

ZNALCKÝ POSUDEK

**Zjištění ceny (hodnoty) akcií
společnosti OTAVAN Třeboň a.s.**

pro účely veřejné nedobrovolné dražby

Výtisk č. 3

Účel znaleckého posudku:	Zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s. pro účely veřejné nedobrovolné dražby
Objednatel znaleckého posudku:	CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s. , sídlem Brno, Žabovřesky, Veveří 3163/111, PSČ 616 00, IČ 277 58 419
Číslo znaleckého posudku:	384-6/2015
Znalecký posudek vyhotovil:	Ing. Rastislav Machů, znalec v oboru ekonomika, odvětví ceny a odhady se zvláštní specializací podniků, jmenovaný rozhodnutím Městského soudu v Praze ze dne 24.11.2005 č.j. Spr. 500/2005
Jmenování Znalce soudem k provedení znaleckého úkonu:	Pro zpracování tohoto znaleckého posudku nevznikla povinnost jmenování Znalce soudem
Ocenění provedeno ke dni:	31.12.2014
Počet listů znaleckého posudku:	<i>82 stran textu bez příloh (přílohy jsou řazeny samostatně)</i>
Počet vyhotovených výtisků znaleckého posudku:	3 (výtisky s pořadovými čísly 1 až 2 pro Objednatele, výtisk s pořadovým číslem 3 pro archiv Znalce)
Datum vyhotovení znaleckého posudku:	16.4.2015

Obsah

1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE	7
1.1. Předmět znaleckého posudku	7
1.2. Objednatel a Znalec	7
1.3. Zdroje informací a ověření vstupních dat.....	7
1.4. Předpoklady a omezující podmínky	9
1.5. Hodnotová báze.....	9
1.6. Základní zásady aplikované při zpracování posudku	10
1.7. Faktory zohledněné posudkem.....	11
1.8. Den ocenění	12
1.9. „Kontrolní prémie“, resp. „srážka za minoritu“	12
1.10. Zásada „Stand-alone basis“ a „Going concern“	12
1.11. Platnost a použitelnost znaleckého posudku	12
1.12. Obtíže při oceňování.....	12
1.13. Podnik versus Obchodní závod.....	13
2. POPIS PŘEDMĚTU OCENĚNÍ (AKCIÍ SPOLEČNOSTI OTAVAN TŘEBOŇ A.S.) 14	
3. STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	15
3.1. Společnost OTAVAN Třeboň a.s.....	15
3.2. Vznik a stručná historie společnosti OTAVAN Třeboň a.s.	15
3.3. Základní kapitál, struktura akcionářů, dispozice s akciemi.....	15
3.4. Podnikatelské zaměření Cílové společnosti.....	16
3.1. Portfolio výrobků	17
3.2. Organizační struktura společnosti OTAVAN Třeboň a.s.....	17
3.3. Zaměstnanci	18
3.4. Dlouhodobý finanční majetek	18
3.5. Nehmotná práva	18
3.6. Daňová ztráta společnosti OTAVAN Třeboň a.s.	18
3.7. Spory, neprovozní majetek a závazky, zástavní právo	19
3.8. Účetnictví společnosti.....	20
3.8.1. Vymezení účetní jednotky.....	20
3.8.2. Audit.....	20
3.8.3. Účetní metody, zásady, způsoby oceňování a odepisování.....	21
4. MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA, ANALÝZA ODVĚTVÍ, FINANČNÍ ANALÝZA	23
4.1. Stručná makroekonomická analýza	23
4.1.1. Česká republika.....	23
4.1.2. Eurozóna	25

4.2. Stručný náhled na situaci v odvětví.....	26
4.2.1. Vymezení oboru	26
4.2.2. Vývoj v oboru	26
4.2.3. Celkové zhodnocení vývoje v textilním a oděvním průmyslu	27
4.2.4. Co bude ovlivňovat vývoj oboru v budoucnu?	28
4.3. Finanční analýza společnosti.....	28
4.3.1. Časový horizont a cíl finanční analýzy	28
4.3.2. Finanční analýza za roky 2009 až 2014	29
4.3.3. Hodnocení hospodaření roku 2013 dle Výroční zprávy Cílové společnosti za rok 2013	39
4.3.4. Závěr z finanční analýzy	40
5. POUŽITÉ ZPŮSOBY OCENĚNÍ	42
5.1. Metoda diskontovaného peněžního toku DCF equity.....	42
5.2. Účetní hodnota vlastního kapitálu	45
5.3. Důvody použití vybraných metod.....	45
6. FINANČNÍ PLÁN	47
6.1. Účel Finančního plánu.....	47
6.2. Délka trvání Finančního plánu	47
6.3. Východiska pro tvorbu Finančního plánu	47
6.4. Rentabilita investovaného kapitálu.....	53
6.5. Stručné shrnutí Finančního plánu	54
7. POSUDEK	56
7.1. Výnosová metoda DCF equity	56
7.1.1. Volné peněžní toky (FCFE)	56
7.1.2. Náklady na vlastní kapitál.....	58
7.1.3. Kumulovaný volný peněžní tok FCFE pro vlastníky (I. fáze propočtu)	64
7.1.4. Terminální hodnota (II. fáze propočtu).....	65
7.1.5. Hodnota neprovozního majetku a závazků.....	66
7.1.6. Hodnota čistého obchodního majetku stanovená výnosovou metodou DCF equity	68
7.2. Účetní hodnota vlastního kapitálu	69
8. ROZPRAVA K DOSAŽENÝM VÝSLEDKŮM	70
8.1. Stanovení hodnoty čistého obchodního majetku Cílové společnosti	70
8.2. Zjištění ceny (hodnoty) akcií bez vlivu srážky za minoritu	72
8.3. Aplikace srážky za minoritu	72
8.4. Hodnota versus cena.....	74
9. ČÁSTKA, KTEROU SE OCEŇUJÍ AKCIE SPOLEČNOSTI OTAVAN TŘEBOŇ A.S. 75	
10. CELKOVÁ REKAPITULACE	76
11. PROHLÁŠENÍ O NEZÁVISLOSTI.....	79
12. ZNALECKÁ DOLOŽKA.....	80

13. POUŽITÁ LITERATURA	81
14. PŘÍLOHY	82

Seznam tabulek

Tabulka č. 1: Základní identifikace společnosti OTAVAN Třeboň a.s.	15
Tabulka č. 2: Vymezení daňových ztrát společnosti OTAVAN Třeboň a.s.	19
Tabulka č. 3: HDP ve stálých cenách	23
Tabulka č. 4: HDP v běžných cenách	23
Tabulka č. 5: Inflace	24
Tabulka č. 6: Státní dluhopisy 10Y	24
Tabulka č. 7: Směnné kurzy	24
Tabulka č. 8: Hrubý domácí produkt ve stálých cenách a inflace Eurozóny.....	26
Tabulka č. 9: Relativní struktura dlouhodobého majetku.....	29
Tabulka č. 10: Relativní struktura oběžných aktiv	30
Tabulka č. 11: Absolutní struktura oběžných aktiv	30
Tabulka č. 12: Obchodní marže	33
Tabulka č. 13: Výkony	33
Tabulka č. 14: Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (tuzemsko x export)	34
Tabulka č. 15: Výkonová spotřeba.....	34
Tabulka č. 16: Ukazatele výkonové spotřeby	34
Tabulka č. 17: Provozní a finanční výsledky hospodaření	35
Tabulka č. 18: EBIT a EBITDA	35
Tabulka č. 19: Ostatní provozní a finanční výnosy a náklady.....	36
Tabulka č. 20: Výsledky hospodaření	37
Tabulka č. 21: Ukazatelé rentability	37
Tabulka č. 22: Ukazatelé likvidity.....	38
Tabulka č. 23: Doby obratu zásob	38
Tabulka č. 24: Doby obratu krátkodobých pohledávek a závazků z obchodních vztahů	39
Tabulka č. 25: Investice v letech 2006 až 2013	40
Tabulka č. 26: Rentabilita investovaného kapitálu.....	54
Tabulka č. 27: Investice do provozně nutného pracovního kapitálu.....	56
Tabulka č. 28: Výpočet peněžních toků FCFE – I. část.....	57
Tabulka č. 29: Výpočet peněžních toků FCFE – II. část	58
Tabulka č. 30: Porovnání inflace v ČR a USA	62
Tabulka č. 31: Náklady na vlastní kapitál.....	64

Tabulka č. 32: Kumulovaný volný peněžní tok FCFE pro vlastníky.....	64
Tabulka č. 33: Účetní hodnota vlastního kapitálu	69
Tabulka č. 34: Srážka za minoritu	73
Tabulka č. 35: Srážka za minoritu	73
Tabulka č. 36: Základní identifikace společnosti OTAVAN Třeboň a.s.	76

Seznam vzorců

Vzorec č. 1: Metoda diskontovaného peněžního toku DCF equity – I. fáze.....	43
Vzorec č. 2: Výpočet první fáze DCF equity	44
Vzorec č. 3: Výpočet druhé fáze DCF equity	44
Vzorec č. 4: Rentabilita investovaného kapitálu	54
Vzorec č. 5: Vzorec pro výpočet nákladů na vlastní kapitál	59
Vzorec č. 6: Míra zadluženosti podniku.....	60
Vzorec č. 7: Vztah mezi betou zadlužené společnosti a betou při nulovém zadlužení	61
Vzorec č. 8: Terminální hodnota (Gordonův vzorec)	65
Vzorec č. 9: Hodnota čistého obchodního majetku na bázi výnosové metody.....	68

1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE

1.1. Předmět znaleckého posudku

Objednatel tohoto znaleckého posudku jsem byl požádán o zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s., sídlem Třeboň, Nádražní 641, PSČ 379 20, IČ 135 03 031, zapsané do obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Českých Budějovicích, oddíl B, vložka 88 (*dále také jen „Cílová společnost“*), a to pro účely veřejné nedobrovolné dražby.

Předmětem tohoto znaleckého posudku je **zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s. pro účely veřejné nedobrovolné dražby.**

Popis předmětu ocenění je specifikován v kapitole č. 2 - *Popis předmětu ocenění.*

1.2. Objednatel a Znalec

Objednatel znaleckého posudku je společnost **CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.**, sídlem Brno, Žabovřesky, Veveří 3163/111, PSČ 616 00, IČ 277 58 419, zapsaná do obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 5249 (*dále také jen „Objednatel“*).

Znalecký posudek zpracoval Ing. Rastislav Machů, znalec v oboru ekonomika, ceny a odhady se zvláštní specializací podniků (*dále také jen „Znalec“*).

Pro zpracování tohoto znaleckého posudku nevznikla povinnost jmenování Znalce soudem.

1.3. Zdroje informací a ověření vstupních dat

Znalecký posudek vychází z údajů poskytnutých **jeho Objednatel a managementem společnosti OTAVAN Třeboň a.s.** Tyto zdroje považuji za věrohodné, přijaté podklady jsem dále již neverifikoval z hlediska jejich pravosti. Pro účely tohoto znaleckého posudku jsem měl k dispozici následující podkladové materiály, z nichž znalecký posudek vychází:

- Výpis z Obchodního rejstříku společnosti OTAVAN Třeboň a.s. s údaji platnými ke dni 25.3.2015 (*zdroj: webové stránky <https://or.justice.cz/> v sekci pro Obchodní rejstřík*);
- Účetní závěrka společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2014 (před auditem) (*zdroj: Objednatel posudku*);
- Obratová předvaha společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2014 (před auditem) (*zdroj: Objednatel posudku*);
- Výroční zpráva společnosti OTAVAN Třeboň a.s. za rok 2013 (*zdroj: webové stránky <https://or.justice.cz/> v sekci pro Sbírku listin*);
- Výroční zpráva společnosti OTAVAN Třeboň a.s. za rok 2012 (*zdroj: webové stránky <https://or.justice.cz/> v sekci pro Sbírku listin*);
- Výroční zpráva společnosti OTAVAN Třeboň a.s. za rok 2011 (*zdroj: webové stránky <https://or.justice.cz/> v sekci pro Sbírku listin*);
- Výroční zpráva společnosti OTAVAN Třeboň a.s. za rok 2010 (*zdroj: webové stránky <https://or.justice.cz/> v sekci pro Sbírku listin*);

- Stanovy společnosti OTAVAN Třeboň a.s. ze dne 31.7.2014 (*zdroj: webové stránky <https://or.justice.cz/> v sekci pro Sbíрку listin*);
- Přiznání k dani z příjmů právnických osob společnosti OTAVAN Třeboň a.s. za zdaňovací období od 1.1.2013 do 31.12.2013 (*zdroj: Objednatel posudku*);
- Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti OTAVAN BG EOOD k 31.12.2014 (*zdroj: Objednatel posudku*);
- Informace o nehmotných právech, sporech, mimobilančním a neprovozním majetku a závazcích (*zdroj: Objednatel posudku*);
- Materiál „Ekonomický vývoj textilního a oděvního průmyslu za 1. polovinu roku 2014“ ze dne 18.8.2014 (*zdroj: Asociace textilního, oděvního a kožedělného průmyslu – viz webové stránky <http://www.atok.cz/>*);
- Věková struktura pohledávek z obchodních vztahů společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2014 (*zdroj: Objednatel posudku*);
- Informace o úročených pohledávkách a závazcích společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2014 (*zdroj: Objednatel posudku*);
- Popisné údaje;
- Další doplňkové podklady, ústní komentáře a vysvětlení.

Při zpracování znaleckého posudku jsem použil také další zdroje:

- Vlastní šetření v sídle Cílové společnosti;
- Operativní konzultace s Objednatelem posudku a s managementem Cílové společnosti;
- Právní předpisy;
- Vlastní archiv;
- Materiál „Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE)“ – verze 1.0 z července 2010 (*viz webové stránky <http://www.cnb.cz/>*);
- Metodický materiál „Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL)“ s přílohami „Obsahové náležitosti znaleckého posudku (ZNAL Příl. 1)“ a „Nedostatky znaleckých posudků (ZNAL Příl. 2)“, který aktualizovala Komise pro cenné papíry v roce 2004 (*viz webové stránky <http://www.cnb.cz/>*);
- Prezentace Komise pro cenné papíry s označením „Zkušenosti KCP se znaleckými posudky“ z října 2005 (*viz webové stránky <http://www.cnb.cz/>*);
- Internet a veřejné databáze;
- Sbírka listin rejstříkového soudu;
- Neveřejná databáze zpravodajského serveru hospodářských novin (*webová stránka <http://www.vyhledavani.ihned.cz/>*);

- Materiál „Makroekonomická predikce České republiky“ vydávaný Ministerstvem financí ČR, odborem Finanční politiky s aktualizací 1/2015 (*webové stránky* <http://www.mfcr.cz/>);
- Materiál „Economic Forecast – Autumn 2014“, který publikovala European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs na webových stránkách <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>;
- Materiál „Analýza vývoje ekonomiky ČR za rok 2013“, který vydává Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (*zdroj: http://www.mpo.cz/*);
- Materiál „Analýza vývoje ekonomiky ČR za 2. čtvrtletí 2014“, který vydává Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (*zdroj: http://www.mpo.cz/*);
- Další média (zejména periodika, literatura uvedená v kapitole č. 13 - *Použitá literatura*, apod.);
- Další zdroje.

1.4. Předpoklady a omezující podmínky

Při zpracování tohoto znaleckého posudku jsem vycházel z následujících předpokladů a omezujících podmínek:

- Údaje o skutečnostech obsažených ve znaleckém posudku považuji za pravdivé a správné.
- Při zpracování tohoto znaleckého posudku jsem vycházel ze zdrojů uvedených v kapitole č. 1.3 - *Zdroje informací a ověření vstupních dat*. Vzhledem k věrohodnosti těchto zdrojů jsem poskytnuté údaje dále neověřoval. Při zpracování tohoto znaleckého posudku jsem dále využil literaturu uvedenou v kapitole č. 13 - *Použitá literatura*.
- Analýzy, názory a závěry uvedené v tomto znaleckém posudku jsou platné jen za omezených podmínek a předpokladů, které jsou uvedeny v tomto posudku a jsou mými osobními, nezaujatými a dle mého názoru profesionálními analýzami, názory a závěry.
- V souladu s tím, co je uvedeno v kapitole č. 11 - *Prohlášení o nezávislosti*, konstatuji, že nemám žádné současné ani budoucí zájmy na předmětu ocenění v rámci tohoto znaleckého posudku ani na zúčastněných osobách a současně neexistuje osobní zájem nebo zaujatost vzhledem k výsledku znaleckého posudku.

1.5. Hodnotová báze

Základnou pro zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s. pro účely veřejné nedobrovolné dražby v tomto znaleckém posudku je **objektivizovaná (tržní) hodnota** vyjádřená v peněžních jednotkách (*v české právní terminologii cena obvyklá*). Tato objektivizovaná hodnota je definována v souladu s doporučením Evropského sdružení odhadců majetku TEGoVA (The European Group Of Valuers Of Fixed Assets) jako „*finanční částka, která může být smněna mezi dobrovolně jednajícím potenciálním kupujícím a prodávajícím, aniž by byl činen nátlak na koupi nebo prodej. Přitom obě zúčastněné strany si plně uvědomují a znají všechna relevantní fakta o dané věci*“.

S touto definicí je v souladu i aktuální definice obvyklé ceny uvedená v zákoně č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů: „*obvyklou cenou se rozumí cena, která by byla dosažena při prodeji stejného, případně obdobného majetku, nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém*

obchodním styku v tuzemsku, a to ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího, nebo kupujícího, ani vliv zvláštní oblíby. Mimořádnými okolnostmi se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblíbou se rozumí zvláštní hodnota přikládána majetku nebo službě, vyplývající z osobního vztahu k nim“.

1.6. Základní zásady aplikované při zpracování posudku

Při zpracování tohoto posudku jsem aplikoval základní zásady akcentující objektivitu ocenění, nezávislost Znalce a transparentnost použitých postupů. Jedná se především o následující zásady:

a) Komplexnost

Dle mého názoru ocenění nezávisle, nestranně a komplexně přihlíží ke všem známým relevantním skutečnostem, ke kterým mohlo být při jeho zpracování přihlédnuto.

b) Úplnost

Ocenění považuji za úplné, neboť dle mého mínění obsahuje veškeré náležitosti, které zabezpečují jednoznačně transparentní a plně použitelný výstup.

c) Vnitřní konzistence

Ocenění je vnitřně konzistentní. Dle mého názoru byly při zpracování tohoto posudku použity postupy a metody v souladu s obecnými předpoklady a principy.

d) Nezávislost, nestrannost

Konstatuji, že nejsem žádným způsobem závislý na výsledku ocenění (*viz prohlášení v kapitole č. 11 - Prohlášení o nezávislosti*).

e) Opakovatelnost ocenění

Dle mého mínění je ocenění opakovatelné, což znamená, že je kýmkoliv přezkoumatelné. Vzhledem k transparentním a obecně známým postupům může objednatel tohoto posudku přezkoumat použitý postup při ocenění.

f) Důvodnost a odůvodněnost

V tomto posudku byly důvodně a odůvodněně použity takové metodické postupy, které byly vhodné, přiměřené a plně vyhovující relevantním informacím, které jsem měl k dispozici (*viz kapitola č. 5 - Použité způsoby ocenění*).

g) Vzájemná kontrola

V rámci tohoto posudku byly v souladu s přiměřeně aplikovaným nepřímým požadavkem *ust. § 143 odst. 3 zákona č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)*, ve znění pozdějších předpisů (dále také jen „**ZOK**“) použity **alespoň dva metodické postupy**. Obě metody tak umožňují vzájemnou kontrolu dosažených dílčích výsledků.

h) Spolehlivost

Jak je uvedeno v kapitole č. 1.3 - *Zdroje informací a ověření vstupních dat*, považuji zdroje, z nichž bylo čerpáno pro účely tohoto posudku, za věrohodné.

i) Relevantnost

Dle mého názoru jsou údaje použité v tomto posudku relevantní a nezbytné pro kvalitní zpracování.

j) Transparentnost

Údaje, použité v rámci tohoto znaleckého posudku, jsou transparentní. Jak je uvedeno v kapitole č. 1.3 - *Zdroje informací a ověření vstupních dat*, znalecký posudek je založen na údajích poskytnutých jeho Objednatel, managementem Cílové společnosti a získaných z dostupných veřejných zdrojů. Tyto zdroje považuji za věrohodné. Zdroje jednotlivých podkladů a dat jsou ve znaleckém posudku označeny.

1.7. Faktory zohledněné posudkem

Znalecký posudek vychází z premisy, že faktory, které by mohly významně ovlivnit hledanou hodnotu, by měly být při ocenění zohledněny. Jedná se především o tyto:

- účel ocenění;
- vymezení předmětu ocenění;
- celkový podíl oceňovaných akcií na hlasovacích právech;
- struktura akcionářů společnosti OTAVAN Třeboň a.s.;
- případná jednání akcionářů ve shodě ve smyslu ust. § 78 ZOK;
- aktuální podnikatelské aktivity společnosti OTAVAN Třeboň a.s.;
- odvětví, v němž podniká společnost OTAVAN Třeboň a.s.;
- konkurence v oboru;
- majetková hodnota jmění společnosti OTAVAN Třeboň a.s.;
- výnosová hodnota čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s.;
- případné předchozí úplatné transakce s akciemi společnosti OTAVAN Třeboň a.s.;
- organizace společnosti OTAVAN Třeboň a.s.;
- zaregistrovaná nehmotná práva;
- účetnictví společnosti;
- struktura financování;
- mimobilanční a neprovozní majetek a závazky společnosti OTAVAN Třeboň a.s.;
- měnová, obchodní, provozní, finanční rizika podnikání v daném oboru;
- aktuální podnikatelská rizika v oboru;
- vlivy tzv. „globální ekonomické krize“, resp. „dluhové krize Eurozóny“ na podnikání v oboru.

Všechny tyto a další faktory byly prošetřovány z dostupných informačních zdrojů a jejich působení a váhy byly přímo či nepřímo zahrnuty do znaleckého posudku.

1.8. Den ocenění

Zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s. pro účely veřejné nedobrovolné dražby je prováděno ke dni **31.12.2014**. K tomuto datu jsem disponoval všemi podklady uvedenými v kapitole č. 1.3 - *Zdroje informací a ověření vstupních dat*.

1.9. „Kontrolní prémii“, resp. „srážka za minoritu“

S ohledem na předmět ocenění a strukturu akcionářů jsem při zpracovávání tohoto posudku uvažoval „kontrolní prémii“ Většinového (Hlavního, Majoritního) akcionáře z titulu velikosti jím držného akciového podílu, resp. „diskont“ u akcií v držení Menšinových akcionářů odpovídajícím počtu dražených akcií. Podle mého názoru **se prokázala existence Většinového (Hlavního či Majoritního) akcionáře**, resp. několika akcionářů jednajících ve shodě – viz kapitola č. 3.3 - *Základní kapitál, struktura akcionářů, dispozice s akciemi. Tato podmínka je nutná k diskusi ohledně zahrnutí případné srážky hodnoty na úrovni akcionářů*.

1.10. Zásada „Stand-alone basis“ a „Going concern“

Ocenění je prováděno v souladu se zásadou „Stand-alone basis“, tj. oceňuje se tak, jako by nenastaly skutečnosti, kvůli kterým je ocenění prováděno.

Ocenění je prováděno za předpokladu nezměněného pokračování podnikatelských aktivit společnosti OTAVAN Třeboň a.s. i po uskutečnění veřejné nedobrovolné dražby (tzv. „going concern princip“).

1.11. Platnost a použitelnost znaleckého posudku

Podotýkám, že případné odchylky, které mohou v budoucnosti nastat částečně z důvodu určitých nejistot v tuzemském podnikatelském prostředí, celkového rámcového vývoje české ekonomiky a z dalších rizik vztahujících se k předmětu ocenění, si mohou časem vyžádat odpovídající korekce. Z toho důvodu považuji tento znalecký posudek za platný **do doby 6 měsíců** od data jeho vyhotovení.

Znalecký posudek je použitelný pouze ve vztahu k vymezenému předmětu ocenění specifikovanému v kapitole č. 1.1 - *Předmět znaleckého posudku* a závěry v něm uvedené nelze zobecňovat k jakýmkoliv jiným případům. Znalecký posudek je zapotřebí vnímat jako konzistentní celek a nelze jeho jednotlivé části samostatně jakkoliv interpretovat.

Současně si dovoluji konstatovat, že pokud by došlo k významnějším změnám vstupních údajů, z nichž vycházely propočty v rámci tohoto znaleckého posudku, považoval bych za potřebnou aktualizaci tohoto znaleckého posudku stran nových zjištění.

1.12. Obtíže při oceňování

V průběhu prací na tomto znaleckém posudku jsem se nesetkal s žádnými zvláštními (neobvyklými) potížemi, které by byly nadstandardní při obdobné práci.

1.13. Podnik versus Obchodní závod

V tomto znaleckém posudku jsem v některých případech používal historicky původní termín „**Podnik**“. Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů tento termín nahradil pojmem „**Obchodní závod**“. V obou případech se jedná o totéž.

Jinými slovy, pojem Obchodní závod nahradil dříve užívaný pojem Podnik. Obchodní závod je zákonem definován jako organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil, a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti (viz ust. § 502 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů – dále také jen „**NOK**“).

2. POPIS PŘEDMĚTU OCENĚNÍ (AKCIÍ SPOLEČNOSTI OTAVAN TŘEBOŇ A.S.)

Společnost OTAVAN Třeboň a.s. měla k datu ocenění základní kapitál ve výši 313 108 000 Kč. Emitovala celkový počet 313 108 ks kmenových akcií, ve formě na majitele, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 1 000 Kč.

Podle Výroční zprávy společnosti OTAVAN Třeboň a.s. za rok 2013 byla akcionářská struktura Cílové společnosti následující:

- Společnost PROSPERITA holding, a.s., IČ 258 20 192 => podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 66,91%;
- Společnost ETOMA INVEST, spol. s r.o., IČ 634 69 138 => podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 17,43%;
- p. Miroslav Kurka, nar. 29.7.1931 => podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 2,75%;
- Menšinová akcionáři => podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 12,91%.

Příloha k účetní závěrce společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2014 (*viz příloha č. 2 tohoto posudku*) výše uvedenou akcionářskou strukturu potvrzuje u osob s dispozicí akcií v souhrnu nad 10% podílu na základním kapitálu.

Z Výroční zprávy Cílové společnosti za rok 2013 vyplývá, že osoby jednající ve shodě jsou:

- společnost PROSPERITA holding, a.s.;
- společnost ETOMA INVEST, spol. s r.o.;
- p. Miroslav Kurka.

Osoby jednající ve shodě disponují podle Výroční zprávy za rok 2013 souhrnným podílem na základním kapitálu ve výši 87,09%.

Podle mého názoru **se tímto prokázala existence Většinového (Hlavního či Majoritního) akcionáře**, resp. několika akcionářů jednajících ve shodě. Tato podmínka je nutná k diskusi ohledně zahrnutí případné srážky hodnoty na úrovni akcionářů.

Od Objednatele tohoto znaleckého posudku jsem měl informaci v tom smyslu, že předmětem dražby by měl být celkový počet 32 797 ks kmenových akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s., ve formě na majitele, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 1 000 Kč. Úhrnná jmenovitá hodnota těchto akcií odpovídá podílu ve výši 10,47% na základním kapitálu společnosti.

Předmětem ocenění v rámci tohoto znaleckého posudku je celkový počet 32 797 ks kmenových akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s., ve formě na majitele, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 1 000 Kč, které jsou předmětem veřejné nedobrovolné dražby. Souhrn jmenovitých hodnot těchto akcií odpovídá podílu na základním kapitálu ve výši 10,47%.

3. STRATEGICKÁ ANALÝZA

3.1. Společnost OTAVAN Třeboň a.s.

Společnost OTAVAN Třeboň a.s. je zapsaná do Obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Českých Budějovicích, oddíl B, vložka 88. Její stručná identifikace je následující:

Tabulka č. 1: Základní identifikace společnosti OTAVAN Třeboň a.s.

Obchodní firma	OTAVAN Třeboň a.s.
Sídlo	Třeboň, Nádražní 641, PSČ 379 20
IČ	135 03 031
Právní forma	Akciová společnost
Den zápisu do obchodního rejstříku	19.3.1991
Předmět podnikání	Hostinská činnost Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Způsob jednání za společnost	Činnost společnosti řídí a jedná jejím jménem představenstvo, které je jejím statutárním orgánem. Za představenstvo jedná navenek jménem společnosti každý člen představenstva. Podepisování za společnost se děje tak, že k obchodnímu jménu společnosti či otisku razítka připojí svůj podpis člen představenstva.

Výpis z Obchodního rejstříku společnosti OTAVAN Třeboň a.s. s údaji platnými ke dni 25.3.2015 (zdroj: webová stránka <https://or.justice.cz/> v sekci pro Obchodní rejstřík) je uveden v příloze č. 1 tohoto znaleckého posudku.

3.2. Vznik a stručná historie společnosti OTAVAN Třeboň a.s.

Společnost byla založena na základě Zakladatelského plánu (*viz článek I odst. 1) Stanov*). Společnost byla založena na dobu neurčitou (*viz článek IV Stanov*).

Dále jsem vycházel z údajů na webových stránkách <http://www.otavan.cz/>.

Cílová společnost má za sebou více než 60 let své existence. Předchůdce stávajícího subjektu vznikl v roce 1951 vyčleněním několika závodů z tehdy národního podniku Tonak Nový Jičín. Postupnými reorganizacemi, při kterých docházelo k vyčlenění nebo naopak začlenění jednotlivých provozoven, se vytvářel až do roku 1991 národní a následně státní podnik Otavan Třeboň. V roce 1991 byla společnost OTAVAN Třeboň a.s. zapsána do Obchodního rejstříku.

Společnost v minulosti vyprofilovala ochranné oděvy do vysoké užitnosti a kvality, schválené atesty Státní zkušebny a určené pro vysoce specializované použití. Akciová společnost prezentuje vlastní značkové oděvy „OTA PROFI“.

3.3. Základní kapitál, struktura akcionářů, dispozice s akciemi

Základní kapitál společnosti OTAVAN Třeboň a.s. činil k datu ocenění částku 313 108 000 Kč.

Podle Výroční zprávy společnosti OTAVAN Třeboň a.s. za rok 2013 (*viz webové stránky <https://or.justice.cz/> v sekci pro Sbirku listin*), uvedené v příloze č. 2 tohoto znaleckého posudku, byly **akcionáři Cílové společnosti** následující subjekty:

- Společnost PROSPERITA holding, a.s., IČ 258 20 192 => podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 66,91%;
- Společnost ETOMA INVEST, spol. s r.o., IČ 634 69 138 => podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 17,43%;
- p. Miroslav Kurka, nar. 29.7.1931 => podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 2,75%;
- Menšinová akcionáři => podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 12,91%.

Příloha k účetní závěrce společnosti OTAVAN Třeboň a.s. (*viz příloha č. 2 tohoto posudku*) výše uvedenou akcionářskou strukturu potvrzuje u osob s dispozicí akcií v souhrnu nad 10% podílu na základním kapitálu.

Z Výroční zprávy Cílové společnosti za rok 2013 vyplývá, že osoby jednající ve shodě jsou:

- společnost PROSPERITA holding, a.s.;
- společnost ETOMA INVEST, spol. s r.o.;
- p. Miroslav Kurka.

Osoby jednající ve shodě disponují podle Výroční zprávy za rok 2013 souhrnným podílem na základním kapitálu ve výši 87,09%.

S ohledem na předmět ocenění a strukturu akcionářů jsem při zpracovávání tohoto posudku uvažoval „kontrolní premií“ Většinového (Hlavního, Majoritního) akcionáře z titulu velikosti jím drženího akciového podílu, resp. „diskont“ u akcií v držení Menšinových akcionářů odpovídajícím počtu dražených akcií. Podle mého názoru **se prokázala existence Většinového (Hlavního či Majoritního) akcionáře**, resp. několika akcionářů jednajících ve shodě – *viz kapitola č. 3.3 - Základní kapitál, struktura akcionářů, dispozice s akciemi. Tato podmínka je nutná k diskusi ohledně zahrnutí případné srážky hodnoty na úrovni akcionářů.*

Dispozice s akciemi, tak, jak jsem je identifikoval ve Stanovách ze dne 31.7.2014 Cílové společnosti, jsou následující:

- Listinné akcie jsou neomezeně převoditelné (*viz článek VI odst. 3) Stanov*);
- Společnost vede seznam akcionářů vlastnicích listinné akcie (*viz § VI odst. 4) Stanov*);
- Hlasovací právo je spojeno s akcií a řídí se jmenovitou hodnotou akcie. S jednou akcií o jmenovité hodnotě 1 000 Kč je spojen jeden hlas (*viz článek VII odst. 1) Stanov*).

3.4. Podnikatelské zaměření Cílové společnosti

Podle Výpisu z obchodního rejstříku, uvedeného v příloze č. 1 tohoto posudku, má společnost OTAVAN Třeboň a.s. následující **podnikatelská oprávnění**:

- Hostinská činnost;
- Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona.

Podle Výpisu z registru ekonomických subjektů (viz webové stránky <http://www.info.mfcr.cz>) a klasifikace ekonomických činností CZ-NACE vykazovala společnost OTAVAN Třeboň a.s. následující podnikatelské činnosti:

- Výroba pracovních oděvů => klasifikace podle CZ-NACE 141200;
- Výroba ostatních svrchních oděvů => klasifikace podle CZ-NACE 141300;
- Maloobchod s počítači, počítačovým periferním zařízením a softwarem => klasifikace podle CZ-NACE 474100;
- Silniční nákladní doprava => klasifikace podle CZ-NACE 494100;
- Ostatní ubytování => klasifikace podle CZ-NACE 559000;
- Předškolní vzdělávání => klasifikace podle CZ-NACE 851000.

Podle webových stránek <http://www.otavan.cz/> je společnost OTAVAN Třeboň a.s. jedním z největších výrobců pracovní, profesní a ochranné konfekce. Firma je schopna zhotovit zakázku i jako práci za "ušití" s materiálovými vstupy zákazníka (vrchní i podšívkové materiály, drobná příprav a stříhy).

Podle Účetní závěrky Cílové společnosti k 31.12.2014 je předmětem podnikání společnosti výroba oděvů, obchodní činnost, silniční motorová doprava a ubytovací služby.

3.1. Portfolio výrobků

Na webových stránkách <http://www.otavan.cz/> jsou uvedeny katalogy výrobků, které vyrábí Cílová společnost. Jde o:

- firemní oblečení pro zaměstnance;
- uniformy bezpečnostní agentury;
- všeobecné pracovní oděvy pro dělníky, techniky, skladníky;
- ochranné nehořlavé oděvy pro petrochemický průmysl, čerpací stanice, montážní pracovníky v rozvodných sítích;
- oděvy pro zdravotnictví (pro lékaře, zdravotní sestry, nemocniční personál);
- GASTRO oděvy pro kuchaře, číšníky, řezníky;
- ochranné profesní oděvy do chladného počasí, reflexní oděvy, kanalizační a kyselinovzdorné oděvy, pro svářeče, „vysokomontážníky“;
- oděvy pro profesionální i dobrovolné hasiče;
- profesní oděvy pro dopravní společnosti, strážní službu, pro úřady, techniky;
- oděvy pro lesníky, myslivce, milovníky lesa.

3.2. Organizační struktura společnosti OTAVAN Třeboň a.s.

Organizační struktura společnosti OTAVAN Třeboň a.s. je patrná ze str. 8 Přílohy k účetní závěrce k 31.12.2014 (viz příloha č. 2 tohoto znaleckého posudku).

Sídlo společnosti je na adrese Třeboň, Nádražní 641, PSČ 379 20. Výrobní závod se nachází ve Slavonicích a další výrobní jednotku má společnost v Bulharsku.

3.3. Zaměstnanci

Podle Výpisu z registru ekonomických subjektů ARES (*viz webové stránky <http://www.info.mjcr.cz> v sekci pro ARES*) byla společnost OTAVAN Třeboň a.s. z pohledu počtu zaměstnanců k datu ocenění zařazena do kategorie **100 až 199 zaměstnanců**.

Podle Přílohy k účetní závěrce společnosti OTAVAN Třeboň a.s. měla Cílová společnost v roce 2014 celkem průměrný stav **107 zaměstnanců** (z toho 84 výrobních dělníků).

3.4. Dlouhodobý finanční majetek

Cílová společnost disponovala k datu ocenění dlouhodobým finančním majetkem (*zdroj: Příloha k účetní závěrce společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2013*): a to 100% podílem na společnosti OTAVAN BG EOOD, sídlem Bulharsko, 8895 Šivačevo, Lenin 1, IČ 119645610.

Výše vkladu do základního kapitálu této dceřiné společnosti činila 70 115 Kč (resp. cca +5 tis. BGN¹). Výsledek hospodaření této dcery za rok 2014 byl záporný ve výši -3 tis. BGN, souhrnná ztráta minulých období odpovídala sumě -154 tis. BGN. Cizí zdroje ke stejnému datu byly na úrovni 168 tis. BGN. Vlastní kapitál této dceřiné společnosti tak byl k 31.12.2014 záporný.

Podle výkazů tohoto subjektu k 31.12.2014 byla bilanční suma ve výši 16 tis. BGN (tj. cca 227 tis. Kč).

Společnost OTAVAN BG EOOD vyrábí pouze pro mateřskou společnost OTAVAN Třeboň a.s. formou práce ve mzdě, společnost neprodává v Bulharsku ani nikde jinde žádné zboží.

3.5. Nehmotná práva

Podle databáze Úřadu průmyslového vlastnictví nebyly ve prospěch společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k datu provedeného náhledu² platně zaregistrována žádná nehmotná práva (*ochranné známky, průmyslové vzory, užité vzory, patenty*). Tuto skutečnost mi také potvrdil Objednatel tohoto znaleckého posudku.

Cílová společnost disponuje systémem řízení jakosti ČSN EN ISO 9001:2009.

3.6. Daňová ztráta společnosti OTAVAN Třeboň a.s.

Podle Přiznání k dani z příjmů právnických osob za zdaňovací období od 1.1.2013 do 31.12.2013 vykazovala společnost OTAVAN Třeboň a.s. k ultimu roku 2013 **souhrnnou daňovou ztrátu** ve výši 11 830 tis. Kč.

Tato daňová ztráta vznikla za zdaňovací období let 2010 až 2012.

Daňová ztráta, která vznikla před účinností novely zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů s účinností k 1.1.2004, je uplatnitelná do sedmi zdaňovacích období od období následujícího po jejím vzniku. Daňová ztráta, která vznikla po účinnosti *novely zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů* („dále také jen **ZDP**“) k 1.1.2004, je

¹ Podle webových stránek <http://www.cnb.cz/> odpovídal k datu ocenění 1 BGN (lev) protihodnotě 14,193 Kč.

² Náhled do databáze Úřadu průmyslového vlastnictví ČR (*viz webové stránky <http://isdv.upv.cz/portal/>*) byl proveden dne 25.3.2015.

uplatnitelná do pěti zdaňovacích období od období následujícího po jejím vzniku (*uplatnění této daňové ztráty proti základu daně je možné pouze při splnění určitých podmínek taxativně uvedených v ust. § 38na ZDP³*).

Vymezení daňových ztrát společnosti OTAVAN Třeboň a.s. včetně jejich uplatnitelnosti je následující (*odhady uplatnitelnosti odpovídají výpočtům Znalce*):

Tabulka č. 2: Vymezení daňových ztrát společnosti OTAVAN Třeboň a.s.

Období vzniku daňové ztráty	Daňová ztráta v tis. Kč	Uplatněná daňová ztráta v tis. Kč	Stav dle názoru Znalce	Uplatnitelná daňová ztráta celkem v tis. Kč
2010	8 025	-100	Možno uplatnit v letech 2014 a 2015	7 925
2011	412	0	Možno uplatnit v letech 2014 až 2016	412
2012	3 493	0	Možno uplatnit v letech 2014 až 2017	3 493
Celkem	x	x	x	11 830

Dle mého názoru může společnost OTAVAN Třeboň a.s. **uplatnit** při splnění určitých podmínek taxativně uvedených *v ust. § 38na ZDP (viz poznámka pod čarou č. 3)* **v minulosti vzniklé daňové ztráty až do výše 11 830 tis. Kč.**

Podle sdělení Objednatele tohoto znaleckého posudku činil **daňový zisk** Cílové společnosti **za rok 2014** částku cca 1 200 tis. Kč. Z toho vyplývá, že daňová povinnost společnosti OTAVAN Třeboň a.s. za toto období bude po odpočtu příslušné části daňové ztráty z minulosti nulová.

3.7. Spory, neprovozní majetek a závazky, zástavní právo

Podle sdělení managementu Cílové společnosti nevedla společnost OTAVAN Třeboň a.s. k datu ocenění **žádné pasivní soudní spory** (v pozici žalovaného subjektu) a **žádné aktivní soudní spory** (v pozici žalující společnosti).

Ke stejnému datu nedisponovala Cílová společnost žádnými **neprovozními závazky** (informace od Objednatele posudku).

Podle Přílohy k účetní závěrce k 31.12.2014 (*viz příloha č. 2 tohoto posudku*) vykazovala k ultimu roku 2014 Cílová společnost drobný hmotný **majetek v operativní evidenci** v souhrnné pořizovací ceně 654 tis. Kč (*jde o stejnou pořizovací cenu, jako v předchozím roce*). O tomto majetku není účtováno v rozvaze.

Podle Přílohy k účetní závěrce k 31.12.2014 (*viz příloha č. 2 tohoto posudku*) disponovala k tomuto datu Cílová společnost nemovitostmi v účetní hodnotě 11,4 mil. Kč, které byly zatížené **zástavním právem** proti přijatým cizím zdrojům.

³ Např. daňovou ztrátu nelze proti základu daně uplatnit při podstatné změně ve složení osob, které se přímo účastní na kapitálu společnosti. Dále daňovou ztrátu nelze uplatnit v případě, že došlo ke změně ve struktuře tržeb u subjektu, u něhož daňová ztráta vznikla a u subjektu, který hodlá daňovou ztrátu uplatnit (*viz ust. § 38na odst. 2 zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů*).

3.8. Účetnictví společnosti

3.8.1. Vymezení účetní jednotky

Společnost OTAVAN Třeboň a.s. je účetní jednotkou dle ust. § 2 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů s povinností vést účetnictví na bázi podvojných zápisů dle ust. § 3 odst. 1 stejného zákona.

3.8.2. Audit

Účetnictví společnosti v souladu s ust. § 20 odst. 1 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů **podléhá povinnosti ověření účetní závěrky auditorem.**

Domnívám se, že podle ust. § 20 odst. 1 písm. a) a b) zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů se pro povinné ověření účetní závěrky auditorem pro společnosti právní formy akciových společností vyžaduje splnění alespoň jedné podmínky z podmínek taxativně uvedených pod písm. a), tj.:

- aktiva nad 40 mil. Kč;
- čistý roční obrat nad 80 mil. Kč;
- průměrný přepočtený počet zaměstnanců nad 50 osob.

Podle účetní závěrky k 31.12.2014 měla společnost OTAVAN Třeboň a.s. k uvedenému datu aktiva pod 40 mil. Kč (tj. 31,0 mil. Kč), čistý obrat⁴ pod 80 mil. Kč (tj. 54,5 mil. Kč) a průměrný přepočtený počet zaměstnanců nad 50 osob (viz kapitola č. 3.3 - Zaměstnanci). Dle mého názoru tedy přinejmenším s odkazem na účetní výkazy k 31.12.2014 splňuje společnost OTAVAN Třeboň a.s. podmínky pro povinný audit účetní závěrky z pohledu výše uvedeného zákona.

Měl jsem k dispozici Zprávu nezávislého auditora o ověření řádné účetní závěrky společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2013 (jakožto součást Výroční zprávy za rok 2013). Audit účetní závěrky společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2013 provedl auditor Ing. Petr Skříšovský (číslo oprávnění KAČR 0253).

Auditor ve své Zprávě uvádí, že společnost OTAVAN Třeboň a.s. vykazala v účetní závěrce k 31.12.2013 materiálové zásoby pomocného materiálu, náhradních dílů, vrchů a drobné přípravy v celkové výši 12 127 tis. Kč (brutto) s opravnou položkou k těmto zásobám ve výši 5 319 tis. Kč. Vytvořená opravná položka je však vzhledem k charakteru bezobrátkových a nepotřebných zásob nedostatečná, což není v souladu s českou účetní legislativou (viz ust. § 26 odst. 1 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů). Hodnota opravné položky k vyjmenovaným zásobám by měla být vyšší o 5 100 tis. Kč a o tuto částku by měl být snížen hospodářský výsledek a vlastní kapitál k 31.12.2013.

Podle vyjádření auditora, s výhradou vlivu, kterou má na účetní závěrku skutečnost popsaná v předchozím odstavci obsahujícím základ pro výrok s výhradou, účetní závěrka podává věrný a poctivý obraz aktiv a pasiv společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2013, nákladů, výnosů a výsledku jejího hospodaření za rok končící 31.12.2013 a peněžních toků za rok končící 31.12.2013 v souladu s českými účetními předpisy.

3.8.3. Účetní metody, zásady, způsoby oceňování a odepisování

Pro účely tohoto znaleckého posudku jsem měl k dispozici Přílohu k účetní závěrce společnosti OTAVAN Třeboň a.s. za rok 2014. Součástí této Přílohy bylo také obecné vymezení účetních metod, zásad, způsobů oceňování a odepisování, které je ve společnosti aplikováno. Proto si na tomto místě dovoluji shrnout tyto základní účetní zásady a principy:

- Účtování zásob je prováděno způsobem A evidence zásob ve skladových cenách. Výdej zásob ze skladu je účtován cenami zjištěnými aritmetickým průměrem.
- Oceňování zásob, vytvořených ve vlastní režii, je prováděno takto:
 - u nedokončené výroby ve skutečných nákladech zahrnujících přímý materiál;
 - u hotových výrobků v předem stanovených nákladech zahrnujících přímý materiál a výrobní režii.
- Oceňování nakupovaných zásob je prováděno ve skutečných pořizovacích cenách zahrnujících cenu pořízení, vedlejší pořizovací náklady, dopravné a clo.
- Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek, vytvořený vlastní činností je oceňován vlastními náklady ve složení přímých nákladů a výrobní režie.
- Cenné papíry a majetkové účasti jsou oceňovány pořizovacími cenami. K rozvahovému dni 31.12.2014 byly cenné papíry a majetkové účasti oceněny reálnou hodnotou vytvořením opravných položek.
- Odpisový plán účetních odpisů dlouhodobého hmotného majetku je součástí interní směrnice generálního ředitele č. 6/2001. Odpisový plán účetních odpisů vychází z předpokládaného opotřebení zařazovaného majetku odpovídajícího běžným podmínkám jeho používání, účetní a daňové odpisy se nerovnají.
- Odpisový plán účetních odpisů dlouhodobého nehmotného majetku vycházel z ustanovení § 28 odst. 3 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví a je součástí interní směrnice generálního ředitele č. 6/2001. Dodržuje se zásada jeho odepsání v účetnictví nejdéle na pět let od jeho pořízení.
- Metoda pro daňové odpisy je lineární. Pro rok 2013 společnost na základě *ust. § 26, odst. 8, zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů* rozhodla o přerušení odepisování.
- Drobný hmotný majetek výrobní povahy a výpočetní technika do 40 000 Kč se účtuje na účet 022002 - Drobný dlouhodobý hmotný majetek a je po zařazení do používání účetně odepisován 25% ročně.
- Drobný hmotný majetek nevýrobní povahy do 40 000,- Kč je veden jako zásoba a je účtován do nákladů společnosti při vyskladnění na účet 501008 - Spotřeba DHM.
- Drobný nehmotný majetek do 10 000 Kč je účtován do nákladů společnosti na účet 518001 - Ostatní služby.

⁴ Součet tržeb za prodej zboží a tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb.

- Při přepočtu cizích měn na českou měnu používá společnost měsíční pevný kurz, odvozený od vyhlášeného kurzu ČNB k prvnímu dni období, pro které je kurs používán. K datu účetní závěrky při přepočtu cizích měn na českou měnu u položek aktiv a pasiv použila společnost denní kurz vyhlášený ČNB od 31.12.2014. Vzniklé kursové rozdíly byly zúčtovány na příslušný účet kursových zisků a ztrát.

4. MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA, ANALÝZA ODVĚTVÍ, FINANČNÍ ANALÝZA

4.1. Stručná makroekonomická analýza

4.1.1. Česká republika

Makroekonomická analýza byla zpracována s využitím následujících materiálů:

- Materiál „Makroekonomická predikce České republiky“ vydávaný Ministerstvem financí ČR, odborem Finanční politiky s aktualizací 1/2015 (webové stránky <http://www.mfcr.cz/>);
- Materiál „Economic Forecast – Autumn 2014“, který publikovala European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs na webových stránkách <http://ec.europa.eu/>;
- Materiál „Analýza vývoje ekonomiky ČR za 2. čtvrtletí 2014“, který vydává Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (zdroj: <http://www.mpo.cz/>).

Stručnou makroekonomickou analýzu jsem pojal způsobem uvedeným níže, tj. konkrétním odhadem hodnot klíčových makroekonomických ukazatelů ČR do roku 2019 se stručným komentářem v závěru této analýzy. Údaje za roky 2015 až 2018 jsou převzaty z materiálu „Makroekonomická predikce České republiky“ (s výjimkou odhadu výnosů státních dluhopisů 10Y v letech 2017 až 2018. U těchto titulů jde o odhady Znalce). Údaje za rok 2019 také odpovídají odhadům Znalce.

a) Ekonomický výkon (HDP) – stálé ceny

Projekci přírůstků hrubého domácího produktu (HDP) České republiky ve stálých cenách do roku 2019 odhaduji následovně:

Tabulka č. 3: HDP ve stálých cenách

Období	HDP
2015	2,7%
2016	2,5%
2017	2,3%
2018 až 2019	2,2%

b) Ekonomický výkon (HDP) – běžné ceny

Projekci přírůstků hrubého domácího produktu (HDP) České republiky v běžných cenách do roku 2019 odhaduji následovně:

Tabulka č. 4: HDP v běžných cenách

Období	HDP
2015	5,3%
2016	4,2%
2017 až 2019	3,6%

c) Ceny zboží a služeb (inlace)

Projekci roční průměrné míry inflace v České republice do roku 2019 předpokládám následovně:

Tabulka č. 5: Inlace

Období	Inlace
2015	0,3%
2016	1,4%
2017	1,8%
2018 až 2019	1,9%

d) Výnos státních dluhopisů (10Y) do doby splatnosti

Výnos státních dluhopisů (10Y) do doby splatnosti v České republice do roku 2019 předpokládám následovně:

Tabulka č. 6: Státní dluhopisy 10Y

Období	Státní dluhopisy 10Y
2015	1,0%
2016 až 2019	1,6%

e) Směnné kurzy

Průměrné směnné kurzy do roku 2019 předpokládám následovně:

Tabulka č. 7: Směnné kurzy

Období	Kč / EUR	Kč / USD
2015	27,7	23,5
2016	27,6	23,4
2017	27,3	23,1
2018	26,9	22,8
2019	26,6	22,5

Dále jsem čerpal z textové části materiálu „Makroekonomická predikce České republiky“ vydávaného Ministerstvem financí ČR, odborem Finanční politiky s aktualizací 1/2015 (*webové stránky <http://www.mfcr.cz/>*).

Reálný HDP se ve 3. čtvrtletí 2014 mezičtvrtletně zvýšil o 0,4%, a pozvolné ožívání ekonomické aktivity v ČR tak pokračovalo. Ministerstvo financí ČR (MF ČR) odhaduje, že za celý loňský rok HDP vzrostl o 2,4%. Pro letošní rok MF ČR počítá s růstem ekonomiky o 2,7%, v roce 2016 by se růst reálného HDP mohl nepatrně zpomalit na 2,5%. V obou letech by měl být růst tažen výhradně domácí poptávkou, příspěvky výdajů na spotřebu a tvorby hrubého kapitálu by přitom měly být přibližně vyrovnané. Saldo zahraničního obchodu se zbožím ve stálých cenách by naopak mělo růst HDP mírně tlumit. Poměrně solidní růst domácí poptávky by totiž měl vést ke zvýšení dovozu.

Průměrná míra inflace v roce 2014 dosáhla 0,4%. I v letošním roce by spotřebitelské ceny měly růst velmi pomalu, a to zejména kvůli výraznému propadu ceny ropy. Průměrná míra inflace by se

tak letos mohla dále snížit na 0,3%. V roce 2016 by již hlavní faktory ovlivňující inflaci měly působit buď neutrálně, anebo proinflačně. Růst spotřebitelských cen by se tudíž měl zrychlit, MF ČR očekává, že se inflace stále bude pohybovat pod 2% inflačním cílem ČNB.

Predikce vývoje na trhu práce se ve srovnání s minulou předchozí Makroekonomickou predikcí mírně zlepšila, očekávané tendence budoucího vývoje se ale nezměnily. Díky pozvolnému růstu ekonomické aktivity by se míra nezaměstnanosti měla postupně snižovat, zatímco zaměstnanost by měla mírně růst.

Objem mezd a platů by se v tomto roce mohl zvýšit o 3,9%, pro rok 2016 pak MF ČR počítá s velmi mírným zrychlením růstu na 4,1%. Kromě zlepšování situace soukromého sektoru, k němuž postupně dochází díky růstu ekonomiky, na vývoj mezd a platů příznivě působí zvýšení objemu platů v rozpočtové sféře.

MF ČR odhaduje, že deficit vládního sektoru za rok 2014 dosáhl 1,3% HDP, tj. obdobné výše jako v roce 2013. Letos by se sice saldo mělo kvůli snaze vlády o podporu růstu ekonomiky a ukončení některých restriktivních opatření zhoršit, deficit by však měl zůstat významně pod hranicí 3% HDP. Relativní výše dluhu vládního sektoru by se měla dále snížit, a to z odhadovaných 43,2% HDP v roce 2014 na 41,3% HDP v roce 2015.

Běžný účet platební bilance by v tomto i příštím roce mohl vykázat mírný přebytek. Zvyšování přebytku bilance zboží bude podpořeno vývojem ceny ropy a směnného kurzu, částečně však bude kompenzováno pokračujícím prohlubováním schodku bilance prvotních důchodů.

Rizika predikce považuje MF ČR za vychýlená směrem dolů, a to zejména kvůli rizikům ve vnějším okolí české ekonomiky.

4.1.2. Eurozóna

Na tomto místě jsem si dovolil predikovat ukazatele hrubý domácí produkt ve stálých cenách a inflaci Eurozóny. Přitom jsem vycházel z materiálu „Economic Forecast – Autumn 2014“, který publikovala European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs na webových stránkách <http://ec.europa.eu/>:

Tabulka č. 8: Hrubý domácí produkt ve stálých cenách a inflace Eurozóny

Období	Stav	Hrubý domácí produkt ve stálých cenách	Inflace	Celkem
2004 ⁵	skutečnost	2,0%	2,2%	x
2005	skutečnost	1,7%	2,2%	x
2006	skutečnost	3,3%	2,2%	x
2007	skutečnost	3,0%	2,1%	x
2008	skutečnost	0,4%	3,3%	x
2009	skutečnost	-4,4%	0,3%	x
2010	skutečnost	2,0%	1,6%	x
2011	skutečnost	1,4%	2,7%	x
2012	skutečnost	-0,7%	2,5%	x
2013	skutečnost	-0,5%	1,4%	x
2014	odhad	0,8%	0,5%	x
2015	predikce	1,1%	0,8%	x
2016	predikce	1,7%	1,5%	x
Průměr	x	0,91%	1,79%	2,70%

Průměrné hodnoty hrubého domácího produktu ve stálých cenách (0,91%) a inflace (1,79%) představují prosté aritmetické průměry údajů z prostředí Eurozóny za roky 2004 až 2016 (*skutečnosti + předběžný odhad + predikce*). Součet obou těchto průměrných hodnot ve výši 2,70% lze označit za zjednodušený výpočet hrubého domácího produktu v běžných cenách.

4.2. Stručný náhled na situaci v odvětví

Náhled na odvětví byl zpracován na základě vlastního názoru Znalce.

4.2.1. Vymezení oboru

Jak je uvedeno v kapitole č. 3.4 - *Podnikatelské zaměření Cílové společnosti*, společnost OTAVAN Třeboň a.s. je jedním z největších **výrobců pracovní, profesní a ochranné konfekce**. Firma je schopna zhotovit zakázku i jako práci za "ušití" s materiálovými vstupy zákazníka (vrchní i podšívkové materiály, drobná příprav a stříhy).

4.2.2. Vývoj v oboru

Vývoj v oboru oděvního průmyslu, do něhož dle mého názoru zapadají relevantní podnikatelské aktivity společnosti OTAVAN Třeboň a.s., shrnuje tisková zpráva, vydaná Asociací textilního, oděvního a kožedělného průmyslu dne 18.8.2014. Tato tisková zpráva v podobě materiálu „Ekonomický vývoj textilního a oděvního průmyslu za 1. polovinu roku 2014“ ze dne 18.8.2014

⁵ ČR vstoupila do Evropské unie (nikoliv do Eurozóny) dne 1.5.2004.

(zdroj: Asociace textilního, oděvního a kožedělného průmyslu – viz webové stránky <http://www.atok.cz/>), je uvedena v příloze č. 3 tohoto znaleckého posudku.

Ve stručnosti z něj vyplývají následující skutečnosti:

- tržby v oděvním průmyslu za 1-6/2014 vzrostly oproti stejnému období roku 2013 o 2,1%.
- zaměstnanost v oděvním průmyslu za 1-6/2014 naopak poklesla o 5,3% ve srovnání s 1-6/2013;
- mzdový vývoj v oděvním průmyslu byl v 1-6/2014 v porovnání s předchozím rokem vyšší o 5,6%;
- produktivita práce v oděvním průmyslu byla o 7,8% vyšší v první polovině roku 2014 než tomu bylo v první polovině roku 2013;
- export výrobků a služeb v rámci oděvního průmyslu překonal v první polovině roku 2014 stejné období předchozího roku o 10%. Dovoz oděvů do ČR ve stejném období vzrostl o 16,4%.

4.2.3. Celkové zhodnocení vývoje v textilním a oděvním průmyslu

Opět vycházím z materiálu „Ekonomický vývoj textilního a oděvního průmyslu za 1. polovinu roku 2014“ ze dne 18.8.2014 (zdroj: Asociace textilního, oděvního a kožedělného průmyslu – viz webové stránky <http://www.atok.cz/>), uvedeném v příloze č. 3 tohoto znaleckého posudku (jde o citaci).

„Situaci textilního a oděvního průmyslu (TOP) můžeme hodnotit dle ukazatele tržeb více než kladně, a to zejména v textilním průmyslu, který dosáhl dvouciferného růstu tržeb. U oděvního průmyslu není situace tak příznivá jako u průmyslu textilního, ale i přesto můžeme hodnotit jeho výsledek jako dobrý a říci, že již po nějakou dobu jeho tržby oproti předchozím obdobím neklesají, ale víceméně stabilně rostou.

V zaměstnanosti je situace stále obdobná jako v přechodných obdobích, přičemž stále dochází k poklesu, který sice není v našem odvětví jako celku nijak výrazný, avšak při pohledu na samotný textilní a oděvní průmysl jsou patrné výrazné diference. V textilním průmyslu se pokles zaměstnanosti skoro zastavil, naproti tomu v oděvním průmyslu dosahuje více než 5%. V oděvním průmyslu je však stále jedna třetina všech zaměstnanců odvětví, ovšem tržby dosahují pouze jedné osminy tržeb celého TOP.

Mzdový vývoj je v 1. polovině roku 2014 na vysoké úrovni s hodnotou růstu přesahující 5%. Vedoucí pozici v tomto případě má průmysl oděvní, který navýšil mzdy o 5,6%. U textilního průmyslu bylo navýšení sice nižší, přesto dosahovalo solidních 4,4%.

Produktivita, ta je již skoro tradičně vysoká a potvrzuje fakt zvyšujících se tržeb a snižování počtu zaměstnanců (zefektivňování výrobního procesu). V textilním průmyslu je v tomto období růst produktivity skoro 2x vyšší než v průmyslu oděvním, oproti stejnému období minulého roku. Toto je ovšem pochopitelné, vzhledem k výrazné diferenci navýšení tržeb textilního průmyslu oproti průmyslu oděvnímu.

Zabraniční obchod, který je z hlediska textilního a oděvního průmyslu klíčovým, si v 1. polovině roku 2014 nevedl špatně. Textilní průmysl si stále udržuje kladnou bilanci zahraničního obchodu, u oděvního průmyslu je bobužel záporná, přičemž převažují dovozy nad vývozy, ovšem záporná bilance se neproblubuje a udržuje se na přibližně stejné úrovni.

V zahraničním obchodě se zatím neprojevuje vliv konfliktu na Ukrajině, ruských sankcí a zákazu vývozu některého zboží z EU do Ruské federace. Vývoz českého textilního a oděvního zboží do Ruska a na Ukrajinu v současnosti tvoří jen cca 2,5% a je meziročně stabilní“.

Osobně se domnívám, že oděvní průmysl v ČR je neustále pod silným tlakem „levnějších“ dovozů zejména z rozvojových zemí. Na druhou stranu, intervenční zásahy České národní banky do měnového kurzu české měny bezpochyby pomáhá exportně zaměřených podnikatelům (kterým společnost OTAVAN Třeboň a.s. je) a zároveň „zdražují“ dovozy. Datum ocenění v rámci tohoto znaleckého posudku spadá do období, které již lze dle mého názoru označit za „postkrizové“. Z toho titulu by určitě mohly opadnout obavy odběratelů (tuzemských i zahraničních), které patrně brání mimo jiné také výraznějším tržbám Cílové společnosti. V kontextu výše uvedeného si dovedu představit, že ekonomický vývoj v daném odvětví se může krátkodobě pohybovat i nad úrovní hrubého domácího produktu ČR či Eurozóny v běžných cenách (v podstatě mohou přírůstky v odvětví „dobánět“ ztráty dosažené v tzv. „krizových obdobích“). Ve střednědobém horizontu bych růst odvětví spatřoval někde na hladině vývoje ekonomiky ČR či Eurozóny (na úrovni okolo hrubého domácího produktu v běžných cenách) (s odkazem např. na *tržeb v oděvním průmyslu za 1-6/2014 – viz výše v této kapitole*).

4.2.4. Co bude ovlivňovat vývoj oboru v budoucnu?

Dle mého názoru bude vývoj v odvětví, v němž podniká společnost OTAVAN Třeboň a.s., ovlivňovat v blízké budoucnosti zejména několik klíčových faktorů:

- situace v oděvním průmyslu;
- evropská a česká vládní politika ve vztahu k dovozům levných oděvů z rozvojových ekonomik;
- konkurenční prostředí v tuzemsku a v odběratelských ekonomikách;
- úroveň poptávky po speciálních oděvech;
- inovativnost a trendy v oboru;
- podnikatelské příležitosti;
- síla tuzemské ekonomiky a hlavních odběratelských ekonomik;
- kurz Kč především k EUR a USD;
- podmínky pro podnikání a související legislativní prostředí;
- politická a ekonomická situace v ČR a v EU;
- apod.

4.3. Finanční analýza společnosti

4.3.1. Časový horizont a cíl finanční analýzy

Finanční analýza společnosti OTAVAN Třeboň a.s. byla provedena s využitím výsledků hospodaření za zdaňovací období let 2009 až 2014.

Cílem finanční analýzy společnosti bylo posouzení minulého a stávajícího stavu hospodaření společnosti a především identifikace eventuálních rizik (především provozních a finančních)

souvisejících s fungováním Cílové společnosti a jejich využití při zpracování následného Finančního plánu. Finanční analýza by měla také pomoci Znalci při rozhodování se o použitých metodách ocenění.

Finanční analýza by měla dát odpověď na otázku, zda je budoucnost společnosti nějakým způsobem ohrožena problémy jejího finančního fungování.

4.3.2. Finanční analýza za roky 2009 až 2014

Základní poznatky a závěry zjištěné prostřednictvím takto koncipované finanční analýzy jsou tyto:

- Objemy **bilanční sumy** Cílové společnosti v letech 2009 až 2014 spíše oscilovaly. V roce 2009 představovala bilanční suma objem 36,3 mil. Kč, v roce 2010 to bylo 32,0 mil. Kč, v roce 2011 se jednalo o 34,0 mil. Kč, v roce 2012 to bylo 35,7 mil. Kč, k ultimu roku 2013 činila bilanční suma 32,5 mil. Kč a v roce 2014 to bylo 31,0 mil. Kč. Celkově došlo mezi lety 2009 až 2014 k poklesu bilanční sumy Cílové společnosti o cca -14,7%.
- **Relativní struktura dlouhodobého majetku** Cílové společnosti byla v letech 2009 až 2014 následující:

Tabulka č. 9: Relativní struktura dlouhodobého majetku

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Hmotný majetek	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,5%	99,5%
Finanční majetek	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%

Dlouhodobý majetek Cílové společnosti byl v letech 2009 až 2014 reprezentován především hmotným majetkem - nemovitostmi.

- Cílová společnost disponovala k datu ocenění **dlouhodobým finančním majetkem**, jehož vymezení je v kapitole č. 3.4 - *Dlouhodobý finanční majetek*.
- Vykazované **čisté investice**⁶ do dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku (*tj. s vyloučením vlivů změn stavu dlouhodobého finančního majetku*) byly v Cílové společnosti následující (*kladná hodnota znamená, že v daném období Cílová společnost investovala do hmotného a nehmotného majetku v globálu více než činil objem odpisů daného období. Záporná hodnota vypovídá o opakui*):
 - v roce 2010 => -1,5 mil. Kč;
 - v roce 2011 => -0,2 mil. Kč;
 - v roce 2012 => -0,7 mil. Kč;
 - v roce 2013 => -0,4 mil. Kč;
 - v roce 2014 => -0,4 mil. Kč.

⁶ Čisté investice představují rozdíl mezi konečnými celoročními stavy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku (tj. bez vlivu změn stavu dlouhodobého finančního majetku).

- **Relativní struktura oběžných aktiv** Cílové společnosti byla následující (údaje jsou průměrně zaokrouhleny):

Tabulka č. 10: Relativní struktura oběžných aktiv

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Zásoby	75,9%	75,8%	83,5%	76,5%	78,9%	70,1%
Dlouhodobé pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Krátkodobé pohledávky	19,0%	19,4%	12,2%	19,0%	16,8%	18,7%
Krátkodobý finanční majetek	5,1%	4,8%	4,3%	4,5%	4,3%	11,2%
Celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

- **Absolutní objemy oběžných aktiv** Cílové společnosti byly následující (údaje jsou v mil. Kč a jsou průměrně zaokrouhleny):

Tabulka č. 11: Absolutní struktura oběžných aktiv

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Zásoby	14,3	12,2	15,3	15,7	14,0	11,8
Dlouhodobé pohledávky	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Krátkodobé pohledávky	3,6	3,1	2,2	3,9	3,0	3,1
Krátkodobý finanční majetek	1,0	0,8	0,8	0,9	0,8	1,9
Celkem	18,9	16,1	18,3	20,5	17,8	16,8

- Měl jsem k dispozici Zprávu nezávislého auditora o ověření řádné účetní závěrky společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2013 (jakožto součást Výroční zprávy za rok 2013). Auditor ve své Zprávě uvádí, že společnost OTAVAN Třeboň a.s. vykázala v účetní závěrce k 31.12.2013 materiálové zásoby pomocného materiálu, náhradních dílů, vrchů a drobné přípravy v celkové výši 12 127 tis. Kč (brutto) s opravnou položkou k těmto zásobám ve výši 5 319 tis. Kč. Vytvořená opravná položka je však vzhledem k charakteru bezobrátkových a nepotřebných zásob nedostatečná, což není v souladu s českou účetní legislativou (*viz ust. § 26 odst. 1 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů*). Hodnota opravné položky k vyjmenovaným zásobám by měla být vyšší o 5 100 tis. Kč a o tuto částku by měl být snížen hospodářský výsledek a vlastní kapitál k 31.12.2013.
- **Struktura krátkodobých pohledávek** k 31.12.2014 byla následující:
 - celkem => 4 211 tis. Kč (pořizovací hodnota), resp. 3 149 tis. Kč (zůstatková hodnota);
 - pohledávky z obchodních vztahů => 2 615 tis. Kč (pořizovací hodnota), resp. 1 553 tis. Kč (zůstatková hodnota);
 - pohledávky – ovládající a řídicí osoba => 1 554 tis. Kč (pořizovací i zůstatková hodnota);
 - stát-daňové pohledávky => 13 tis. Kč pořizovací i zůstatková hodnota);
 - krátkodobé poskytnuté zálohy => 5 tis. Kč (pořizovací i zůstatková hodnota);

- jiné pohledávky => 24 tis. Kč (pořizovací i zůstatková hodnota).
- **Struktura pohledávek z obchodních vztahů** Cílové společnosti podle účtů byla k 31.12.2014 tato:
 - celkem pořizovací hodnota => 2 615 tis. Kč
 - účet č. 311 => 1 961 tis. Kč;
 - účet č. 315 => 654 tis. Kč.
- **Věková struktura pohledávek z obchodních vztahů** Cílové společnosti k 31.12.2014 zaúčtovaných na účtu č. 311 byla tato:
 - celkem pořizovací hodnota => 1 961 tis. Kč;
 - do splatnosti => 1 726 tis. Kč;
 - po splatnosti do 30 dnů => -75 tis. Kč;
 - po splatnosti od 31 dnů do 90 dnů => -38 tis. Kč;
 - po splatnosti od 91 dnů do 180 dnů => 8 tis. Kč;
 - po splatnosti od 181 dnů do 1 roku => -1 tis. Kč;
 - po splatnosti nad 1 rok => 389 tis. Kč;
 - pohledávky zaúčtované na účtu č. 311999 => -48 tis. Kč.
- Společnost OTAVAN Třeboň a.s. účtuje v rámci **pohledávek – ovládající a řídicí osoba** k 31.12.2014 částku 1 554 tis. Kč. Jedná se o půjčky, poskytnuté dceřině společnosti OTAVAN BG EOOD, a to převážně na záběh výroby v roce 2006. Podle Přílohy k účetní závěrce společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2014 by tyto půjčky měly být splatné v roce 2015.
- Cílová společnost vykazovala po celou sledovanou dobu **základní kapitál** ve výši 313 108 tis. Kč.
- Cílová společnost vykazovala za rok 2014 **výsledek hospodaření běžného účetního období** ve výši +0,2 mil. Kč. **Neuhrazená ztráta minulých let** činila -304,1 mil. Kč. Součástí této položky je také **jiný výsledek hospodaření minulých let** (*řádek A.IV.3 v rozvaze – pasivech*), který podle *ust. § 15a Vyhlášky č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1992 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví* obecně obsahuje rozdíly ze změn účetních metod, odloženou daň zaúčtovanou v prvním roce účtování o odložené dani a opravy chyb z minulých účetních období, pokud jsou významné. V případě Cílové společnosti se jedná o částku -7 356 tis. Kč. Tato částka se rovná hodnotě odpisu zásob nad hodnotu vytvořených opravných položek.
- **Hodnoty ukazatele podíl cizích zdrojů na celkových pasivech** byly v uvedených obdobích následující:
 - v roce 2009 => 60,7%;
 - v roce 2010 => 69,4%;

- v roce 2011 => 74,4%;
- v roce 2012 => 76,0%;
- v roce 2013 => 72,1%;
- v roce 2014 => 93,8%.

Zadluženost Cílové společnosti v letech 2010 až 2013 odpovídala zhruba 2/3 bilanční sumy. V roce 2014 se přiblížila celkovému objemu bilanční sumy. Zadluženost v tomto období považují za velmi vysokou.

- Objemy **vlastního kapitálu** Cílové společnosti byly v letech 2009 až 2014 kladné, a to:
 - v roce 2009 => +14,3 mil. Kč;
 - v roce 2010 => +9,8 mil. Kč;
 - v roce 2011 => +8,7 mil. Kč;
 - v roce 2012 => +8,6 mil. Kč;
 - v roce 2013 => +9,0 mil. Kč;
 - v roce 2014 => +1,9 mil. Kč.

Cílová společnost vykazovala ve sledovaných obdobích každoročně ztrátu až do roku 2012. Proto se rok od roku snižovala hodnota vlastního kapitálu. V roce 2013 docílila společnost kladný výsledek hospodaření s vlivem do nárůstu objemu vlastního kapitálu. V roce 2014 se do hodnoty vlastního kapitálu promítlo proúčtování jiného výsledku hospodaření minulých let ve výši -7,4 mil. Kč (*viz výše*).

- Společnost OTAVAN Třeboň a.s. účtuje k 31.12.2014 v rámci **závazků – ovládající a řídicí osoba** částku 12 370 tis. Kč (*viz řádek B.III.2. v rozvaze-pasivech*). Podle Přílohy k účetní závěrce k 31.12.2014 (*viz příloha č. 2 tohoto posudku*) se jedná o půjčky od subjektů ve skupině (*jejich specifikace je uvedena na str. 18 Přílohy k účetní závěrce Cílové společnosti k 31.12.2014 - viz příloha č. 2 tohoto posudku*). Tyto závazky by měly být splatné v roce 2015. Struktura těchto závazků byla následující (*převzato z Přílohy k účetní závěrce k 31.12.2014*):
 - celkem => 12 370 tis. Kč;
 - závazky za společností EA Invest, spol. s r.o. (účet č. 231006) => 6 980 tis. Kč;
 - závazky za společností HSP CZ s.r.o. (účet č. 231003) => 2 115 tis. Kč;
 - závazky za společností PROSPERITA holding, a.s. (účet č. 231009) => 2 000 tis. Kč;
 - závazky za společností CONCENTRA, a.s. (účet č. 231001) => 1 275 tis. Kč.
- Podle mých propočtů nevyplácela Cílová společnost ve sledovaných obdobích svým akcionářům žádné **dividendy**.
- Hodnoty **pracovního kapitálu** (rozdíl mezi krátkodobými aktivy⁷ a krátkodobými pasivy⁸) Cílové společnosti byly v letech 2009 až 2014 následující:

⁷ Zásoby + krátkodobé pohledávky + krátkodobý finanční majetek + časové rozlišení v aktivech.

⁸ Krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci + časové rozlišení v pasivech.

- v roce 2009 => -2,7 mil. Kč;
- v roce 2010 => -6,1 mil. Kč;
- v roce 2011 => -7,0 mil. Kč;
- v roce 2012 => -3,5 mil. Kč;
- v roce 2013 => +3,4 mil. Kč;
- v roce 2014 => -12,3 mil. Kč.

Cílová společnost vykazovala v rámci sledovaného období kladné i záporné hodnoty pracovního kapitálu. Kladná hodnota znamená, že v daném období krátkodobá aktiva převyšovala krátkodobé závazky. A naopak.

- **Obchodní marže** Cílové společnosti ve sledovaných obdobích byly tyto:

Tabulka č. 12: Obchodní marže

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží	0,6	0,6	0,4	0,3	0,2	0,7
<i>meziroční index</i>	x	-4,3%	-40,6%	-28,3%	-28,9%	278,3%
Náklady vynaložené na prodej zboží	0,5	0,5	0,3	0,3	0,2	0,6
<i>meziroční index</i>	x	-17,0%	-34,7%	-11,9%	-42,7%	296,7%
Obchodní marže	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1
<i>meziroční index</i>	x	109,7%	-61,5%	-128,0%	-292,9%	174,1%

Objemy obchodních marží se pohybovaly v zanedbatelných úrovních.

- **Výkony** vykazovaly v letech 2009 až 2014 následující průběh (*údaje jsou přiměřeně zaokrouhleny a jsou v mil. Kč*):

Tabulka č. 13: Výkony

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	58,6	38,6	42,3	39,6	43,4	53,8
<i>meziroční index</i>	x	-34,1%	9,4%	-6,4%	9,6%	24,1%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0,0	-5,9	0,1	-2,6	0,0	1,1
<i>meziroční index</i>	x	-100,0%	-102,1%	-2184,0%	-99,8%	+100,0%
Aktivace	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>meziroční index</i>	x	x	x	x	x	x
Výkony	58,6	32,7	42,4	37,0	43,4	54,9
<i>meziroční index</i>	x	-44,2%	29,6%	-12,8%	17,3%	26,5%

Cílová společnost vykazovala od roku 2011 poměrně výrazné nárůsty objemů tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Se započtením průměrných meziročních nárůstů (a poklesů) v letech 2009 až 2014 to ovšem bylo pouze +0,5% (průměrná růstová hodnota těchto tržeb v letech 2011 až 2014 byla ovšem +9,2%).

- Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v členění na **tuzemsko a export** byly v letech 2014 a 2013 následující:

Tabulka č. 14: Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (tuzemsko x export)

Ukazatel	2014			2013		
	Celkem	Tuzemsko	Export	Celkem	Tuzemsko	Export
Tržby za prodej vlastních výrobků	53,1	30,4	22,7	42,8	25,9	16,9
Tržby za prodej vlastních služeb	0,7	0,7	0,0	0,6	0,6	0,0
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb celkem	53,8	31,1	22,7	43,4	26,5	16,9
<i>Podíl z celku</i>	<i>100,0%</i>	<i>57,8%</i>	<i>42,2%</i>	<i>100,0%</i>	<i>61,1%</i>	<i>38,9%</i>

V roce 2014 byl podíl exportních tržeb na celku ve srovnání s předchozím rokem zhruba podobný, resp. nepatrně vyšší.

- Absolutní objemy **výkonové spotřeby** měly ve sledovaných obdobích následující hodnoty (*údaje jsou průměrně zaokrouhleny a jsou v mil. Kč*):

Tabulka č. 15: Výkonová spotřeba

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Spotřeba materiálu a energie	22,0	13,4	16,4	13,3	13,6	17,4
<i>meziroční index</i>	<i>x</i>	<i>-39,3%</i>	<i>22,3%</i>	<i>-18,8%</i>	<i>2,3%</i>	<i>27,8%</i>
Služby	8,3	6,6	6,2	6,5	9,5	15,1
<i>meziroční index</i>	<i>x</i>	<i>-20,1%</i>	<i>-6,4%</i>	<i>6,0%</i>	<i>45,0%</i>	<i>59,3%</i>
Výkonová spotřeba celkem	30,3	20,0	22,6	19,8	23,1	32,5
<i>meziroční index</i>	<i>x</i>	<i>-34,1%</i>	<i>12,8%</i>	<i>-12,0%</i>	<i>16,4%</i>	<i>40,8%</i>

Objemy výkonové spotřeby dle mého názoru věrně kopírovaly průběh výkonů.

- Podle str. 15 Přílohy k účetní závěrce společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2014 nebyl v roce 2014 pořízen žádný dlouhodobý hmotný majetek formou **finančního pronájmu** či **operativního pronájmu** (*viz příloha č. 2 tohoto posudku*).
- Ukazatele **spotřeby materiálu a energie** (*spotřeba materiálu a energie / tržby za prodej vlastních výrobků a služeb*) a **spotřeby služeb** (*spotřeba služeb / tržby za prodej vlastních výrobků a služeb*) vykazovaly v letech 2009 až 2014 následující hodnoty (*údaje jsou průměrně zaokrouhleny*):

Tabulka č. 16: Ukazatele výkonové spotřeby

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ukazatel spotřeby materiálu a energie	37,6%	34,7%	38,7%	33,6%	31,3%	32,3%
Ukazatel spotřeby služeb	14,0%	17,1%	14,6%	16,6%	21,9%	28,1%

Z výše uvedeného je patrné, že hodnoty relativních ukazatelů výkonové spotřeby v letech 2009 až 2014 zpravidla oscilovaly.

- Hodnoty ukazatele **tvorby přidané hodnoty**⁹ v letech 2009 až 2014 oscilovaly. V roce 2009 činila hodnota tohoto ukazatele 43,6%, v roce 2010 to bylo 33,2%, v roce 2011 činila hodnota tohoto ukazatele 47,0%, v roce 2012 to bylo 43,3%, k ultimu roku 2013 to bylo 46,8% a v roce 2014 se jednalo o podíl 41,6%.
- Podíly **osobních nákladů na objemech přidané hodnoty** v letech 2009 až 2014 byly následující:
 - v roce 2009 => 103,2%;
 - v roce 2010 => 162,5%;
 - v roce 2011 => 100,1%;
 - v roce 2012 => 111,4%;
 - v roce 2013 => 97,7%;
 - v roce 2014 => 95,6%.

Znamená to, že např. v roce 2014 bylo z každé 1 Kč vyprodukované přidané hodnoty vyplaceno zaměstnancům celkem 0,956 Kč v rámci osobních nákladů. Domnívám se, že úrovně tohoto ukazatele jsou velmi (negativně) vysoké. V letech 2009 až 2012 nepostačovala vyprodukovaná přidaná hodnota ani na pokrytí osobních nákladů.

- Hodnoty **provozních a finančních výsledků hospodaření** v letech 2009 až 2014 byly následující (*údaje jsou přiměřeně zaokrouhleny a jsou v mil. Kč*):

Tabulka č. 17: Provozní a finanční výsledky hospodaření

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Provozní výsledek hospodaření	-1,2	-3,2	-0,8	-0,0	-0,2	+0,3
Finanční výsledek hospodaření	+0,0	-0,7	-0,1	-0,1	+0,7	-0,1

Ve sledovaných obdobích vykazovala Cílová společnost zpravidla záporné objemy provozního výsledku hospodaření. Výjimkou byl rok 2014.

- Hodnoty **ukazatelů EBIT** (*Earnings Before Interest and Taxes, resp. zisk před úroky a zdaněním*) a **EBITDA** (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, resp. zisk před úroky, zdaněním, odpisy a amortizací*) v letech 2009 až 2014 byly následující (*údaje jsou zaokrouhleny a jsou v mil. Kč*):

Tabulka č. 18: EBIT a EBITDA

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EBIT	-1 191	-4 136	-724	207	831	611
EBITDA	366	-2 760	130	883	1 481	1 282

- Cílová společnost uskutečňovala ve sledovaných obdobích **divestice** (odprodeje majetku), a to s následujícími divestičními saldy:

⁹ Tvorba přidané hodnoty = přidaná hodnota / (obchodní marže + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb).

- v roce 2009 => +0,6 mil. Kč;
 - v roce 2010 => +0,2 mil. Kč;
 - v roce 2011 => +0,2 mil. Kč;
 - v roce 2012 => -0,2 mil. Kč;
 - v roce 2013 => +0,2 mil. Kč;
 - v roce 2014 => +0,4 mil. Kč.
- Vykázané **provozní výsledky** hospodaření byly v uvedených obdobích ovlivněny mimo jiné také **změnou stavu rezerv a opravných položek (ROP)**. V případě kladné tvorby ROP by byl provozní výsledek „negativně“ ovlivněn změnou stavu ROP (*jinyými slovy, pokud by tento vliv nenastal, provozní výsledek hospodaření by byl „příznivější“*). V případě záporné tvorby ROP (v roce 2009 => -24,6 mil. Kč, v roce 2010 => -5,6 mil. Kč, v roce 2011 => -0,2 mil. Kč, v roce 2012 => -4,4 mil. Kč, v roce 2013 => -0,1 mil. Kč a v roce 2014 => -7,7 mil. Kč) byl provozní výsledek „pozitivně“ ovlivněn změnou stavu ROP (*jinyými slovy, pokud by tento vliv nenastal, provozní výsledek hospodaření by byl „nepříznivější“*).
 - V roce 2014 byly rozpuštěny **rezervy na provozní náklady** (*viz změna stavu rezerv a opravných položek*).
 - Cílová společnost vykazovala ve sledovaných obdobích následující objemy **ostatních provozních a finančních výnosů a nákladů** (*údaje jsou přibližně zaokrouhleny a jsou v mil. Kč*):

Tabulka č. 19: Ostatní provozní a finanční výnosy a náklady

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ostatní provozní výnosy	0,7	0,8	0,0	0,6	0,1	0,0
Ostatní provozní náklady	24,7	0,3	0,3	2,2	0,3	8,0
Ostatní finanční výnosy	0,6	0,2	0,2	0,4	1,4	0,7
Ostatní finanční náklady	0,3	0,5	0,3	0,2	0,3	0,0

Ostatní provozní náklady v roce 2014 zahrnují odpis zásob ve výši rozpuštěných opravných položek v hodnotě 7,6 mil. Kč. Dále zahrnují pojistné majetku, penále a hodnotu neuplatněné daně z přidané hodnoty.

Ostatní provozní náklady v roce 2012 zahrnují pojistné majetku, penále a odpis pohledávky společnosti Aliatex s.r.o. v likvidaci ve výši 1,8 mil. Kč. Současně byly rozpuštěny opravné položky k této pohledávce.

- Výsledky **hospodaření za účetní období po a před zdaněním** a objemy daní z příjmů v uvedených obdobích byly tyto (*údaje jsou přibližně zaokrouhleny a jsou v mil. Kč*):

Tabulka č. 20: Výsledky hospodaření

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
VH před zdaněním	-1,5	-4,5	-1,1	-0,2	0,5	0,2
VH po zdanění	-1,5	-4,5	-1,1	-0,2	0,5	0,2
Daň z příjmů za běžnou činnost - splatná	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Daň z příjmů za běžnou činnost - odložená	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Cílová společnost vykazovala zpravidla záporný daňový základ k dani z příjmů právnických osob (vyjma roku 2009, kdy byla uhrazena daň ve výši 17 tis. Kč).

- Jak je uvedeno v kapitole č. 3.6 - *Daňová ztráta společnosti OTAVAN Třeboň a.s.*, podle Přiznání k dani z příjmů právnických osob vykazovala Cílová společnost k ultimu roku 2013 **daňovou ztrátu minulých období** v souhrnné výši 11 830 tis. Kč. Tuto daňovou ztrátu může Cílová společnost při splnění určitých podmínek taxativně uvedených v *ust. § 38na ZDP (viz poznámka pod čarou č. 3)* uplatnit proti kladnému základu této daně v budoucnu. Podle sdělení Objednatele tohoto znaleckého posudku činil **daňový zisk** Cílové společnosti **za rok 2014** částku cca 1 200 tis. Kč. Z toho vyplývá, že daňová povinnost společnosti OTAVAN Třeboň a.s. za toto období bude po odpočtu příslušné části daňové ztráty z minulosti nulová.
- K 31.12.2014 má Cílová společnost **odloženou daňovou pohledávku** v souhrnné výši 2,0 mil. Kč (*výpočet je proveden na str. 13 Přílohy k účetní závěrce společnosti k 31.12.2014 – viz příloha č. 2 tohoto posudku*). O této odložené daňové pohledávce společnost OTAVAN Třeboň a.s. neúčtuje (*v souladu s článkem 3.4. Českého účetního standardu pro podnikatele č. 003 – Odložená daň*).
- V roce 2014 nepřijala Cílová společnost žádné **dotace** (*viz str. 14 Přílohy k účetní závěrce k 31.12.2014 – viz příloha č. 2 tohoto posudku*).
- Hodnoty **ukazatelů rentability** vlastního kapitálu (ROE¹⁰), rentability obratu¹¹ a rentability kapitálu (ROI¹²) byly v letech 2009 až 2014 následující:

Tabulka č. 21: Ukazatelé rentability

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROE	-10,7%	-46,0%	-12,2%	-1,8%	5,3%	11,9%
Rentabilita obratu	-2,7%	-13,1%	-2,4%	-0,4%	1,1%	0,4%
ROI	-6,3%	-29,5%	-6,4%	2,3%	9,3%	11,0%

Hodnoty ukazatelů rentability byly v letech 2013 a 2014 dle mého názoru poměrně příznivé.

¹⁰ ROE = HV za účetní období / vlastní kapitál za účetní období.

¹¹ Rentabilita obratu = HV za účetní období / (výkony + tržby za prodej zboží).

¹² ROI = (HV za běžnou činnost + daň z příjmu za běžnou činnost + nákladové úroky) / průměrný kapitál.

- Cílová společnost dosahovala v uvedených obdobích následující hodnoty **ukazatelů likvidity**:

Tabulka č. 22: Ukazatelé likvidity

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Cash ratio	4,5%	3,5%	3,1%	3,9%	5,3%	6,5%
Quick ratio	21,1%	17,5%	11,9%	20,1%	26,0%	17,3%
Current ratio	87,3%	72,5%	72,3%	85,4%	123,4%	57,7%

Domnívám se, že za doporučované a uznávané limity hodnot těchto ukazatelů jsou i podle odborné literatury považovány tyto¹³:

- likvidita 1. stupně (cash ratio¹⁴) > 20% (podle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR¹⁵);
- likvidita 2. stupně (quick ratio¹⁶) > 100%;
- likvidita 3. stupně (current ratio¹⁷) > 150%.

Hodnoty ukazatelů likvidity dle mého názoru v roce 2014 nesplňovaly požadovaná kritéria (viz poznámka pod čarou č. 13).

- Ukazatelé **doby obratu zásob**, tj. materiálu¹⁸, nedokončené výroby¹⁹, výrobků²⁰ a zboží²¹ byly následující:

Tabulka č. 23: Doby obratu zásob

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Doba obratu materiálu	91	173	206	281	228	200
Doba obratu nedokončené výroby	1	0	3	3	3	11
Doba obratu výrobků	50	50	44	43	40	3
Doba obratu zboží	293	190	325	407	552	0

- Hodnoty ukazatelů **doby obratu krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů**²² a ukazatelů **doby obratu krátkodobých závazků z obchodních vztahů**²³ byly následující:

¹³ Viz str. 49 a 50 v publikaci Petra Růčková – Finanční analýza, metody, ukazatele, využití v praxi (GRADA Publishing, Praha 2007).

¹⁴ Cash ratio = finanční majetek / cizí kapitál krátkodobý.

¹⁵ Viz str. 49 v publikaci Petra Růčková – Finanční analýza, metody, ukazatele, využití v praxi (GRADA Publishing, Praha 2007).

¹⁶ Quick ratio = (finanční majetek + krátkodobé pohledávky) / cizí kapitál krátkodobý.

¹⁷ Current ratio = (finanční majetek + krátkodobé pohledávky + zásoby) / cizí kapitál krátkodobý.

¹⁸ Doba obratu materiálu = (zásoby materiálu / spotřeba materiálu a energie) * počet dní v období.

¹⁹ Doba obratu nedokončené výroby = (zásoby nedokončené výroby / tržby za prodej vlastních výrobků a služeb) * počet dní v období.

²⁰ Doba obratu výrobků = (zásoby výrobků / tržby za prodej vlastních výrobků a služeb) * počet dní v období.

²¹ Doba obratu zboží = (zásoby zboží / tržby za prodej zboží) * počet dní v období.

Tabulka č. 24: Doby obratu krátkodobých pohledávek a závazků z obchodních vztahů

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Doba obratu krátkodobých pohledávek	18	24	12	26	14	10
Doba obratu krátkodobých závazků	128	162	206	267	127	145

Z výše uvedené tabulky je patrné, že doby obratu krátkodobých závazků z obchodních vztahů významně převyšovaly stejné hodnoty u pohledávek. Z toho plyne, že Cílová společnost v daném období v průměru dříve inkasovala své pohledávky, než hradila své závazky.

4.3.3. Hodnocení hospodaření roku 2013 dle Výroční zprávy Cílové společnosti za rok 2013

V roce 2013 stabilizovala společnost výrobní program se zaměřením na výrobu a prodej pracovních a profesních oděvů v širokém sortimentu.

Prodej pracovní a profesní konfekce představoval 99% celkové výroby společnosti, zbylé 1% činil prodej vycházkové konfekce, převážně ze skladových zásob. V oblasti pracovní a profesní konfekce společnost pokračovala v zaměření na technologicky náročnější výrobky s vysokými nároky na kvalitu zpracování a specifickými vlastnostmi. Výroba vycházkové konfekce byla zastavena.

Struktura odbytových teritorií se v roce 2013 podstatně nezměnila. Exportní zakázky především do západoevropských zemí dosáhly 39% tržeb hotových výrobků, z toho mzdová práce činila 97%. Dodávky na tuzemský trh dosáhly 61% z celkových tržeb hotových výrobků.

Ekonomická situace společnosti byla během roku složitá s ohledem na nepřiměřené stavy zásob, pohledávek po splatnosti. V roce 2013 vykázala společnost zisk ve výši 475 tis. Kč. Celková zadluženost společnosti se proti minulému roku snížila.

Sídlo společnosti je v Třeboni na adrese Nádražní 641. V měsíci květnu roku 2006 došlo k veřejné dražbě areálu v Třeboni s výnosem 58 mil. Kč, společnost se stala nájemcem. Dále společnost vlastní výrobní jednotku ve Slavonicích. Jedná se o objekt přizpůsobený oděvní výrobě se snadnou variabilitou umístění.

Společnost nevede ani nejsou proti ní vedeny žádné soudní, správní nebo rozhodčí řízení, která by měla zásadní vliv na finanční situaci.

Investice v letech 2006 až 2013 byly následující:

²² Doba obratu krátkodobých pohledávek = (krátkodobé pohledávky / (tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb)) * počet dní v období.

²³ Doba obratu krátkodobých závazků = (krátkodobé závazky / (náklady vynaložené na prodej zboží + výkonová spotřeba)) * počet dní v období.

Tabulka č. 25: Investice v letech 2006 až 2013

Ukazatel (v mil. Kč)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Stavební	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,40	0,00	0,00
Strojní	0,04	0,03	0,00	0,00	0,00	0,30	0,00	0,00
Nehmotný majetek	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanční investice	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Investice celkem	0,04	0,03	0,00	0,00	0,00	0,70	0,00	0,00

V roce 2011 provedla společnost rekonstrukci kotelny v provozovně Slavonice.

V roce 2006 byla založena dceřiná společnost OTAVAN BG EOOD v Bulharsku, s platností od 20.9.2007 byla vymazána z Obchodního rejstříku dceřiná společnost OTA-CLUB s.r.o. v likvidaci a dne 30.11.2007 byly prodány akcie společnosti ACCO Czech a.s., s platností od 14.11.2008 byla vymazána z Obchodního rejstříku dceřiná společnost OTAVAN Slovakia s.r.o. v likvidaci.

V oblasti výzkumu a vývoje nových výrobků nezaznamenala v posledních letech společnost žádné významné skutečnosti.

Podnikání společnosti je kontinuální, k přerušení v posledních letech nedošlo

4.3.4. Závěr z finanční analýzy

Cílová společnost vykazovala od roku 2011 poměrně rostoucí nárůsty objemů tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Se započtením průměrných meziročních nárůstů (a poklesů) v letech 2009 až 2014 to ovšem bylo pouze +0,5% (průměrná růstová hodnota těchto tržeb v letech 2011 až 2014 byla ovšem +9,2%).

Podíl exportních tržeb z celkového objemu činil 42,2%. Tuto skutečnost považují za pozitivní, poněvadž diferencuje rizika případných odběrů (tuzemský trh je pro výrobce typu společnosti OTAVAN Třeboň a.s. bezpochyby velmi konkurenční).

Podle Přiznání k dani z příjmů právnických osob za zdaňovací období od 1.1.2013 do 31.12.2013 vykazovala společnost OTAVAN Třeboň a.s. k ultimu roku 2013 souhrnnou daňovou ztrátu ve výši 11 830 tis. Kč, kterou při splnění určitých podmínek může uplatnit v dalších letech proti kladnému základu daně (část až do roku 2017). Podle sdělení Objednatele tohoto posudku vykážala Cílová společnost za rok 2014 daňový zisk.

Hodnoty ukazatelů rentability byly v letech 2013 a 2014 dle mého názoru poměrně příznivé. Ukazatele likvidity naopak.

Výsledky roku 2014 poměrně značně ovlivnilo proučtování jiného výsledku hospodaření (jde o účetní „non-cashovou“ operaci).

Podle mých propočtů Cílová společnost nevyplácela svým akcionářům v uplynulých letech dividendy. Cílová společnost vykazovala v letech 2009 až 2012 každoročně ztrátu. Proto se rok od roku snižovala hodnota vlastního kapitálu. V roce 2013 docílila společnost kladný výsledek hospodaření s vlivem do nárůstu objemu vlastního kapitálu. V roce 2014 se do hodnoty vlastního kapitálu promítlo proučtování jiného výsledku hospodaření minulých let ve výši -7,4 mil. Kč (*viz výše*).

Velmi obezřetně vnímám skutečnost, že úroveň zadlužení Cílové společnosti byla k 31.12.2014 ve výši 93,8%. Tuto úroveň považuji za „nebezpečně“ vysokou.

Z minulých období vyplývá, že doby obratu krátkodobých závazků z obchodních vztahů významně převyšovaly stejné hodnoty u pohledávek. Z toho plyne, že Cílová společnost v daném období v průměru dříve inkasovala své pohledávky, než hradila své závazky.

Hospodaření Cílové společnosti v roce 2014 významně ovlivnilo rozpuštění rezerv (*viz změna stavu rezerv v provozní činnosti*).

Jak je uvedeno v kapitole č. 4.3.1 - *Časový horizont a cíl finanční analýzy*, finanční analýza by měla dát odpověď na otázku, zda je budoucnost společnosti nějakým způsobem ohrožena problémy jejího finančního fungování. Musím konstatovat, že znepokojující na hospodaření Cílové společnosti je zejména úroveň zadluženosti a velký převis doby obratu krátkodobých závazků nad stejným ukazatelem u pohledávek (*Cílová společnost „pozdě“ platí svým dodavatelům, což může mít negativní důsledky na jejich ochotu se podílet na budoucích dodávkách*). Trh, na kterém Cílová společnost působí, je dle mého názoru velmi turbulentní a vstřebává levnou konkurenci z Číny a dalších asijských zemí. Problémy budoucího hospodaření Cílové společnosti tak zcela jistě „vidím“ ve výše uvedeném. Cílová společnost vykazuje také poměrně nízkou produktivitu zaměstnanců (*v přepočtu na tržby za prodej vlastních výrobků a služeb k 31.12.2014 odpovídá podílu cca 0,5 mil. Kč na osobu*). Na druhou stranu obor, v němž Cílová společnost působí, považuji za poměrně tradiční z pohledu tohoto subjektu. Obor zjevně „trpěl“ v důsledku předchozích krizových období. Závěrem si dovoluji konstatovat, že rizika budoucího finančního fungování Cílové společnosti spatřuji ve smyslu výše uvedeného. Tato rizika nejsou ovšem tak jednoznačně průkazná, že bych pochyboval o „going concern“ Cílové společnosti.

5. POUŽITÉ ZPŮSOBY OCENĚNÍ

Za účelem zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s. pro účely veřejné nedobrovolné dražby, což je předmětem tohoto znaleckého posudku, byly použity následující standardní metodické postupy (*v souladu s přiměřeně aplikovaným nepřímým požadavkem ust. § 143 odst. 3 ZOK bylo použito **vícero metodických postupů***):

- 1) Metoda diskontovaného peněžního toku DCF equity;
- 2) Účetní hodnota vlastního kapitálu;

Metodické postupy ad 1) a ad 2) vycházejí z metod pro ocenění podniku. Tímto postupem je možno stanovit hodnotu čistého obchodního majetku, resp. jmění společnosti. Výsledná hodnota čistého obchodního majetku, resp. jmění, dosažená jednotlivými metodami, odpovídá vždy samostatně dílčí hodnotě 100% akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s.

Postup, který jsem zvolil v případě zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s., je **tříkrokový**, a to:

- 1) V prvním kroku jsem stanovil hodnotu čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s., která ve skutečnosti odpovídá hodnotě všech emitovaných akcií dané společnosti. Ke stanovení hodnoty čistého obchodního majetku jsem využil metodu na bázi účetní hodnoty vlastního kapitálu a výnosovou metodu.
- 2) Ve druhém kroku jsem alikvótně propočítal hodnotu čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s. (*zjištěnou dle ad 1*), která připadá na každou jednu emitovanou akcii Cílové společnosti.
- 3) Jak je uvedeno *v kapitole č. 1.9, „Kontrolní prémie“, resp. „srážka za minoritu“*, s ohledem na předmět ocenění a strukturu akcionářů jsem při zpracovávání tohoto posudku uvažoval „kontrolní prémii“ Většinového (Hlavního, Majoritního) akcionáře z titulu velikosti jím držného akciového podílu, resp. „diskont“ u akcií v držení Menšinových akcionářů odpovídajícím počtu dražených akcií. Podle mého názoru **se prokázala existence Většinového (Hlavního či Majoritního) akcionáře**, resp. několika akcionářů jednajících ve shodě – viz kapitola č. 3.3 - *Základní kapitál, struktura akcionářů, dispozice s akciemi. Tato podmínka je nutná k diskusi ohledně zahrnutí případné srážky hodnoty na úrovni akcionářů.*

Shrnutí a finální výpočty v rámci tohoto postupu jsou diskutovány *v kapitole č. 8 - Rozprava k dosaženým výsledkům.*

5.1. Metoda diskontovaného peněžního toku DCF equity

Cílem této metody je stanovení reálné hodnoty čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s.

Metodický postup metody DCF equity vychází z postupů popsanych v publikaci => Miloš Mařík – Určování hodnoty firem (*Ekopress, Havlíčkův Brod 2003*)²⁴.

²⁴ Str. 170 a násl.

Výnosová metoda diskontovaného peněžního toku DCF equity (dvoufázová metoda) je založena na koncepci stanovení „časové hodnoty peněz a relativního rizika investice“. Předmět ocenění je považován za investici, na kterou je potřeba efektivně vynaložit finanční prostředky. Budoucí očekávané výnosy a náklady spojené s investicí jsou převedeny na současnou hodnotu za použití odpovídající diskontní míry (resp. nákladů na vlastní kapitál). Tato metoda umožňuje zhodnotit veškeré budoucí hotovostní toky (tj. výnosy i náklady) investice s rozložením v čase (vztažením budoucích hotovostních toků k současnosti).

Metoda diskontovaného peněžního toku DCF equity vychází z představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze:

- 1) První **fáze** zahrnuje období, po které je znalec schopen posoudit věrohodný Finanční plán hospodaření subjektu do budoucna.
- 2) Druhá **fáze** pak obsahuje zbytek časového horizontu od konce první fáze do nekonečna (*tuto dobu zohledňuje tzv. „terminální hodnota“*).

Ad 1) První fáze

V první fázi výpočtu je zapotřebí identifikovat tzv. kumulované volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE), a to vždy ke konci období po celou dobu trvání Finančního plánu. Výpočet probíhá podle následujícího schématu:

Vzorec č. 1: Metoda diskontovaného peněžního toku DCF equity – I. fáze

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních

<ul style="list-style-type: none"> + Odpisy + Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů - Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného - Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného = FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity) - Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít, tj. úrok * (1 – daňová sazba) - Splátky úročeného cizího kapitálu - Nově přijatý úročený cizí kapitál = FCFE

Tyto peněžní toky se pak diskontují pomocí nákladů na vlastní kapitál. Výsledkem je výnosová hodnota vlastního kapitálu (tedy hodnota pro vlastníky).

Délka první fáze vychází z počtu let, po jejichž dobu je k dispozici posouditelný a vyvážený Finanční plán.

Vzorec pro výpočet první fáze výpočtu vypadá následovně:

Vzorec č. 2: Výpočet první fáze DCF equity

$$\mathbf{H}_1 = \sum_{t=1}^T \text{FCFE}_t (1 + i_k)^{-t}$$

kde

\mathbf{H}_1 je hledaná hodnota první fáze

FCFE_t představuje volné peněžní toky v období t

i_k je diskontní míra (zpravidla náklady na vlastní kapitál) v období k

T je délka první fáze v letech

Ad 2) Druhá fáze

Druhá fáze je vypočítána jako terminální hodnota na období zbývajících časového horizontu nad rámec první fáze propočtu (zpravidla do nekonečna).

Výsledkem výpočtu druhé fáze je tzv. „**terminální hodnota**“ vyjádřená v současné hodnotě.

Vzorec pro výpočet druhé fáze výpočtu vypadá následovně:

Vzorec č. 3: Výpočet druhé fáze DCF equity

$$\mathbf{H}_2 = \frac{\text{FCFE}_{t+1}}{i_k - g} * (1 + i_k)^{-t}$$

kde:

\mathbf{H}_2 je hledaná hodnota druhé fáze

FCFE_{t+1} představuje volné peněžní toky v období $t+1$

i_k je kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů na vlastní kapitál

g je předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi výpočtu

Součet výsledků první a druhé fáze dává tímto postupem základnu pro výpočet hodnoty podniku pro vlastníky.

Zjištěné hodnoty první a druhé fáze jsou zohledněny z hlediska času prostřednictvím diskontní míry. Pro účely této výnosové metody se používají tzv. náklady na vlastní kapitál. Ty je možno identifikovat několika způsoby. Velmi rozšířeným postupem je identifikace nákladů na vlastní kapitál na základě tzv. „**Modelu CAPM**“ (capital asset pricing model).

Tento model je založen na rozlišení diverzifikovaného a nediverzifikovaného rizika. Důležitým prvkem modelu CAPM je tzv. „přímka cenných papírů“, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu. Riziková prémie, která je součástí výpočtu, je chápána jako rozdíl mezi očekávaným výnosem cenného papíru a bezrizikovou mírou.

Vypočtená diskontní míra bývá zpravidla ještě upravena o tzv. **průměrné tempo růstu**, které snižuje „náročnost“ hodnoty diskontní míry, kterou je diskontována terminální hodnota.

Postup při výpočtu hodnoty DCF equity je následující:

- 1) Sestavení Finančního plánu hospodaření podniku dané společnosti.
- 2) Identifikace objemu volných peněžních toků na úrovni podnikatelské jednotky (FCF).
- 3) Identifikace objemu volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE).
- 4) Zjištění úrovně diskontní míry (*náklady na vlastní kapitál*).
- 5) Výpočet kumulovaného diskontovaného FCFE (po dobu trvání Finančního plánu) => I. fáze propočtu.
- 6) Kalkulace „terminální hodnoty“ (*FCFE pro vlastníky, které je v průměru očekáváno v budoucnosti nad rámec první fáze propočtu*) => II. fáze propočtu.
- 7) Součet hodnot první a druhé fáze = hodnota podniku bez vlivu hodnoty neprovozního majetku.
- 8) Odhad přeceněné hodnoty neprovozního majetku a závazků.
- 9) Stanovení hodnoty podniku přičtením hodnoty zvlášť oceněného neprovozního majetku.

Výsledek představuje hodnotu čistého obchodního majetku dané společnosti, která odpovídá hodnotě všech akcií emitovaných Cílovou společností.

5.2. Účetní hodnota vlastního kapitálu

Cílem této metody je identifikovat účetní hodnotu vlastního kapitálu společnosti.

Vlastní kapitál společnosti představuje zdroje, které byly vloženy do podnikání vlastníky společnosti, příp. které společnost vyprodukovala v rámci své podnikatelské činnosti (např. výsledek hospodaření minulých let a výsledek hospodaření běžného účetního období). Zjednodušená struktura vlastního kapitálu vypadá následovně:

- základní kapitál;
- kapitálové fondy;
- rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku;
- výsledek hospodaření minulých let;
- výsledek hospodaření běžného účetního období.

Vlastní kapitál tak představuje rozdíl mezi účetní hodnotou majetku a závazků společnosti v historických cenách. Jedná se o statický pohled, nicméně jeho základní funkcí je poskytnutí přehledu o majetku a závazcích společnosti k určitému datu. Účetní hodnota vlastního kapitálu tak ve skutečnosti vypovídá o nepřeceněné hodnotě jmění podniku dané společnosti.

Ocenění v tomto případě vychází z údajů uvedených v účetních výkazech k **31.12.2014** (*viz kapitola č. 1.8 - Den ocenění*).

5.3. Důvody použití vybraných metod

Hlavní důvody, které mně vedly k použití vybraných metod, jsou tyto:

- **Výnosová metoda DCF equity** reprezentuje hledisko investora, který na svou potenciální investici pohlíží z hlediska budoucích výnosů (*tzn. porovnává vynaložené prostředky s jejich návratností v budoucnosti*). Investor porovnává výnosnost investice z hlediska času s jinými alternativními možnostmi pro investování. Metoda vychází z předpokladu pokračování podnikatelských aktivit dané společnosti.
- **Účetní hodnota vlastního kapitálu** vyjadřuje statický pohled na hodnotu majetku a závazků. Tuto metodu považuji za vhodnou jako srovnávací a doplňkovou k další metodě.

Společnost OTAVAN Třeboň a.s. představuje běžný podnikatelský subjekt pohybující se na vymezeném trhu. Dle mého názoru je třeba hodnotu čistého obchodního majetku této společnosti spatřovat jednak **v její majetkové struktuře** (tj. v majetkovém složení) a jednak **ve výnosovém potenciálu**, kterého takto strukturovaná společnost dosahuje a bude dosahovat v důsledku očekávaných hospodářských výsledků v budoucnosti. Proto jsem se rozhodl poměřit hodnotu předmětného čistého obchodního majetku, resp. jmění společnosti OTAVAN Třeboň a.s. z pohledu majetkové a výnosové metody.

Při volbě metodických postupů, vhodných pro zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s., jsem vycházel především z předpokladu nezměněného pokračování podnikatelských aktivit společnosti i po realizaci veřejné nedobrovolné dražby (tzv. „**going concern princip**“), které je deklarováno *v kapitole č. 1.9 - „Kontrolní prémie“, resp. „srážka za minoritu“*. Důvodem použití tohoto metodického postupu je **jednoznačný předpoklad pokračování podniku společnosti OTAVAN Třeboň a.s.**

Pro daný účel ocenění jsem zvažoval použití i dalších standardních metod, nicméně výběr výše popsaných metod ocenění je dle mého názoru pro účely zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s. pro veřejnou nedobrovolnou dražbu akcií společnosti **vhodný, přiměřený, dostatečný a odpovídající**.

Použitím zvolených metod je de facto zajištěn dvoustranný pohled na hodnotu předmětu ocenění. Jde o **pohled výnosový a majetkový**.

6. FINANČNÍ PLÁN

6.1. Účel Finančního plánu

Zpracovaný Finanční plán v žádném případě nenahrazuje standardní Finanční a obchodní plán, který společnost OTAVAN Třeboň a.s. případně vyhotovuje pro vlastní obchodní a finanční potřebu. Cílem Finančního plánu je propočít hodnota čistého obchodního majetku Cílové společnosti ve vztahu k ocenění, cíle Finančního a obchodního plánu společnosti OTAVAN Třeboň a.s. je nutno spatřovat především v zajištění chodu společnosti se zohledněním všech provozních aspektů hospodaření.

6.2. Délka trvání Finančního plánu

Délka trvání Finančního plánu, tj. **do roku 2019**, koresponduje s náhledem Znalce na věrohodnost a schopnost posouzení očekávaných budoucích výsledků hospodaření společnosti OTAVAN Třeboň a.s. Domnívám se, že provádět Finanční plán s delším časovým horizontem by nebylo v tomto případě ocenění korektní a nemuselo by beze zbytku naplňovat zásadu věrohodnosti.

6.3. Východiska pro tvorbu Finančního plánu

Před představením východisek pro tvorbu Finančního plánu si dovoluji konstatovat, že jsem neměl od Objednatele tohoto znaleckého posudku žádnou obecnou či detailní projekci výsledků (plán, predikci, prognózu) hospodaření Cílové společnosti do budoucna, a to nad rámec roku 2014.

Po zohlednění všech významných skutečností identifikovaných ve strategické analýze (*viz kapitola č. 3 - Strategická analýza*), v makroekonomické analýze ČR (*viz kapitola č. 4.1 - Stručná makroekonomická analýza*), v náhledu na situaci v odvětví (*viz kapitola č. 4.2 - Stručný náhled na situaci v odvětví*) a ve finanční analýze (*viz kapitola č. 4.3 - Finanční analýza společnosti*) jsem při tvorbě Finančního plánu vycházel z následujících východisek:

- Finanční plán vychází a v přiměřené míře zohledňuje skutečně dosažené výsledky hospodaření za roky 2009 až 2014.
- Finanční plán byl zpracován **do roku 2019**.
- Finanční plán byl koncipován se zohledněním předpokládané **inflace** (*viz kapitola č. 4.1 - Stručná makroekonomická analýza*).
- **Investice do majetku a odpisy** jsem ve Finančním plánu do roku 2019 pojal takto:
 - U veškerého dlouhodobého hmotného majetku, který měla společnost OTAVAN Třeboň a.s. zaúčtován k datu ocenění, jsem akceptoval stávající odpisové plány. Nové investice do tohoto majetku jsem každoročně ve Finančním plánu kalkuloval do úrovně jejich odpisů (*za odepisovatelný majetek jsem považoval stavby a samostatné movité věci*). Znamená to tedy, že objemy investic se ve Finančním plánu rovnají objemům odpisů. Dle mého názoru bude v budoucnu přinejmenším nutné toto minimální investiční

pravidlo zachovat k udržení konkurenceschopnosti společnosti OTAVAN Třeboň a.s. na trhu a za účelem úspěšného dosažení plánovaných tržeb (*viz níže v této kapitole*).

- Odpisy nových investic do odpisovaného majetku byly kalkulovány lineárně²⁵. U nových investičních akcí jsem vycházel z rovnosti mezi daňovými a účetními odpisy.
 - Při výše popsané modelaci investic do dlouhodobého majetku jsem zčásti také vycházel z disponibilní analýzy minulosti v souladu s doporučením prof. Maříka²⁶ a provedl jsem vlastní analýzu stavu majetku Cílové společnosti.
 - Pro účely financování investic jsem ve Finančním plánu kalkuloval s využitím vlastních zdrojů, příp. leasingů Cílové společnosti a cizích zdrojů (závazky – ovládací a řídicí osoba).
 - Investice do ostatního dlouhodobého hmotného majetku a dlouhodobého finančního majetku jsem ve Finančním plánu neuvažoval. Stejně tak jsem ve Finančním plánu nekalkuloval s investicemi do nehmotného majetku.
- **Tržby za prodej zboží a náklady vynaložené na prodané zboží** jsem ve Finančním plánu kalkuloval takto:
- Tržby za prodej zboží => tento ukazatel jsem predikoval stejným způsobem jako tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (*viz níže*).
 - Náklady na prodané zboží => tento ukazatel jsem konstruoval podle algoritmu: „((náklady na prodané zboží předchozího období / tržby za prodej zboží předchozího období) * tržby za prodej zboží aktuálního období)“.
- **Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb** byly ve Finančním plánu kalkulovány takto:
- Jak je uvedeno *v kapitole č. 4.3.2 - Finanční analýza za roky 2009 až 2014*, Cílová společnost vykazovala od roku 2011 poměrně vysoké nárůsty objemů tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb (s výjimkou poklesu v roce 2012). Průměrná růstová hodnota těchto tržeb v letech 2011 až 2014 byla +9,2%, což zřetelně překračuje např. výkon české ekonomiky ve stejných obdobích. V roce 2015 jsem proto meziročně aplikoval u tohoto ukazatele takto vypočtený průměrný nárůst. Jsem si ovšem vědom skutečnosti, že takto vysoké meziroční nárůsty v porovnání s odhadem hrubého domácího produktu ČR či Eurozóny v běžných cenách (*viz kapitola č. 4.1 - Stručná makroekonomická analýza*) nemohou být dosahovány dlouhodobě. Od roku 2016 jsem tento meziroční nárůst postupně v pravidelném sestupném trendu snižoval tak, aby byl v posledním období Finančního plánu dosažen níže uvedený přírůstek založený na střední hodnotě součtu průměrného přírůstku inflace a hrubého domácího produktu ve stálých cenách Eurozóny v letech 2004 až 2016 (*viz následující odstavec*). Jinými slovy, např. pro rok 2016 jsem použil následující algoritmus: „[(Střední hodnota průměrných

²⁵ Při konstrukci objemů odpisů nových investic jsem vycházel z průměrných dob odpisování jednotlivých majetkových kategorií dle platného zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů (ZDP).

²⁶ Viz str. 120 a násl. z publikace Miloš Mařík - Metody oceňování podniků (*Ekopress, Praha 2003*).

přírůstků tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb skutečně dosažených v letech 2011 až 2014 minus (Střední hodnota průměrných přírůstků tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb skutečně dosažených v letech 2011 až 2014 minus přírůstek pro poslední období Finančního plánu) / 4)]”. Domnívám se, že tímto způsobem jsem docílil plynulého postupného přechodu z vyšších meziročních přírůstků tohoto ukazatele v předchozích letech k nižšímu přírůstku, plánovanému pro poslední období Finančního plánu a následně pro terminální fázi. Takto konstruované meziroční přírůstky daných tržeb považuji za korektně a reálně nastavené.

- V posledním období první fáze propočtu (tj. v roce 2019) jsem vypočtenou hodnotu předchozího období upravil koeficientem založeným na střední hodnotě součtu průměrného přírůstku inflace a hrubého domácího produktu ve stálých cenách Eurozóny²⁷ v letech 2004 až 2016, a to ve výši 2,70% (*viz kapitola č. 4.1.2 - Eurozóna*). Česká republika vstoupila do Evropské unie 1.5.2004 a podle mého názoru bude po skončení období roku 2019 relativně blízkou dobu před vstupem do Eurozóny (*samozejmě za předpokladu, že ČR bude chtít vstoupit do této zóny*). O potenciálním vstupu do Eurozóny k tomuto datu diskutoval prezident Miloš Zeman (*viz článek na webových stránkách <http://www.novinky.cz/> ze dne 21.4.2013, podle něhož by Česko mohlo Euro přijmout do pěti let, což konstatoval prezident Zeman pro německé noviny*). Stejně tak se vyjadřoval také leader TOP 09 Miroslav Kalousek v rámci předvolební kampaně k volbám do parlamentu na podzim 2013. V článku „Přijetí Eura se odkládá. Nejdříve v roce 2020“, uveřejněném v Mladé Frontě dnes dne 14.3.2015, konstatoval pravděpodobný budoucí guvernér České národní banky Jiří Rusnok pochybnosti o tom, že by Česká republika mohla vstoupit do Eurozóny před datem 2020. Domnívám se, že přírůstky tohoto ukazatele v ČR se ve střednědobém až dlouhodobém horizontu přiblíží, resp. vyrovnají hodnotám tohoto ukazatele v Eurozóně. Takto nastavenou hodnotu je možno považovat za názor Znalce, byť podložený daným výpočtem. Jedná se zároveň o hodnotu odpovídající průměrnému tempu růstu, použitému pro terminální hodnotu (*viz kapitola č. 7.1.4 - Terminální hodnota (II. fáze propočtu)*). Z pohledu propojení vstupních parametrů první a druhé fáze propočtu považuji použitou růstovou hodnotu za korektní.
- **Změna stavu zásob vlastní činnosti** odpovídá rozdílu mezi objemem nedokončené výroby a výrobků aktuálního období a předchozího období, a to v souladu s *ust. § 21 písm. b) Vyhlášky č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů*.
- **Výkonová spotřeba** v letech 2015 až 2019 je ve Finančním plánu kalkulována podílem na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb. Pro kalkulaci tohoto ukazatele ve sledovaných letech jsem vycházel ze skutečné hodnoty relativního podílu výkonové spotřeby na tržbách, skutečně vykázaného v letech 2013 až 2014. Jinými slovy, relativní

²⁷ Hodnoty za roky 2004 až 2013 jsou skutečnosti, hodnoty za roky 2014 až 2016 jsou predikce (odhady) z materiálu „Economic Forecast – Autumn 2014“, který publikovala European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs na webových stránkách <http://ec.europa.eu/>.

hodnota tohoto ukazatele byla po celou dobu trvání Finančního plánu stejná, absolutní objemy výkonové spotřeby se tomuto pravidlu přizpůsobily. Hlavním důvodem, proč jsem ve Finančním plánu použil objemy výkonové spotřeby na bázi odvozených údajů z minulých období, je skutečnost, že se jedná o reálné minulé výsledky, k nimž došlo v průběhu posledních dvou období. Dle mého názoru mají tato data vysokou vypovídací schopnost, poněvadž vycházejí z nedávné skutečnosti. Vycházel jsem přitom z toho, že společnost OTAVAN Třeboň a.s. realizuje takovou podnikatelskou činnost, u níž by nemělo docházet k významným výkyvům ve výkonové spotřebě směrem nahoru či dolů (v relativním vyjádření).

- Objemy **mzdových nákladů** jsem kalkuloval podle následujícího algoritmu: „(objem mzdových nákladů předchozího celoročního období / objem tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb předchozího celoročního období) * objem tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb aktuálního období“. Vazbu mzdových nákladů na tržby za prodej vlastních výrobků a služeb považuji za správně nastavenou.
- Objemy **odměn členů orgánů společnosti** jsem ponechal po celou dobu trvání Finančního plánu v nezměněné podobě, jako tomu bylo ve skutečnosti v roce 2014.
- **Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění** jsem ve Finančním plánu kalkuloval podle zákona. Podle *ust. § 7 zákona č. 589/1992 Sb., o pojistném na sociální zabezpečení a příspěvku na státní politiku zaměstnanosti, ve znění pozdějších předpisů* činí toto pojištění hrazené zaměstnavatelem za zaměstnance 25,0%. Podle *ust. § 2 zákona č. 592/1992 Sb., o pojistném na veřejné zdravotní pojištění, ve znění pozdějších předpisů* činí toto pojištění hrazené zaměstnavatelem za zaměstnance 9,0%. „Stropy“ pojistného (tedy úroveň mzdových nákladů, které již nepodléhají odvodu pojištění) jsem neuvažoval.
- **Sociální náklady** jsem kalkuloval takto: „((sociální náklady předchozího celoročního období / (mzdové náklady + náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění předchozího celoročního období)) * (mzdové náklady + náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění aktuálního celoročního období)“.
- U **daní a poplatků** jsem vždy předchozí celoroční hodnotu upravil o inflační přírůstek daného období. Inflační přírůstky pro jednotlivá období jsem opět čerpal z *kapitoly č. 4.1.1 - Česká republika*.
- **Ostatní provozní a finanční výnosy a náklady** jsem ve Finančním plánu kalkuloval takto:
 - V letech 2015 až 2019 jsem tyto ukazatele kalkuloval v „neutrálních“ nulových hodnotách. Důvodem je obtížně predikovatelná projekce daných ukazatelů, což dosvědčuje jejich nepravidelný vývoj v minulých obdobích.
- Společnost OTAVAN Třeboň a.s. účtovala k 31.12.2014 o **závazcích – ovládající a řídicí osoba** (řádek B.III.2. v rozvaze pasivech). Podle Přílohy k účetní závěrce Cílové společnosti k 31.12.2014 se jedná o půjčky od subjektů ze skupiny. Z tohoto zdroje také vyplývá, že by tyto půjčky měly být uhrazeny v průběhu roku 2015. Ve Finančním plánu jsem kalkuloval po celou dobu trvání stejné objemy těchto úročených cizích zdrojů. Vycházím z předpokladu, že Cílová společnost bude potřebovat k naplnění svých aktivit i

nadále úročené cizí zdroje, a to přinejmenším ve stejné úrovni, jako byl stav k 31.12.2014. Jinými slovy, předpokládám, že dojde-li ke splacení těchto závazků v avizovaném roce 2015, k provozu Cílové společnosti bude opětovně potřeba úročených cizích zdrojů do úrovně objemu k ultimu roku 2014 (závazků, bankovních úvěrů či podobných titulů). Domnívám se, že jsem tímto přístupem současně zachoval pravidlo pro „minimalizaci nákladů na využívané finanční zdroje“, tj. tzv. „optimalizaci kapitálové struktury“. Vycházím z toho, že společnost OTAVAN Třeboň a.s. bude racionálně se chovající subjekt, který bude využívat úročené cizí zdroje za účelem optimalizace kapitálové struktury.

- Společnost OTAVAN Třeboň a.s. nevykazovala k datu ocenění žádné **bankovní úvěry**. Tuto kategorii jsem také nekalkuloval ve Finančním plánu.
- **Daňové zatížení** společnosti OTAVAN Třeboň a.s. z titulu daně z příjmů právnických osob v letech 2015 až 2019 koresponduje ve Finančním plánu s *platným zákonem č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů (v roce 2014 a dále => 19,0%)*. Objemy **daní z příjmů právnických osob** v letech 2015 až 2019 jsem vždy vypočítal podle následujícího algoritmu: „*(provozní výsledek hospodaření + finanční výsledek hospodaření) * daňová sazba aktuálního období*“.
- Jak je uvedeno v kapitole č. 3.6 - *Daňová ztráta společnosti OTAVAN Třeboň a.s.*, podle Přiznání k dani z příjmů právnických osob vykazovala Cílová společnost k ultimu roku 2013 **daňovou ztrátu minulých období** v souhrnné výši 11 830 tis. Kč. Tuto daňovou ztrátu může Cílová společnost při splnění určitých podmínek taxativně uvedených v *ust. § 38na ZDP (viz poznámka pod čarou č. 3)* uplatnit proti kladnému základu této daně v budoucnu. Podle sdělení Objednatele tohoto znaleckého posudku činil **daňový zisk** Cílové společnosti **za rok 2014** částku cca 1 200 tis. Kč. Z toho vyplývá, že daňová povinnost společnosti OTAVAN Třeboň a.s. za toto období bude po odpočtu příslušné části daňové ztráty z minulosti nulová. Podle mých výpočtů, provedených v kapitola č. 3.6 - *Daňová ztráta společnosti OTAVAN Třeboň a.s.*, bude moci Cílová společnost v minulosti vytvořenou daňovou ztrátu použít do roku 2017. Na základě odhadovaných výsledků ve Finančním plánu se dá také předpokládat, že až do roku 2017 tyto daňové ztráty plnohodnotně pokryjí případnou daňovou povinnost Cílové společnosti. Proto jsem daň z příjmů právnických osob nekalkuloval do roku 2017. Teprve až v letech 2018 a 2019 jsem ji do Finančního plánu promítl plnohodnotně.
- V souladu s metodikou pro **tvorbu provozně nutného pracovního kapitálu**²⁸ jsem ve Finančním plánu v rámci tohoto ukazatele posuzoval provozně potřebné objemy krátkodobého finančního majetku. Při mých propočtech jsem vycházel především z porovnání stavu krátkodobého finančního majetku s hodnotou ukazatele cash ratio (*metodika tohoto ukazatele je vysvětlena v kapitole č. 4.3 - Finanční analýza společnosti*). Již na tomto místě si dovoluji konstatovat, že minimální doporučená hodnota ukazatele cash ratio (*viz kapitola č. 4.1 na str. 49 v publikaci Petra Růžková – Finanční analýza, metody, ukazatele, využití v praxi (GRADA Publishing, Praha 2007)*) představuje hladinu ve výši 20,0%. V

²⁸ Viz kapitoly č. 3.4.1. a č. 3.5.4 v publikaci Miloš Mařík - Metody oceňování podniků (*Ekopress, Praha 2003*).

této publikaci je hranice 20% cash ratio označena jako minimální, přičemž k vykrytí určitých potenciálních a případných provozních „nahodilých“ potřeb v průběhu hospodaření společnosti je doporučována vyšší hranice (některé prameny uvádějí 60%, v americké literatuře je doporučováno rozmezí od 90% do 110%). Cílová společnost dosahovala v minulých obdobích nižší hodnoty tohoto ukazatele, než je minimální doporučená hranice, a to: v roce 2014 => 6,5%, v roce 2013 => 5,3%, v roce 2012 => 3,9%. K datu ocenění a v minulých obdobích se tedy dle mého názoru nedá hovořit o existenci „neprovozního“ a „odejmutelného“ krátkodobého finančního majetku. Jeho souhrnný stav nedosahoval k pokrytí ani poloviny minimálně doporučené hladiny ukazatele cash ratio (*viz výše v odstavci*). Za provozní krátkodobý finanční majetek společnosti OTAVAN Třeboň a.s. jsem pro účely Finančního plánu považoval krátkodobý finanční majetek do úrovně 10% hodnoty ukazatele cash ratio (*jedná se o 1/2 minimální doporučené hranice dle výše uvedené literatury*). Vycházím z toho, že Cílová společnost zřejmě nemá tak vysokou potřebu krátkodobého finančního majetku, který by odpovídal hodnotě ukazatele cash ratio 20% (*viz skutečné minulé hodnoty tohoto ukazatele*). Dle mého názoru se s ohledem na minulé skutečné výsledky jedná o relativně „ambiciózní“ podíl, který zcela jistě musí pokrývat provozní hospodářské potřeby Cílové společnosti. Pakliže tedy v plánovaných letech dosáhne objem krátkodobého finančního majetku takové úrovně, která přesáhne výše představené poměry, pak je možno jeho přebývajícím objem označit za provozně nepotřebný a odejmutelný. Úroveň ohodnocení provozně nutného krátkodobého finančního majetku do této hranice ukazatele cash ratio v sobě také zahrnuje určitou rezervu k vykrytí případných provozních „nahodilých“ potřeb v průběhu hospodaření Cílové společnosti.

- Objemy **krátkodobého finančního majetku** Cílové společnosti jsem ve Finančním plánu ponechal v příslušné kategorii. Jsem si vědom skutečnosti, že v realitě může Cílová společnost tyto prostředky (resp. část těchto prostředků) vyplatit svým akcionářům jako dividendu, může snížit dobu obratu krátkodobých závazků, může je použít na investice (na úkor úročených cizích zdrojů), může uhradit část jistiny závazků – ovládající a řídicí osoba, apod.
- Ve Finančním plánu nejsou zohledňovány tzv. „**nepravidelné operace**“ (*tzn. tvorba a zúčtování rezerv a opravných položek do nákladů a výnosů, tržby z prodeje cenných papírů a podílů, prodané cenné papíry a podíly, výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů, náklady z finančního majetku, mimořádné náklady a výnosy, apod.*). Důvodem je „nahodilost“ operací a jejich obtížná předpověď.
- Absolutní objemy **zásob** byly v letech 2015 až 2019 vypočteny v takových objemech, které odpovídají skutečné hodnotě relativního ukazatele doby obratu zjištěného dle skutečného stavu dosaženého v roce 2014. Dle mého názoru má tato hodnota pro další propočty odpovídající význam, poněvadž zohledňuje skutečně dosažený relativní stav za poslední minulé celoroční období. Jinými slovy, relativní stavy ukazatele doby obratu zásob byly ve všech obdobích Finančního plánu shodné, absolutní vstupní objemy se přizpůsobily tomuto požadavku. Při prověřování hodnoty tohoto ukazatele jsem postupně vycházel ze všech faktorů (*mimo jiné naznačených v publikaci Miloš Marčík - Metody*

oceňování podniků (Ekopress, Praha 2003) na str. 118 a 119), které by mohly mít vliv na změnu avizované doby obratu.

- Absolutní objemy **krátkodobých pohledávek a závazků z obchodních vztahů** byly v letech 2015 až 2019 vypočteny v takových objemech, které odpovídají skutečné hodnotě relativního ukazatele doby obratu zjištěného dle skutečného stavu dosaženého v roce 2014. Dle mého názoru má tato hodnota pro další propočty odpovídající význam, poněvadž zohledňuje skutečně dosažený relativní stav za poslední minulé celoroční období. Jinými slovy, relativní stavy ukazatele doby obratu krátkodobých pohledávek a závazků z obchodních vztahů byly ve všech obdobích Finančního plánu shodné, absolutní vstupní objemy se přizpůsobily tomuto požadavku. Při prověřování hodnoty tohoto ukazatele jsem postupně vycházel ze všech faktorů (*mimo jiné naznačených v publikaci Miloš Mařík - Metody oceňování podniků (Ekopress, Praha 2003) na str. 118 a 119*), které by mohly mít vliv na změnu avizované doby obratu.
- Jsem si vědom skutečnosti, že oba výše modelované ukazatele, tj. doba obratu krátkodobých pohledávek i závazků z obchodních vztahů, by měla být v ideálním případě paritní. Rozdíly v hodnotách obou ukazatelů (*prezentované v kapitole č. 4.3.2 - Finanční analýza za roky 2009 až 2014*), byly v letech 2009 až 2014 značné, a to vždy ve prospěch doby obratu krátkodobých závazků. Je zřejmé, že trh (resp. dodavatelé i odběratelé) za tu dobu uvedenou skutečnost „absorboval“. V opačném případě by tento stav (z něhož bezpochyby „těží“ Cílová společnost, nemohl fungovat takto dlouhodobě. I proto jsem situaci ponechal tak, jak je uvedeno v předchozím odstavci i do dalších období Finančního plánu.
- **Ostatní rozvahové položky**, které nejsou zmíněné výše, jsem zpravidla vždy ponechal na výchozích úrovních dosažených k 31.12.2014.
- Finanční plán neuvažuje s dalším plněním **zákonného rezervního fondu** Cílové společnosti. Z pohledu výsledku ocenění výnosovou metodou nemá plnění zákonného rezervního fondu žádný vliv (za předpokladu, že prostředky zůstanou v rámci vlastního kapitálu společnosti a nejsou vyplaceny akcionářům formou výplaty dividend).
- Ve Finančním plánu jsem neuvažoval s **výplatami dividend** Cílové společnosti svým akcionářům.

6.4. Rentabilita investovaného kapitálu

Na tomto místě jsem se zabýval hodnocením Finančního plánu z pohledu dosažených ukazatelů rentability investovaného kapitálu Cílové společnosti v rámci Finančního plánu této společnosti v letech 2015 až 2019. Východiskem z hlediska metodologie byla *kapitola č. 4.1.4.2. publikace Miloš Mařík – Metody oceňování podniků (Ekopress, Praha 2003)*.

Dosažené hodnoty uvedených ukazatelů ve sledovaných obdobích byly ve Finančním plánu následující (*uvádím hodnoty od roku 2015*):

Tabulka č. 26: Rentabilita investovaného kapitálu

Ukazatel	2015	2016	2017	2018	2019
Rentabilita investovaného kapitálu	2,6%	2,8%	3,0%	2,5%	2,5%

Rentabilitu investovaného kapitálu jsem kalkuloval podle následujícího vztahu:

Vzorec č. 4: Rentabilita investovaného kapitálu

$$r_k = \frac{KPV}{K}$$

kde

r_k je rentabilita investovaného kapitálu

KPV je korigovaný provozní zisk po upravených daních

K je provozně nutný investovaný kapitál (dlouhodobý majetek a pracovní kapitál)

Tento ukazatel je zásadní zejména pro účely nastavení porovnání jeho hodnoty s náklady kapitálu určenými **pro druhou fázi propočtu**, tj. pro terminální hodnotu. Hodnoty tohoto ukazatele budou podle Finančního plánu v letech 2015 až 2019 dosahovat relativně nízké, byť stabilní podíly.

Z hlediska návaznosti na další propočty je dle mého názoru důležité, že rentabilita investovaného kapitálu nebude po celou sledovanou dobu převyšovat náklady kapitálu (*po i před úpravou o průměrné tempo růstu – viz kapitola č. 7.1.2 - Náklady na vlastní kapitál*) a **v rámci terminální hodnoty tedy nebude docházet k tvorbě nové hodnoty**. Tato skutečnost dle mého názoru koresponduje s mými závěry v kapitole č. 4.3.4 - Závěr z finanční analýzy. Na druhou stranu, tento stav vznikl v důsledku korektního a transparentního odhadu klíčových generátorů hodnot do roku 2019 (*viz kapitola č. 6.3 - Východiska pro tvorbu Finančního plánu*). Korigovat tyto generátory hodnot pouze proto, aby rentabilita investovaného kapitálu splňovala výše uvedený předpoklad, nepovažuji za smysluplné a správné. Nedomnívám se, že bych měl „vynuceně“ vypracovat takový Finanční plán, který by splňoval výše uvedenou rentabilitu (věrohodnost takového plánu by mohla být diskutabilní).

6.5. Stručné shrnutí Finančního plánu

Finanční plán potřebný pro další výpočty výnosovou metodou jsem zpracoval do roku 2019, tj. po dobu 5-ti let. Dle mého názoru **splňuje tento časový horizont** požadavky kladené na tvorbu Finančního plánu z hlediska vypovídací schopnosti.

Žádnou obecnou či detailní projekci výsledků hospodaření (plán, predikci, prognózu) Cílové společnosti nad rámec data ocenění jsem neměl k dispozici.

Finanční plán byl koncipován se zohledněním předpokládané **inflace**. Objemy tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb (jakožto klíčového generátoru hodnoty) v letech 2015 až 2019 jsem konstruoval na základě skutečných přírůstků tohoto ukazatele v minulých obdobích, a potažmo jsem je spojil s předpokládaným výkonem Eurozóny (v posledním období Finančního plánu). Objemy výkonové spotřeby jsem podílově navázal na skutečné minulé výsledky.

Cílem bylo zpracovat **nezkreslený a vyvážený Finanční plán**. Dle mého názoru je tento cíl v kontextu východisek, uvedených v předchozí kapitole, splněn.

Finanční plán společnosti OTAVAN Třeboň a.s. (aktiva, pasiva, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash flow) je uveden v příloze č. 4 tohoto znaleckého posudku.

7. POSUDEK

7.1. Výnosová metoda DCF equity

Obecný metodický postup je uveden v kapitole č. 5.1 - Metoda diskontovaného peněžního toku DCF equity.

Cílem tohoto metodického postupu je identifikace hodnoty čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k datu ocenění, tj. k 31.12.2014. Výpočty vycházejí z Finančního plánu, který byl zpracován do roku 2019 (viz kapitola č. 6 - Finanční plán). Finanční plán za společnost OTAVAN Třeboň a.s. (ve struktuře aktiv, pasiv, výkazu zisku a ztráty, výkazu cash flow) je uveden v příloze č. 4 tohoto znaleckého posudku.

7.1.1. Volné peněžní toky (FCFE)

FCFE představuje volné peněžní toky na úrovni podnikatelské jednotky. Jedná se o korigovaný provozní hospodářský výsledek (viz poznámka pod čarou č. 32) upravený o odpisy, investice do upraveného provozně nutného pracovního kapitálu a do pořízení dlouhodobého majetku a o ostatní náklady (výnosy), které nemají provozní charakter.

Pro účely identifikace ukazatele FCFE je nutno nejprve zjistit hodnoty investic do provozně nutného pracovního kapitálu. Toto zjištění bylo následující (údaje jsou přiměřeně zaokrouhleny):

Tabulka č. 27: Investice do provozně nutného pracovního kapitálu

(v tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Krátkodobé pohledávky	3 149	3 264	3 390	3 495	3 576	3 626
Krátkodobé závazky	29 093	29 692	30 949	32 012	32 831	33 367
Zásoby	11 774	12 668	13 625	14 433	15 056	15 463
Časové rozlišení v aktivech	23	23	23	23	23	23
Časové rozlišení v pasivech	0	0	0	0	0	0
Krátkodobý finanční majetek celkem ²⁹	1 878	2 717	4 362	6 133	7 645	9 163
- provozně nenutný	0	0	1 267	2 931	4 362	5 826
- provozně nutný	1 878	2 717	3 095	3 201	3 283	3 337
Změna stavu krátkodobých pohledávek	x	-115	-126	-105	-81	-50
Změna stavu krátkodobých závazků	x	599	1 257	1 063	819	536
Změna stavu zásob	x	-894	-957	-809	-623	-407
Změna stavu časového rozlišení v aktivech	x	0	0	0	0	0
Změna stavu časového rozlišení v pasivech	x	0	0	0	0	0
Změna stavu provozně nutného krátkodobého finančního majetku	x	-839	-378	-106	-82	-54
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu celkem	x	-1 248	-204	42	33	26

²⁹ Diskuse k rozdělení krátkodobého finančního majetku na provozně nutné a nenutné objemy je popsána v kapitole č. 6.3 - Východiska pro tvorbu Finančního plánu.

Výkyvy v objemech investic do provozně nutného pracovního kapitálu zejména v letech 2015 až 2017 korespondují s východisky uvedenými v kapitole č. 6.3 - *Východiska pro tvorbu Finančního plánu*. Jde zejména o komentované „sladění“ objemů krátkodobých pohledávek a závazků z obchodních vztahů a zásob, resp. provozně potřebného a nepotřebného krátkodobého finančního majetku po celé období Finančního plánu. Stejně tak jsou investice do provozně nutného pracovního kapitálu ovlivněny uplatněním daňové ztráty minulých let (až do roku 2017). Veškeré úpravy zejména v jednotlivých složkách pracovního kapitálu byly ve Finančním plánu provedeny tak, aby nikterak neovlivňovaly hodnotu investic v posledním období Finančního plánu, které „vstupuje“ do terminální hodnoty (resp. z níž se rekrutují výchozí hodnoty pro II. fázi propočtu).

Po zjištění hodnot investic do provozně nutného pracovního kapitálu je možno identifikovat FCFE. Koeficient FCFE představuje volné peněžní toky pro vlastníky. Jde o hodnotu FCF upravenou o vliv zadlužení. Výpočet FCFE byl v našem případě proveden následovně (*údaje v tabulce jsou přiměřeně zaokrouhleny*):

Tabulka č. 28: Výpočet peněžních toků FCFE – I. část

<i>(v tis. Kč)</i>	2015	2016	2017	2018	2019
Provozní výsledek hospodaření	1 631	1 854	2 005	2 109	2 158
+/. Ostatní neprovozní vlivy ³⁰	0	0	0	0	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi a před zahrnutím vlivů nedaňových nákladů	1 631	1 854	2 005	2 109	2 158
+/. Nedaňové náklady a výnosy ³¹	0	0	0	0	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi³²	1 631	1 854	2 005	2 109	2 158
- Daň splatná ³³	0	0	0	-401	-410
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po úpravě o daň	1 631	1 854	2 005	1 708	1 748

³⁰ V našem případě podle mého názoru není propočet ovlivněn žádnými neprovozními vlivy. Jak je uvedeno v kapitole č. 6.3 - *Východiska pro tvorbu Finančního plánu*, s nepravidelnými operacemi (resp. s neprovozními vlivy) jsem ve Finančním plánu nekalkuloval.

³¹ Žádné nedaňové náklady a výnosy jsem k datu ocenění neidentifikoval.

³² Korigovaný provozní výsledek hospodaření představuje provozní výsledek očištěný o neprovozní vlivy.

³³ Daň splatná představuje částku, která v souladu s metodikou výnosové metody DCF equity v publikaci Miloš Mařík - *Metody oceňování podniků (Ekopress, Praha 2003)* odpovídá součinu korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a daňové sazby příslušného období. Nelze ji zaměňovat s daní z příjmů právnických osob vypočtenou ve Finančním plánu. Jak je uvedeno v kapitole č. 3.6 - *Daňová ztráta společnosti OTAVAN Třeboň a.s.*, Cílová společnost disponuje k datu ocenění daňovou ztrátou minulých období, kterou může uplatnit proti kladnému základu daně až do roku 2017 (dle mých propočtů). Tato skutečnost se projevuje také v této kategorii.

Tabulka č. 29: Výpočet peněžních toků FCFE – II. část

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po úpravě o daň	1 631	1 854	2 005	1 708	1 748
+ Odpisy	671	671	671	671	671
+/- Ostatní náklady (výnosy), které nemají v daném období charakter výdajů	0	0	0	0	0
- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-671	-671	-671	-671	-671
- Investice do pořízení dlouhodobého provozně nutného majetku	-1 248	-204	42	33	26
= Volný peněžní tok (FCF)	383	1 650	2 048	1 741	1 774
- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít, tj. úrok * (1 – daňová sazba)	-310	-310	-310	-310	-310
- Splátky úročených cizích zdrojů	0	0	0	0	0
+ Nově přijaté úročené cizí zdroje	0	0	0	0	0
Volný peněžní tok (FCFE)	73	1 340	1 737	1 431	1 464

Hodnoty volného peněžního toku FCFE oceňovaného subjektu v letech 2015 až 2019 jsou uvedeny ve výše uvedené tabulce, v řádku Volný peněžní tok (FCFE). Určité výkyvy v objemech volného peněžního toku (FCFE) v letech 2015 až 2019 jsou bezesporu ovlivněny výše komentovanými úpravami jednotlivých kategorií v rámci pracovního kapitálu a uplatněním daňové ztráty minulých období. Na druhou stranu, jejich vývoj považují zejména v letech 2018 a 2019 za relativně stabilizovaný.

Z výše uvedené tabulky je patrné, že objemy volného peněžního toku (FCFE) v letech 2015 až 2019 jsou kladné. Aplikovaná výnosová metoda DCF equity, jehož součástí je také výpočet hodnoty volného peněžního toku (FCFE), je založena na prognóze volných peněžních toků, které mohou inkasovat společníci (akcionáři) společnosti. Vypočtené FCFE představuje maximální roční objem podílů na zisku (dividend), tj. peněžních prostředků, které mohou být v daném období ze společnosti odebrány a rozděleny společníkům (akcionářům), aniž by byla ohrožena majetková podstata společnosti. Je tedy logické, že **FCFE nemůže nabývat záporných hodnot**, jelikož je tím implicitně přijímán **předpoklad povinnosti pro společníky (akcionáře) společnosti vlastními prostředky dodatečně financovat chod společnosti**.

7.1.2. Náklady na vlastní kapitál

Diskontní míra byla pro účely výpočtu hodnoty čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s. výnosovou metodou DCF equity uvažována na úrovni nákladů na vlastní kapitál. Tyto náklady představují koeficient, jehož hodnota zohledňuje hodnocení veškerých rizik vyplývajících z titulu „vlastnictví“ kapitálu investovaného do společnosti. Součástí tohoto koeficientu je také požadovaná výnosnost vlastních investičních prostředků.

Náklady na vlastní kapitál byly zjišťovány na bázi metodologie modelu CAPM. Model CAPM (capital asset pricing model) představuje základní model pro odhad nákladů na vlastní kapitál. Je založen na rozlišení diverzifikovaného a nediverzifikovaného rizika.

Důležitým prvkem modelu CAPM je tzv. „přímka cenných papírů“, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu. Riziková prémie, která je součástí výpočtu, je chápána jako rozdíl mezi očekávaným výnosem cenného papíru a bezrizikovou mírou. Tento model se velmi používá zejména v anglosaských zemích.

Výpočet nákladů na vlastní kapitál podle tohoto modelu je prováděn podle následujícího schématu³⁴:

Vzorec č. 5: Vzorec pro výpočet nákladů na vlastní kapitál

$$n_{vk} = r_f + \beta * RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3$$

kde

n_{vk} jsou náklady na vlastní kapitál

r_f je bezriziková úroková míra (resp. výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů)

RPT je riziková prémie kapitálového trhu

RPZ je riziková prémie země

β je systematické riziko (tj. koeficient beta cenného papíru)³⁵

R_1 je přírůžka pro malé subjekty

R_2 je přírůžka pro subjekty s nejasnou budoucností

R_3 je přírůžka za nižší likviditu

a) Bezriziková úroková míra (bezriziková výnosnost) r_f

Pro účely stanovení bezrizikové úrokové míry v rámci tohoto znaleckého posudku jsem vycházel z oficiálních webových stránek FRS, tj. Federal Reserve Statistical Release (viz <http://www.federalreserve.gov/>). Na těchto webových stránkách jsou mimo jiné uvedeny výnosnosti US státních dluhopisů.

Aplikaci hodnot z prostředí US finančních trhů považuji v daném případě za korektní. Toto prostředí vykazuje dlouhodobou a stabilizovanou časovou řadu hodnot, které jsou bezpochyby dosažitelné i z pohledu evropského či českého investora. Stávající světová ekonomika je již dle mého názoru natolik globalizovaná, že nic nebrání tomu, aby např. český investor investoval své prostředky do nákupu US státních dluhopisů. Z tohoto pohledu považuji použití daného zdroje pro účely propočtu stran tohoto posudku za vhodné a přijatelné.

Pro účely tohoto propočtu jsem akceptoval výnos do doby splatnosti 30-letých dluhopisů dle stavu k datu ocenění, tj. k 31.12.2014, a to ve výši 2,83%. Tento postup jsem zvolil na základě doporučení profesora Maříka uvedeného v kapitole 10.2 v publikaci Miloš Mařík – Metody

³⁴ Standardní vzorec pro výpočet nákladů na vlastní kapitál podle modelu CAPM byl modifikován v souladu s doporučením profesora Maříka (viz Miloš Mařík a kolektiv – *Metody oceňování podniku*, VŠE, 2003, str. 198 a 199).

³⁵ Koeficient beta je vyjádřením úrovně rizika jednotlivého cenného papíru, a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Pokud je $\beta = 1$, je riziko a v důsledku toho i prémie za riziko daného cenného papíru na úrovni průměru kapitálového trhu jako celku. Je-li β větší nebo menší než 1, je i výnosová přírůžka větší nebo menší než průměrná prémie za riziko na kapitálovém trhu.

oceňování podniků pro pokročilé (*Ekopress, Praha 2011*). Autor mimo jiné uvádí: „*Naše doporučení tedy je, pokud je bezriziková výnosnost volena na úrovni výnosu do doby splatnosti kuponových dluhopisů, používat pokud možno dluhopisy s co nejdelší zbyvajícím dobou splatnosti a dávat jim přednost před dluhopisy pouze desetiletými*“. Stran použití bodové hodnoty k datu ocenění nebo průměru odvozeného z minulých období uvádí v téže kapitole: „*Podle našeho názoru převládají negativa a prognóza odvozená z minulého průměru by neměla být pokud možno používána, zejména ne pro tržní ocenění*.“

Hodnotu ve výši **2,83%** jsem kalkuloval jako bezrizikovou úrokovou míru po celou dobu trvání první fáze propočtu a současně jsem nedisponoval žádnými relevantními indiciemi v tom smyslu, že by pro druhou fázi propočtu měla být tato hodnota diametrálně odlišná. Proto jsem tuto hodnotu kalkuloval i pro druhou fázi propočtu.

b) Beta koeficient β

Pro účely tohoto znaleckého posudku jsem akceptoval zjištění celosvětově uznávaného profesora A. Damodarana (*viz jeho webové stránky <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>*), z jehož údajů jsem vypočetl průměrnou hodnotu koeficientu Beta k datu ocenění na úrovni **0,838**³⁶. Jedná se o „nezadluženou“ betu, kterou jsem dále přepočítal na její „zadluženou“ podobu.

I v tomto případě považuji vstupní zdroje z prostředí US finančních trhů za souladné s názorem tuzemského experta na oceňování profesora Maříka - viz např. str. 198 publikace Mařík - *Metody oceňování podniku* (Praha, Ekopress 2003), „vzhledem k malé využitelnosti a spolehlivosti dat z tuzemského kapitálového trhu doporučujeme základní rovnici modelu CAPM naplnit daty z USA a upravit o aktuální riziko země“.

Míra zadluženosti podniku ovlivňuje finanční riziko společnosti. Toto riziko jsem v propočtu zohlednil pomocí následujícího vztahu³⁷:

Vzorec č. 6: Míra zadluženosti podniku

$$\beta_Z = \beta_N * (1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK}) - \beta_{CK} * (1 - d) * \frac{CK}{VK}$$

kte

β_Z je β vlastního kapitálu u zadlužené společnosti

β_N je β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení společnosti

β_{CK} je β pro cizí kapitál

d je sazba daně z příjmů

CK je cizí úročený kapitál

VK je vlastní kapitál

³⁶ Jedná se o údaj představující vážený průměr hodnot „Unlevered Beta“ koeficientu vypočteného z celkového počtu 64 amerických společností pro odvětví „Apparel“. Náhled na webové stránky byl proveden 25.3.2015. Jsem si vědom skutečnosti, že srovnávaný obor není zcela totožný s oborem, v němž podnikatelsky působí společnost OTAVAN Třeboň a.s. Jedná se ovšem o obor, který je danému velmi blízký a dle mého názoru je jeho použití pro účely daného propočtu zcela reprezentativní.

³⁷ Miloš Mařík a kolektiv – *Metody oceňování podniku*, Ekopress, Praha 2003, str. 190.

Na velikost β_N má vliv dané odvětví a velikost provozní páky³⁸. Koeficient β_{CK} je většinou uvažován v nulové hodnotě. Vztah mezi β zadlužené společnosti a β při nulovém zadlužení je pak možné vyjádřit následujícím vzorcem:

Vzorec č. 7: Vztah mezi betou zadlužené společnosti a betou při nulovém zadlužení

$$\beta_Z = \beta_N * (1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK})$$

Poměr cizího a vlastního kapitálu by měl být v tomto případě vyjádřen v tržních hodnotách, což jsem dále v propočtu provedl. Přepočítání účetních dat na jejich tržní podobu jsem provedl s využitím tzv. „postupné iterace“ prostřednictvím funkce „Solver“³⁹ v aplikaci Excel.

Hodnoty zadluženého beta koeficientu jsem v letech 2015 až 2019 podle výš uvedeného schématu vypočítal na úrovni **2,173**. Daňovou sazbu jsem aplikoval ve výši 19,0% po celou dobu propočtu. Rozdílné hodnoty zadluženého i nezadluženého beta koeficientu vypovídají o tom, že společnost OTAVAN Třeboň a.s. vykazovala k datu ocenění úročené cizí zdroje (*viz kapitola č. 4.3 - Finanční analýza společnosti*). Výrazný rozdíl mezi hodnotou zadlužené a nezadlužené hodnoty beta koeficientu je zapříčiněn značnou zadlužeností Cílové společnosti k datu ocenění. Vlastní kapitál společnosti k datu ocenění odpovídá částce 1,9 mil. Kč, úročené cizí zdroje jsou na úrovni 12,4 mil. Kč (tj. cca 6-ti násobek). Tato skutečnost se logicky promítla do přepočtu nominální (nezadlužené) hodnoty beta koeficientu do její zadlužené (reálné) úrovně.

c) Riziková prémie kapitálového trhu RPT

Východiskem pro zjištění rizikové prémie kapitálového trhu je kalkulace střední očekávané výnosnosti kapitálového trhu (tzv. tržního portfolia). K identifikaci této hodnoty jsem využil dat profesora A. Damodarana (*viz jeho webové stránky <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>*)⁴⁰, který uvádí střední očekávanou výnosnost tržního portfolia ve výši **9,60%**. Tato částka představuje geometrický průměr výnosnosti US akcií za období let 1928 až 2014.

I v tomto případě, považuji aplikaci hodnot z prostředí US finančních trhů za korektní. Toto prostředí vykazuje dlouhodobou a stabilizovanou časovou řadu hodnot, které jsou bezpochyby dosažitelné i z pohledu evropského či českého investora. Stávající **světová ekonomika je již dle mého názoru natolik globalizovaná, že nic nebrání tomu, aby např. český investor investoval své prostředky do nákupu US akcií.** Z tohoto pohledu považuji použití daného zdroje pro účely propočtů stran tohoto posudku za vhodné a přijatelné. I zde jsem vycházel z doporučení tuzemského experta na oceňování profesora Maříka - viz např. str. 198 publikace Mařík - Metody oceňování podniku (Praha, Ekopress 2003), „vzhledem k malé využitelnosti a spolehlivosti dat z tuzemského kapitálového trhu doporučujeme základní rovnici modelu CAPM naplnit daty z USA a upravit o aktuální riziko země“.

Konstrukce tohoto ukazatele je shodná s příkladem, který uvádí profesor Mařík ve své publikaci Miloš Mařík – Metody oceňování podniků (*Ekopress, Praha 2007*), a to na str. 220.

³⁸ Provozní páka závisí na poměru mezi fixními a variabilními náklady.

³⁹ Stejného efektu bylo dosaženo prostřednictvím funkce „Hledání řešení“ v aplikaci Excel.

⁴⁰ Náhled na webové stránky byl proveden 25.3.2015.

Riziková prémie kapitálového trhu tak byla pro roky 2015 až 2019 vypočtena ve výši **6,77%** (tj. rozdíl mezi hodnotou střední očekávané výnosnosti kapitálového trhu ve výši 9,60% a bezrizikovou úrokovou mírou ve výši 2,83% zjištěnou v odstavci a).

d) Riziková prémie země RPZ

Riziková prémie ČR činí podle ratingu zemí uvedeného na internetových stránkách profesora A. Damodarana (viz jeho webové stránky <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) výši **1,05%** (náhled na webové stránky byl proveden 25.3.2015).

Tato riziková prémie ČR de facto dorovnává rozdíly mezi kapitálovými trhy USA (z nichž jsem čerpal pro bezrizikovou úrokovou míru, beta koeficient a rizikovou míru kapitálového trhu) ve vztahu k tuzemskému prostředí a je v souladu s doporučením profesora Maříka - viz např. str. 198 publikace Mařík - Metody oceňování podniku (Praha, Ekopress 2003), „vzhledem k malé využitelnosti a spolehlivosti dat z tuzemského kapitálového trhu doporučujeme základní rovnici modelu CAPM naplnit daty z USA a upravit o aktuální riziko země“.

Tuto hodnotu jsem uvažoval pro potřeby tohoto výpočtu. Výsledek de facto představuje pohled daného uznávaného ekonoma profesora A. Damodarana na riziko z pohledu investování v rámci České republiky.

e) Inflační diferenciál

Profesor Mařík ve výše uvedené publikaci také doporučuje následující: „Pokud diskontní míru kalkulujeme z pohledu českého a nikoliv zahraničního investora, bylo by žádoucí zvýšit rizikovou přírážku země ještě o rozdíly v dlouhodobé prognózované inflaci mezi Českou republikou a USA“. Toto je dle mého názoru náš případ.

Srovnání inflačních základů České republiky a USA je následující:

Tabulka č. 30: Porovnání inflace v ČR a USA

Inflace	2015	2016	2017	2018	2019	Terminální fáze
Česká republika	0,3%	1,4%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%
USA	2,0%	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%
Rozdíl	-1,7%	-0,9%	-0,4%	-0,2%	0,0%	0,0%

Inflační přírůstky ČR jsem převzal z kapitoly č. 4.1.1 - Česká republika. Inflační koeficienty USA v letech 2015 až 2016 jsem čerpal z materiálu „Economic Forecast – Autumn 2014“, který publikovala European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs na webových stránkách <http://ec.europa.eu/>. Inflační přírůstky USA v letech 2017 až 2019 představují názor Znalce.

Domnívám se, že z pohledu dlouhodobé prognózy je možno očekávat v obou zemích spíše srovnatelnou inflační základnu. Nižší úroveň inflace v ČR oproti USA, očekávanou zejména v letech 2015 až 2017, považuji za dočasnou. Nedomnívám se, že by z dlouhodobého hlediska byla tato nízká úroveň inflace v ČR udržitelná. Proto jsem inflační diferenciál mezi oběma zeměmi v terminální fázi kalkuloval z dlouhodobého hlediska na nulový.

f) Přirážka pro malé subjekty R₁

Přirážku pro malé subjekty jsem v případě společnosti OTAVAN Třeboň a.s. uvažoval na úrovni horní hranice doporučeného intervalu (*viz Miloš Marčík a kolektiv – Metody oceňování podniku, VŠE, 2003, str. 199*), a to ve výši 3,00%.

Vycházím z toho, že společnost OTAVAN Třeboň a.s. představuje z hlediska dosahovaných obrátů relativně malý subjekt (v roce 2014 měla společnost v součtu za tržby za prodej vlastních výrobků a služeb a tržeb za prodej zboží obrát 54,5 mil. Kč⁴¹), z evropského či světového pohledu se tato společnost jeví jako malý soutěžitel.

Podle klasifikace programu malých a středních podniků (MSP) v rámci Evropské unie přijaté Evropskou komisí v roce 1996 je střední podnik takový, který má méně než 250 zaměstnanců a roční obrát nepřekračuje 40 mil. EUR (*tj. cca 1 mld. Kč při kurzu 27 Kč / EUR*). Svaz průmyslu České republiky považuje střední podnik za subjekt, který má méně než 500 zaměstnanců a roční obrát nepřesahuje 100 mil. Kč.

Z výše uvedené metodiky je zřetelné, že společnost OTAVAN Třeboň a.s. je nutno zařadit do kategorie malých subjektů.

Dle mého názoru je také zapotřebí v rámci ocenění zohlednit případnou „ztrátu“ některého z dosavadních významných klientů, „ztrátu“ některé významné zakázky, pokles cen v oboru, pokles zakázkové náplně, nárůsty cen vstupů a energií, nepříznivou změnu legislativy či jakékoliv jiné riziko související s velikostí daného subjektu, což by i jednotlivě mohlo odchýlit hodnoty plánovaných tržeb dle Finančního plánu (*viz kapitola č. 6 - Finanční plán*).

Dle mého názoru odpovídá zvolená přirážka pro malé subjekty na úrovni **3,00%**⁴² výše koncipované úvaze a rizikům.

g) Přirážka pro subjekty s nejasnou budoucností R₂

Přirážku pro subjekty s nejasnou budoucností jsem pro účely tohoto posudku neuvažoval.

h) Přirážka za nižší likviditu R₃

Přirážku za nižší likviditu jsem pro účely tohoto posudku neuvažoval.

i) Rekapitulace výpočtu nákladů na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál, poplatné pro tento případ ocenění, jsem k datu ocenění odhadl následovně (*hodnoty v tabulce jsou přiměřeně zaokrouhleny*):

⁴¹ Podle pravidel Evropské unie (např. viz webová stránka <http://www.prahafondy.eu/>) se za malé podniky považují subjekty, které zaměstnávají méně než 50 osob a jejichž roční obrát nebo bilanční suma nepřesahuje 10 mil. EUR (tj. cca 270 mil. Kč při kurzu 27 Kč / EUR). Střední podniky představují subjekty, které zaměstnávají méně než 250 osob a jejichž roční obrát nebo bilanční suma nepřesahuje 43 mil. EUR (tj. cca 1 160 mil. Kč při kurzu 27 Kč / EUR).

⁴² Sazba přirážky se nachází v intervalu modelového rozpětí INFA a je blízká průměrné rizikové prémii za velikost podle průzkumu prováděného společností IBBOTSON ASSOCIATES (*viz str. 236 a 237 publikace Vítězslav Hálek – Oceňování majetku v praxi (DonauMedia, Bratislava 2009)*). Použitá riziková sazba je také velmi podobná navržené přirážce za tržní kapitalizaci pro podniky ČR prezentované v odborném čtvrtletníku Odhadce a oceňování majetku, ročník XV, č. 3-4 v článku „Přirážka za tržní kapitalizaci při stanovení nákladů na vlastní kapitál metodou CAPM“ od autora Ing. Františka Prodělala, Ph.D.

Tabulka č. 31: Náklady na vlastní kapitál

Položka	2015	2016	2017	2018	2019
Bezriziková úroková míra	2,83%	2,83%	2,83%	2,83%	2,83%
Beta koeficient (nezadlužená beta)	0,838	0,838	0,838	0,838	0,838
Beta koeficient (zadlužená beta)	2,173	2,173	2,173	2,173	2,173
Riziková prémie kapitálového trhu	6,77%	6,77%	6,77%	6,77%	6,77%
Riziková prémie země	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Inflační diferenciál mezi ČR a USA	-1,70%	-0,90%	-0,40%	-0,20%	0,00%
Přirážka pro malé subjekty	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Přirážka pro subjekty s nejasnou budoucností	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Přirážka za nižší likviditu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady na vlastní kapitál	19,89%	20,69%	21,19%	21,38%	21,59%

Náklady na vlastní kapitál byly pro účely tohoto znaleckého posudku na bázi modelu CAPM identifikovány výše v tabulce. V případě společnosti OTAVAN Třeboň a.s. jsem až do roku 2019 kalkuloval **relativně vysoké náklady na vlastní kapitál**. Úroveň nákladů na vlastní kapitál ovlivnily zejména následující vstupy:

- výrazný rozdíl mezi hodnotou zadluženého a nezadluženého beta koeficientu (*viz odst. b) v této kapitole*). Důvod, proč tomu tak je, je vysvětlen ve stejném odstavci a týká se značného zadlužení Cílové společnosti k 31.12.2014 v porovnání s úrovní vlastního kapitálu. Tato diference je hlavní příčinou vysoké hodnoty nákladů na vlastní kapitál.
- použití přiměřené přirážky pro malé subjekty (*viz odst. f) v této kapitole*).
- aplikace inflačního diferenciálu mezi ČR a USA (*viz odst. e) v této kapitole*). Tato skutečnost naopak понížila úroveň nákladů na vlastní kapitál v letech 2015 až 2018.

7.1.3. Kumulovaný volný peněžní tok FCFE pro vlastníky (I. fáze propočtu)

Zjištění kumulovaného FCFE (resp. diskontovaných hodnot FCFE v jednotlivých letech) představuje první fázi v rámci výpočtu hodnoty podniku touto metodou. Kumulované FCFE bylo vypočteno následovně (*údaje v tabulce jsou přiměřeně zaokrouhleny*):

Tabulka č. 32: Kumulovaný volný peněžní tok FCFE pro vlastníky

(v tis. Kč a v %)	2015	2016	2017	2018	2019
Volný peněžní tok (FCFE)	73	1 340	1 737	1 431	1 464
Celoroční náklady na vlastní kapitál	19,89%	20,69%	21,19%	21,38%	21,59%
Roční diskontovaný volný peněžní tok FCFE	61	926	991	672	566
Kumulovaný volný peněžní tok FCFE pro vlastníky	61	986	1 977	2 650	3 215

Výsledek **3 215 tis. Kč** v roce 2019 je současně i hodnota 1. fáze propočtu hodnoty podniku.

7.1.4. Terminální hodnota (II. fáze propočtu)

Úroveň terminální hodnoty by měla teoreticky odpovídat takovému objemu volného peněžního toku (tj. FCFE), který je možno označit za stabilizovaný, resp. který by již dále neměl podléhat významným změnám směrem nahoru či dolů. „Terminální hodnota“ představuje objem volného peněžního toku na bázi FCFE pro vlastníky, který je možno očekávat, že jej bude společnost v průměru dosahovat ve stabilizované budoucnosti, a to v době nad rámec trvání Finančního plánu (tj. v našem případě po roce 2019). Volný peněžní tok (FCFE) v roce 2019 v prostředí Cílové společnosti považuji za stabilizovaný s odkazem na relativně pravidelný vývoj tohoto ukazatele od roku 2018 (v tomto roce bude také Cílová společnost dle Finančního plánu plnohodnotně hradit daně z příjmů právnických osob).

Pro výpočet 2. fáze („terminální hodnoty“) byla jako základna použita hodnota volného peněžního toku FCFE pro vlastníky dosažená v roce 2019 a upravená o vlivy níže popsaného průměrného tempa růstu. Znamená to tedy, že předpokládám, že společnost bude v budoucích letech po roce 2019 ročně v průměru dosahovat hodnotu takto upraveného ukazatele FCFE.

Základem pro konstrukci terminální hodnoty byl Gordonův vzorec (např. viz kapitola č. 4.1.4.2 v publikaci Miloš Mařík - *Metody oceňování podniků* (Ekopress, Praha 2003)). Jde o následující:

Vzorec č. 8: Terminální hodnota (Gordonův vzorec)

$$\text{Terminální hodnota v čase } T = \frac{\text{FCFE}_{T+1}}{i_K - g}$$

kde:

T = poslední rok prognózovaného období

i_K = průměrné náklady na vlastní kapitál

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

$FCFE$ = volný peněžní tok

Dle mého názoru je tento objem FCFE pro vlastníky v budoucích obdobích dosažitelný, a to za předpokladu udržení konkurenceschopnosti dané společnosti mezi ostatními soutěžiteli v oboru.

Stejně tak předpokládám, že v budoucích obdobích nad rámec roku 2019 budou náklady na vlastní kapitál ovlivňovat danou společnost na úrovni vykazované v roce 2019, a to po úpravě o níže popsané průměrné tempo růstu.

Průměrné tempo růstu jsem pro účely tohoto znaleckého posudku uvažoval na úrovni střední hodnoty součtu průměrného přírůstku inflace a hrubého domácího produktu ve stálých cenách Eurozóny⁴³ v letech 2004 až 2016, a to ve výši 2,70% (viz kapitola č. 4.1.2 - Eurozóna). Česká republika vstoupila do Evropské unie 1.5.2004 a podle mého názoru bude po skončení období roku 2019 blízkou dobu před vstupem do Eurozóny (samozřejmě za předpokladu, že ČR bude chtít

⁴³ Hodnoty za roky 2004 až 2013 jsou skutečnosti, hodnoty za roky 2014 až 2016 jsou predikce (odhady) z materiálu „Economic Forecast – Autumn 2014“, který publikovala European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs na webových stránkách <http://ec.europa.eu/>.

vstoupit do této zóny). O potenciálním vstupu do Eurozóny k tomuto datu diskutoval prezident Miloš Zeman (viz článek na webových stránkách <http://www.novinky.cz/> ze dne 21.4.2013, podle něhož by Česko mohlo Euro přijmout do pěti let, což konstatoval prezident Zeman vůči německým novinám). Stejně tak se vyjadřoval také leader TOP 09 Miroslav Kalousek v rámci předvolební kampaně k volbám do parlamentu na podzim 2013. V článku „Přijetí Eura se odkládá. Nejdříve v roce 2020“, uveřejněném v Mladé Frontě dnes dne 14.3.2015, konstatoval pravděpodobný budoucí guvernér České národní banky Jiří Rusnok pochybnosti o tom, že by Česká republika mohla vstoupit do Eurozóny před datem 2020. Domnívám se, že přírůstky tohoto ukazatele v ČR se ve střednědobém až dlouhodobém horizontu přiblíží, resp. vyrovnají hodnotám tohoto ukazatele v Eurozóně. Takto nastavenou hodnotu průměrného tempa růstu je možno považovat za názor Znalce, byť podložený daným výpočtem.

Je to zároveň částka, o kterou dále snižuji výši nákladů na vlastní kapitál pro účely výpočtu „terminální hodnoty“. Myslím si, že tato částka odpovídá reálným předpokladům dané společnosti nad rámec roku 2019, současně je možno hodnotu průměrného tempa růstu považovat za subjektivní názor Znalce.

Výpočet „terminální hodnoty“ je v případě společnosti OTAVAN Třeboň a.s. následující (údaje jsou přiměřeně zaokrouhleny):

- Průměrný volný peněžní tok FCFE v letech následujících po roce 2019 => **1 503 tis. Kč** tj. (1 464 tis. Kč * (1 + 2,70%));
- Náklady na vlastní kapitál pro „terminální hodnotu“ => **21,59%**;
- Průměrné tempo růstu => **2,70%**;
- Hrubá terminální hodnota po roce 2019 => **7 959 tis. Kč** (tj. 1 503 tis. Kč / (21,59% - 2,70%));
- Čistá terminální hodnota přepočtená k datu ocenění (diskontovaná hrubá terminální hodnota)⁴⁴ => **3 076 tis. Kč**.

Výsledek **3 076 tis. Kč** je současně i hodnota druhé fáze propočtu hodnoty podniku.

7.1.5. Hodnota neprovozního majetku a závazků

Do neprovozního majetku a závazků patří takové tituly, které bezprostředně nesouvisí s provozem, přesto se týkají oceňovaného subjektu a jsou identifikovatelné k datu ocenění (nejedná se tedy o tituly, které jsou predikovány v budoucnu po datu ocenění ve Finančním plánu – např. neprovozní krátkodobý finanční majetek – viz kapitola č. 6.3 - Východiska pro tvorbu Finančního plánu).

Jak je psáno v kapitole č. 3.4 publikace Miloš Mařík - Metody oceňování podniků (Ekopress, Praha 2003), v rámci výnosového ocenění se vychází z předpokladu, že oceňovaný podnik má zpravidla základní podnikatelské zaměření (tzv. „core business“), k jehož výkonu potřebuje určitá „provozní“ aktiva. Tato aktiva, nezbytná pro základní „business“ jsou označována jako aktiva provozně nutná. Všechna ostatní jsou označována za aktiva provozně nenutná, příp. neprovozní.

⁴⁴ Čistá terminální hodnota přepočtená k datu ocenění = Hrubá terminální hodnota / ((1 + D₂₀₁₅) * (1 + D₂₀₁₆) * (1 + D₂₀₁₇) * (1 + D₂₀₁₈) * (1 + D₂₀₁₉)), kde D představuje diskontní míru.

Pro účely výnosového ocenění je přitom nutno tato provozní a neprovozní aktiva oddělit a ocenit samostatně. Důvodem k tomuto je skutečnost, že z některých tzv. neprovozních aktiv, které jsou v majetku oceňovaného subjektu, neplynou společnosti žádné prostředky, případně velmi malé, a při oceňování podniku společnosti výnosovou metodou by mohlo vést k „podcenění“ či „nedocenění“ předmětného „neprovozního“ titulu, ačkoliv při jeho samostatném ocenění daný titul může přinášet vlastníkovvi podstatně větší hodnotu.

Pro účely tohoto znaleckého posudku jsem posuzoval následující tituly, které by dle mého názoru mohly mít charakter neprovozního majetku, a to:

1) Dlouhodobý finanční majetek

Jak je uvedeno v kapitole č. 3.4 - *Dlouhodobý finanční majetek*, Cílová společnost disponovala k datu ocenění dlouhodobým finančním majetkem, a to 100% podílem na společnosti OTAVAN BG EOOD, sídlem Bulharsko, 8895 Šivačevo, Lenin 1, IČ 119645610.

Při posuzování skutečnosti, zda se jedná či nejedná o neprovozní majetek, jsem vycházel zejména ze zjištění, že tato dceřiná společnost neprodává žádné zboží (v Bulharsku či v kterékoliv jiné zemi) s tím, že její role je z pohledu mateřské společnosti vyloženě podpůrná (bulharská dcera nevykonává podnikatelské aktivity pro žádný jiný subjekt, než je mateřská společnost). Dle mého názoru se dá tato dceřiná společnost považovat za „odloučené“ pracoviště společnosti OTAVAN Třeboň a.s., kde se formou práce ve mzdě realizují zakázky pro mateřskou společnost (pokud by se tyto činnosti neprováděly v bulharské dceři, musela by si pravděpodobně Cílová společnost pořídit jiné pracoviště, které by pro Cílovou společnost vykonávalo předmětné služby).

Dle mého názoru je nabíledni, že podíl na společnosti OTAVAN BG EOOD nelze považovat za neprovozní. Naopak, domnívám se, že se jedná o provozní součást mateřské společnosti. Na druhou stranu, i v případě opačného rozhodnutí (tj. zařazení dceřiné společnosti do neprovozní části) by hodnota tohoto podílu byla nulová (tento subjekt má záporný vlastní kapitál).

2) Pohledávky – ovládaná a řídicí osoba

Společnost OTAVAN Třeboň a.s. účtuje v rámci pohledávek – ovládající a řídicí osoba k 31.12.2014 částku 1 554 tis. Kč (*viz řádek C.III.2. rozvahy v aktivech*). Jedná se o půjčky, poskytnuté dceřiné společnosti OTAVAN BG EOOD, a to převážně na záběh výroby v roce 2006. Podle Přílohy k účetní závěrce společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2014 by tyto půjčky měly být splatné v roce 2015.

Pro tuto kategorii platí dle mého názoru stejná argumentace, jako v předchozím odstavci. Jestliže je podíl na této dceřiné společnosti zařazen do provozní části Cílové společnosti, pak tam musí být zařazeny také půjčky, které byly této dceřiné společnosti poskytnuté.

Podle Přílohy k účetní závěrce Cílové společnosti k ultimu roku 2014 by měly být tyto půjčky splatné do konce roku 2015. Měl jsem k dispozici výkazy bulharské dcery za rok 2014 (*stručný výtab výsledků je proveden v kapitole č. 3.4 - Dlouhodobý finanční majetek*), přičemž z těchto výkazů dle mého názoru vyplývá nemožnost úhrady celkové dlužné částky (dceřiná společnost má záporný vlastní kapitál, celková bilanční suma činí v přepočtu cca 227 tis. Kč).

3) Neprovozní krátkodobý finanční majetek k datu ocenění

Jak je uvedeno v kapitole č. 6.3 - *Východiska pro tvorbu Finančního plánu*, k datu ocenění a v minulých obdobích se dle mého názoru nedá hovořit o existenci „neprovozního“ a „odejmutelného“ krátkodobého finančního majetku. Jeho souhrnný stav v těchto obdobích nedosahoval k pokrytí ani poloviny minimálně doporučené hladiny (*viz stejná kapitola*) ukazatele cash ratio..

4) Spory

Jak je uvedeno v kapitole č. 3.7 - *Spory, neprovozní majetek a závazky, zástavní právo*, společnost OTAVAN Třeboň a.s. nevede k datu ocenění žádné významné aktivní či pasivní soudní spory, které by mohly vyústit k inkasu či plnění s charakterem neprovozního majetku a závazků.

5) Souhrn

K datu ocenění jsem ve společnosti OTAVAN Třeboň a.s. identifikoval neprovozní majetek v souhrnné **nulové výši**, resp. neidentifikoval jsem žádný neprovozní majetek.

7.1.6. Hodnota čistého obchodního majetku stanovená výnosovou metodou DCF equity

Hodnota čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s. byla v souladu s principy výnosové metody DCF equity stanovena následovně:

Vzorec č. 9: Hodnota čistého obchodního majetku na bázi výnosové metody

+ Hodnota 1. fáze propočtu => 3 215 tis. Kč
+ Hodnota 2. fáze propočtu => 3 076 tis. Kč
+ Hodnota identifikovaného neprovozního majetku a závazků po ocenění => 0 tis. Kč
= Výsledná hodnota čistého obchodního majetku => 6 291 tis. Kč

Výsledná hodnota čistého obchodního majetku (= hodnota pro vlastníky) společnosti OTAVAN Třeboň a.s. v souladu s principy výnosové metody diskontovaného peněžního toku DCF equity byla vypočtena ve výši **6 291 tis. Kč** při obou kladných fázích propočtu a nulové hodnotě neprovozního majetku.

Hodnota čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s. byla pro účely veřejné nedobrovolné dražby v souladu s použitými principy výnosové metody DCF equity k 31.12.2014 stanovena na úroveň 6 291 tis. Kč.

7.2. Účetní hodnota vlastního kapitálu

Obecný metodický postup je uveden v kapitole č. 5.2 - Účetní hodnota vlastního kapitálu.

Cílem tohoto metodického postupu je identifikace hodnoty jmění prostřednictvím účetní hodnoty vlastního kapitálu společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k datu ocenění. Východiskem k tomuto byly výkazy Cílové společnosti k datu 31.12.2014 (viz kapitola č. 1.8 - Den ocenění).

Účetní výkazy (rozvaha a výkaz zisku a ztráty) společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2014 jsou součástí přílohy č. 2 tohoto posudku.

Rozvaha společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2014 měla tuto strukturu (údaje v tabulce jsou v netto účetních hodnotách a jsou přiměřeně zaokrouhleny):

Tabulka č. 33: Účetní hodnota vlastního kapitálu

AKTIVA	v tis. Kč	PASIVA	v tis. Kč
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	Vlastní kapitál	1 915
Dlouhodobý majetek	14 184	- Základní kapitál	313 108
- Dlouhodobý nehmotný majetek	0	- Kapitálové fondy	2
- Dlouhodobý hmotný majetek	14 113	- Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0
- Dlouhodobý finanční majetek	71	- Výsledek hospodaření minulých let	-311 423
Oběžná aktiva	16 801	- Výsledek hospodaření běžného účetního období	228
- Zásoby	11 774	Cizí zdroje	29 093
- Dlouhodobé pohledávky	0	- Rezervy	0
- Krátkodobé pohledávky	3 149	- Dlouhodobé závazky	0
- Krátkodobý finanční majetek	1 878	- Krátkodobé závazky	29 093
		- Bankovní úvěry a výpomoci	0
Časové rozlišení aktivní	23	Časové rozlišení pasivní	0
AKTIVA CELKEM	31 008	PASIVA CELKEM	31 008

Pro účely tohoto znaleckého posudku jsem identifikoval účetní hodnotu vlastního kapitálu společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2014 ve výši **1 915 tis. Kč**. V této částce je promítnuta nulová daň z příjmů právnických osob (tato skutečnost je zřejmá z řádku Q. ve výkazu zisku a ztráty Cílové společnosti k 31.12.2014 – viz příloha č. 2 tohoto znaleckého posudku). Tato skutečnost dle mého názoru koresponduje s existencí daňové ztráty z minulých období (viz kapitola č. 3.6 - Daňová ztráta společnosti OTAVAN Třeboň a.s.), která plnohodnotně pokrývá daňový zisk Cílové společnosti za rok 2014, která je odhadnuta ve stejné kapitole.

Hodnota jmění společnosti OTAVAN Třeboň a.s. byla pro účely veřejné nedobrovolné dražby v souladu s použitými principy metody na bázi účetní hodnoty vlastního kapitálu k 31.12.2014 identifikována na úrovni 1 915 tis. Kč.

8. ROZPRAVA K DOSAŽENÝM VÝSLEDKŮM

Jak je uvedeno v kapitole č. 5 - Použité způsoby ocenění, postup, který jsem zvolil v případě zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s., je tříkrokový, a to:

- 1) V prvním kroku jsem stanovil hodnotu čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s., která ve skutečnosti odpovídá hodnotě všech emitovaných akcií dané společnosti. Ke stanovení hodnoty čistého obchodního majetku jsem využil metodu na bázi účetní hodnoty vlastního kapitálu a výnosovou metodu DCF equity.
- 2) Ve druhém kroku jsem alikvótně propočítal hodnotu čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s. (zjištěnou dle ad 1), která připadá na každou jednu emitovanou akcii Cílové společnosti.
- 3) Jak je uvedeno v kapitole č. 1.9, „Kontrolní prémii“, resp. „srážka za minoritu“, s ohledem na předmět ocenění a strukturu akcionářů jsem při zpracovávání tohoto posudku uvažoval „kontrolní prémii“ Většinového (Hlavního, Majoritního) akcionáře z titulu velikosti jím drženého akciového podílu, resp. „diskont“ u akcií v držení Menšinových akcionářů odpovídajícím počtu dražených akcií. Podle mého názoru **se prokázala existence Většinového (Hlavního či Majoritního) akcionáře**, resp. několika akcionářů jednajících ve shodě – viz kapitola č. 3.3 - Základní kapitál, struktura akcionářů, dispozice s akciemi. Tato podmínka je nutná k diskusi ohledně zahrnutí případné srážky hodnoty na úrovni akcionářů.

8.1. Stanovení hodnoty čistého obchodního majetku Cílové společnosti

Za účelem stanovení hodnoty čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s., která ve skutečnosti odpovídá hodnotě všech akcií dané společnosti, pro účely veřejné nedobrovolné dražby, což je předmětem tohoto znaleckého posudku, byla použita výnosová metoda DCF equity a účetní hodnota vlastního kapitálu.

Dílní výsledky, dosažené oběma metodickými způsoby, byly následující:

- 1) Výnosová metoda DCF equity => **6 291 tis. Kč;**
- 2) Účetní hodnota vlastního kapitálu => **1 915 tis. Kč;**

Jednotlivými metodickými postupy byly dosaženy relativně odlišné dílní hodnoty čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s. Z výsledků vyplývá, že hodnota jmění společnosti OTAVAN Třeboň a.s., posuzovaná prostřednictvím účetní hodnoty vlastního kapitálu, je nižší než hodnota čistého obchodního majetku poměřovaná výnosovou metodou. V porovnání s úrovní základního kapitálu Cílové společnosti (tj. částkou 313 108 tis. Kč) je ovšem hodnota čistého obchodního majetku (resp. jmění) zanedbatelná.

V souladu s přiměřeně aplikovaným nepřímým požadavkem *ust. § 143 odst. 3 ZOK* bylo při ocenění použito **vícero metodických postupů.**

Rekapitulace základních principů použitých metod je tato:

- **Výnosová metoda DCF equity** reprezentuje hledisko investora, který na svou potenciální investici pohlíží z hlediska budoucích výnosů (*tzn. porovnává vynaložené prostředky s jejich návratností v budoucnosti*). Investor porovnává výnosnost investice z hlediska času s jinými alternativními možnostmi pro investování. Metoda vychází z předpokladu pokračování podnikatelských aktivit dané společnosti.
- **Účetní hodnota vlastního kapitálu** vyjadřuje statický pohled na hodnotu majetku a závazků. Tuto metodu považuji za vhodnou jako srovnávací a doplňkovou k další metodě.

Oba použité metodické postupy mají dle mého názoru své opodstatnění, svůj význam a účel.

Pro účely zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s. jsem se po zvážení dle mého názoru všech významných aspektů ovlivňujících rozhodování přiklonil k dílčí hodnotě vypočtené **výnosovou metodou DCF equity**.

Důvodem k tomuto rozhodnutí byly především následující skutečnosti:

- Dílčí výsledek, dosažený výnosovou metodou, vypovídá dle mého názoru o skutečné hodnotě čistého obchodního majetku, resp. jmění společnosti OTAVAN Třeboň a.s. Tato metoda na rozdíl od majetkové metody nezohledňuje pouze hodnotu majetku a závazků ke konkrétnímu datu, nicméně vychází z očekávaných finančních toků, které společnost s mírou pravděpodobnosti dosáhne v budoucnosti. Jinými slovy, tento výsledek v sobě zahrnuje i **potenciální profity oceňovaného subjektu, které pravděpodobně nastanou v budoucnosti**, a které zohledňuje zpracovaný Finanční plán (*viz kapitola č. 6 - Finanční plán*).
- Použití dílčího výsledku, dosaženého výnosovou metodou DCF equity, koresponduje dle mého názoru také s předpokladem, že tato společnost bude i po uskutečnění veřejné nedobrovolné dražby pokračovat v podnikatelské činnosti v nezměněné podobě (na bázi tzv. „Going concern principu“). Výsledek dosažený touto metodou je „podepřen“ dle mého názoru **reálnými hodnotami ze sestaveného Finančního plánu** (*viz kapitola . 6 - Finanční plán*).
- Výnosová metoda v sobě zahrnuje kromě jiného také hodnotu nehmotného majetku (know-how), o němž není v účetnictví společnosti účtováno. Účetní hodnota vlastního kapitálu tuto vlastnost bezesporu nemá.
- Z literatury obecně vyplývá, že kladná částka, zjištěná z rozdílu mezi hodnotou čistého obchodního majetku na bázi výnosové a majetkové metody (ve prospěch výnosového výsledku), může odpovídat hodnotě kompletního nehmotného majetku (know-how) oceňovaného subjektu, o němž není zpravidla účtováno v jeho účetnictví. Současně je vždy zapotřebí zjištěnou hodnotu kompletního nehmotného majetku očistit o vlivy jiných titulů nehmotného majetku, které nejsou předmětem ocenění či jsou jinak identifikovatelné (např. zaúčtované software či ocenitelná práva).

Dle mého názoru takto identifikovaný výsledek hodnoty čistého obchodního majetku odpovídá požadavku na stanovení ceny obvyklé a respektuje potřeby tohoto daného případu ocenění z hlediska praktického použití.

Hodnota čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s. byla pro účely veřejné nedobrovolné dražby v souladu s použitými principy výše popsanych metodických postupů k 31.12.2014 identifikována na úrovni 6 291 tis. Kč.

8.2. Zjištění ceny (hodnoty) akcií bez vlivu srážky za minoritu

Společnost OTAVAN Třeboň a.s. emitovala k datu ocenění celkem 313 108 ks kmenových akcií, ve formě na majitele, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 1 000 Kč. V předchozí kapitole jsem stanovil hodnotu čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s. ve výši 6 291 tis. Kč. Hodnota čistého obchodního majetku zároveň odpovídá hodnotě všech emitovaných akcií. Na každou jednu kmenovou akcií Cílové společnosti OTAVAN Třeboň a.s., ve formě na majitele, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě 1 000 Kč tak připadá hodnota čistého obchodního majetku ve výši 20,09 Kč (*tj. 6 291 tis. Kč / 313 108 ks*).

Hodnota čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s., připadající na každou jednu kmenovou akcií, ve formě na majitele, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě 1 000 Kč, byla k 31.12.2014 v souladu s použitými principy výše uvedených metodických postupů stanovena ve výši 20,09 Kč. Tato cena (hodnota) neobsahuje vliv srážky za minoritu.

8.3. Aplikace srážky za minoritu

V předchozí kapitole jsem stanovil hodnotu každé jednotlivé akcie společnosti OTAVAN Třeboň a.s., resp. hodnotu čistého obchodního majetku připadající na každou jednu emitovanou akcií. V těchto hodnotách nejsou ovšem promítnuty vlivy tzv. „srážky za minoritu“ z titulu podílu oceňovaných (dražených) akcií na základním kapitálu Cílové společnosti.

Jak je uvedeno *v kapitole č. 2 - Popis předmětu ocenění (akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s.)*, předmětem dražby by měly být akcie v celkovém počtu 32 797 ks akcií s podílem na základním kapitálu ve výši 10,47%.

V daném případě se domnívám, že se v našem případě ocenění jedná o „učebnicový případ“, v němž je nutno tuto srážku aplikovat. Cílová společnost má vícero akcionářů, přičemž několik z nich jedná ve shodě a společně disponují celkovým podílem na základním kapitálu ve výši 87,09%.

Srážka (diskont) hodnoty akcie v držení Minoritního akcionáře de facto zohledňuje nižší úroveň účasti Minoritního akcionáře na rozhodování v Cílové společnosti, na určování její strategie, na správě jejího majetku, na zjišťování tržní pozice, na rozhodování o provozních záležitostech, o výplatě dividend, apod. Rozdíl mezi jmenovitou hodnotou čistého obchodního majetku, připadající na minoritní akcií a její hodnotou po zahrnutí vlivu velikosti zjištěného „diskontu“, de facto představuje „prémii“ Většinového akcionáře.

K úrovním hledaného diskontu se vyjadřuje řada odborníků v literatuře. Dle našeho názoru je v našem případě možno aplikovat zjištění z publikace Bellinger, B., Vahl, G. – Unternehmensbewertung in Theorie und Praxi (Wiesbaden, Tabler 1992). Tuto problematiku

převzal také profesor Mařík v rámci publikace Miloš Mařík - Metody oceňování podniků (Ekopress, Praha 2003).

V publikaci Bellinger, B., Vahl, G. – Unternehmensbewertung in Theorie und Praxi (Wiesbaden, Tabler 1992) jsou tedy srážky za minoritu vypočteny takto:

Tabulka č. 34: Srážka za minoritu

Tabulka č. 35: Srážka za minoritu

Třída	Podíl na celkovém počtu akcií	Srážka ze základní hodnoty jedné akcie v situaci, kdy:	
		Neexistuje velkoakcionář	Existuje velkoakcionář
1	0,0% – 9,9%	30%	50%
2	10,0% - 24,9%	25%	35%
3	25,0% - 49,9%	15%	x
4	50,0% - 74,9%	10%	x
5	75,0% - 94,9%	5%	x
6	95,0% - 100,0%	0%	x

Ačkoliv model z uvedené publikace je vztažen k akciím, stejně tak jej lze použít pro obchodní podíly. Z výše uvedeného vyplývá, že při vlastnictví akcií v souhrnné jmenovité hodnotě odpovídající podílu 10,47% na základním kapitálu a při existenci tzv. „velkoakcionáře“, se k akci v držení Minoritního akcionáře vztahuje srážka na úrovni 35%. Definicí tzv. „velkoakcionáře“ publikace neuvádí, dá se ovšem předpokládat, že držba akcií s podílem 87,09% na základním kapitálu tuto definici splňuje.

Výpočet hodnoty čistého obchodního majetku, připadající na každou jednotlivou akci, která by měla být předmětem dražby (neboť jejich souhrnná jmenovitá hodnota odpovídá pouze podílu ve výši 10,47%), byl následující (*údaje jsou přiměřeně zaokrouhleny*):

- hodnota čistého obchodního majetku Cílové společnosti, připadající na každou jednu akci o jmenovité hodnotě 1 000 Kč před zohledněním srážky za minoritu => 20,09 Kč;
- srážka ve výši 35% => 7,03 Kč (tj. 20,09 Kč * 35%);
- hodnota čistého obchodního majetku Cílové společnosti, připadající na každou jednu akci o jmenovité hodnotě 1 000 Kč po zohlednění srážky za minoritu => 13,06 Kč (tj. 20,09 Kč minus 7,03 Kč);
- hodnota čistého obchodního majetku Cílové společnosti, připadající na celkový počet 32 797 ks kmenových akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s., ve formě na majitele, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 1 000 Kč po zohlednění srážky za minoritu => 428 324,58 Kč (tj. 13,06 Kč⁴⁵ * 32 797 ks), resp. **428 300 Kč** po přiměřeném zaokrouhlení směrem dolů.

⁴⁵ Nezaokrouhleno.

Hodnota čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s., připadající na celkový počet 32 797 ks kmenových akcií, ve formě na majitele, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 1 000 Kč, které budou předmětem veřejné nedobrovolné dražby, byla k 31.12.2014 v souladu s použitými principy výše uvedených metodických postupů stanovena ve výši 428 300 Kč.

8.4. Hodnota versus cena

Pokud budu vycházet z *ust. § 13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách, ve znění pozdějších předpisů, resp. ust. § 33 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů*, je zřejmé, že legislativa požaduje po Znalci pro účely veřejné nedobrovolné dražby zjištění či odhad ceny předmětu dražby. Domnívám se, že úkolem Znalce nemůže být zjištění či odhad ceny, nýbrž hodnoty. Cenu předmětu dražby určí dle mého názoru až samotný průběh dražby. Hodnota není skutečnost, ale odhad pravděpodobné ceny (viz např. kapitola č. 1.3 MAŘÍK, Miloš, *Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011), z čehož nepřímo plyne, že zjištěná (odhadnutá) cena může být odlišná od hodnoty.

V tomto znaleckém posudku jsem vycházel z výše uvedených zákonných ustanovení a znalecký posudek jsem tomu terminologicky přizpůsobil.

10. CELKOVÁ REKAPITULACE

- Objednatel tohoto znaleckého posudku jsem byl požádán o zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s., IČ 135 03 031, a to pro účely veřejné nedobrovolné dražby.
- Předmětem tohoto znaleckého posudku je **zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s. pro účely veřejné nedobrovolné dražby.**
- Popis předmětu ocenění je specifikován v kapitole č. 2 - *Popis předmětu ocenění*. Od Objednatele tohoto znaleckého posudku jsem měl informaci v tom smyslu, že předmětem dražby by měl být celkový počet 32 797 ks kmenových akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s., ve formě na majitele, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 1 000 Kč. Úhrnná jmenovitá hodnota těchto akcií odpovídá podílu ve výši 10,47% na základním kapitálu společnosti.
- Objednatel znaleckého posudku je společnost **CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.**, IČ 277 58 419. Znalecký posudek zpracoval Ing. Rastislav Machů, znalec v oboru ekonomika, ceny a odhady se zvláštní specializací podniků. Pro zpracování tohoto znaleckého posudku nevznikla povinnost jmenování Znalce soudem.
- Základní charakteristika společnosti OTAVAN Třeboň a.s. je následující:

Tabulka č. 36: Základní identifikace společnosti OTAVAN Třeboň a.s.

Obchodní firma	OTAVAN Třeboň a.s.
Sídlo	Třeboň, Nádražní 641, PSČ 379 20
IČ	135 03 031
Právní forma	Akciová společnost
Den zápisu do obchodního rejstříku	19.3.1991
Předmět podnikání	Hostinská činnost Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Způsob jednání za společnost	Činnost společnosti řídí a jedná jejím jménem představenstvo, které je jejím statutárním orgánem. Za představenstvo jedná navenek jménem společnosti každý člen představenstva. Podepisování za společnost se děje tak, že k obchodnímu jménu společnosti či otisku razítka připojí svůj podpis člen představenstva.

- Základnou pro zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s. v tomto znaleckém posudku je **objektivizovaná (tržní) hodnota.**
- V průběhu prací na tomto znaleckém posudku jsem se neseťkal s **žádnými zvláštními (neobvyklými) potížemi**, které by byly nadstandardní při obdobné práci.
- Zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s. pro účely veřejné nedobrovolné dražby je prováděno ke dni **31.12.2014.**

- Ocenění je prováděno v souladu se zásadou „**Stand-alone basis**“, tj. oceňuje se tak, jako by nenastaly skutečnosti, kvůli kterým je ocenění prováděno. Ocenění je prováděno za předpokladu nezměněného pokračování podnikatelských aktivit společnosti OTAVAN Třeboň a.s. i po uskutečnění veřejné nedobrovolné dražby (tzv. „**going concern princip**“).
- Za účelem zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s. pro účely veřejné nedobrovolné dražby byly použity standardní metodické postupy, a to **výnosová metoda DCF equity a účetní hodnota vlastního kapitálu**. V souladu s přiměřeně aplikovaným nepřímým požadavkem *ust. § 143 odst. 3 ZOK* bylo použito **vícero metodických postupů**.
- **Postup**, který jsem zvolil v případě zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti OTAVAN Třeboň a.s., je **tříkrokový**, a to:
 - V prvním kroku jsem stanovil hodnotu čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s., která ve skutečnosti odpovídá hodnotě všech emitovaných akcií dané společnosti. Ke stanovení hodnoty čistého obchodního majetku jsem využil metodu na bázi účetní hodnoty vlastního kapitálu a výnosovou metodu DCF equity.
 - Ve druhém kroku jsem alikvótně propočtl hodnotu čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s. (*zjištěnou dle ad 1*), která připadá na každou jednu emitovanou akcii Cílové společnosti.
 - Jak je uvedeno v kapitole č. 1.9, „*Kontrolní prémie*“, resp. „*srážka za minoritu*“, s ohledem na předmět ocenění a strukturu akcionářů jsem při zpracovávání tohoto posudku uvažoval „kontrolní prémii“ Většinového (Hlavního, Majoritního) akcionáře z titulu velikosti jím drženého akciového podílu, resp. „diskont“ u akcií v držení Menšinových akcionářů odpovídajícím počtu dražených akcií. Podle mého názoru **se prokázala existence Většinového (Hlavního či Majoritního) akcionáře**, resp. několika akcionářů jednajících ve shodě – *viz kapitola č. 3.3 - Základní kapitál, struktura akcionářů, dispozice s akciemi*. Tato podmínka je nutná k diskusi ohledně zahrnutí případné srážky hodnoty na úrovni akcionářů.
- Hodnota čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s. byla pro účely veřejné nedobrovolné dražby v souladu s použitými principy **výnosové metody DCF equity** k 31.12.2014 stanovena **na úroveň 6 291 tis. Kč**.
- Hodnota jmění společnosti OTAVAN Třeboň a.s. byla pro účely veřejné nedobrovolné dražby v souladu s použitými principy metody na bázi **účetní hodnoty vlastního kapitálu** k 31.12.2014 identifikována na úrovni **1 915 tis. Kč**.
- Pro účely stanovení hodnoty čistého obchodního majetku, resp. všech akcií emitovaných společností OTAVAN Třeboň a.s., jsem se po zvážení dle mého názoru všech významných aspektů ovlivňujících rozhodování přiklonil k hodnotě vypočtené **výnosovou metodu DCF equity** (*důvody jsou popsány v kapitole č. 8 - Rozprava k dosaženým výsledkům*).

- Hodnota čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s. byla pro účely veřejné nedobrovolné dražby v souladu s použitými principy výše popsaných metodických postupů k 31.12.2014 identifikována na úrovni 6 291 tis. Kč.
- Hodnota čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s., připadající na každou jednu kmenovou akcii, ve formě na majitele, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě 1 000 Kč, byla k 31.12.2014 v souladu s použitými principy výše uvedených metodických postupů stanovena ve výši 20,09 Kč. Tato cena (hodnota) neobsahuje vliv srážky za minoritu.
- Hodnota (cena) každé jedné kmenové akcie společnosti OTAVAN Třeboň a.s., ve formě na majitele, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě 1 000 Kč, z celkového počtu 32 797 ks akcií, které budou předmětem veřejné nedobrovolné dražby, byla k datu 31.12.2014 v souladu s výše popsanou metodikou tohoto znaleckého posudku stanovena na částku 13,06 Kč.
- Hodnota čistého obchodního majetku společnosti OTAVAN Třeboň a.s., připadající na celkový počet 32 797 ks kmenových akcií, ve formě na majitele, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 1 000 Kč, které budou předmětem veřejné nedobrovolné dražby, byla k 31.12.2014 v souladu s použitými principy výše uvedených metodických postupů stanovena ve výši 428 300 Kč (po příměřeném zaokrouhlení směrem dolů).

13. POUŽITÁ LITERATURA

Kromě zdrojů uvedených v kapitole č. 1.3 - Zdroje informací a ověření vstupních dat jsem ke zpracování tohoto znaleckého posudku využil poznatků a podnětů získaných z následující literatury:

- Periodika Odhadce a oceňování majetku (*Česká komora odhadců*) a Oceňování (*Institut oceňování majetku VŠE*);
- Miloš Mařík - Oceňování podniku (*Ekopress, Praha 1996*);
- Miloš Mařík - Určování hodnoty firem (*Ekopress, Havlíčkův Brod 1998*);
- Miloš Mařík – Metody oceňování podniků (*Ekopress, Praha 2007*);
- Miloš Mařík – Metody oceňování podniků (*Ekopress, Praha 2011*);
- Miloš Mařík – Metody oceňování podniků pro pokročilé (*Ekopress, Praha 2011*);
- Miloš Mařík - Metody oceňování podniků (*Ekopress, Praha 2003*);
- Pavla Maříková, Miloš Mařík - Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku (*Ekopress, Havlíčkův Brod 2001*);
- Hana Vomáčková – Účetnictví akvizicí, fúzí a jiných vlastnických transakcí (*BOVA POLYGON, Praha 2005*);
- Pavla Maříková, Miloš Mařík - Diskontní míra v oceňování (*VŠE, Praha 2001*);
- Eva Kislingerová - Oceňování podniku (*C. H. Beck, Praha 1999*);
- Jan Mlčoch - Oceňování podniku (*LINDE, Praha 1998*);
- Petra Růčková – Finanční analýza, metody, ukazatele, využití v praxi (*GRADA Publishing, Praha 2007*);
- Tomáš Buss – Aplikace moderních metod oceňování v případě nekotovaných společností (*VŠE, Praha 2007*);
- Josef Valach a kolektiv - Finanční řízení podniku (*Ekopress, Praha 1997*);
- Zdenek S. Blaha, Irena Jindřichovská – Jak posoudit finanční zdraví firmy (*Management Press, Praha 1995*);
- Copeland, Koller, Murrin - Stanovení hodnoty firem (*VICTORIA PUBLISHING, Praha 1995*);
- Samuelson, Nordhaus - Ekonomie (*Svoboda, Praha 1991*);
- Heyne - Ekonomický styl myšlení (*VŠE, Praha 1991*);
- R.A.Brealey, S.C.Myers - Teorie a praxe firemních financí (*VICTORIA PUBLISHING, Praha 1992*);
- Ibbotson Associates – SBBI 2004 Valuation Edition Yearbook, Ibbotson Associates 2004;
- R.C.Clark - Firemní právo (*VICTORIA PUBLISHING, Hradec Králové 1992*).

14. PŘÍLOHY

- **Příloha č. 1** => Výpis z Obchodního rejstříku společnosti OTAVAN Třeboň a.s.
- **Příloha č. 2** => Účetní závěrka společnosti OTAVAN Třeboň a.s. k 31.12.2014
- **Příloha č. 3** => Materiál „Ekonomický vývoj textilního a oděvního průmyslu za 1. polovinu roku 2014“ ze dne 18.8.2014
- **Příloha č. 4** => Finanční plán společnosti OTAVAN Třeboň a.s. do roku 2019