178	89	78	222	15 896	265	0	0	0	0	0	0	0
III.2. Tržby z prodeje materiálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
F. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
F.2. Zůstatková cena prodaného materiálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV. Zúčtování rezerv a časového rozlišení provozních nákladů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
G. Zúčtování opravných položek do provozních výnosů	3 486	100	0	2 831	0	35	0	0	0	0	0	0	0
H. Zúčtování opravných položek do provozních výnosů	2 282	83	733	522	5 801	102	2 426	2 466	2 522	2 587	2 659	2 772	2 889
I. Převod provozních nákladů	9 650	4 975	5 449	11 387	2	4 652	2 426	2 466	2 522	2 587	2 659	2 772	2 889
II. Převod provozních nákladů	3 760	-14 752	-16 901	-15 012	9 422	1 651	4 701	4 947	4 568	3 785	3 222	3 413	3 605
III. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
V. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VIII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IX. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
X. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XIII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XIV. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XV. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XVI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XVII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XVIII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XIX. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XX. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXIII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXIV. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXV. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXVI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXVII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXVIII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXIX. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXX. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXXI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXXII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXXIII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXXIV. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXXV. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXXVI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXXVII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXXVIII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XXXIX. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XL. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XLI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XLII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XLIII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XLIV. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XLV. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XLVI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XLVII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XLVIII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XLIX. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
L. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LIII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LIV. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LV. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LVI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LVII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LVIII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LIX. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LX. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXIII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXIV. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXV. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXVI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXVII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXVIII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXIX. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXX. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXXI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXXII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXXIII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXXIV. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXXV. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXXVI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXXVII. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LXXVIII. Tržby z prodeje cenných papír													

Rozvahy - aktiva v tís. Kč												
	2006	2007	2008	2008	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2016p	2017p	2018p
AKTIVA CELKEM												
A. Pohledávky za upsaný základní kapitál	112 670	84 805	69 980	65 768	179 987	163 831	61 476	68 394	74 927	80 027	83 412	89 750
B. Dlouhodobý majetek	95 573	53 075	54 152	51 443	42 738	43 993	44 917	45 207	45 606	46 071	46 570	48 142
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	199	153	157	158	160	162	165	172
B.I.1. Zřizovací výdaje							0	0	0	0	0	0
2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje												
3. Software												
4. Ocenitelná práva					199	153						
5. Goodwill							0	0	0	0	0	0
6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek								157	160	162	165	172
7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek												
8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek												
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	95 553	53 055	54 132	51 393	42 489	43 790	44 710	44 999	45 396	45 858	46 356	47 921
B.II.1. Pozemky	93	356	356	356	356	356	356	356	356	356	356	356
2. Stavby	12 549	11 673	9 844	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	5 124	4 082	4 698	5 685	3 664	3 587						
4. Pěstební stádo a tažná zvířata												
5. Zakladní stádo a tažná zvířata												
6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	28 946	28 187	27 923	31 667	31 215	30 343	34 650	35 139	35 536	35 998	36 496	38 061
7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	12	25	0	581	0	0	0	0	0	0	0
8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	48 841	8 770	10 457	3 841	6 673	9 504	9 504	9 504	9 504	9 504	9 504	9 504
9. Ocenovací rozdíly k nabytému majetku							0	0	0	0	0	0
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	20	20	20	50	50	50	50	50	50	50	50	50
B.III.1. Podíly v ovládaných a řízených osobách							0	0	0	0	0	0
2. Podíly v osobách pod podstatným vlivem							0	0	0	0	0	0
3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	20	20	20	50	50	50	50	50	50	50	50	50
4. Půjčky a úvěry ovládaným a příručeným osobám							0	0	0	0	0	0
5. Jiný dlouhodobý finanční majetek							0	0	0	0	0	0
C. Oběžná aktiva	10 352	27 401	12 167	11 579	17 570	10 208	15 377	22 005	28 139	32 774	35 660	40 323
C.I. Zásoby	821	830	979	984	1 030	895	488	488	505	518	532	579
C.I.1. Materiál	149	151	105	13	7	173	148	148	151	155	160	174
2. Nedokončená výroba a polotovary							0	0	0	0	0	0
3. Výrobky							0	0	0	0	0	0
4. Zvřetá							0	0	0	0	0	0
5. Zboží	672	679	874	971	1 023	712	340	346	354	363	373	389
C.II. Poskytnuté zálohy na zásoby												
C.II.1. Dlouhodobé pohledávky	674	0	0	0	-4 917	-4 917	-3 688	-2 459	-1 229	0	0	0
C.II.1.1. Pohledávky z obchodních vztahů							0	0	0	0	0	0
2. Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami							0	0	0	0	0	0
3. Pohledávky za osobami pod podstatným vlivem							0	0	0	0	0	0
4. Pohledávky za společníky, členy družstva a účastníky sdružení							0	0	0	0	0	0
5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy							0	0	0	0	0	0
6. Dohadné účty aktivní							0	0	0	0	0	0
7. Jiné pohledávky							0	0	0	0	0	0
8. Odložená daňová pohledávka	674	0	0	0	-4 917	-4 917	-3 688	-2 459	-1 229	0	0	0
C.III. Krátkodobé pohledávky	8 025	8 298	8 168	10 135	20 081	10 870	10 203	10 372	10 607	10 883	11 184	12 153
C.III.1. Pohledávky z obchodních vztahů	3 180	3 503	4 432	6 669	14 729	4 945	10 203	10 372	10 607	10 883	11 184	12 153
2. Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami							0	0	0	0	0	0
3. Pohledávky za osobami pod podstatným vlivem							0	0	0	0	0	0
4. Pohledávky za společníky, členy družstva a účastníky sdružení							0	0	0	0	0	0
5. Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění							0	0	0	0	0	0
6. Stat - daňová pohledávky	0	552	0	0	0	0						
7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	2 468	1 999	1 403	221	161	292						
8. Dohadné účty aktivní	29	0	0	1 013	6 920	6 584						
9. Jiné pohledávky	2 348	2 044	2 333	2 212	-1 748	-931						
C.IV. Finanční majetek	832	18 273	3 020	560	1 376	3 448	8 376	13 597	18 256	21 373	23 944	25 792
C.IV.1. Peníze	31	15	137	191	462	315						
2. Účty v bankách, z toho	801	18 258	2 883	369	894	3 133	8 376	13 597	18 256	21 373	23 944	25 792
3. Krátkodobý finanční majetek												
z toho: indik. provozné nepořizobý finanční majetek		16 668	1 563			1 603	6 643	11 836	16 455	19 525	22 045	23 723
D. Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	6 745	4 328	3 661	2 646	119 649	109 582	1 182	1 182	1 182	1 182	1 182	1 284
D.I. Casové rozlišení	6 745	4 329	3 661	2 646	119 649	109 582	1 182	1 182	1 182	1 182	1 182	1 284
D.I.1. Nakladý příchod období	5 930	4 329	3 661	2 646	119 649	109 582	1 182	1 182	1 182	1 182	1 182	1 284
2. Příjmy přířech období	815	0	0	0	0	0						

Rozvahy - pasiva v tis. Kč													
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p
PASIVA CELKEM	112 670	84 805	89 980	85 768	179 987	163 831	61 476	68 394	74 927	80 027	83 412	86 496	89 760
A. Vlastní kapitál	89 799	72 157	51 781	38 577	43 874	42 102	47 701	53 511	58 879	62 179	64 944	67 245	69 682
A.I. Základní kapitál	151 748	151 748	151 748	151 748	151 748	15 175	15 175	15 175	15 175	15 175	15 175	15 175	15 175
A.I.1. Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	151 748	151 748	151 748	151 748	151 748	15 175	15 175	15 175	15 175	15 175	15 175	15 175	15 175
3. Změny základního kapitálu													
A.II. Kapitálové fondy	0	0	0	0	-136 573		0	0	0	0	0	0	0
A.II.1. Emisní ážio					50	50	50	50	50	50	50	50	50
2. Ostatní kapitálové fondy					0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Ocenovací rozdíly z přecenění majetku a závazků					50	50	50	50	50	50	50	50	50
4. Ocenovací rozdíly z přecenění při přeměnách					0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.III. Fondy z výsledku hospodaření	1 555	1 597	1 597	1 597	21 485	22 299	22 299	22 299	22 299	22 299	22 299	22 299	22 299
A.III.1. Zákonný nebo nedělitelný rezervní fond	1 555	1 597	1 597	1 597	21 485	22 299	22 299	22 299	22 299	22 299	22 299	22 299	22 299
2. Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	-64 350	-63 547	-81 188	-101 564	-9 111	6 351	4 578	10 177	15 987	21 355	25 254	27 417	29 715
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let	-64 350	-63 547	-81 188	-101 564	-9 111	6 351	4 578	10 177	15 987	21 355	25 254	27 417	29 715
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období	846	-17 641	-20 378	-13 264	-9 111	-9 111	4 578	10 177	15 987	21 355	25 254	27 417	29 715
B. Cizí zdroje	22 871	12 648	18 199	27 190	136 083	121 686	13 775	14 884	16 048	17 247	18 467	19 251	20 068
B.I. Rezervy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B.I.1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů													
2. Rezervy na důchody a podobné závazky													
3. Rezervy na daň z příjmů													
4. Ostatní rezervy													
B.II. Dlouhodobé závazky	4 819	4 725	4 632	1 136	1 047	959	959	959	959	959	959	1 000	1 042
B.II.1. Závazky z obchodních vztahů													
2. Závazky k ovládaným a řízeným osobám													
3. Závazky k osobám pod podstatným vlivem													
4. Závazky ke společníkům, členům družstva a účastníkům sdružení													
5. Dlouhodobé přijaté zálohy	1 417	1 323	1 230	1 136	1 047	959	959	959	959	959	959	1 000	1 042
6. Vydané dluhopisy													
7. Dlouhodobé směnky k úhradě													
8. Dohadné účty pasivní													
9. Jiné závazky	3 402	3 402	3 402	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
10. Odložené daňové závazky													
B.III. Krátkodobé závazky	10 673	7 923	7 283	18 903	135 036	118 547	8 663	8 807	9 006	9 240	9 495	9 898	10 319
B.III.1. Závazky z obchodních vztahů	4 790	3 549	3 844	4 979	3 465	2 134	8 663	8 807	9 006	9 240	9 495	9 898	10 319
2. Závazky k ovládaným a řízeným osobám													
3. Závazky ke společníkům, členům družstva a účastníkům sdružení													
4. Závazky k osobám pod podstatným vlivem													
5. Závazky k zaměstnancům	221	248	330	246	216	81							
6. Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	937	858	907	826	827	650							
7. Stát - daňové závazky a dotace	898	0	-400	235	412	644							
8. Krátkodobé přijaté zálohy	125	415	439	3 097	2 468	2 474							
9. Vydané dluhopisy													
10. Dohadné účty pasivní	472	447	550	368	344	722							
11. Jiné závazky	3 230	2 406	1 613	2 496	120 059	110 848							
B.IV. Úvěry a finanční výpomoci	7 379	0	6 284	7 151	0	2 180	4 153	5 118	6 083	7 048	8 013	8 353	8 708
B.IV.1. Dlouhodobé úvěry	0	0	0	0	0	0							
2. Krátkodobé úvěry	7 379	0	6 284	7 151	0	2 180	4 153	5 118	6 083	7 048	8 013	8 353	8 708
4. Krátkodobé finanční výpomoci z toho Indik. provozně nepotřebný cizí kapitál													
C. Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	0	0	0	0	0	43	0	0	0	0	0	0	0
C.I. Časová rozlišení	0	0	0	0	0	43	0	0	0	0	0	0	0
C.I.1. Výdaje příštích období	0	0	0	0	0	43	0	0	0	0	0	0	0
2. Výnosy příštích období						43							

Příloha č. 4

**Finanční analýza historie a použitého plánu
za období od roku 2006 do 31. prosince 2018**

Finanční analýza - výkazy zisku a ztráty

	2008	2007	2008	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p
I. Tržby za prodej zboží (meziroční růst)	-4,83%	-20,07%	7,23%	13,33%	0,82%	-4,61%	-5,42%	1,65%	2,48%	2,60%	2,76%	4,24%	4,24%
A. Náklady vynaložené na prodané zboží (na tržbách za prodej zboží)	34,01%	33,78%	35,71%	34,07%	36,72%	12,45%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
* Ochranné známky (na tržbách za prodej zboží)	65,89%	68,22%	64,26%	65,91%	63,16%	67,65%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%
II. Výnosy z výkonů (meziroční růst)	-8,10%	-37,60%	-4,43%	8,64%	8,69%	-8,81%	-4,43%	1,86%	2,48%	2,60%	2,76%	4,24%	4,24%
II.1. Tržby za vlastní výrobu a služby (meziroční růst)	-5,10%	-27,60%	-4,43%	8,64%	8,69%	-8,81%	-4,43%	1,86%	2,48%	2,60%	2,76%	4,24%	4,24%
II.2. Změna stavu vlastních zásob (na tržbách za výrobky a služby)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
II.3. Aktivace vlastních nákladů (na tržbách za výrobky a služby)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B. Výnosová spotřeba (na výnosech z výkonů)	61,33%	82,53%	84,84%	78,68%	58,37%	77,74%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%
B.1. Spotřeba materiálu a energie (na výnosech z výkonů)	15,69%	18,41%	22,05%	25,85%	20,07%	33,65%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
B.2. Služby (na výnosech z výkonů)	45,74%	64,13%	62,79%	52,83%	38,30%	44,09%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%
* Přidaná hodnota (odhad VŠE na výnosech za zboží a služby)	46,39%	33,28%	32,25%	32,13%	41,83%	45,11%	50,11%	50,91%	50,91%	50,91%	50,91%	50,91%	50,91%
C. Ostatní náklady	34,25%	33,28%	35,71%	34,07%	36,72%	12,45%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
C.1. Mzdové náklady	24,11%	20,15%	20,15%	24,11%	29,73%	28,07%	28,07%	28,07%	31,03%	31,03%	31,03%	31,03%	31,03%
C.2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva	2,38%	3,13%	1,63%	0,43%	0,44%	0,44%	0,43%	0,43%	0,43%	0,43%	0,43%	0,43%	0,43%
C.3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	6,59%	10,39%	11,59%	10,14%	9,85%	9,59%	10,12%	10,06%	10,26%	10,56%	10,56%	10,56%	10,56%
C.4. Ostatní sociální náklady	0,65%	0,36%	0,36%	0,44%	0,35%	0,10%	0,23%	0,23%	0,23%	0,23%	0,23%	0,23%	0,23%
D. Daně a poplatky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
++ Provozní výdělky hospodářství - odpisy (EBITDA)	3,32%	-17,25%	-20,80%	15,10%	15,74%	0,35%	9,77%	10,02%	9,30%	8,65%	7,12%	0,57%	0,57%
E. Dopisy dlouhodobého majetku	3,32%	4,37%	4,28%	4,00%	3,35%	2,61%	2,99%	2,99%	2,99%	2,99%	2,99%	2,99%	2,99%
III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III.2. Tržby z prodeje materiálu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III.3. Tržby z prodeje materiálu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
F. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
F.2. Zůstatková cena prodaného materiálu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
G. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
G.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
G.2. Zůstatková cena prodaného materiálu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
H. Tvorba rezerv a časového rozlišení provozních nákladů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
H.1. Tvorba rezerv a časového rozlišení provozních nákladů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
H.2. Tvorba rezerv a časového rozlišení provozních nákladů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
I. Ostatní provozní výnosy	3,81%	0,15%	0,00%	3,78%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
II. Ostatní provozní výnosy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III. Převod provozních výnosů	10,52%	7,26%	8,04%	15,25%	7,45%	0,14%	3,60%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
J. Převod provozních výnosů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
K. Převod výsledků hospodářství (Provozní EBIT)	4,89%	-21,61%	-25,09%	20,10%	12,40%	2,28%	6,78%	7,07%	8,34%	5,13%	4,24%	4,31%	4,31%
L. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
M. Prodaté cenné papíry z podílů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
N. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
O. Výnosy z podílů v ovládaných a přidružených osobách	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
P. Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Q. Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
R. Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
S. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
T. Tvorba rezerv na finanční náklady	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
U. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
V. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
W. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
X. Vynosové úroky	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Y. Ostatní finanční výnosy	0,35%	1,29%	0,54%	0,55%	0,48%	0,15%	0,24%	0,28%	0,38%	0,44%	0,48%	0,49%	0,49%
Z. Převod finančních výnosů	2,16%	2,80%	2,80%	5,22%	2,22%	2,23%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%
AA. Převod finančních výnosů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
AB. Převod finančních výnosů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
AC. Finanční výsledky hospodářství	-2,17%	-3,35%	-5,16%	-9,90%	-9,16%	-9,44%	-9,44%	-9,52%	-9,52%	-9,52%	-9,52%	-9,52%	-9,52%
AD. Daně z příjmů za běžnou činnost	1,00%	0,99%	0,00%	0,00%	-7,65%	0,00%	-1,77%	-1,74%	-1,74%	-1,74%	-1,74%	-1,74%	-1,74%
AE. - smládaná	0,82%	0,99%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
AF. Výsledky hospodářství za běžnou činnost	0,18%	0,99%	0,00%	0,00%	-7,65%	0,00%	-1,77%	-1,74%	-1,74%	-1,74%	-1,74%	-1,74%	-1,74%
AG. Mimořádné výnosy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
AH. Mimořádné náklady	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
AI. Daně z příjmů z mimořádné činnosti	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
AJ. - smládaná	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
AK. Mimořádný výsledek hospodářství	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
AL. Převod podílu na hospodářském výsledku společnosti	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
AM. Výsledek hospodářství za běžnou činnost	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
AN. Výsledek hospodářství před zdaněním	1,92%	-21,66%	-30,25%	-17,75%	12,49%	2,42%	6,31%	6,50%	5,75%	4,48%	3,62%	3,59%	3,64%

Finanční analýza - základní poměrové ukazatele

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2016p	2017p	2018p
1. RENTABILITA (účetní)												
1.1 ROIC (EBIT/(VK+CK))	2.1%	-21.3%	-32.6%	-24.5%	20.7%	-3.6%	8.7%	8.2%	6.8%	5.2%	4.2%	4.3%
1.2 ROA (EBIT/(VK+CK))	1.9%	-19.0%	-28.6%	-19.5%	5.9%	-1.0%	7.4%	7.0%	5.9%	4.5%	3.6%	3.8%
1.3 ROE (EAT/VK)	0.9%	-24.4%	-39.4%	-34.4%	37.1%	-4.2%	11.7%	10.9%	9.1%	6.2%	3.4%	3.5%
1.4 ROS (ziskové marže = EAT/tržby)	0.9%	-25.8%	-30.3%	-17.8%	20.5%	-2.4%	8.1%	8.2%	7.5%	5.3%	2.9%	2.8%
1.5 ROR (ziskové rozpätí = EBIT/výnosy)	2.1%	-23.1%	-28.5%	-15.2%	10.3%	-2.2%	6.2%	6.4%	5.6%	4.7%	3.8%	3.9%
2. LIKVIDITA (účetní)												
2.1 Běžná (celková) likvidita L3	0.91	3.46	1.67	0.95	0.18	0.13	2.20	2.78	3.26	3.55	3.76	3.83
2.2 Pohotovost (rychlá) likvidita L2	0.83	3.35	1.54	0.87	0.17	0.12	2.14	2.72	3.20	3.49	3.70	3.77
2.3 Okamžitá (peněžní) likvidita L1	0.08	0.21	0.41	0.05	0.01	0.03	0.97	1.54	2.03	2.31	2.52	2.60
2.4 Okamžitá (peněžní) likvidita L1 provozně numá	0.08	0.20	0.20	0.05	0.01	0.02	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
2.5 WC/S (pracovní kapitál/tržby)	0.08	0.10	0.10	0.03	0.18	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
3. AKTIVITA (ke konci roku)												
3.1 Obrát aktiv 1 (versus výnosy)	0.8	0.8	1.0	1.1	0.4	0.4	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
3.2 Obrát aktiv 2 (versus výnosy)	0.9	0.8	1.0	1.3	0.6	0.5	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
3.3 Obrát zásob (versus tržby)	111.7	82.2	68.8	75.9	76.9	82.8	142.7	142.7	142.7	142.7	142.7	142.7
3.4 Obrát materiálu (v. náklady na spotřebu materiálu a energie)	66.7	56.3	91.7	95.4	1.496.3	92.9	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0
3.7 Obrát zboží (v. náklady na prodeje zboží)	14.1	11.0	9.7	9.4	9.7	4.5	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
3.8 Doba inkasa krátkodobých pohledávek 1 (v. tržby)	31.5	43.8	43.7	48.9	91.2	53.4	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0
3.9 Doba inkasa krátkodobých pohledávek 2 (v. výnosy)	29.5	42.9	41.8	43.1	70.0	52.1	50.4	50.4	50.4	50.4	50.4	50.4
3.10 Doba úhrady krátkodobých závazků 1 (v. náklady bez odpisů)	42.3	35.5	31.9	48.8	46.7	45.3	48.0	48.1	47.8	47.1	46.7	46.7
3.11 Doba úhrady krátkodobých závazků 2 (v. náklady)	39.6	32.7	28.8	45.1	39.0	43.2	46.3	46.4	46.0	44.0	44.0	44.0
3.12 Doba úhrady krátkodobých závazků 3 (v. tržby)	41.9	41.8	38.9	59.0	42.8	45.3	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
4. STRUKTURA KAPITÁLU (účetní)												
4.1 Celková zadluženost (Cizí zdroje/Pasiva)	20.3%	14.9%	26.0%	41.3%	75.6%	74.3%	22.4%	21.8%	21.4%	21.6%	22.3%	22.4%
4.2 Zadluženost vlastního kapitálu (Cizí zdroje/VK)	25.5%	17.5%	35.1%	70.5%	310.2%	289.1%	28.9%	27.8%	27.3%	27.5%	28.4%	28.8%
4.3 Úrokové zatížení (nákladové úroky/(EAT+nákladové úroky))	27.8%	-5.3%	-1.8%	-3.2%	2.3%	-6.6%	2.9%	3.3%	4.6%	7.6%	14.3%	14.1%
4.4 Úrokové krytí 1 (EBIT/nákladové úroky)	na	-18.22	-55.29	-31.41	27.67	-15.27	27.31	23.98	17.07	11.25	8.24	8.38
4.5 Úrokové krytí 2 (EBITDA/nákladové úroky)	na	-19.22	-56.29	-32.41	26.67	-16.27	26.31	22.98	16.07	10.25	7.24	7.50

Příloha č. 5

Odhad výdajů na investice

Výdaje na investice do dlouhodobého majetku	2007	2008	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p
Nehmotný dlouhodobý majetek - netto	0	0	0	199	153	157	158	160	162	165	168	172
Dlouhodobý majetek - netto (bez OR k NM)	53 055	54 132	51 393	42 489	43 790	44 710	44 999	45 396	45 858	46 358	47 130	47 921
Opisov (bez OR k NM)	53 055	54 132	51 393	42 688	43 943	44 867	45 157	45 556	46 021	46 520	47 298	48 092
Odprodeje (zůstatková cena)	2 980	2 890	2 990	2 653	1 911	2 073	2 109	2 130	2 156	2 185	2 223	2 270
Vyřazení (zůstatková cena)	0	0	0	13 205	0	0	0	0	0	0	0	0
Investice do dlouhodobého majetku (brutto)	-39 518	3 957	251	7 153	3 167	2 997	2 399	2 529	2 620	2 694	3 001	3 065

Výdaje na investice do pracovního kapitálu	2007	2008	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p
Zásoby	830	979	984	1 030	885	486	494	505	518	532	555	579
Krátkodobé provozné nutné pohledávky	8 298	8 168	10 135	20 081	10 870	10 203	10 372	10 607	10 883	11 184	11 658	12 153
Krátkodobé provozné nutné finanční majetek	1 585	1 457	560	1 376	1 845	1 733	1 761	1 801	1 848	1 899	1 980	2 064
Ostatní aktiva	4 329	3 661	2 646	119 649	109 552	1 182	1 182	1 182	1 182	1 182	1 232	1 284
Dlouhodobé závazky (pracovní)	4 725	4 632	1 136	1 047	959	959	959	959	959	959	1 000	1 042
Krátkodobé provozné nutné závazky	7 923	7 283	12 247	127 791	117 593	8 663	8 807	9 006	9 240	9 495	9 898	10 319
Ostatní pasiva	0	0	1	0	43	0	0	0	0	0	0	0
Provozní nutné pracovní kapitál	2 394	2 350	941	13 298	4 557	3 982	4 044	4 130	4 232	4 343	4 527	4 719
Investice do pracovního kapitálu (netto)	-3 356	-44	-1 409	12 357	-8 741	-575	62	86	102	111	184	192

Příloha č. 6

Odhad výše diskontních měr

Prémie za riziko kapitálového trhu v USA										
Základní (dle nejvyššího ratingu agentury Moody's Aaa) Nezadlužený beta koeficient odvětví v USA Očekávaná průměrná tržní zadluženost společnosti ke konci období Očekávaná průměrná sazba daně z příjmů právnických osob Zadlužený beta koeficient dle zadluženosti společnosti	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2019p a dále
	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71
	13,81%	14,29%	18,44%	22,62%	25,89%	28,50%	28,47%	28,50%	28,50%	28,50%
	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Celková	1,29	0,80	0,81	0,84	0,88	0,91	0,94	0,94	0,94	0,94
	7,74%	4,83%	4,85%	5,06%	5,29%	5,48%	5,66%	5,65%	5,65%	5,66%

Celková premie za riziko vlastního kapitálu										
Premie za riziko kapitálového trhu v USA Dodatečná premie za riziko kapitálového trhu země (dle ratingu ČR) Premie za riziko inflace v zemi (inflační diferenciál ČR versus USA) Premie za další specifická systematická rizika celkem	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2019p a dále
	7,74%	4,83%	4,85%	5,06%	5,29%	5,48%	5,66%	5,65%	5,65%	5,66%
	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%
	-1,30%	0,80%	0,10%	0,30%	0,10%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Celková	8,72%	7,91%	7,23%	7,64%	7,87%	7,76%	7,94%	7,93%	7,93%	7,94%

Náklady na vlastní kapitál (n _{vk})										
"Bezriziková" míra výnosnosti (10-leté US T-bonds) Celková premie za riziko vlastního kapitálu Náklady na VK	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2019p a dále
	1,87%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%	4,90%	4,90%	4,90%	4,90%
	8,72%	7,91%	7,23%	7,64%	7,87%	7,76%	7,94%	7,93%	7,93%	7,94%
	10,6%	10,4%	10,2%	11,1%	11,7%	12,3%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%

Celková premie za riziko cizího kapitálu										
Celková	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2019p a dále
	3,0%	3,0%	2,8%	2,6%	2,4%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Náklady na cizí kapitál (n _{ck})										
"Bezriziková" míra výnosnosti (1M PRIBOR) Celková premie za riziko cizího kapitálu Náklady na CK	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2019p a dále
	1,0%	1,1%	1,5%	2,0%	2,5%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
	3,0%	3,0%	2,8%	2,6%	2,4%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
	3,9%	4,0%	4,3%	4,6%	4,9%	4,9%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%

Celkové náklady na kapitál (WACC)										
Očekávaná sazba daně z příjmů PO (d) Náklady vlastního kapitálu (n _{vk}) Náklady cizího kapitálu (n _{ck}) Celková současná hodnota za I. fázi Celková současná hodnota za II. fázi Cizí kapitál pro provoz ke konci období (CK) Vlastní kapitál pro provoz ke konci období (VK) Tržní zadluženost ke konci období (CK/KK) Celkové náklady na kapitál (diskontní míry)	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2019p a dále
	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
	10,6%	10,4%	10,2%	11,1%	11,7%	12,3%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
	8,6%	8,4%	8,3%	9,0%	11,7%	12,3%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
	3,9%	4,0%	4,3%	4,6%	4,9%	4,9%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Celková současná hodnota za I. fázi Celková současná hodnota za II. fázi Cizí kapitál pro provoz ke konci období (CK) Vlastní kapitál pro provoz ke konci období (VK) Tržní zadluženost ke konci období (CK/KK) Celkové náklady na kapitál (diskontní míry)	13 476	11 198	8 519	6 124	4 371	2 959	1 611	0	0	0
	16 598	17 876	19 235	20 774	22 851	25 159	27 725	30 553	30 553	30 553
	30 074	29 064	27 753	26 698	27 223	28 118	29 336	30 553	30 553	30 553
	4 153	4 153	5 118	6 083	7 048	8 013	8 353	8 708	8 708	8 708
	25 921	24 911	22 635	20 815	20 175	20 105	20 983	21 846	21 846	21 846
na	13,8%	14,3%	18,4%	22,6%	25,9%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%
	na	7,7%	7,6%	8,0%	10,0%	10,1%	10,2%	10,2%	10,2%	10,3%

Tabulka prémie za tržní riziko zemí

Country	Local Currency Rating	Adj. Default Spread	Total Risk Premium	Country Risk Premium
Albania	B1	400	12.00%	6.00%
Angola	Ba3	325	10.88%	4.88%
Argentina	B3	600	15.00%	9.00%
Armenia	Ba2	275	10.13%	4.13%
Australia	Aaa	0	6.00%	0.00%
Austria [1]	Aaa	0	6.00%	0.00%
Azerbaijan	Ba1	240	9.60%	3.60%
Bahamas	A3	115	7.73%	1.73%
Bahrain	Baa1	150	8.25%	2.25%
Bangladesh	Ba3	325	10.88%	4.88%
Barbados	Baa3	200	9.00%	3.00%
Belarus	B3	600	15.00%	9.00%
Belgium [1]	Aa3	70	7.05%	1.05%
Belize	B3	600	15.00%	9.00%
Bermuda	Aa2	50	6.75%	0.75%
Bolivia	B1	400	12.00%	6.00%
Bosnia and Herzegovina	B2	500	13.50%	7.50%
Botswana	A2	100	7.50%	1.50%
Brazil	Baa2	175	8.63%	2.63%
Bulgaria	Baa2	175	8.63%	2.63%
Cambodia	B2	500	13.50%	7.50%
Canada	Aaa	0	6.00%	0.00%
Cayman Islands	Aa3	70	7.05%	1.05%
Chile	Aa3	70	7.05%	1.05%
China	Aa3	70	7.05%	1.05%
Colombia	Baa3	200	9.00%	3.00%
Costa Rica	Baa3	200	9.00%	3.00%
Croatia	Baa3	200	9.00%	3.00%
Cuba	Caa1	700	16.50%	10.50%
Cyprus [1]	Baa3	200	9.00%	3.00%
Czech Republic	A1	85	7.28%	1.28%
Denmark	Aaa	0	6.00%	0.00%
Dominican Republic	B1	400	12.00%	6.00%
Ecuador	Caa2	850	18.75%	12.75%
Egypt	B2	500	13.50%	7.50%
El Salvador	Ba2	275	10.13%	4.13%
Estonia	A1	85	7.28%	1.28%
Fiji Islands	B1	400	12.00%	6.00%
Finland [1]	Aaa	0	6.00%	0.00%
France [1]	Aaa	0	6.00%	0.00%
Georgia	Ba3	325	10.88%	4.88%
Germany [1]	Aaa	0	6.00%	0.00%
Greece [1]	Caa1	700	16.50%	10.50%

Guatemala	Ba1	240	9.60%	3.60%
Honduras	B2	500	13.50%	7.50%
Hong Kong	Aa1	25	6.38%	0.38%
Hungary	Ba1	240	9.60%	3.60%
Iceland	Baa3	200	9.00%	3.00%
India	Baa3	200	9.00%	3.00%
Indonesia	Ba1	240	9.60%	3.60%
Ireland [1]	Ba1	240	9.60%	3.60%
Isle of Man	Aaa	0	6.00%	0.00%
Israel	A1	85	7.28%	1.28%
Italy [1]	A2	100	7.50%	1.50%
Jamaica	B3	600	15.00%	9.00%
Japan	Aa3	70	7.05%	1.05%
Jordan	Ba2	275	10.13%	4.13%
Kazakhstan	Baa2	175	8.63%	2.63%
Korea	A1	85	7.28%	1.28%
Kuwait	Aa2	50	6.75%	0.75%
Latvia	Baa3	200	9.00%	3.00%
Lebanon	B1	400	12.00%	6.00%
Lithuania	Baa1	150	8.25%	2.25%
Luxembourg [1]	Aaa	0	6.00%	0.00%
Macao	Aa3	70	7.05%	1.05%
Malaysia	A3	115	7.73%	1.73%
Malta [1]	A2	100	7.50%	1.50%
Mauritius	Baa2	175	8.63%	2.63%
Mexico	Baa1	150	8.25%	2.25%
Moldova	B3	600	15.00%	9.00%
Mongolia	B1	400	12.00%	6.00%
Montenegro	Ba3	325	10.88%	4.88%
Morocco	Ba1	240	9.60%	3.60%
Namibia	Baa3	200	9.00%	3.00%
Netherlands [1]	Aaa	0	6.00%	0.00%
New Zealand	Aaa	0	6.00%	0.00%
Nicaragua	B3	600	15.00%	9.00%
Norway	Aaa	0	6.00%	0.00%
Oman	A1	85	7.28%	1.28%
Pakistan	B3	600	15.00%	9.00%
Panama	Baa3	200	9.00%	3.00%
Papua New Guinea	B1	400	12.00%	6.00%
Paraguay	B1	400	12.00%	6.00%
Peru	Baa3	200	9.00%	3.00%
Philippines	Ba2	275	10.13%	4.13%
Poland	A2	100	7.50%	1.50%
Portugal [1]	Ba2	275	10.13%	4.13%
Qatar	Aa2	50	6.75%	0.75%
Romania	Baa3	200	9.00%	3.00%
Russia	Baa1	150	8.25%	2.25%
Saudi Arabia	Aa3	70	7.05%	1.05%

Senegal	B1	400	12.00%	6.00%
Singapore	Aaa	0	6.00%	0.00%
Slovakia	A1	85	7.28%	1.28%
Slovenia [1]	A1	85	7.28%	1.28%
South Africa	A3	115	7.73%	1.73%
Spain [1]	A1	85	7.28%	1.28%
Sri Lanka	B1	400	12.00%	6.00%
St. Vincent & the Grenadines	B1	400	12.00%	6.00%
Suriname	Ba3	325	10.88%	4.88%
Sweden	Aaa	0	6.00%	0.00%
Switzerland	Aaa	0	6.00%	0.00%
Taiwan	Aa3	70	7.05%	1.05%
Thailand	Baa1	150	8.25%	2.25%
Trinidad and Tobago	Baa1	150	8.25%	2.25%
Tunisia	Baa3	200	9.00%	3.00%
Turkey	Ba2	275	10.13%	4.13%
Ukraine	B2	500	13.50%	7.50%
United Arab Emirates	Aa2	50	6.75%	0.75%
United Kingdom	Aaa	0	6.00%	0.00%
United States of America	Aaa	0	6.00%	0.00%
Uruguay	Ba1	240	9.60%	3.60%
Venezuela	B1	400	12.00%	6.00%
Vietnam	B1	400	12.00%	6.00%

Last updated: January 2012

Aswath Damodaran

Source: <http://www.damodaran.com>

Příloha č. 7

**Odhad hodnoty (100 % akcií) společnosti
metodou DCF entity**

Upravený výkaz zisku a ztráty		SKUTEČNOST				I. FÁZE				II. FÁZE	
rok		2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p a dále
Upravené provozní výnosy		86 898	74 285	72 925	74 133	78 808	77 783	79 931	83 323	86 859	
z toho:											
tržby za prodej zboží		27 048	25 532	24 147	24 547	25 102	25 756	26 487	27 590	28 761	
výnosy ze výkonů		52 190	47 748	45 156	45 906	46 044	48 186	49 487	51 597	53 787	
aktivace a změna stavu zásob vlastní výroby		0	0	0	0	0	0	0	0	0	
ostatní provozní výnosy		5 901	102	2 428	2 480	2 522	2 587	2 650	2 772	2 889	
výnosové úroky (z provozního nematrimonialního majetku)		1	0	2	2	2	2	2	2	2	
ostatní finanční výnosy		1 757	903	1 192	1 212	1 239	1 271	1 307	1 362	1 420	
Upravené provozní náklady		-76 801	-76 744	-68 288	-69 353	-71 412	-74 184	-76 889	-80 098	-83 450	
z toho:											
prodeje zboží		-9 833	-3 178	-2 415	-2 455	-2 510	-2 576	-2 647	-2 759	-2 878	
výkonové společnosti		-30 775	-37 121	-31 811	-32 134	-32 861	-33 717	-34 648	-36 118	-37 651	
osobní náklady		-31 492	-27 875	-28 112	-28 407	-29 567	-31 259	-32 829	-34 223	-35 675	
odpisy		-2 053	-1 911	-2 073	-2 109	-2 130	-2 156	-2 185	-2 223	-2 270	
ostatní provozní náklady		-443	-5 081	-2 821	-2 857	-2 932	-3 006	-3 092	-3 223	-3 360	
ostatní finanční náklady		-1 505	-1 482	-1 358	-1 381	-1 412	-1 449	-1 489	-1 552	-1 618	
Upravený HV z provozní činnosti před daněmi a úroky		10 097	-2 463	4 536	4 780	4 397	3 619	3 042	3 225	3 409	

Modelové zdanění										
Modelový základ daně z příjmů	10 097	-2 463	4 536	4 780	4 397	3 619	3 042	3 225	3 409	
Daněv základ	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Modelová daň z příjmů	-1 910	0	-882	-906	-835	-688	-578	-613	-646	
Modelový HV z provozní činnosti po zdanění před úroky (MPHV)	8 179	-2 463	3 674	3 871	3 562	2 931	2 464	2 612	2 762	

Volné peněžní toky (free cash-flow)										
Modelový HV z provozní činnosti po zdanění před úroky (MPHV)	8 179	-2 463	3 674	3 871	3 562	2 931	2 464	2 612	2 762	
Odpsy (O)	2 853	1 911	2 073	2 109	2 130	2 156	2 185	2 223	2 270	
Investice do dlouhodobého majetku (I _{DM})	-7 153	-3 187	-2 997	-2 389	-2 529	-2 820	-2 884	-3 001	-3 065	
Investice do pracovního kapitálu (I _{WK})	-12 357	8 741	575	-62	-86	-102	-111	-184	-192	
Volné peněžní toky (FCF entity)	-8 678	5 022	3 325	3 519	3 076	2 365	1 854	1 650	1 775	

I. fáze										
rok	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p a dále
FCF entity	-8 678	5 022	3 325	3 519	3 076	2 365	1 854	1 650	1 775	
WACC (diskontní míra)										
diskontní faktor		1,000	0,929	0,883	0,799	0,728	0,660	0,599	0,543	
současná hodnota v jednotlivých letech		5 022	3 088	3 037	2 458	1 718	1 223	988	964	
Celková současná hodnota za I. fázi										

II. fáze										
Diskontní míra (WACC)										10,3%
Růstový koeficient (g)										4,2%
Celková míra kapitálové (WACC - g)										6,1%
Plánovaná rentita (FCF entity) v roce 2019 (FCF ₁₉)										1 850
Celková budoucí pokračující hodnota k 31. 12. 2018 (TV)									30 553	
Celková současná hodnota za II. fázi										

Celková provozní hodnota podniku (za I. a II. fázi)	30 074
---	--------

Hodnota cizího kapitálu potřebného pro provoz	
Hodnota krátkodobých úvěrů	-2 180
Hodnota dlouhodobých úvěrů	0
Hodnota krátkodobých jiných (úročených) závazků	-1 973
Hodnota dlouhodobých jiných (úročených) závazků	0
Hodnota leasingových závazků	0
Hodnota rezerv charakteru cizího kapitálu	0
Hodnota nematrimonialního cizího kapitálu	0
Celková hodnota cizího kapitálu potřebného pro provoz	-4 153

Provozní hodnota podniku po odečtení cizího kapitálu	25 921
--	--------

k 31.12.2011

Provozní hodnota podniku po odečtení cizího kapitálu	24 911
--	--------

k 31.12.2012

Provozní hodnota podniku po odečtení cizího kapitálu	25 604
--	--------

k 24.4.2012

Hodnota majetku a závazků nepotřebných pro provoz	
Hodnota dlouhodobého nematrimonialního neprovozního majetku	0
Hodnota dlouhodobého finančního neprovozního majetku	0
Hodnota dlouhodobého finančního neprovozního majetku	31
Hodnota neprovozních pohledávek	9 504
Hodnota krátkodobého finančního neprovozního majetku	3 187
Hodnota neprovozních závazků	0
Celková hodnota identifikovaného neprovozního majetku	12 722

Hodnota (100 % akcií) společnosti	38 330
-----------------------------------	--------

Příloha č. 8

**Odhad hodnoty (100 % akcií) společnosti
metodou likvidační hodnoty**

	účetní hodnota 31.12.2008	účetní hodnota 31.12.2009	účetní hodnota 31.12.2010	účetní hodnota 31.12.2011	likvidační hodnota 24.4.2013
1 HODNOTA DLOUHODOBÉHO A MIMOBILANČNÍHO MAJETKU					
a) Stálá aktiva	54 152	51 443	37 821	35 078	26 744
- Software	54 152	51 443	42 738	43 993	26 675
- Ostatní nehmotný majetek	0	0	199	153	36
- Pozemky	0	0	0	0	0
- Stavby	356	356	356	356	356
- Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	10 673	9 844	0	0	0
- Přátelské celky trvalých porostů	4 698	5 685	3 664	3 587	4 834
- Základní sídlo a tažná zvířata	0	0	0	0	0
- Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
- Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	27 923	31 667	31 215	30 343	13 344
- Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	25	0	581	0	0
- Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	10 457	3 841	6 673	9 504	8 078
- Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	0	0
- Podíly v osobách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
- Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
- Ostatní dlouhodobý finanční majetek	20	50	50	50	26
b) Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
- Dlouhodobé pohledávky z obchodního styku včetně poskytnutých záloh	0	0	-4 917	-4 917	0
- Státní – odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0
- Jiné pohledávky	0	0	-4 917	-4 917	0
c) Mimobilanční majetek	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	69
2 HODNOTA PRACOVNÍHO KAPITÁLU					
Krátkodobá pracovní aktiva celkem	8 645	-4 579	7 100	6 185	3 964
a) Zásoby	15 825	14 325	142 138	124 755	122 554
- Materiál	979	984	1 030	885	859
- Nedokončená výroba a polotovary	105	13	7	173	147
- Výrobky	0	0	0	0	0
- Zvířata	0	0	0	0	0
- Zboží	0	0	0	0	0
- Poskytnuté zálohy na zásoby	874	971	1 023	712	712
b) Krátkodobé pohledávky	0	0	0	0	0
- Pohledávky z obchodních vztahů	8 168	10 135	20 081	10 870	9 774
- Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	4 432	6 689	14 728	4 945	4 247
- Pohledávky za osobami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
- Státní – daňové pohledávky	0	0	0	0	0
- Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0
- Dohadné účty aktivní	1 403	221	181	292	283
- Jiné pohledávky	0	1 013	6 920	6 564	3 723
c) Finanční majetek	2 333	2 212	-1 748	-931	1 521
- Peníze	3 020	560	1 376	3 448	3 448
- Účty v bankách	137	191	482	315	315
- Krátkodobý finanční majetek	2 883	369	894	3 133	3 133
d) Časové rozlišení aktivní	0	0	0	0	0
- Náklady příštích období	3 661	2 646	119 649	109 552	108 474
- Příjmy příštích období	3 661	2 646	119 649	109 552	108 474
Krátkodobá pasiva celkem	0	0	0	0	0
a) Krátkodobé závazky	-7 283	-18 904	-135 036	-118 590	-118 590
- Závazky z obchodních vztahů	-7 283	-18 903	-135 036	-118 547	-118 547
- Závazky k ovládaným a řízeným osobám	-3 844	-4 979	-3 465	-2 134	-2 134
- Závazky k osobám pod podstatným vlivem	0	-6 656	-7 245	-954	-954
- Závazky ke společníkům a sdružení	0	0	0	0	0
- Závazky k zaměstnancům	0	0	0	0	0
- Závazky ze soc.zabezpečení	-330	-246	-216	-81	-81
- Státní-daňové závazky	-907	-826	-827	-690	-690
- Krátkodobé přijaté zálohy	400	-235	-412	-644	-644
- Dohadné účty pasivní	-439	-3 097	-2 468	-2 474	-2 474
- Jiné závazky	-550	-368	-344	-722	-722
b) Časové rozlišení pasivní	-1 613	-2 496	-120 059	-110 848	-110 848
- Výdaje příštích období	0	-1	0	-43	-43
- Výnosy příštích období	0	-1	0	0	0
	0	0	0	-43	-43
3 HODNOTA NEPRACOVNÍHO CIZÍHO KAPITÁLU					
a) Bankovní úvěry a výpomoci	-10 918	-8 287	-1 047	-3 139	-3 182
- Dlouhodobé bankovní úvěry	-6 284	-7 151	0	-2 180	-2 223
- Běžné bankovní úvěry	0	0	0	0	0
- Krátkodobé bankovní výpomoci	-6 284	-7 151	0	-2 180	-2 223
b) Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
- Státní-odložené daňové závazky	-4 632	-1 136	-1 047	-959	-959
- Jiné závazky	0	0	0	0	0
c) Rezervy	-4 632	-1 136	-1 047	-959	-959
- Rezervy zákonné	0	0	0	0	0
- Ostatní rezervy	0	0	0	0	0
d) Mimobilanční závazky	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
4 NÁKLADY LIKVIDACE					
Hodnota podniku po odečtení závazků k datu rozdělení likvidačního zůstatku před zdaněním					-4 500
Modelový základ daně z příjmů právnických osob					23 026
Očekávaná průměrná sazba daně z příjmů právnických osob			p.a.	p.a.	19,00%
Modelová daň z příjmů právnických osob					0
Hodnota podniku po odečtení závazků k datu "rozdělení likvidačního zůstatku"					23 026
Datum "rozdělení likvidačního zůstatku"					
Datum ocenění					24.4.2013
Počet let likvidace					24.4.2012
Očekávané průměrné náklady VK pro likvidaci					1,0
Diskontní faktor pro VK za celou dobu likvidace			p.a.	p.a.	10,4%
					0,906
Hodnota (100 % akcií) společnosti					20 857

Příloha č. 9

**Závěrečné shrnutí a konečný odhad hodnoty
oceňovaného balíku akcií společnosti**

Metoda	Hodnota (100 % akcií) společnosti	Hodnota společnosti na akci o JH 100 Kč	Váha
Přístup výnosový (metoda DCF entity)	38 330 000	253	1
Přístup majetkový (metoda likvidační hodnoty)	20 857 000	137	0
Přístup majetkový (metoda účetní hodnoty)	43 874 000	289	0
Výsledná hodnota	38 330 000	253	

Počet akcií o JH 100 Kč v oceňovaném balíku akcií (0,71% podíl na ZK)	1 076
Odhad hodnoty společnosti připadající na oceňovaný balík akcií	272 000

Srážka za menšinový podíl (cca 0,71% ZK)	-30%
Odhad hodnoty oceňovaného balíku akcií	190 000

Počet akcií o JH 100 Kč v oceňovaném balíku akcií	1 076
Odhad hodnoty akcie o JH 100 Kč v oceňovaném balíku akcií	176,58

