

BOHEMIA EXPERTS, s.r.o.

znalecký ústav

Křížíkova 1,

186 00 Praha 8

ZNALECKÝ POSUDEK

číslo: 160711

ve věci

odhadu **hodnoty akcií** společnosti **Elektroporcelán a.s.** se sídlem Postoloprtská 2951, 440 01 Louny, IČ: 282 03 101.

Datum ocenění: **30. dubna 2016**

Účel zpracování posudku: **Nedobrovolná dražba akcií.**

Objednatel posudku: **CYRRUS CORPORATE FINANCE, a. s.**

Veveří 111 (PLATINIUM)

616 00 Brno

IČ: 277 58 419

Posudek obsahuje celkem 47 listů plus 9 příloh.

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

Zpracovali: RNDr. Josef Knápek, Ing. Jiří Oukropec

Praha, 11. července 2016

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 REJSTRÍKU	8
4.2 STRUKTURA SPOLEČNÍKŮ, OVLÁDANÝCH A PŘIDRUŽENÝCH OSOB	9
4.3 STRUČNÁ HISTORIE A CHARAKTERISTIKA HLAVNÍ ČINNOSTI	9
4.4 STAV ÚČETNICTVÍ	9
5. STRATEGICKÁ ANALÝZA	10
5.1 MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCE	10
5.2 ANALÝZA ODVĚTVÍ	14
5.3 TRŽNÍ POTENCIÁL.....	15
6. FINANČNÍ ANALÝZA	17
7. FINANČNÍ PLÁN	21
7.1 VÝKAZY ZISKU A ZTRÁTY	21
7.2 ROZVAHY	22
8. METODOLOGIE OCENĚNÍ	24
8.1 MAJETKOVÉ METODY	24
8.2 TRŽNĚ SROVNÁVACÍ METODY	25
8.3 VÝNOSOVÉ METODY	26
9. VLASTNÍ OCENĚNÍ	30
9.1 POUŽITÉ PŘÍSTUPY A METODY OCENĚNÍ	30
9.2 OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI VÝNOSOVÝM PŘÍSTUPEM – METODOU DCF ENTITY	31
9.3 OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI MAJETKOVÝM PŘÍSTUPEM – METODOU LIKVIDAČNÍ HODNOTY	37
10. ZÁVĚR	43
11. OBECNÉ PODMÍNKY POSKYTNUTÝCH SLUŽEB	45
12. PŘEDPOKLADY A OMEZUJÍCÍ PODMÍNKY	45
13. ZNALECKÁ DOLOŽKA	46
SEZNAM PŘÍLOH	47

1. Odesílací dopis

Vážená paní / Vážený pane,

zasíláme Vám odhad **hodnoty akcií** společnosti **Elektroporcelán a.s.** se sídlem Postoloprtská 2951, 440 01 Louny, IČ: 282 03 101, (dále také „společnost“), **k datu 30. dubna 2016.**

Účelem zpracování znaleckého posudku byla **nedobrovolná dražba akcií** společnosti **Elektroporcelán a.s.** se sídlem Postoloprtská 2951, 440 01 Louny, IČ: 282 03 101.

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

Na základě provedeného ocenění jsme dospěli k názoru, že **hodnota akcií** společnosti **Elektroporcelán a.s.** se sídlem Postoloprtská 2951, 440 01 Louny, IČ: 282 03 101, o jmenovité hodnotě 1000 Kč **k datu 30. dubna 2016** činí (po provedení kvalifikovaného odhadu):

150 Kč

slovy: **sto padesát korun českých**

Na základě provedeného ocenění jsme dospěli k názoru, že **hodnota akcií** společnosti **Elektroporcelán a.s.** se sídlem Postoloprtská 2951, 440 01 Louny, IČ: 282 03 101, o jmenovité hodnotě 758 Kč **k datu 30. dubna 2016** činí (po provedení kvalifikovaného odhadu):

113 Kč

slovy: **sto třináct korun českých**

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



A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Josef Knápek".

V Praze dne 11. července 2016

2. Zdroje použitých informací

1. kopie internetového výpisu z obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Ústí nad Labem, oddíl B, vložka 2560, Elektroporcelán a.s. se sídlem Postoloprtská 2951, 440 01 Louny, IČ: 282 03 101, ze dne 17. června 2016,
2. výkazy zisku a ztráty a rozvahy společnosti Elektroporcelán a.s k datům: 31.12.2015 (předběžné) a k 30. 4 2016,
3. výkazy zisku a ztráty a rozvahy společnosti Brown Hill, a.s. k datům: 31.12.2012, 31.12.2013 a k 31.12.2014,
4. výroční zprávy společnosti Elektroporcelán Louny a.s. za roky 2012, 2013 a 2014,
5. přiznání k dani z příjmů společnosti Elektroporcelán Louny a.s. za rok 2014,
6. zpráva auditora o ověření zahajovací rozvahy společnosti Brown Hill, a.s. k 1.1.2015 včetně projektu fúze,
7. oznámení o prohlášení akcií za neplatné,
8. znalecký posudek č. 1479/39/15 ze dne 10. června 2015 vypracovaný Ing. Ottou Šmídou,
9. znalecký posudek č. 2522/32/2014 ze dne 24. července 2014 vypracovaný Marií Loukovou,
10. znalecký posudek č. 2523/33/2014 ze dne 30. září 2014 vypracovaný Marií Loukovou,
11. znalecký posudek č. 311–008/2016 ze dne 31. května 2016 vypracovaný Ing. Martinem Hamáčkem,
12. znalecký posudek č. 312–009/2016 ze dne 3. června 2016 vypracovaný Ing. Martinem Hamáčkem,
13. seznam pohledávek společnosti Elektroporcelán a.s. včetně rozdělení dle lhůt splatnosti k datu 30. 4. 2016,
14. seznam krátkodobého finančního majetku společnosti Elektroporcelán a.s. k datu 30. 4. 2016,
15. přehled dlouhodobého majetku společnosti Elektroporcelán a.s. k datu 30. 6. 2015,
16. technické zhodnocení společnosti Elektroporcelán a.s. k datu 30. 4. 2016,
17. nedokončené investice společnosti Elektroporcelán a.s. k datu 30. 4. 2016,
18. stav zásob společnosti Elektroporcelán a.s. k datu 30. 4. 2016,
19. náklady příštích období společnosti Elektroporcelán a.s. k datu 30. 4. 2016,
20. odložená daň společnosti Elektroporcelán a.s. k datu 30. 4. 2016,
21. seznam rezerv společnosti Elektroporcelán a.s. k datu 30. 4. 2016,
22. finanční plán společnosti Elektroporcelán a.s. na rok 2016,

23. internetové zdroje [http:// www.epl.cz](http://www.epl.cz), www.justice.cz, www.cnb.cz, www.mfcr.cz, kurzy.fin.cz, www.czso.cz, www.damodaran.com, www.ecb.int, www.euribor.org, www.oecd.org, www.imf.org.
24. MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2011. 548 stran. ISBN 978-80-86929-80-4,
25. MAŘÍK, M. aj. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění: Základní metody a postupy*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011. 494 stran. ISBN 978-80-86929-67-5,
26. MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. Vydání. Praha: VŠE v Praze, Nakladatelství Oeconomica, IOM, 2007. 242 stran. ISBN 978-80-245-1242-6,
27. DAMODARAN, A. *Damodaran On Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd edition. Wiley, 2006,
28. VŠE v PRAZE, Institut oceňování majetku, Katedra financí a oceňování podniku. *Standardy pro oceňování podniku: Sborník z mezinárodní konference*. 1. vydání. Praha: Institut oceňování majetku, 2005. ISBN 80-245-0907-5,
29. VŠE v PRAZE, Institut oceňování majetku, Katedra financí a oceňování podniku. *Metodické problémy oceňování podniku: Sborník z mezinárodní konference*. 1. vydání. Praha: VŠE v Praze, Nakladatelství Oeconomica: 2004. 303 stran. ISBN 80-245-0738-2,
30. Komise pro cenné papíry (od 1. dubna 2006 Česká národní banka). Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL), verze 2.0, účinná ode dne 26. srpna 2004,
31. jednání s vedením společnosti,
32. 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 subjektivnímu 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 (IVS), 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 IVS 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 **odhad hodnoty akcií společnosti Elektroporcelán a.s.** se sídlem Postoloprtská 2951, 440 01 Louny, IČ: 282 03 101, **pro potřebu nedobrovolné dražby**

Vzhledem k účelu posudku odpovídá výsledná hodnota předmětu ocenění tržní hodnotě čistého obchodního majetku dle výše uvedené definice IVS.

Veškeré skutečnosti a závěry uváděné v tomto posudku jsou založeny převážně na veřejně dostupných dokumentech a informacích. Dokumenty a informace poskytnuté vedením společnosti 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 vadné. Vzhledem k charakteru předmětu ocenění a použitým metodám ocenění činí platnost závěrů tohoto posudku šest měsíců od data zpracování za předpokladu běžného provozu a standardního vývoje ekonomiky.

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	Elektroporcelán a.s.
Právní forma	Akciová společnost
Sídlo společnosti	Postoloprtská 2951, 440 01 Louny
Identifikační číslo	282 03 101
Výše základního kapitálu	194 513 038 Kč
Počet akcií	42 412 kusů ve JH 1000 Kč; 200 661 kusů ve JH 758 Kč
Druh akcií	Kmenové
Podoba akcií	listinné
Forma akcií	na jméno
Vznik společnosti	Dne 28. prosince 2007 byl proveden zápis společnosti do obchodního rejstříku, vedeného Krajským soudem v Ústí nad Labem, oddíl B, vložka 2560.

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

Předmět činnosti dle obchodního rejstříku

- pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor bez poskytování jiných než základních služeb zajišťujících řádný provoz nemovitostí, bytů a nebytových prostor
- zámečnictví, nástrojářství
- obráběčství
- opravy ostatních dopravních prostředků a pracovních strojů
- výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
- distribuce plynu
- distribuce elektřiny

4.2 Struktura společníků, ovládaných a přidružených osob

Tabulka č. 4.2.1 Akcionáři společnosti (k datu 30. dubna 2016)

Společník	Podíl (%)
Burzovní společnost pro kapitálový trh, a.s.	89,84
ostatní	10,16
CELKEM	100

Tabulka č. 4.2.2 Kapitálové účasti společnosti v řízených, ovládaných a přidružených společnostech (k datu 30. dubna 2016)

Společnost	Podíl (%)
žádné	-

4.3 Stručná historie a charakteristika hlavní činnosti

Společnost Elektroporcelán a.s. vznikla 28. prosince 2007 a je zapsána ode dne 8.1.2016 v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Ústí nad Labem spisová značka B 2560. Do této doby byla zapsána v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem Praha spisová značka B 13007. S účinností ke dni 10.11.2015 došlo ke sloučení společností Elektroporcelán Louny a.s. jako zanikající společnosti a Brown Hill a.s. jako nástupnické organizace. Rozhodným dnem fúze bylo datum 1.1.2015. S datem účinnosti fúze, tj. 10.11.2015, došlo zároveň k přejmenování a změně sídla společnosti.

4.4 Stav účetnictví

Společnost **podléhá** dle § 20 odst. 1 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, **povinnému auditu účetní závěrky** a výroční zprávy, neboť jde o společnost akciovou společnost, která splňuje alespoň jednu 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 (splňuje) a průměrný přepočtený počet zaměstnanců vyšší než 50 (splňuje).

Audit řádné účetní závěrky účetního období uzavřeného ke dni 31. prosince 2015 provedla auditorka Irena Titěrová, osvědčení (licence) č. 1665, V auditorské zprávě ze dne 10. května 2016 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 2015 a nákladů, výnosů a výsledku jejího hospodaření za účetní období kalendářního roku 2015 v souladu s účetními předpisy platnými v České republice.

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.

5. Strategická analýza

5.1 Makroekonomická predikce

Česká republika

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

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.

Meziroční růst české ekonomiky byl ve 4. čtvrtletí 2015 nižší, než jsme odhadovali v předchozí predikci. Sezónně očištěný reálný HDP se ve srovnání s 3. čtvrtletím nezměnil, meziročně pak vzrostl o 4,0 %. Vzhledem k avizované úpravě sezónního očišťování ze strany ČSÚ, k níž by mělo dojít spolu se zveřejněním dat za 1. čtvrtletí 2016, by však výsledek 4. čtvrtletí 2015 měl být revidován směrem vzhůru (opačným směrem pak 1. čtvrtletí předchozího roku, bez dopadu na růst za celý rok 2015).

I tak je ale možné celý rok 2015 hodnotit jako mimořádně úspěšný. Reálný růst HDP o 4,2 % byl nejvyšší od roku 2007. Růst HDP byl tažen výhradně domácí poptávkou, jejíž nejrychleji rostoucí složkou byla tvorba hrubého fixního kapitálu. Snaha o maximální využití fondů EU z programového období 2007-2013 se projevila silným meziročním růstem investic do fixního kapitálu o 7,3 %. Dynamicky však rostla i spotřeba vlády (o 2,8 %) a domácností (taktéž o 2,8 %). V zahraničním obchodu se navzájem zhruba kompenzoval stabilní růst ekonomik hlavních obchodních partnerů ČR se zvýšenými dovozy, danými zrychleným růstem domácí poptávky a vysokou dovozní náročností českého exportu. Silný ekonomický růst přitom probíhal ve zcela rovnovážném makroekonomickém prostředí.

Reálná hrubá přidaná hodnota (HPH) ve 4. čtvrtletí 2015 mezičtvrtletně vzrostla o 0,3 %. Zatímco v průmyslu a ve stavebnictví HPH mírně klesla, ve většině odvětví služeb se naopak zvýšila. Vlivem dynamického vývoje v předchozích čtvrtletích dosáhl meziroční růst HPH 3,6 %.

Míra inflace za rok 2015 dosáhla jen 0,3 %, a byla tak nejnižší od roku 2003 a druhá nejnižší v historii samostatné ČR. Nízká inflace byla převážně dána hlubokým propadem světových cen minerálních paliv a obecně nízkou inflací v globálním měřítku.

Na trhu práce se ekonomická konjunktura odrazila v příznivém vývoji zaměstnanosti, jejíž meziroční růst o 1,4 % byl nejvyšší od roku 2008. Míra nezaměstnanosti (VŠPS) ve 4. čtvrtletí 2015 poklesla na 4,5 %, a byla tak po Německu druhá nejnižší v celé EU.

Přebytek běžného účtu platební bilance za rok 2015 dosáhl 0,9 % HDP, a byl tak nejvyšší v historii samostatné ČR.

Při hodnocení vysokého růstu české ekonomiky v roce 2015 je ale nutné vzít v úvahu, že byl do značné míry ovlivněn jednorázovými či dočasnými faktory. Nejvýznamnějším z nich byl impuls v podobě projektů spolufinancovaných z fondů EU v rámci programového období 2007-2013, které bylo možné využít jen do konce roku 2015.

Výrazně kladný dopad na růst měl také pozitivní nabídkový šok v podobě hlubokého propadu korunové ceny ropy. Nízká cena ropy by měla ekonomiku podpořit i v letošním roce, byť podstatně menší měrou než v roce 2015. Predikce ceny ropy přitom byla oproti lednové predikci revidována směrem dolů.

Na druhou stranu došlo k drobnému zhoršení předpokladů o vnějším prostředí s viditelným dopadem na růst českých exportních trhů. Rovněž tak byl mírně směrem dolů přehodnocen očekávaný vývoj investic, zejména v soukromém sektoru. Nová predikce také reaguje na překvapivé zpomalení ekonomického růstu ve 4. čtvrtletí 2015.

Výsledkem je drobná korekce predikce růstu reálného HDP pro rok 2016 z 2,7 % na 2,5 %. Predikce pro rok 2017 zůstává zachována na 2,6 %.

Z hlediska očekávaných daňových výnosů lze konstatovat, že v predikci vývoje nejdůležitějších daňových základů, tj. nominálního objemu mezd a platů, nominální spotřeby domácností a čistého provozního přebytku, nedošlo k významným změnám.

Rizika predikce považujeme za vychýlená směrem dolů, a to zejména kvůli rizikům ve vnějším prostředí.

Zpomalování růstu čínské ekonomiky, které s největší pravděpodobností bude pokračovat i v budoucnu, představuje významné riziko pro další vývoj světového obchodu. Pro ČR by ale tento faktor neměl být zásadní, a to navzdory tomu, že je propojení české a čínské ekonomiky kvůli jejich zapojení do globálních dodavatelských řetězců vyšší, než napovídají data o vzájemném zahraničním obchodu. Rizikem je též přetrvání zvýšené volatility a nejistoty na finančních trzích, k níž v poslední době kromě pokračujícího poklesu cen komodit (částečně v důsledku vývoje v Číně) významnou měrou přispívají negativní data o vývoji druhé největší světové ekonomiky. Specifickým problémem je pak v této souvislosti otázka vypovídací schopnosti čínských oficiálních statistik.

Dalším nepříznivým faktorem jsou geopolitická rizika. Konflikty na Blízkém východě a v severní Africe vyvolaly vážnou migrační krizi, jejíž ekonomický dopad na jednotlivé státy EU zatím není možné odhadnout. Pokud nedojde ke zvýšení počtu žadatelů o azyl v ČR, přímé dopady na českou ekonomiku by měly být zanedbatelné. V současné době tak migrační krize pro ČR představuje negativní riziko zejména kvůli jejímu možnému vlivu na budoucí uspořádání EU (zachování stávající podoby schengenského prostoru). Rizikem s potenciálně významným dopadem na ČR je také plánované červnové referendum o setrvání Spojeného království v EU. V neposlední řadě by hospodářský růst v některých zemích EU, a zprostředkovaně (přes zahraniční obchod) i v ČR, mohl být nepříznivě ovlivněn v případě stupňování teroristických útoků.

Rizikem pro českou ekonomiku by v neposlední řadě mohlo být přetrvání výraznějších tlaků na zhodnocení kurzu koruny pod hranici 27 CZK/EUR, které by mohly být posíleny dalším uvolněním měnové politiky ECB. Vůči těmto tendencím však ČNB může na devizovém trhu v zásadě neomezeně intervenovat, nelze ale vyloučit možnost, že by v případě pokračující akumulace devizových rezerv k oslabení apreciačních tlaků přistoupila k použití dalších méně konvenčních nástrojů měnové politiky.

Pozitivním rizikem pro ekonomický růst je naopak možnost přetrvání současných nízkých cen komodit.

Tabulka č. 5.1.1. Hlavní makroekonomické indikátory

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017
		Aktuální predikce							Minulá predikce		
Hrubý domácí produkt	<i>mld. Kč</i>	4 023	4 042	4 077	4 261	4 472	4 629	4 812	4 495	4 657	4 831
Hrubý domácí produkt	<i>růst v %, s.c.</i>	2,0	-0,9	-0,5	2,0	4,2	2,5	2,6	4,6	2,7	2,6
Spotřeba domácností	<i>růst v %, s.c.</i>	0,3	-1,5	0,7	1,5	2,8	3,1	2,7	2,9	3,1	2,6
Spotřeba vlády	<i>růst v %, s.c.</i>	-3,0	-1,8	2,3	1,8	2,8	2,1	1,6	3,2	2,1	1,5
Tvorba hrubého fixního kapitálu	<i>růst v %, s.c.</i>	1,1	-3,2	-2,7	2,0	7,3	0,6	3,0	8,3	1,5	3,3
Příspěvek ZO k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	1,9	1,3	0,0	-0,2	-0,2	0,2	0,2	-0,4	0,5	0,3
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	0,2	-0,2	-0,6	0,6	0,7	0,1	0,0	1,0	0,0	0,0
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	-0,2	1,4	1,4	2,5	0,7	1,0	1,3	0,8	0,8	1,1
Průměrná míra inflace	<i>%</i>	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,6	1,4	0,3	0,5	1,6
Zaměstnanost (VŠPS)	<i>růst v %</i>	0,4	0,4	1,0	0,8	1,4	0,5	0,1	1,3	0,3	0,1
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	<i>průměr v %</i>	6,7	7,0	7,0	6,1	5,1	4,4	4,3	5,1	4,7	4,6
Objem mezd a platů (<i>dom. koncept</i>)	<i>růst v %, b.c.</i>	2,2	2,5	0,4	1,9	4,0	4,5	4,6	4,1	4,5	4,6
Saldo běžného účtu	<i>% HDP</i>	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,9	1,1	1,0	1,2	1,2	0,6
Saldo vládního sektoru	<i>% HDP</i>	-2,7	-3,9	-1,3	-1,9	-0,4	-0,6	.	-1,1	.	.
Předpoklady:											
Směnný kurz CZK/EUR		24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,9	27,3	27,0	26,7
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p.a.</i>	3,7	2,8	2,1	1,6	0,6	0,6	0,8	0,6	0,7	1,0
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	111	112	109	99	52	41	47	52	44	54
HDP eurozóny (EA12)	<i>růst v %, s.c.</i>	1,6	-0,9	-0,3	0,9	1,6	1,3	1,5	1,4	1,5	1,6

Zdroj: Ministerstvo financí České republiky

Tabulka č. 5.1.2 Úrokové sazby ČR:

Úrokové sazby v ČR	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Lombardní sazba ke konci období	1,75%	1,75%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Repo sazba 2T ke konci období	0,75%	0,75%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Diskontní sazba ke konci období	0,25%	0,25%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Sazba 3M PRIBOR ke konci období	1,22%	1,16%	0,50%	0,38%	0,34%	0,29%
YTM ref. státních 10Y dluhopisů	3,93%	3,49%	1,83%	2,54%	0,54%	0,53%
Prům. úr. sazby nefin. podnikům	4,10%	3,93%	3,69%	3,19%	3,00%	2,77%

Zdroje: www.mfcr.cz, www.cnb.cz, www.kurzy.cz

Provedli jsme **predikce základních makroekonomických veličin ČR**, které jsou relevantní pro ocenění: Nominální a reálné růsty HDP do roku 2017, průměrné míry inflace a míry nezaměstnanosti do roku 2017 a nominální růst mezd do roku 2017

vychází ze zdrojů Ministerstva financí ČR, v následujícím období jde o odborné odhady znalce.

V dlouhém období znalec předpokládá konvergenci České republiky k vyspělým státům.

Tabulka č. 5.1.3 Predikce základních makroekonomických ukazatelů ČR:

Základní ukazatele v ČR	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021-2022p
Reálné tempo růstu HDP	2,50%	2,60%	2,50%	2,40%	2,30%	2,10%
Prům. míra inflace spotř. cen	0,60%	1,40%	1,75%	2,00%	2,10%	2,20%
Prům. nominální hrubá měs. mzda v Kč	27 658	28 930	30 232	31 562	32 920	34 335
Nominální růst mezd	4,50%	4,60%	4,50%	4,40%	4,30%	4,30%
Prům. míra reg. nezaměstnanosti	4,40%	4,30%	5,20%	5,60%	5,60%	5,60%

Zdroje: www.mfcr.cz a vlastní odhady znalce

Provedli jsme predikce základních úrokových sazeb v ČR.

Pro roky 2016 a 2017 očekává Ministerstvo financí ČR pokles sazby 3M PRIBOR na 0,30 % p.a. Znalec dále očekává po růstu úrokových sazeb ve středním období (do roku 2020) následnou stabilizaci **sazby 3M PRIBOR** na dlouhodobě udržitelné úrovni 0,20 pb nad repo sazbou 2T, tj. na úrovni **1,2 % p.a.**

Tabulka č. 5.1.4 Predikce úrokových sazeb ČR:

Úrokové sazby v ČR	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021-2022p
Lombardní sazba ke konci období	0,50%	0,85%	1,40%	1,80%	2,00%	2,00%
Repo sazba 2T ke konci období	0,75%	0,80%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Diskontní sazba ke konci období	0,05%	0,05%	0,20%	0,35%	0,60%	0,80%
Sazba 3M PRIBOR ke konci období	0,30%	0,30%	0,55%	0,80%	1,00%	1,20%
YTM ref. státních 10Y dluhopisů	0,60%	0,80%	2,20%	3,40%	3,60%	3,60%
Prům. úr. sazby nefin. podnikům	3,20%	3,20%	3,50%	4,10%	4,50%	4,50%

Zdroje: www.mfcr.cz a vlastní odhady znalce

Závěr: Predikce provedené v kapitole 5.1 posudku jsou podpůrně využívány zejména při analýze tržního potenciálu společnosti v kapitole 5.3, 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 vymežit jak věcně, tak zeměpisně:

Relevantním trhem z věcného hlediska je především výroba keramických a porcelánových izolátorů.

Konkrétně oceňovaná společnost spadá do těchto průmyslových odvětví:

23430 - *Výroba keramických izolátorů a izolačního příslušenství*

2562 - *Obrábění*

28 - *Výroba strojů a zařízení j. n.*

3317 - *Opravy a údržba ostatních dopravních prostředků a zařízení j. n.*

3514 - *Obchod s elektřinou*

3523 - *Obchod s plynem prostřednictvím sítí*

6820 - *Pronájem a správa vlastních nebo pronajatých nemovitostí*

Tabulka č. 5.2.1 Růst obrátu v odvětví CZ-NACE 23.4. oproti předcházejícímu roku

CZ-NACE	2009	2010	2011	2012	2013	2014
23.4. Výroba ostatních porcelánových a keramických výrobků	-26,16%	-6,92%	6,67%	5,04%	2,87%	13,40%

Zdroje: Panorama zpracovatelského průmyslu (MPO) + vlastní výpočty

Z tabulky č. 5.2.1 je patrné, že tržby v odvětví v letech 2009 a 2010 klesaly. Dělo se tak především v důsledku ekonomické krize. V následných letech odvětví zaznamenávalo nadprůměrný růst. V roce 2015 rostly tržby v odvětví CZ-NACE (Výroba ostatních nekovových minerálních výrobků) tempem 6,5 %.

Tabulka č. 5.2.2 Postavení oceňované společnosti v odvětví CZ-NACE 23.4

Podíl na trhu	2011	2012	2013	2014
Tržby vl. Výrobků a služeb-CZ-NACE 23.4 (tis. Kč)	4 374 810	4 460 991	4 544 977	5 113 936
Tržby vl. Výrobků a služeb- Elektroporcelán a.s. (tis. Kč)	214 647	190 364	168 402	160 198
Podíl	4,91%	4,27%	3,71%	3,13%

Zdroje: Panorama zpracovatelského průmyslu (MPO), Elektroporcelán a.s. a vlastní výpočty.

Společnost zaujímá na příslušném trhu menší tržní podíl. Její tržby byly v minulých letech poměrně stabilní, zatímco tržby v odvětví rostly. Z toho důvodu podíl společnosti v odvětví v minulých letech klesal.

5.3 Tržní potenciál

Dlouhodobý tržní potenciál

Z *makroekonomické analýzy* (kapitola 5 posudku) vyplynuly odhady dlouhodobě udržitelných veličin:

Tabulka 5.3.1 Trvale udržitelný nominální růst HDP

Reálný růst HDP	2,10 %
Míra inflace spotřebitelských cen	2,20 %
Nominální růst HDP	4,30 %

U odvětví je možno počítat s růstem nad úrovní inflace. Odvětví působí poměrně zdravým dojmem. Dlouhodobě i vzhledem k dlouhodobé stabilitě odvětví lze předpokládat jeho růst na úrovni ekonomiky. **Dlouhodobý potenciál tohoto odvětví tedy odhadujeme na 4,3 % p.a.**

Historické postavení společnosti na trhu mělo v oblasti tržního podílu klesající charakter. V roce 2015 společnost však již navýšila tržby o 5,62 %. Tržby odvětví CZ-NACE 23.4 pro rok 2015 nemáme k dispozici. Dá se tak očekávat, že se tržní podíl společnosti ustálí. To dokazuje i získaný finanční plán společnosti na rok 2016, který má však pro znalce pouze podpůrný charakter. **Odhadujeme proto dlouhodobě udržitelný tržní potenciál společnosti g (pro období od roku 2020) na 4,3 % p.a.**

Ve finanční analýze (kapitola 6) však ještě prověříme, zda je společnost stabilizovaným a zdravým ekonomickým subjektem.

Délku období predikce I. fáze (do roku 2022) jsme zvolili tak, aby zahrnovala nejdůležitější období pro 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).

Při odhadu celkových tržeb společnosti znalec vycházel ze skutečného objemu tržeb za posledních 6 let účetního období a z výše provedených analýz.

Výnosy z výkonů i tržby za prodej zboží měly ve sledovaném období klesající charakter. V roce 2015 však již rostly o 5,62 %. Znalec od zbytku roku 2016 plánuje stabilizovanější přístup v podobě tempa růstu na úrovni odhadovaného dlouhodobého tržního potenciálu.

Nominální růst tržeb ve druhém sloupci tabulky 5.3.2 je v relativním měřítku vztažen k prvním čtyřem měsícům roku 2016, přičemž výše růstu ve třetím sloupci je vztažena k roku 2015.

Tabulka 5.3.2 Střednědobý tržní potenciál společnosti v letech 2015 – 2021
(v tis. Kč)

Hlavní tržby společnosti	5-12/2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
Celkové tržby za zboží a vlastní výkony	121 934	181 683	189 496	197 644	206 143	215 007	224 252	233 895
<i>nominální růst tržeb společnosti</i>	-	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%
Tržby za prodej zboží	2 747	3 605	3 760	3 921	4 090	4 266	4 449	4 640
<i>nominální růst tržeb společnosti</i>	-	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%
Výnosy z výkonů	119 188	178 079	185 736	193 723	202 053	210 741	219 803	229 254
<i>nominální růst tržeb společnosti</i>	-	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%

Závěr: Analýza tržního potenciálu společnosti je převodovým můstkem mezi dříve provedenými dílčími analýzami (části 4 a 5 posudku) a následným sestavením finančního plánu a oceněním společnosti (části 7, 8 a 9 posudku). **Hlavním výstupem je zde odhad tempa nominálního růstu tržeb společnosti ve středním období (tabulka 5.3.2) a v dlouhém období (4,3 % p.a.).**

6. 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 2011 – 4/2016. Analýza byla prováděna ze souhrnných výkazů společnosti s tehdejšími názvy Brown Hill, a.s. a zanikající společnosti Elektroporcelán a.s. Nebyly provedeny konsolidační úpravy, jelikož vzhledem k charakteru tehdejších účetních výkazů společnosti Brown Hill, a.s. považujeme případné zkreslení za naprosto marginální. Ze souhrnných výkazů je potom také sestavován finanční plán v kapitole č. 7.

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. 6.1.1 Analýza výkazů zisku a ztráty

Období	2011	2012	2013	2014	2015
Výnosy z výkonů a prodeje zboží (růst ke konci předchozího roku)	-	-5,52%	-14,73%	-4,62%	5,62%
Přidaná hodnota (odtud níže se jedná vždy o podíl na výnosech ze zboží a z vlastních výkonů)	31,51%	32,40%	36,54%	41,89%	39,78%
Prov. výsledek hospodaření + odpisy (EBITDA)	0,62%	1,60%	2,81%	7,75%	6,89%
Prov. výsledek hospodaření (Provozní EBIT)	-10,08%	-8,64%	-6,08%	1,35%	3,30%
Výsledek hospodaření před zdaněním (EBT)	-12,87%	-11,49%	-8,02%	-1,16%	0,71%
Výsledek hospodaření za účetní období (E)	-12,83%	-11,40%	-7,59%	-1,16%	0,65%

Výnosy společnosti z výkonů mají dominantní podíl na celkových výnosech společnosti (viz **příloha č. 4**). V minulých letech tyto výnosy klesaly. Výjimkou je ovšem rok 2015, kdy se trend obrátil a obrat se zvýšil o 5,62 %. Za první čtyři měsíce v roce 2016 překonaly jednu třetinu tržeb v minulém roce. V roce 2016 činily tržby z výkonů 58 891 tis. Kč, což lze hodnotit spíše pozitivně. Ještě výraznějším způsobem rostly v posledním roce (2015) tržby za prodej zboží, avšak na celkových

tržbách mají spíše marginální zastoupení. Konkrétně se jedná o 1,44 %. Jak je z tabulky č. 6.1.1. patrné, rostl také do roku 2014 neustále podíl přidané hodnoty na tržbách, podobně jako EBITDA. Pouze v posledním roce bylo mírné snížení těchto podílů, ovšem výsledky hospodaření na jednotlivých úrovních, stále rostly. V posledním roce 2015 se společnost dostala z období ztráty v předcházejících letech do černých čísel.

Rozvahy

Tabulka č. 6.1.2 Analýza rozvahy

Konec období	2011	2012	2013	2014	2015	1-4/2016
Růst bilanční sumy	-	-12,94%	-7,61%	-3,72%	59,47%	0,96%
Podíl oběžných aktiv na bilanční sumě	48,40%	48,40%	50,10%	52,21%	28,41%	29,51%
Růst oběžných aktiv	-	-12,94%	-4,36%	0,33%	-13,23%	4,88%
Podíl dlouhodobých aktiv na bilanční sumě	51,51%	51,53%	49,84%	47,75%	71,50%	70,43%
Růst dlouhodobých aktiv	-	-12,91%	-10,64%	-7,77%	138,82%	-0,55%

Celková bilanční suma měla do roku 2014 klesající charakter. V posledním celém sledovaném období v roce 2015 již došlo k jejímu výraznému navýšení především v důsledku přecenění staveb přes zjištění ceny pomocí cenového předpisu pro účely fúze. Bilanční suma k 30. 4. 2016 činí 384 263 tis. Kč. Podíl dlouhodobých a oběžných aktiv bylo zastoupeno celkem rovnoměrně. V roce 2015 se podíl dlouhodobých aktiv navýšil a ke dni ocenění je jeho hodnota 70 %. Z oběžných aktiv mají největší zastoupení zásoby, jejichž podíl je k datu ocenění cca 20 % na celkových aktivech.

Na straně pasiv dominovaly cizí závazky až do oné fúze. Od té doby je výše vlastního kapitálu velice podobná výši cizích zdrojů. Vlastní kapitál se skládá takřka výhradně ze základního kapitálu. Cizí kapitál se k datu ocenění skládá již především z krátkodobých závazků a bankovních úvěrů, které mají podobné hodnoty.

Analýza poměrových ukazatelů

Ukazatele rentability

Ukazatele účetní rentability jsou závislé na dosahovaných hospodářských výsledcích, v letech 2011 a 2014 tedy vykazovaly záporných hodnot. Od roku 2014 jsou jednotlivé rentability kromě rentability vlastního kapitálu kladné. Jejich hodnota se po celé sledované období neustále zvyšovala, V roce 2015 tak dosahují nejvyšších, leč

přesto nízkých, hodnot. Rentabilita aktiv činí 1,3 % a rentabilita vlastního kapitálu 0,6 %. Tyto hodnoty nejsou vysoké, ale pozitivně lze hodnotit neustále rostoucí trend.

Ukazatele likvidity

Společnost dosahovala po celé sledované období přijatelných úrovní ukazatelů běžné likvidity, pohotové likvidity a okamžité likvidity. Běžná likvidita dosahuje vyšších hodnot, pohotová a okamžitá likvidita na hranici zdraví. Pohotová a okamžitá likvidita v posledních letech rostly. Okamžitá likvidita v roce 2013 dosahovala hodnoty pouze 0,05, na konci roku 2015 však již 0,19.

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 obratu 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 vázících se přímo ke konkrétní složce). Z výše uvedených důvodů hodnotíme zejména relativní trendy a nikoli absolutní ukazatele aktivity.

Společnost vykazuje větší množství zásob. Doba obratu těchto zásob v inkriminovaném období mírnějším tempem rostla. V roce 2015 ovšem klesla z hodnoty 205 na 160, což je nejnižší hodnota. Toto lze hodnotit pozitivně. Doba obratu v roce 2015 klesla u všech jednotlivých položek zásob.

Ukazatele struktury kapitálu

O úrovni účetní zadluženosti je psáno již výše. Díky snížení úvěru a některých závazků činí k 30. dubnu 2016 48,89 %.

Ukazatele kapitálového trhu

Společnost 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).

Tabulka 6.1.3 Altmanův Z faktor

Finanční analýza - Altmanův model	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT / aktiva	-0,07	-0,07	-0,04	0,01	0,01
tržby / aktiva	0,70	0,76	0,70	0,69	0,46
vlastní kapitál / cizí kapitál	0,52	0,43	0,38	0,38	1,06
kumulované výsledky hospodaření / aktiva	-0,39	-0,54	0,73	0,73	0,49
pracovní kapitál / aktiva	0,23	0,21	0,22	0,25	0,12
Z faktor	0,58	0,47	1,56	1,73	1,47
Hodnocení	bankrot	bankrot	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna

Společnost se od roku 2013 nachází v úrovni „Šedá zóna“, což naznačuje jisté obtíže a potenciální problémy, avšak obecně stále indikuje předpoklad nepřetržitého trvání činnosti společnosti v dohledné budoucnosti (tzv. „going concern“). Tyto hodnoty nejvíce zvyšuje především a vlastní kapitál / cizí kapitál.

Je třeba si ovšem uvědomit skutečnost, že Altmanova analýza vychází ze statických účetních hodnot, které vycházejí z principu historických cen, nezohledňuje tudíž přímo budoucí perspektivy společnosti. Podle našeho názoru je společnost i z hlediska finančních perspektiv životaschopná.

Závěr: Finanční analýza odhalila skutečnost, že se společnost **nachází v přijatelné 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 5.3), při tvorbě finančního plánu (sedmá část) a při vlastním ocenění 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).

7. Finanční plán

Znalec sestavil na základě dříve provedených analýz realistický finanční plán společnosti na období od května 2016 až do prosince 2022 ve struktuře plánovaných výkazů zisku a ztráty a rozvah. Vzhledem k tomu, že jsme obdrželi účetní výkazy a další podklady k datu 30. dubna 2016, vycházel sestavený plán právě od tohoto data, tzn. zejména ze stavu, ve kterém se nacházela společnost k datu 30. dubna 2016. Dále finanční plán vycházel z projekcí provedených na základě předchozích analýz vnějšího potenciálu (kapitola 5.1) a vnitřního potenciálu společnosti (kapitola 5.2).

V posledním roce střednědobé predikce (2022) 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 2022 (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 – pohybují se na úrovni tržního potenciálu společnosti (viz kapitola 5.3).

Tržby za prodej výrobků a služeb – pohybují se na úrovni tržního potenciálu společnosti (viz kapitola 5.3).

Náklady na prodané zboží – činí pro rok 69,51 % z tržeb za prodané zboží na základě historického průměru za období z let 2014 a 2015.

Spotřeba materiálu a energie – činí pro rok 46,64 % z výkonů na základě historického průměru za období z let 2014 a 2015.

Služby – činí pro rok 12,33 % z výkonů na základě historického průměru za období z let 2014 a 2015.

Podíl účetní přidané hodnoty na výnosech ze zboží a výkonů tak ve výsledku zůstane takřka shodný s účetním obdobím 2015, tj. 40,82 %.

Mzdové náklady – plánovány na základě odhadu tempa růstu průměrné mzdy zaměstnanců.

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

Odměny členům orgánů a společnosti – plánovány na základě jejich podílu na mzdových nákladech, jež zachováváme na úrovni z roku 2015.

Náklady na daně a poplatky – zachován podíl na tržbách za prodané zboží a výkonů z roku 2015.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu – činí pro rok 0,56 % z tržeb za prodané zboží a výkonů na základě historického průměru za období z let 2014 a 2015.

Zůstatková cena dlouhodobého majetku a materiálu – činí pro rok 0,11 % z tržeb za prodané zboží a výkonů na základě historického průměru za období z let 2014 a 2015.

Ostatní provozní výnosy – činí pro rok 0,30 % z tržeb za prodané zboží a výkonů na základě historického průměru za období z roku 2014 a 2015.

Ostatní provozní náklady – činí pro rok 1,38 % z tržeb za prodané zboží a výkonů na základě historického průměru za období z let 2014 a 2015.

Odpisy – znalec odhadl dle modelové odpisové sazby 1,89 % (na základě roku 2015) z průměrné netto hodnoty odpisovaných aktiv v daném období a plánované netto hodnoty odpisovaných aktiv.

Podíl provozního hospodářského výsledku na celkových výnosech ze zboží a výkonů tak bude pokračovat v rostoucím tempu až na úroveň 6,28 % v roce 2022.

Výnosové úroky – činí pro rok 0,06 % z tržeb za prodané zboží a výkonů na základě historického průměru za období z let 2014 a 2015.

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 výnosy – činí pro rok 0,21 % z tržeb za prodané zboží a výkonů na základě historického průměru za období z let 2014 a 2015.

Ostatní finanční náklady – činí pro rok 0,84 % z tržeb za prodané zboží a výkonů na základě historického průměru za období z let 2014 a 2015.

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 %.

7.2 Rozvahy

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek – kvůli stabilitě a udržení perspektivy společnosti počítal znalec s brutto výdaji na investice do dlouhodobého majetku mírně vyššími než odpisy a odprodeji prodaného materiálu (zůstatková cena). Pro stabilizaci majetkové substance společnosti znalec počítal s růstem netto hodnoty dlouhodobého provozně nutného hmotného majetku na úrovni 10 % 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,
- se zachová přiměřená výše míry netto investic,

- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku budou činit v průměru cca 19 328 tis. Kč ročně, což by mělo odpovídat plánovaným ziskům a výši dlouhodobého majetku společnosti) – viz **příloha č. 5** posudku.

Dlouhodobý finanční majetek – v rámci metody DCF entity není ve společnosti evidován.

Zásoby – znalec do budoucna počítá se stabilní dobou obratu na úrovni roku 2015. Pro dobu obratu materiálu tak znalec počítá s hodnotou 17,5, u nedokončené výroby 102,1, u výrobků 33,1 a u zboží 6,4.

Krátkodobé pohledávky – počítáme s dobou inkasa pohledávek 42 dnů, což je úroveň roku 2015.

Bankovní účty – přiměřená provozně nutná peněžní likvidita odhadnuta na 0,2 (na základě obecných odborných doporučení, historického vývoje a zajištění likvidity společnosti).

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 společníky

Základní kapitál a kapitálové fondy – ponechány na současné úrovni

Fondy ze zisku – do budoucna nepředpokládáme změnu

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.

Krátkodobé závazky – počítáme s dobou inkasa pohledávek 136,9, dnů na základě historického účetního období z let 2014 a 2015.

Bankovní úvěry a výpůjčky pro provoz – modelově plánovány konzervativně v současné výši k datu ocenění

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 velikostmi 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 užitek (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, podílňíkům, 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 aktuální výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů v ČR k datu ocenění a dle dlouhodobých očekávání,
- *prémie za tržní riziko* je odvozena z rizika USA a země sídla společnosti:
- *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,
- *hodnota koeficientu beta* je určena na základě přepočtu nezadluženého koeficientu beta pomocí přepokládaného průměrného reálného zadlužení společnosti v daném období a předpokládané průměrné sazby daně z příjmů právnických osob,
- *hodnota nezadluženého koeficientu beta* je určena z dat relevantních trhů v Evropě, resp. z výzkumu prof. A. Damodarana,
- *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,
- *další rizikové přírážky* mohou představovat přírážku za mikrokapitalizaci, přírážku za nejasnou budoucnost, či také přírážku za nižší likviditu kapitálového trhu podniků, oceňovaných vlastnických podílů nebo za jiná relevantní rizika (odvětví apod.).

náklady na VK = „bezriziková výnosnost“ + (prémie za tržní riziko USA + prémie za investiční riziko země) * koeficient beta + další rizikové přírážky

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 majtkové 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 společnosti. Předmětem ocenění v této části posudku je proto **tržní hodnota** společnosti **Elektroporcelán a.s. k datu 30. dubna 2016**.

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

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, činnosti společnosti a účelu ocenění. Analýza vnitřního tržního potenciálu společnosti (viz pátá část posudku) a finanční analýza (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 oceňovaného podniku. 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 a poměrně konzervativní finanční plán, který jsme vytvořili (viz část sedmá posudku), a to na základě veřejně dostupných informací i informací od společnosti (viz druhá část posudku).

B) Byl použit i přístup majetkový, ovšem pouze doplňkově a informativně (metoda likvidační hodnoty – viz kapitola 9.3 posudku, metoda účetní hodnoty vlastního kapitálu – 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 cen a jiných účetních principů.

C) Nebyly použity přístupy tržně srovnávací. Společnost neemitovala akcie, které by byly kótované 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 entity** spočívá v odhadu hodnoty společnosti za předpokladu, že se zachová majetková substance společnosti „v dohledné budoucnosti“ (going concern).

Tato metoda převádí užitky generované předmětem ocenění 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 předmětu.

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, tzn. s peněžním tokem z činnosti podniku, který mohou společníci nebo věřitelé odnímat, aniž by byla narušena 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 (společníky) a cizí investory (věřitele) odečíst hodnotu investovaného cizího kapitálu věřiteli. Tak dospějeme k čisté provozní hodnotě podniku pro společníky. V souladu s metodikou DCF entity je dále třeba k provozní hodnotě podniku pro společníky přičíst hodnotu majetku pro provoz nepotřebného a odečíst hodnotu závazků pro provoz nepotřebných. Získáme pak celkovou hodnotu podniku pro společníky, tj. hodnotu čistého obchodního majetku.

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 část posudku) a zvláště z finančního plánu pro období let 2016 až 2022 (viz sedmá část posudku).

Postupovali jsme standardní **dvoufázovou metodou**, kdy první fáze života společnosti zahrnuje období od května roku 2016 do prosince roku 2022 (pro toto období známe finanční plán) a druhá fáze života zahrnuje období od ledna roku 2023 do „nekonečna“ (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) mínus 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 a provozně nutného dlouhodobého majetku 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 investice do *provozně nutného* dlouhodobého majetku zahrnují:

- výdaje na pořízení hmotného dlouhodobého majetku,
- výdaje na pořízení nehmotného dlouhodobého majetku.

Plánované investice do *provozně nutného* pracovního kapitálu:

- 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 k datu 30. dubna 2016. 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). Peněžní toky

Volné peněžní toky ve druhé fázi života společnosti jsme však nejprve kapitalizovali pomocí vzorce pro věčně exponenciálně rostoucí rentu k datu 31. prosince 2021:

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

kde:

- PH celková budoucí pokračující hodnota k 31. prosinci 2021
- 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

Předpokládáme, že volné peněžní toky budou plynout s konstantním nominálním růstem g ve výši 4,3 % ročně.

Diskontní míry (kalkulované úrokové míry) i byly odhadnuty **pomocí modelu WACC**, a to zvláště 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:

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

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 (hodnota VK – neboli provozní hodnota vlastního kapitálu společnosti – je závislá na WACC a WACC je zpětně závislá na hodnotě VK).

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 aktuální výnosnosti českých dlouhodobých (10-letých) státních dluhopisů k 30. dubna 2016, tj. 0,46 % p.a. (viz údaje ARAD na stránkách www.cnb.cz) a počítáme s postupným zvyšováním této hodnoty na 4,96 % p.a. od roku 2022, 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 1928 až 2015 – 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 4,54 % (viz www.damodaran.com a **příloha č. 6** posudku), a to první i druhou fází.

V případě horšího ratingu konkrétní země se přičítá **dodatečná prémie země**. Investiční rating Česka dosahuje hodnoty A1, základní dodatečná prémie tedy činí **1,05 pb** (viz www.damodaran.com), která je upravená o odhad poměru rizikové premii u akcií oproti dluhopisům v hodnotě 1,5.

Odhad koeficientu beta jsme provedli na základě průměrného nezadluženého koeficientu beta za odpovídající odvětví – Machinery - v Evropě v roce 2015, tj. 1,10 (viz www.damodaran.com), který byl upraven o konkrétní plánované reálné zadlužení oceňované společnosti. Koeficient beta tedy odhadujeme (za pomoci vzorce pro přepočtení nezadluženého koeficientu beta na zadlužený¹ a za pomoci iterací v jednotlivých obdobích – výsledek ocenění totiž ovlivňuje koeficient beta a koeficient beta ovlivňuje zpětně výsledek ocenění).

Tuto zadluženou betu dále upravujeme pomocí Blumova vzorce, který vznikl na základě studií, jež prokázaly, že odvětví mají reverzní charakter a přibližují se celému trhu. Při aplikaci Blumova vzorce má zadlužená beta váhu 67 % a trh (tj. beta=1) má váhu 33 %.

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

Dále aplikujeme přírážku 1 pb pro první a druhou fázi jednak za nelikviditu českého kapitálového trhu (a zvláště trhu podniků), jednak za poněkud vyšší rizika relevantních odvětví v Česku oproti rozvinuté Evropě.

Dále aplikujeme přírážku 1 pb pro první a druhou fázi za velikost společnosti.

Náklady na cizí kapitál

Odhadujeme k datu ocenění na základě bezrizikové míry a přírážky 2,9 %, což odpovídá jak současným úvěrům nefinančním podnikům nad rámec bezrizikové míry, tak indikativní průměrné úrokové sazbě z cizího kapitálu předmětné společnosti. V průběhu první fáze tato hodnota vzroste na 3,3 % (viz tabulka 5.1.4).

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 na základě použití iteračního postupu (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). Stabílní podíl CK/K pro druhou fázi uvažujeme na úrovni 67 %.

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 30. dubna 2016 pro účely tohoto posudku získáme jako součet provozních hodnot v první a druhé fázi, činí tedy **124 381 tis. Kč**.

Hodnota cizího kapitálu pro provoz

Od celkové hodnoty podniku (pro společníky i věřitele) je třeba v souladu s metodikou DCF entity **odečíst celkovou hodnotu cizího kapitálu pro provoz**. Společnost vykazuje vypůjčený cizí kapitál pro provoz **ve výši 95 292 tis. Kč**.

Po odečtení cizího kapitálu pro provoz od celkové provozní hodnoty podniku dostáváme provozní hodnotu podniku pro vlastníky pro účely tohoto posudku k datu 30. dubna 2016 ve výši **29 089 tis. Kč**.

Hodnota provozně nepotřebného majetku a závazků

Pro získání hodnoty společnosti **je třeba** k výše uvedené provozní hodnotě podniku pro vlastníky **přičíst hodnotu provozně nepotřebného majetku a odečíst hodnotu provozně nepotřebných závazků**: Znalec neidentifikuje žádný nepotřebný majetek ani závazky.

Celková **hodnota provozně nepotřebného majetku** po odečtení provozně nepotřebných závazků tak **k datu 30. dubna 2016 činí 0 tis. Kč**.

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

ZÁVĚR METODY DCF

Hodnota společnosti **Elektroporcelán a.s.** získaná na základě metody DCF entity tedy **k datu ocenění 30. dubna 2016** činí (po provedení výše popsaného kvalifikovaného odhadu):

29 090 000 Kč

(slovy: dvacet devět milionů devadesát 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 za předpokladu, že veškerý její majetek bude prodán a budou splaceny veškeré její závazky. Neoceňujeme na základě předpokladu „going concern“ (pokračování činnosti společnosti 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, tedy základem pro určení hodnoty společnosti.

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

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 nižší než tržní (dodatečné náklady za prodej, lepší vyjednávací pozice kupujících apod.).

Likvidační hodnota je také 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 30. dubna 2016, neboť k tomuto datu známe strukturu majetku a závazků, resp. zjednodušenou rozvahu společnosti. K datu ocenění nám nejsou známy výrazné nové skutečnosti.

Vzhledem k rozsahu a charakteru majetku společnosti budeme předpokládat ukončení likvidace společnosti do 31. října 2017. Modelová doba likvidace tedy činí 1,5 roku. Výslednou výši likvidačního zůstatku budeme diskontovat k datu ocenění 30. dubna 2016. 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 společníci obdrží finanční prostředky až k datu rozdělení likvidačního zůstatku.

A. DLOUHODOBÝ A MIMOBILANČNÍ MAJETEK

A.1 Dlouhodobý bilanční nehmotný majetek

Společnost vykazuje nevýznamný **software a ostatní nehmotný majetek**. Vzhledem k nevýznamnosti, značnému odepsání a individuální povaze předpokládáme, že by byl tento majetek při likvidaci obtížně samostatně prodejny a jej oceňujeme paušálně na základě zbytkové hodnoty² 50 %, koeficientu prodejnosti³ ve výši 50 % a pomocí likvidační srážky⁴ 15 % z jeho pořizovacích hodnot.

A.2 Dlouhodobý hmotný majetek

Společnost vykazuje nevýznamné **budovy, stavby a pozemky**. Tyto stavby a pozemky byly vyčísleny již v posudcích vypracované Ing. Martinem Hamáčkem (viz kapitola č. 2). Výsledek ocenění přes 71,316 mil. Kč. Přihlížíme ovšem ke skutečnosti, že tyto posudky byly vypracovány pro bankovní účely s opatrnějším přístupem k ocenění. Proto hodnotu nemovitostí navyšujeme o 30 %. Na nemovitosti jsme následně aplikovali likvidační srážku 15 %.

Společnost vykazuje **samostatné movité věci a soubory movitých věcí**. Tento majetek oceňujeme paušálně na základě předpokladu opotřebení 60 %, koeficientu prodejnosti ve výši 75 % a pomocí likvidační srážky 15 % z jeho pořizovacích hodnot.

Společnost vykazuje nevýznamný **nedokončený dlouhodobý hmotný majetek**. Vzhledem k obtížné prodejnosti nedokončeného majetku jej oceňujeme paušálně na základě koeficientu prodejnosti ve výši 50 % a pomocí likvidační srážky 15 % z jeho účetních hodnot.

Společnost vykazuje **jiný dlouhodobý majetek**. Tento majetek oceňujeme paušálně na základě předpokladu opotřebení 50 %, koeficientu prodejnosti ve výši 75 % a pomocí likvidační srážky 15 % z jeho pořizovacích hodnot.

² **Zbytkové hodnoty** jsou obecně nejnižší substanční (věcné) hodnoty funkčního majetku vyjádřené jako procento ze vstupní, případně pořizovací ceny majetku.

³ **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).

⁴ **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 vykazuje **drobný dlouhodobý hmotný majetek**. Tento majetek oceňujeme paušálně na základě předpokladu opotřebení 60 %, koeficientu prodejnosti ve výši 75 % a pomocí likvidační srážky 15 % z jeho pořizovacích hodnot.

A.3 Dlouhodobý finanční majetek

Společnost nevykazuje žádný **dlouhodobý finanční majetek**.

A.4 Dlouhodobé pohledávky

Společnost nevykazuje žádné **dlouhodobé finanční pohledávky**.

A.5 Mimobilanční majetek

Společnost vykazuje majetek na **leasing**. Jedná se o kopírovací stroje a vysokozdvizné vozíky. Tento majetek oceňujeme paušálně na základě předpokladu opotřebení 20 %, koeficientu prodejnosti ve výši 85 % a pomocí likvidační srážky 15 % z jeho pořizovacích hodnot. Již na tomto místě jsme odečetli také mimobilanční závazky v podobě zbylých splátek.

B. PRACOVNÍ KAPITÁL

B.1 Zásoby

Zásoby jsme ocenili v závislosti na jejich připravenosti k prodeji pomocí koeficientů prodejnosti 85 % (materiál), 67 % (nedokončená výroba a polotovary), 95 % (výrobky) a 100 % (zboží) z jejich účetních hodnot.

B.2 Krátkodobé pohledávky

Krátkodobé pohledávky z obchodního styku oceňujeme dle jejich charakteru a počtu dnů po splatnosti. Podle rizika nesplacení aplikujeme srážky z jejich jmenovitých hodnot k datu 30. dubna 2016.

Tabulka 9.3.1 Ocenění krátkodobých pohledávek (v tis. Kč)

Ocenění krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů	druh	brutto/jmen. hodnota	srážka za riziko nesplac.	tržní/likv. hodnota
ve splatnosti	standardní	21 152	3,0%	20 485
do 30 dnů po splatnosti	standardní	3 580	9,0%	3 206
31 - 90 dnů po splatnosti	sledované	854	20,0%	683
91-180 dnů po splatnosti	nestandardní	-120	39,0%	-120
181-365 po splatnosti	pochybné	5	68,0%	2
nad 365 dnů po splatnosti	ztrátové	1 348	100,0%	0
Celkem		26 820	9,6%	24 255

Ostatní krátkodobé pohledávky považujeme za standardní a aplikujeme srážku 3 %.

B.3 Krátkodobý finanční majetek

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

B.4 Ostatní krátkodobá aktiva

Náklady příštích období oceňujeme pomocí 50 % koeficientu prodejnosti z účetní hodnoty, neboť by se při likvidaci pravděpodobně částečně změnilo na neúčelné vynaložené výdaje.

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 polovinu doby likvidace, při likvidaci by bylo třeba postupně uhradit jejich nominální výši i úroky přirostlé do doby úplného splacení úvěrů.

C.2 Ostatní dlouhodobé závazky

Společnost nevykazuje **jiné dlouhodobé bilanční závazky**.

C.3 Rezervy

Společnost vykazuje **rezervy**. Předpokládáme, že při likvidaci by pravděpodobně buď nebylo třeba hradit výdaje ve výši těchto rezerv anebo tyto výdaje kalkulujeme v rámci nákladů likvidace a oceňujeme je nulovou hodnotou.

C.4 Mimobilanční závazky

Významné spolehlivě ocenitelné **mimobilanční závazky** společnosti nám nejsou známy kromě splátek na leasing (viz bod A.5)

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 **9 660 tis. Kč**. Jejich struktura je součástí následující tabulky:

Tabulka 9.3.2 Odhad nákladů likvidace (v tis. Kč)

NÁKLADY LIKVIDACE	-9 660
- odstupné propuštěným zaměstnancům	-5 770
- právní služby	-100
- předčasné splacení úvěrů	-90
- odměna likvidátorovi	-1 400
- odměna asistentům likvidátora	-700
- provoz objektů (údržba, správa včetně ostrahy, daně a pojištění)	-300
- auditing a daňové poradenství	-100
- vedení účetnictví	-900
- znalecké posudky	-100
- archivace, smluvní pokuty a ostatní	-200

Výši likvidačního zůstatku před zdaněním tedy k datu 31. října 2017 odhadujeme na 1 273 tis. Kč. Tato výše likvidačního zůstatku bude s velkou mírou pravděpodobnosti nižší než celková daňová zůstatková hodnota ke stejnému datu. Nepředpokládáme

proto placení daní z příjmů na úrovni společnosti a **výši likvidačního zůstatku po zdanění tedy k datu 31. října 2016 odhadujeme také na 1 273 tis. Kč** a jedná se tak o zápornou hodnotu

Současnou hodnotu likvidačního zůstatku po zdanění tak k datu 30. dubna 2016 odhadujeme na 1 100 tis. Kč.

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

ZÁVĚR METODY LIKVIDAČNÍ HODNOTY

Hodnota společnosti **Elektroporcelán a.s.** získaná na základě metody likvidační hodnoty **k datu ocenění 30. dubna 2016** činí (po provedení výše popsaného kvalifikovaného odhadu):

1 100 000 Kč

(slovy: jeden milion sto tisíc korun českých)

10. Závěr

Účelem zpracování znaleckého posudku byl odhad **hodnoty akcií** společnosti **Elektroporcelán a.s.** se sídlem Postoloprtská 2951, 440 01 Louny, IČ: 282 03 101, pro **potřebu nedobrovolné dražby**.

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 společnosti Elektroporcelán a.s. – viz následující tabulka:

Tabulka č. 10.1 Ocenění společnosti Elektroporcelán a.s.

Metoda	Hodnota společnosti (Kč)	Váha
DCF entity	29 090 000	1
Likvidační hodnoty	1 100 000	0
Účetní hodnoty	196 390 000	0
Finální odhad	29 090 000	X

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

Na základě provedeného ocenění jsme dospěli k názoru, že **hodnota akcií** společnosti **Elektroporcelán a.s.** se sídlem Postoloprtská 2951, 440 01 Louny, IČ: 282 03 101, **o jmenovité hodnotě 1000 Kč k datu 30. dubna 2016 činí** (po provedení kvalifikovaného odhadu):

150 Kč

slovy: **sto padesát korun českých**

Na základě provedeného ocenění jsme dospěli k názoru, že **hodnota akcií společnosti Elektroporcelán a.s.** se sídlem Postoloprtská 2951, 440 01 Louny, IČ: 282 03 101, **o jmenovité hodnotě 758 Kč k datu 30. dubna 2016 činí** (po provedení kvalifikovaného odhadu):

113 Kč

slovy: **sto třináct korun českých**

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



A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Josef Knápek".

V Praze dne 11. července 2016

12. Přílohy a uzavírací podmínky

1. Přílohy: ...
2. ...
3. ...
4. ...
5. ...
6. ...
7. ...
8. ...
9. ...
10. ...

11. 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. Vyhraujeme 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.

12. 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.

13. Znalecká doložka

Tento znalecký posudek zpracovala společnost BOHEMIA EXPERTS, s.r.o. znalecký ústav, se sídlem Křížíkova 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 47 listů plus 9 příloh.

Znalecký úkon je zapsán ve znaleckém deníku pod pořadovým číslem 160711.

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



A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Josef Knápek".

Praha, 11. července 2016

Seznam příloh

1. kopie internetového výpisu z obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Ústí nad Labem, oddíl B, vložka 2560, Elektroporcelán a.s. se sídlem Postoloprtská 2951, 440 01 Louny, IČ: 282 03 101, ze dne 17. června 2016,
2. výkaz zisku a ztráty a rozvaha společnosti k datu 30. dubna 2016,
3. položky historických a plánovaných účetních výkazů společnosti za období od roku 2011 do 31. prosince 2022,
4. finanční analýza historie a finančního plánu společnosti za období od roku 2011 do 31. prosince 2022,
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 společnosti metodou DCF entity,
8. odhad hodnoty společnosti metodou likvidační hodnoty,
9. závěrečné shrnutí a konečný odhad hodnoty společnosti,

Příloha č. 1

Kopie výpisu z obchodního rejstříku

Výpis

z obchodního rejstříku, vedeného
Krajským soudem v Ústí nad Labem
oddíl B, vložka 2560

Datum zápisu:	28. prosince 2007
Spisová značka:	B 2560 vedená u Krajského soudu v Ústí nad Labem
Obchodní firma:	Elektroporcelán a.s.
Sídlo:	Postoloprtská 2951, 440 01 Louny
Identifikační číslo:	282 03 101
Právní forma:	Akciová společnost
Předmět podnikání:	pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor bez poskytování jiných než základních služeb zajišťujících řádný provoz nemovitostí, bytů a nebytových prostor zámečnictví, nástrojářství obráběčství opravy ostatních dopravních prostředků a pracovních strojů výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona distribuce plynu distribuce elektřiny

Statutární orgán - představenstvo:

předseda

představenstva:

PAVEL SEHNAL, dat. nar. 1. července 1964
Vavřenova 1440/2, Braník, 142 00 Praha 4
Den vzniku funkce: 16. července 2015
Den vzniku členství: 28. prosince 2012

místopředseda

představenstva:

MIROSLAV NOVOTNÝ, dat. nar. 11. února 1968
Na Ryšavce 152, Hradiště, 397 01 Písek
Den vzniku funkce: 16. července 2015
Den vzniku členství: 16. července 2015

člen představenstva:

PETR MILOTA, dat. nar. 10. března 1958
Čeňka Zemana 447, 439 01 Černčice
Den vzniku členství: 16. července 2015

člen představenstva:

JIŘÍ STANĚK, dat. nar. 10. července 1957
U Albrechtova vrchu 1150/26, Stodůlky, 155 00 Praha 5
Den vzniku členství: 16. července 2015

člen představenstva:

TOMÁŠ BREZULA, dat. nar. 7. září 1981
Šlikova 2400/62, Břevnov, 169 00 Praha 6
Den vzniku členství: 16. července 2015

Způsob jednání:

Za společnost jedná:
a) samostatně předseda představenstva,
b) společně místopředseda představenstva a jeden člen představenstva,

c) samostatně jeden člen představenstva, který k tomu byl představenstvem písemně pověřen v rozsahu tohoto pověření.

Podepisování za společnost se děje tak, že k napsané nebo vytištěné obchodní firmě společnosti připojí svůj vlastnoruční podpis s uvedením jména a funkce samostatně předseda představenstva nebo pověřený člen představenstva anebo místopředseda představenstva společně s dalším členem představenstva.

Dozorčí rada:**člen dozorčí rady:**

PETR KACHLÍK, dat. nar. 1. června 1954
Za zahradami 398/6, Dolní Měcholupy, 109 00 Praha 10
Den vzniku členství: 24. června 2014

Akcie:

42 412 ks akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč
200 661 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 758
,- Kč

Základní kapitál:

194 513 038,- Kč
Splaceno: 100%

Ostatní skutečnosti:

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

Na společnost Brown Hill, a.s., IČ 282 03 101, se sídlem Praha 1, Masarykovo nábřeží 235/28, PSČ 110 00, coby společnost nástupnickou přešlo v důsledku přeměny ve formě fúze sloučením obchodní jmění zanikající společnosti Elektroporcelán Louny a.s., IČ 499 02 521, se sídlem Louny, Postoloprtská 2951, PSČ 440 15.

Příloha č. 2

Účetní výkazy společnosti k datu 30. dubna 2016

ROZVAHA
v plném rozsahu

Elektroporcelán a.s.
IČ:28203101

k datu
30.4.2016
(v tisících Kč)

Postoloprtská 2951
Louny
440 15

		30.4.2016		
		Brutto	Korekce	Netto
	AKTIVA CELKEM	393 537	-9 274	384 263
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál			
B.	Dlouhodobý majetek	279 095	-8 442	270 653
I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	1 324	-10	1 314
	1. Zřizovací výdaje			
	2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje			
	3. Software	24	-10	14
	4. Ocenitelná práva			
	5. Goodwill			
	6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek			
	7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	1 300		1 300
	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek			
II.	Dlouhodobý hmotný majetek	277 771	-8 432	269 339
	1. Pozemky	84 906		84 906
	2. Stavby	177 457	-6 777	170 680
	3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	14 528	-1 655	12 873
	4. Pěstitelské celky trvalých porostů			
	5. Základní stádo a tažná zvířata			
	6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	22		22
	7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	858		858
	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek			
	9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku			
III.	Dlouhodobý finanční majetek			
	1. Podíly v ovládaných a řízených osobách			
	2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem			
	3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly			
	4. Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem			
	5. Jiný dlouhodobý finanční majetek			
	6. Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek			
	7. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek			
C.	Oběžná aktiva	114 247	-832	113 415
I.	Zásoby	75 186		75 186
	1. Materiál	9 336		9 336
	2. Nedokončená výroba a polotovary	49 778		49 778
	3. Výrobky	12 513		12 513
	4. Zvířata			
	5. Zboží	2 902		2 902
	6. Poskytnuté zálohy na zásoby	657		657

II.	Dlouhodobé pohledávky			
1.	Pohledávky z obchodních vztahů			
2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami			
3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem			
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení			
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy			
6.	Dohadné účty aktivní			
7.	Jiné pohledávky			
8.	Odložená daňová pohledávka			
III.	Krátkodobé pohledávky	29 886	-832	29 054
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	26 734	-832	25 902
2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	1 781		1 781
3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem			
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení			
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění			
6.	Stát - daňové pohledávky	992		992
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	374		374
8.	Dohadné účty aktivní			
9.	Jiné pohledávky	5		5
IV.	Krátkodobý finanční majetek	9 175		9 175
1.	Peníze	186		186
2.	Účty v bankách	8 989		8 989
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly			
4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek			
D. I.	Časové rozlišení	195		195
1.	Náklady příštích období	195		195
2.	Komplexní náklady příštích období			
3.	Příjmy příštích období			
	Kontrolní číslo	1 573 953	-37 096	1 536 857

		30.4.2016	
	PASIVA CELKEM	384 263	
A.	Vlastní kapitál	196 389	
I.	Základní kapitál	194 513	
	1. Základní kapitál	194 513	
	2. Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)		
	3. Změny základního kapitálu		
II.	Kapitálové fondy	18 872	
	1. Emisní ážio		
	2. Ostatní kapitálové fondy		
	3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-493	
	4. Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	19 365	
III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku		
	1. Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond		
	2. Statutární a ostatní fondy		
IV.	Výsledek hospodaření minulých let	-17 860	
	1. Nerozdělený zisk minulých let	1 137	
	2. Neuhrazená ztráta minulých let		
	3. Jiný výsledek hospodaření minulých let	-18 997	
V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)	864	
B.	Cizí zdroje	187 874	
I.	Rezervy	1 323	
	1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů		
	2. Rezerva na důchody a podobné závazky	769	
	3. Rezerva na daň z příjmů		
	4. Ostatní rezervy	554	
II.	Dlouhodobé závazky	25 277	
	1. Závazky z obchodních vztahů		
	2. Závazky k ovládaným a řízeným osobám	7 479	
	3. Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem		
	4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení		
	5. Dlouhodobé přijaté zálohy		
	6. Vydané dluhopisy		
	7. Dlouhodobé směnky k úhradě		
	8. Dohadné účty pasivní		
	9. Jiné závazky		
	10. Odložený daňový závazek	17 798	
III.	Krátkodobé závazky	84 220	
	1. Závazky z obchodních vztahů	57 609	
	2. Závazky k ovládaným a řízeným osobám	18 238	
	3. Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem		
	4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení		
	5. Závazky k zaměstnancům	2 611	
	6. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 471	
	7. Stát - daňové závazky a dotace	276	
	8. Krátkodobé přijaté zálohy	236	
	9. Vydané dluhopisy		
	10. Dohadné účty pasivní	3 672	
	11. Jiné závazky	107	
IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	77 054	
	1. Bankovní úvěry dlouhodobé	6 132	
	2. Krátkodobé bankovní úvěry	70 922	
	3. Krátkodobé finanční výpomoci		

C. I.	Časové rozlišení		
1.	Výdaje příštích období		
2.	Výnosy příštích období		
3.	Kurové rozdíly pasivní		
	Kontrolní číslo	1 536 188	

Datum sestavení účetní závěrky:	17.5.2016
Podpis členů statutárního orgánu: Ing. Miroslav Novotný, Ing Petr Milota	
Podpis osoby odpovědné za účetnictví: Alena Holatová	
Podpis osoby odpovědné za účetní závěrku: Alena Holatová	

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

v druhovém členění

Elektroporcelán a.s.
IČ:28203101

období končící k
30.4.2016
(v tisících Kč)

Postoloprtská 2951
Louny
440 15

		období do 30.4.2016	
I.	Tržby za prodej zboží	858	
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	730	
+	Obchodní marže	128	
II.	Výkony	58 891	
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	60 687	
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-2 246	
3.	Aktivace	450	
B.	Výkonová spotřeba	35 502	
1.	Spotřeba materiálu a energie	26 343	
2.	Služby	9 159	
+	Přidaná hodnota	23 517	
C.	Osobní náklady	18 640	
1.	Mzdové náklady	12 927	
2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	668	
3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	4 568	
4.	Sociální náklady	477	
D.	Daně a poplatky	576	
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	2 193	
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	300	
1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku		
2.	Tržby z prodeje materiálu	300	
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	10	
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku		
2.	Prodaný materiál	10	
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období		
IV.	Ostatní provozní výnosy	57	
H.	Ostatní provozní náklady	218	
V.	Převod provozních výnosů		
I.	Převod provozních nákladů		
*	Provozní výsledek hospodaření	2 237	

VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů		
J.	Prodané cenné papíry a podíly		
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku		
1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem		
2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů		
3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku		
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku		
K.	Náklady z finančního majetku		
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů		
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů		
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti		
X.	Výnosové úroky		
N.	Nákladové úroky	1 142	
XI.	Ostatní finanční výnosy	34	
O.	Ostatní finanční náklady	265	
XII.	Převod finančních výnosů		
P.	Převod finančních nákladů		
*	Finanční výsledek hospodaření	-1 373	
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost		
1.	- splatná		
2.	- odložená		
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	864	
XIII.	Mimořádné výnosy		
R.	Mimořádné náklady		
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti		
1.	- splatná		
2.	- odložená		
*	Mimořádný výsledek hospodaření		
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)		
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	864	
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	864	
	Kontrolní číslo	259 860	

Datum sestavení účetní závěrky:	17.5.2016
Podpis členů statutárního orgánu: Ing. Miroslav Novotný, Ing. Petr Milota	
Podpis osoby odpovědné za účetnictví: Alena Holatová	
Podpis osoby odpovědné za účetní závěrku: Alena Holatová	

Příloha č. 3

**Položky historických a plánovaných účetních
výkazů společnosti za období od
roku 2011 do 31. prosince 2022**

Příloha č. 4

**Finanční analýza historie a finančního plánu
společnosti za období od roku 2011 do
31. prosince 2022**

Finanční analýza - základní poměrové ukazatele	2011	2012	2013	2014	2015	1-4/2016	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
1. RENTABILITA (účetní)													
1.2 ROA (EBIT/aktiva)	-7,3%	-7,0%	-4,1%	0,7%	1,3%	0,5%	2,3%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%
1.3 ROE (EAT/VK)	-26,2%	-28,6%	-19,4%	-2,9%	0,6%	0,4%	2,2%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	3,0%	3,1%
1.4 ROS (zisková marže = EAT/tržby)	-10,5%	-9,3%	-5,8%	1,1%	2,7%	3,4%	4,9%	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%
2. LIKVIDITA (účetní)													
2.1 Běžná (celková) likvidita L3	1,88	1,76	1,77	1,91	1,73	1,35	1,72	1,71	1,73	1,75	1,77	1,79	1,82
2.2 Pohotová (rychlá) likvidita L2	0,64	0,40	0,43	0,48	0,51	0,45	0,54	0,54	0,56	0,58	0,60	0,62	0,65
2.4 Okamžitá (peněžní) likvidita L1 provozně nutná	0,19	0,12	0,05	0,17	0,19	0,14	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
2.5 WC/S (pracovní kapitál/výnosy)	0,32	0,28	0,31	0,36	0,26	0,49	0,27	0,27	0,28	0,28	0,27	0,27	0,27
2.5 Pracovní kapitál	69 681	55 922	53 621	58 799	45 728	29 195	48 604	51 231	54 309	56 443	58 668	60 989	63 411
3. AKTIVITA (ke konci roku)													
3.1 Doba obratu aktiv 1 (versus tržby)	524,2	483,0	523,3	528,2	797,6	2 347,4	785,9	762,1	747,2	733,3	720,4	708,5	697,6
3.2 Doba obratu aktiv 2 (versus výnosy)	548,7	493,4	547,8	537,1	813,7	2 381,6	801,9	777,4	762,2	748,0	734,9	722,8	711,6
3.3 Doba obratu zásob (versus tržby)	167,3	180,5	197,0	204,9	159,5	459,3	160,5	160,4	160,4	160,3	160,3	160,2	160,2
3.4 Doba obratu materiálu (versus výnosy)	30,9	26,2	29,0	29,5	17,5	57,0	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5
3.5 Doba obratu nedokončené výroby (versus výnosy)	0,0	87,4	105,3	108,9	102,1	304,1	102,1	102,1	102,1	102,1	102,1	102,1	102,1
3.6 Doba obratu výrobků (versus výnosy)	11,1	58,3	53,3	57,6	33,1	76,4	33,1	33,1	33,1	33,1	33,1	33,1	33,1
3.7 Doba obratu zboží (versus výnosy)	0,0	8,1	8,5	7,9	6,4	17,7	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
3.8 Doba inkasa krátkodobých pohledávek 1 (v. tržby)	61,0	33,2	55,9	44,7	42,0	177,5	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0
3.9 Doba inkasa krátkodobých pohledávek 2 (v. výnosy)	63,9	33,9	54,4	41,1	38,0	169,0	42,9	42,9	42,9	42,9	42,9	42,9	42,9
3.10 Doba úhrady krátkodobých závazků 1 (v. náklady bez odpisů)	162,7	131,2	146,4	154,6	140,5	432,6	149,3	149,8	149,7	149,6	149,6	149,6	149,6
3.11 Doba úhrady krátkodobých závazků 2 (v. náklady)	153,0	125,7	140,8	148,1	141,5	437,1	149,9	154,1	153,8	153,5	153,3	149,8	149,7
3.12 Doba úhrady krátkodobých závazků 3 (v. tržby)	134,8	132,4	146,5	143,1	130,8	403,1	136,9	136,9	136,9	136,9	136,9	136,9	136,9
4. STRUKTURA KAPITALU (účetní)													
4.1 Celková zadluženost (Cizí zdroje/Pasiva)	65,89%	69,91%	72,69%	72,44%	48,63%	48,89%	48,71%	47,42%	46,04%	44,69%	43,37%	43,08%	42,77%
4.4 Úrokové krytí 1 (EBIT/nákladové úroky)	-4,35	-4,19	-2,63	0,48	1,35	1,76	2,52	2,91	3,06	3,23	3,42	3,63	3,84

Příloha č. 5

Odhad výdajů na investice

Výdaje na investice do dlouhodobého majetku	2011	2012	2013	2014	2015	1-4/2016	5-12/2016p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
Nehmotný dlouhodobý majetek - netto	7 807	2 987	1 631	1 324	1 316	1 314	1 320	1 320	1 327	1 333	1 338	1 344	1 350	1 356
Hmotný dlouhodobý majetek - netto (bez OR k NM)	150 813	135 140	121 765	112 468	270 838	269 339	271 826	271 826	274 588	277 149	279 750	282 390	285 070	287 791
Dlouhodobý provozně nutný majetek - netto (bez OR k NM)	158 620	138 127	123 396	113 792	272 154	270 653	273 146	273 146	275 915	278 482	281 088	283 734	286 421	289 149
Odpisy (bez OR k NM)	22 972	20 748	15 384	10 550	6 259	2 193	4 293	6 486	6 552	6 613	6 675	6 738	6 802	6 867
Odpisování (zůstatková cena)	1 650	401	357	24	349	10	184	194	205	214	223	233	243	253
Výřazení (zůstatková cena)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investice do dlouhodobého majetku (brutto)	183 242	658	1 010	170	164 970	702	6 971	7 673	9 628	9 394	9 504	9 616	9 732	9 848

Výdaje na investice do pracovního kapitálu	2011	2012	2013	2014	2015	1-4/2016	5-12/2016p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
Zásoby	98 395	100 250	93 324	92 561	76 142	75 186	79 562	79 562	83 948	87 501	91 206	95 072	99 103	103 308
Dlouhodobé pohledávky (pracovní)	234	412	1 166	1 166	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé provozně nutné pohledávky	34 118	18 417	24 613	18 248	18 055	27 273	20 839	20 839	21 997	22 935	23 914	24 935	26 000	27 110
Krátkodobý provozně nutný finanční majetek	14 674	8 989	3 226	10 710	11 935	9 175	16 091	16 091	16 948	18 591	19 229	19 894	20 588	21 311
Ostatní aktiva	270	178	135	97	335	195	593	593	626	653	681	710	740	772
Dlouhodobé závazky (pracovní)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé provozně nutné závazky	79 262	73 539	69 422	64 657	62 409	65 982	67 888	67 888	71 661	74 718	77 907	81 232	84 701	88 318
Ostatní pasiva	1 727	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provozně nutný pracovní kapitál	66 702	54 707	53 042	58 125	44 058	45 847	49 197	49 197	51 857	54 962	57 124	59 378	61 730	64 182

Příloha č. 6

Odhad výše diskontních měř

Prémie za riziko trhu	4/2016	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	Perpetuita
Základní	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%
Dodatečná prémie za riziko země (dle ratingu ČR)	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Volatilita	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Riziková prémie země po úpravě	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%
Základní prémie za riziko v ČR	4,89%	4,89%	4,89%	4,89%	4,89%	4,89%	4,89%	4,89%	4,89%
Nezadlužený beta koeficient odvětví	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Očekávaná sazba daně z příjmů	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Očekávaná průměrná tržní zadluženost společnosti ke konci období	48,89%	48,89%	48,89%	48,89%	48,89%	48,89%	48,89%	48,89%	48,89%
Zadlužený beta koeficient odvětví	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95
Blumův vzorec	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63
Celková	7,99%	7,99%	7,99%	7,99%	7,99%	7,99%	7,99%	7,99%	7,99%

Náklady na vlastní kapitál (n _{VK})	4/2016	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	Perpetuita
"Bezriziková" míra výnosnosti	0,45%	0,84%	1,43%	2,02%	2,61%	3,20%	3,78%	4,37%	4,96%
Prémie za riziko trhu	7,99%	7,99%	7,99%	7,99%	7,99%	7,99%	7,99%	7,99%	7,99%
Přirážka za nelikviditu	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Přirážka za velikost	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Náklady na VK	10,4%	10,8%	11,4%	12,0%	12,6%	13,2%	13,8%	14,4%	15,0%

Náklady na cizí kapitál (n _{CK})	4/2016	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	Perpetuita
Indikativní průměrná úroková sazba z cizího kapitálu - prům.	0,5%	0,8%	1,4%	2,0%	2,6%	3,2%	3,8%	4,4%	5,0%
Riziková přirážka za riziko cizího kapitálu	2,9%	2,9%	2,9%	3,0%	3,3%	3,5%	3,3%	3,3%	3,3%
Náklady na CK	3,4%	3,7%	4,3%	5,0%	5,9%	6,7%	7,1%	7,7%	8,3%

Celkové náklady na kapitál (WACC)	4/2016	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	Perpetuita
Očekávaná sazba daně z příjmů PO (d)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Náklady vlastního kapitálu (n _{VK})	10,4%	10,84%	11,43%	12,01%	12,60%	13,19%	13,78%	14,37%	14,95%
Náklady vlastního kapitálu upravené o daňový štít	10,4%	10,84%	11,43%	12,01%	12,60%	13,19%	13,78%	14,37%	14,95%
Náklady cizího kapitálu (n _{CK})	3,4%	3,70%	4,30%	5,00%	5,90%	6,70%	7,08%	7,67%	8,26%
Náklady cizího kapitálu upravené o daňový štít	2,8%	3,00%	3,48%	4,05%	4,78%	5,43%	5,73%	6,21%	6,69%
Celková současná hodnota za I. fázi	28 698	27 661	24 925	21 990	17 616	12 603	6 779	0	
Celková současná hodnota za II. fázi	95 740	100 077	105 235	111 421	118 901	127 829	138 151	150 295	
Celková hodnota provozního kapitálu ke konci období (K)	124 438	127 738	130 160	133 411	136 517	140 432	144 929	150 295	
Cizí kapitál pro provoz ke konci období (CK)	102 771	102 771	102 771	102 771	102 771	102 771	102 771	102 771	
Vlastní kapitál pro provoz ke konci období (VK)	21 667	24 967	27 389	30 640	33 746	37 661	42 158	47 524	
Tržní zadluženost ke konci období (CK/K)	82,6%	80,5%	79,0%	77,0%	75,3%	73,2%	70,9%	68,4%	67,0%
Celkové náklady na kapitál (diskontní míry)	4,09%	4,53%	5,15%	5,88%	6,71%	7,51%	8,07%	8,79%	9,42%

Příloha č. 7

**Odhad hodnoty společnosti metodou
DCF entity**

Provozní hodnota podniku po odečtení cizího kapitálu	29 089
--	--------

Hodnota majetku a závazků nepotřebných pro provoz

Hodnota dlouhodobého nehmotného neprovozního majetku	
Hodnota dlouhodobého hmotného neprovozního majetku	
Hodnota dlouhodobého finančního neprovozního majetku	
Hodnota neprovozních pohledávek	
Hodnota krátkodobého finančního neprovozního majetku	0
Hodnota neprovozních závazků	
Celková hodnota identifikovaného neprovozního majetku	0

Hodnota společnosti	29 090
---------------------	--------

Priloha č. 3
Metoda hodnoty společnosti metodou
likvidační hodnoty

Příloha č. 8

**Odhad hodnoty společnosti metodou
likvidační hodnoty**

účetní hodnota 30.4.2016 likvidační hodnota 31.10.2017

1 HODNOTA DLOUHODOBÉHO A MIMOBILANČNÍHO MAJETKU		
	účetní hodnota 30.4.2016	likvidační hodnota 31.10.2017
1 HODNOTA DLOUHODOBÉHO A MIMOBILANČNÍHO MAJETKU	237 498	88 436
a) Stálá aktiva	289 908	88 095
- Software	14	5
- Ostatní nehmotný majetek	1 300	300
- Stavby a pozemky	255 586	78 804
- Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	12 873	3 705
- Pěstíelské celky trvalých porostů	0	0
- Základní stádo a tažná zvířata	0	0
- Jiný dlouhodobý hmotný majetek	22	7
- Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	858	365
- Drobný dlouhodobý majetek	19 255	4 910
- Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0
- Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	0	0
- Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0
- Podíly v osobách pod podstatným vlivem	0	0
- Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0
- Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0	0
b) Dlouhodobé pohledávky	0	0
- Dlouhodobé pohledávky z obchodního styku včetně poskytnutých záloh	0	0
- Stát – odložená daňová pohledávka	0	0
- Jiné pohledávky	0	0
c) Mimobilanční majetek	1 590	341

2 HODNOTA PRACOVNÍHO KAPITÁLU		
	účetní hodnota 30.4.2016	likvidační hodnota 31.10.2017
2 HODNOTA PRACOVNÍHO KAPITÁLU	113 610	93 220
Krátkodobá pracovní aktiva celkem	113 610	93 220
a) Zásoby	75 186	56 635
- Materiál	9 336	7 936
- Nedokončená výroba a polotovary	49 778	33 351
- Výrobky	12 513	11 887
- Zvířata	0	0
- Zboží	2 902	2 902
- Poskytnuté zálohy na zásoby	657	558
b) Krátkodobé pohledávky	29 054	27 313
- Pohledávky z obchodních vztahů	25 902	24 255
- Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	1 781	1 728
- Pohledávky za osobami pod podstatným vlivem	0	0
- Stát – daňové pohledávky	992	962
- Krátkodobé poskytnuté zálohy	374	363
- Dohadné účty aktivní	0	0
- Jiné pohledávky	5	5
c) Finanční majetek	9 175	9 175
- Peníze	186	186
- Účty v bankách	8 989	8 989
- Krátkodobý finanční majetek	0	0
d) Časové rozlišení aktivní	195	98
- Náklady příštích období	195	98
- Příjmy příštích období	0	0
Krátkodobá pasiva celkem	-84 220	-84 220
a) Krátkodobé závazky	-84 220	-84 220
- Závazky z obchodních vztahů	-57 609	-57 609
- Závazky k ovládaným a řízeným osobám	-18 238	-18 238
- Závazky k osobám pod podstatným vlivem	0	0
- Závazky ke společníkům a sdružení	0	0
- Závazky k zaměstnancům	-2 611	-2 611
- Závazky ze soc. zabezpečení	-1 471	-1 471
- Stát-daňové závazky	-276	-276
- Krátkodobé přijaté zálohy	-236	-236
- Dohadné účty pasivní	-3 672	-3 672
- Jiné závazky	-107	-107
b) Časové rozlišení pasivní	0	0
- Výdaje příštích období	0	0
- Výnosy příštích období	0	0

3 HODNOTA NEPRACOVNÍHO CIZÍHO KAPITÁLU		
	účetní hodnota 30.4.2016	likvidační hodnota 31.10.2017
3 HODNOTA NEPRACOVNÍHO CIZÍHO KAPITÁLU	-102 251	-86 503
a) Bankovní úvěry a výpomoci	-77 054	-79 024
- Dlouhodobé bankovní úvěry	-6 132	-6 301
- Běžné bankovní úvěry	-70 922	-72 723
- Krátkodobé bankovní výpomoci	0	0
b) Dlouhodobé závazky	-25 277	-7 479
- Stát-odložený daňový závazek	-17 798	0
- Jiné závazky	-7 479	-7 479
c) Rezervy	-554	0
- Rezervy zákonné	0	0
- Ostatní rezervy	-554	0
d) Mimobilanční závazky	0	0

4 NÁKLADY LIKVIDACE		
	účetní hodnota 30.4.2016	likvidační hodnota 31.10.2017
4 NÁKLADY LIKVIDACE	0	880

Hodnota podniku po odečtení závazků k datu rozdělení likvidačního zůstatku před zdaněním	1 273
Modelový základ daně z příjmů právnických osob	0
Očekávaná průměrná sazba daně z příjmů právnických osob	19,00%
Modelová daň z příjmů právnických osob	0
Hodnota podniku po odečtení závazků k datu "rozdělení likvidačního zůstatku"	1 273

Datum "rozdělení likvidačního zůstatku"	31.10.2017
Datum ocenění	30.4.2016
Počet let likvidace	1,5
Očekávané průměrné náklady VK pro likvidaci	11,2%
Diskontní faktor pro VK za celou dobu likvidace	0,861

Hodnota společnosti	1 100
----------------------------	--------------

Příloha č. 9

**Závěrečné shrnutí a konečný odhad
hodnoty společnosti**

Elektroporcelán a.s.**Závěrečné shrnutí**

k 30.4.2016

(údaje v Kč)

BOHEMIA EXPERTS, s.r.o.

znalecký ústav

Metoda	Hodnota společnosti	Váha
Přístup výnosový (metoda DCF entity)	29 090 000	1
Přístup majetkový (metoda likvidační hodnoty)	1 100 000	0
Přístup majetkový (metoda účetní hodnoty)	196 390 000	0
Výsledná hodnota	29 090 000	



[Faint, illegible text, possibly a shipping label or address, visible through the paper.]