

Znalecký posudek

3459-39/19

o stanovení hodnoty akcií emitovaných
společností Pradědský lesní závod, a.s.
pro účely dražby

ZNALECKÝ POSUDEK

3459-39/19

o stanovení hodnoty akcií emitovaných společností Pradědský lesní závod, a.s. pro účely dražby

Objednavatel**CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.**

Adresa

Veveří 3163/111, Žabovřesky, 616 00 Brno

IČ

27758419

Spisová značka B 5249 vedená u Krajského soudu v Brně

Vypracoval**Kreston A&CE Consulting, s.r.o.** | Znalecký ústav

Adresa

Moravské náměstí 1007/14, 602 00 Brno

Zastoupený

Ing. David Hrazdíra, jednatel společnosti

Bankovní spojení:

Sberbank CZ Brno, č. účtu 4100002909/6800

IČ

441 19 097

DIČ

CZ699001790 - člen skupiny Kreston A&CE Group

Spisová značka C 4037 vedená u Krajského soudu v Brně

Zpracovatelé

Ing. David Hrazdíra

Ing. Pavel Neugebauer

Ing. Pavlína Vokáčová

Účel ocenění

Znalecký posudek o stanovení hodnoty akcií emitovaných společností Pradědský lesní závod, a.s. je vypracován pro účely dražby těchto akcií.

Posudek obsahuje

56 stran textu včetně příloh

Posudek se předává

ve 3 vyhotoveních

Výtisk číslo

4 - archivní

Datum

V Brně dne 3. května 2019

OBSAH

1.	VŠEOBECNÉ ÚDAJE.....	5
1.1.	Předmět a účel ocenění.....	5
1.2.	Den ocenění.....	5
1.3.	Prohlášení znalce o nezávislosti	5
1.4.	Použitelnost znaleckého posudku.....	5
2.	NÁLEZ.....	6
2.1.	Zjištění stavu	6
2.2.	Podklady pro zpracování ocenění	6
2.2.1.	Podklady opatřené zpracovatelem a použitá literatura	6
2.2.2.	Ověření vstupních dat	7
2.3.	Popis předmětu ocenění.....	7
2.3.1.	Základní identifikace Společnosti	7
2.3.2.	Výchozí bilance Společnosti.....	9
2.4.	Strategická analýza.....	10
2.4.1.	Vývoj hospodářství.....	10
2.4.2.	Sektorová analýza	10
2.5.	Základní předpoklady obecné povahy	12
2.5.1.	Zvažované období.....	12
2.5.2.	Právní forma	12
2.5.3.	Daňová politika.....	12
2.5.4.	Ekonomické uspořádání a právní systém	12
2.5.5.	Účetní zásady	13
3.	POSUDEK	14
3.1.	Metodika oceňování.....	14
3.1.1.	Názvosloví	14
3.2.	Používané metody obecně	15
3.2.1.	Výnosový přístup	16
3.2.2.	Srovnávací přístup.....	16
3.2.3.	Metody založené na analýze majetku – substanční.....	17
3.2.4.	Metoda likvidační hodnoty.....	19
3.2.5.	Dividendový diskontní model (DDM)	19
3.3.	Použitý způsob ocenění	23
3.3.1.	Detailní popis výnosové metody ocenění	23
3.4.	Výnosové ocenění.....	27
3.4.1.	Specifické předpoklady ocenění metodou DCF společnosti.....	27
3.4.2.	Finanční plán	27
3.4.3.	Plán provozního hospodářského výsledku	27
3.4.4.	Plán provozního příjmu - shrnutí.....	30
3.4.5.	Plán pracovního kapitálu.....	30
3.4.6.	Plán provozního Cash flow	31
3.4.7.	Provozní hotovost	32
3.4.8.	Pokračující hodnota.....	32
3.4.9.	Míra růstu v období perpetuity	32
3.4.10.	Kalkulace CF do perpetuity.....	33
3.4.11.	Diskontní míra.....	33
3.4.12.	Vlastní ocenění výnosovou metodou.....	37
3.5.	Majetkové ocenění na principu historických cen.....	39

3.6.	Rekapitulace výsledků ocenění.....	39
3.7.	Přepočet na hodnotu akcií pro účely dražby.....	40
4.	ZÁVĚR.....	41
	ZNALECKÁ DOLOŽKA	42

1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE

1.1. Předmět a účel ocenění

Znalecký posudek o hodnotě akcií společnosti Pradědský lesní závod, a.s. (v textu dále též označena jako „Společnost“), IČ 02598183, se sídlem Nádražní 599, Vrbno pod Pradědem, PSČ 793 26, byl zpracován pro účely dražby akcií emitovaných touto společností.

Posudek je vypracován za účelem stanovení hodnoty 237 944 kusů kmenových akcií na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě každé jedné 10,- Kč emitovaných společností Pradědský lesní závod, a.s., které se mají stát předmětem dražby.

1.2. Den ocenění

Ocenění jmění Společnosti, z něž je následně stanovena hodnota akcií této Společnosti, je prováděno podle stavu relevantních, zejména účetních podkladů a stavu majetku a závazků k datu 31.12.2017, což jsou nejaktuálnější údaje, které bylo možné z veřejných zdrojů opatřit.

Předpokládáme, že hodnota Společnosti je veličina v krátkodobém horizontu poměrně stálá, výsledky ocenění k 31.12.2017 proto považujeme pro daný účel za relevantní.

1.3. Prohlášení znalce o nezávislosti

Společnost Kreston A&CE Consulting, s. r. o., prohlašuje, že není ke společnosti Pradědský lesní závod, a.s. ani k jejím akcionářům ve vztahu personální či finanční závislosti, v zaměstnaneckém či obdobném právním vztahu, stejně tak jako se nepodílí na řízení či kontrole podnikání uvedených Společností.

Znalec dále prohlašuje, že jednání o odměně za zpracování tohoto znaleckého posudku byla vedena tak, aby výše odměny nebyla nikterak závislá na výsledcích ocenění.

1.4. Použitelnost znaleckého posudku

Tento Znalecký posudek je použitelný jenom pro výše uvedený účel – pro stanovení hodnoty 237 944 kusů akcií emitovaných Společností pro účely jejich dražby.

2. NÁLEZ

2.1. Zjištění stavu

Vstupní údaje použité pro ocenění v tomto znaleckém posudku byly ověřeny výlučně z podkladů poskytnutých Objednavatelem a z veřejně dostupných informací.

2.2. Podklady pro zpracování ocenění

2.2.1. Podklady opatřené zpracovatelem a použitá literatura

- Finanční výkazy Společnosti k 31.12.2017;
- Výroční zprávy Společnosti, účetní závěrky k 31.12 za roky 2012 – 2015
- Výpis z obchodního rejstříku společnosti Pradědský lesní závod, a.s., vedeného Krajským soudem v Ostravě, oddíl B, vložka 10561, pořízený prostřednictvím internetu;
- Informace o odvětví z finanční databáze AMADEUS
- Makroekonomická predikce České republiky, duben 2019 (www.mfcr.cz)
- Webové stránky Společnosti (<http://www.plz.cz>)
- Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění zákona č. 322/2006 Sb., zákona č. 227/2009 Sb., zákona č. 444/2011 Sb. a zákona č. 183/2017 Sb.;
- Vyhláška Ministerstva spravedlnosti ČR č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících, ve znění vyhlášek č. 11/1985 Sb., č. 184/1990 Sb., č. 77/1993 Sb. a č. 432/2002 Sb.;
- Zákon č. 151/1997 Sb., „o oceňování majetku a o změně některých zákonů“ (zákon o oceňování majetku), ve znění zákona č. 121/2000 Sb., zákona č. 237/2004 Sb., zákona č. 257/2004 Sb., zákona č. 296/2007 Sb., zákona č. 188/2011 Sb., zákona č. 350/2012 Sb., zákona č. 303/2013 Sb., zákona č. 340/2013 Sb., zákona č. 344/2013 Sb., zákona č. 228/2014 Sb. a zákona č. 225/2017 Sb.;
- Vyhláška Ministerstva financí č. 441/2013 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku) ve znění vyhlášky č. 199/2014 Sb., vyhlášky č. 345/2015 Sb., vyhlášky č. 53/2016 Sb., vyhlášky č. 443/2016 Sb. a vyhlášky č. 457/2017 Sb. s účinností od 1.1.2018;
- Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění zákona č. 458/2016 Sb.;
- Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, ve znění zákona č. 215/2009 Sb., zákona č. 227/2009 Sb., zákona č. 355/201 Sb., zákona č. 167/2012 Sb., zákona č. 303/2013 Sb. a zákona č. 298/2016 Sb.;
- Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník;
- Mezinárodní standardy pro oceňování IVS 1-4, The International Assets Valuation Standards Committee v březnu 1994;
- Bjacek, P.: Překlad. Mezinárodní účetní standardy, Praha, AmiCom, 1994;
- Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL);
- Copeland, T.; Koller, T.; Murrin, J.: Stanovení hodnoty firem, Victoria publishing 1994

- Tichý, G.E.: Oceňování podniku, Praha, Linde Praha, 1991;
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, Ekopress, Praha 2011;
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, Ekopress, Praha 2007;
- Mařík, M.: Určování hodnoty firem, Praha, Ekopress, 1998;
- Mařík, M.: Diskontní míra v oceňování, Vysoká škola ekonomická 2001;
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, Ekopress, Praha 2011;
- Brealey R., Myers S.: Teorie a praxe firemních financí, Praha, Victoria Publishing, 1991;
- Raffeegeau J., Dubois F.: Finanční oceňování podniků, Praha, HZ Praha, 1996;
- Bradáč, A. a kol.: Soudní inženýrství, Akademické nakladatelství CERM, s.r.o.;
- Duff&Phelps, Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital (2017)

2.2.2. Ověření vstupních dat

Znalecký posudek je založen výlučně na údajích získaných prostřednictvím Objednavatele a na veřejně dostupných informacích. Údaje nám poskytnuté a informace zveřejněné společností Praděský lesní závod, a.s. považuje znalec za pravdivé, úplné a správné a nebyly již dále verifikovány. Podkladové materiály použité pro zpracování tohoto znaleckého posudku jsou v kompetenci a odpovědnosti zpracovatelů těchto materiálů.

V kompetenci a odpovědnosti společnosti Praděský lesní závod, a.s. jsou zejména následující podkladové materiály a předpoklady, na kterých je ocenění založeno:

- Finanční výkazy Společnosti k 31.12.2017;
- Výroční zprávy Společnosti, účetní závěrky k 31.12. za roky 2012-2015.

Údaje a kalkulace finančních toků zahrnují účinky inflace. Kalkulace jsou dále založeny na předpokladu, že činnost probíhá nezávisle v jejím současném stavu a v souladu s tím neodráží synergické efekty, které by mohly být přístupné třetí straně.

V této souvislosti Znalec podotýká, že odchylky od prognózovaného vývoje mohou nastat částečně:

- z důvodů určitých nejistot v budoucím českém ekonomickém a legislativním vývoji,
- z dalších rizik vztahujících se na podmínky daného odvětví (riziko nepředpokládaného vývoje trhu, rizika marketingové, technické, finanční a ekonomické povahy).

Poslední nám dostupné informace byly získány a použity do dne 3.5.2019. Závěry v tomto znaleckém posudku je nezbytné revidovat v případě, že se relevantní informace či předpoklady ovlivňující způsob či hodnotu ocenění změní.

2.3. Popis předmětu ocenění

Posudek je vypracován za účelem stanovení hodnoty 237 944 kusů kmenových akcií na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě každé jedné 10,- Kč emitovaných společností Praděský lesní závod, a.s. (v textu dále označena též jako „Společnost“), IČ: 02598183, které se nyní mají stát předmětem dražby.

2.3.1. Základní identifikace Společnosti

Společnost Praděský lesní závod, a.s. (IČ 02598183) vznikla splynutím k 1.2.2014, kdy na ni přešlo jmění zanikajících obchodních společností Praděská lesní a.s. (IČ 60792116) a Praděský lesní závod, a.s. (IČ 47151218), a to na základě projektu fúze splynutím ze dne 30.6.2013.

Společnost se sídlem ve Vrbně pod Pradědem se zabývá převážně lesnickou činností v regionu Jeseníky. Poskytuje komplexní služby v lesnických pracích jako je pěstební činnost (vlastní školka lesních a okrasných dřevin), těžba a přibližování dříví. Prodává palivové dříví jak surové, tak štípané a provozuje dopravu a manipulaci. V areálu firmy je provozován pneuservis i pro veřejnost, se službami kompletního servisu osobních a nákladních automobilů. Dále je v areálu podniku prodejna Les, zahrada, hobby. Společnost rovněž provozuje chov skotu bez tržní produkce mléka, za účelem údržby luk a pastvin, prodává maso. Dále nabízí poradenství v oblasti účetnictví, výkonu funkce odborného lesního hospodáře a poradenství v lesnictví.

Společnost Pradědský lesní závod, a.s. je charakterizována následujícími údaji (dle internetového zdroje www.justice.cz):

Tabulka: Základní údaje o společnosti Pradědský lesní závod, a.s. dle OR (pořízeno 1.5.2019)

Údaj	Popis
Obchodní firma	Pradědský lesní závod, a.s.
Datum zápisu	1. února 2014
Sídlo	Nádražní 599, Vrbno pod Pradědem, PSČ 793 26
Identifikační číslo	02598183
Právní forma	akciová společnost
Základní kapitál	94 091 880,- Kč
Předmět podnikání	- Silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - osobní provozovaná vozidly určenými pro přepravu nejvýše 9 osob včetně řidiče - výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Předmět činnosti	Myslivost podle ustanovení § 2 písm. a) zákona č. 449/2001 Sb., o myslivosti
Statutární orgán - představenstvo	předseda představenstva: MILOSLAV KOMÁREK, dat. nar. 10. října 1961 Mnichov 363, 793 26 Vrbno pod Pradědem Den vzniku funkce: 1. února 2014 Den vzniku členství: 1. února 2014 místopředseda představenstva: VLADISLAV HERMAN, dat. nar. 3. ledna 1954 č.p. 342, 793 23 Karlovice Den vzniku funkce: 1. února 2014 Den vzniku členství: 1. února 2014 člen představenstva: JAROSLAV MARTÍNEK, dat. nar. 2. listopadu 1954 Železná 174, 793 26 Vrbno pod Pradědem Den vzniku členství: 1. února 2014
Způsob jednání	Společnost zastupuje každý člen představenstva samostatně
Dozorčí rada	člen dozorčí rady: LADISLAVA KOCIÁNOVÁ, dat. nar. 6. ledna 1953 č.p. 372, 793 23 Karlovice Den vzniku členství: 1. února 2014

Údaj	Popis
	člen dozorčí rady: MILAN KUDLÍK, dat. nar. 4. dubna 1955 Bílý Potok 152, 793 26 Vrbno pod Pradědem Den vzniku členství: 1. února 2014 člen dozorčí rady: VÁCLAV HOCHMAN, dat. nar. 6. září 1958 č.p. 283, 793 23 Karlovice Den vzniku členství: 9. prosince 2014
Akcie	9 409 188 ks kmenové akcie na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10,- Kč
Ostatní skutečnosti	- Obchodní korporace se podřídila zákonu jako celku postupem podle § 777 odst. 5 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech. - Obchodní společnost Pradědský lesní závod, a.s. vznikla splynutím, kdy na ni přešlo jmění zanikajících obchodních společností Pradědská lesní a.s. se sídlem Vrbno pod Pradědem, Nádražní č.p. 599, PSČ 793 26, identifikační číslo: 607 92 116 a Pradědský lesní závod, a.s. se sídlem Vrbno pod Pradědem, Nádražní č.p. 599, PSČ 793 26, identifikační číslo 471 51 218, a to na základě projektu fúze splynutím ze dne 30.6.2013.

Zdroj: obchodní rejstřík

2.3.2. Výchozí bilance Společnosti

Definici společnosti Pradědský lesní závod, a.s. v podobě bilance sestavené k datu 31.12.2017 uvádíme v tabulce. V plném rozsahu je rozvaha součástí příloh znaleckého posudku.

Tabulka – Aktiva Společnosti k 31.12.2017 (tis. Kč)

Položka	Účetní hodnota netto
AKTIVA CELKEM	148 209
Dlouhodobý majetek	99 787
Dlouhodobý nehmotný majetek	347
Dlouhodobý hmotný majetek	93 602
Dlouhodobý finanční majetek	5 838
Oběžná aktiva	47 432
Zásoby	3 639
Dlouhodobé pohledávky	0
Krátkodobé pohledávky	26 693
Peněžní prostředky	17 100
Časové rozlišení	990

V rámci následující tabulky je provedena definice pasiv Společnosti k datu ocenění, tj. k 31.12.2017.

Tabulka – Pasiva Společnosti k 31.12.2017 (tis. Kč)

Položka	Účetní hodnota
PASIVA CELKEM	148 209
Vlastní jmění	116 416
Závazky	31 730
Rezervy	0

Dlouhodobé závazky	9 843
Krátkodobé závazky	8 555
Úvěrové závazky dlouhodobé + krátkodobé	13 332
Časové rozlišení	63

2.4. Strategická analýza

2.4.1. Vývoj hospodářství

Při zpracování této části bylo přihlédnuto k odhadům ekonomického vývoje v rámci dokumentu „Makroekonomická predikce České republiky – duben 2019“, publikovaném ministerstvem financí (zdroj: www.mfcr.cz). Dokument je v plném znění k dispozici v archivu znaleckého ústavu Kreston A&CE Consulting, s.r.o.

Tabulka: Hlavní makroekonomické indikátory ČR, vývoj a predikce

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
		Aktuální predikce							Minulá predikce		
Hrubý domácí produkt	<i>mld. Kč, b.c.</i>	4 314	4 596	4 768	5 047	5 304	5 595	5 839	5 313	5 590	5 823
Hrubý domácí produkt	<i>růst v %, s.c.</i>	2,7	5,3	2,5	4,4	2,9	2,4	2,4	2,8	2,5	2,4
Spotřeba domácností	<i>růst v %, s.c.</i>	1,8	3,7	3,6	4,3	3,2	2,9	2,8	3,5	3,3	3,0
Spotřeba vládních institucí	<i>růst v %, s.c.</i>	1,1	1,9	2,7	1,3	3,7	2,2	1,9	3,8	2,1	1,9
Tvorba hrubého fixního kapitálu	<i>růst v %, s.c.</i>	3,9	10,2	-3,1	3,7	10,5	3,1	2,7	8,8	3,1	2,7
Příspěvek čistých vývozů k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	-0,5	-0,2	1,4	1,1	-0,7	-0,3	0,0	-0,6	-0,3	-0,1
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	1,1	0,8	-0,4	0,1	-1,2	0,0	0,0	-1,1	0,0	0,0
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	2,5	1,2	1,3	1,4	2,1	3,0	1,9	2,4	2,6	1,7
Průměrná míra inflace	<i>%</i>	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,3	1,6	2,1	2,1	1,6
Zaměstnanost (VŠPS)	<i>růst v %</i>	0,8	1,4	1,9	1,6	1,4	0,4	0,2	1,3	0,3	0,2
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	<i>průměr v %</i>	6,1	5,1	4,0	2,9	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2
Objem mezd a platů (dom. koncept)	<i>růst v %, b.c.</i>	3,6	4,8	5,7	8,3	9,3	7,5	5,9	9,6	7,7	6,3
Saldo běžného účtu	<i>% HDP</i>	0,2	0,2	1,6	1,7	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
Saldo vládního sektoru	<i>% HDP</i>	-2,1	-0,6	0,7	1,6	0,9	0,3	.	1,6	1,0	.
Předpoklady											
Měnový kurz CZK/EUR		27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,5	25,1	25,6	25,5	25,1
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p.a.</i>	1,4	0,6	0,4	1,0	2,0	2,2	2,4	2,0	2,7	3,0
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	99	52	44	54	71	66	65	71	56	57
HDP eurozóny	<i>růst v %, s.c.</i>	1,4	2,1	2,0	2,4	1,8	1,0	1,4	1,9	1,4	1,5

2.4.2. Sektorová analýza

Sektorovou analýzu provádíme za využití databáze TP Catalyst, což je databáze obsahující finanční informace o více než 20 milionech evropských společností. TP Catalyst obsahuje také základní informace o společnostech, jako jsou právní forma, datum vzniku, vlastníci, předmět podnikání atd. Zkoumat budeme u srovnatelných společností zejména provozní ziskovost, definovanou poměrovým ukazatelem EBITDA marže. Tento ukazatel lze obecně interpretovat jako ziskovost na provozní úrovni, tedy oproštěnou o vliv způsobu financování či investiční náročnost podnikání zkoumaných společností. Vzhledem k rozdílnému způsobu vykazování účetních dat společností napříč Evropou si vymezíme poměrový ukazatel EBITDA a tržby tak, jak jej interpretuje TP Catalyst.

Poměrový ukazatel EBITDA marže je v rámci této analýzy chápán jako poměr: EBITDA/provozní výnosy. Položka EBITDA je v databázi TP Catalyst kalkulována jako součet provozního zisku a odpisů dlouhodobého majetku. Provozní výnosy („Operating revenue“) = celkový provozní obrát, který zahrnuje tržby z prodeje zboží, tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, aktivaci, změnu stavu zásob vlastní výroby, tržby z prodeje majetku a materiálu a ostatní provozní výnosy.

Relevantní trh pro námi oceňovanou Společnost jsme vymezili dle členění NACE rev. 2 jako „**02.10 Lesní hospodářství a jiné činnosti v oblasti lesnictví, 02.20 Těžba dřeva, 02.40 Podpůrné činnosti pro lesnictví**“, jelikož v rámci takto vymezeného trhu realizuje Společnost většinu svých tržeb za vlastní výrobky a služby, jedná se o její hlavní předmět činnosti. Tabulka níže zobrazuje námi zvolené omezující podmínky pro vyhledávací strategii v databázi AMADEUS:

Tabulka: Vyhledávací strategie v databázi TP Catalyst

	Criterion	Step result	Search result
1.	All companies in the scope of analysis	20,667,121	20,667,121
2.	Status: Active	15,146,848	15,146,848
3.	World region/Country/Region in country: Czech Republic	287,485	259,923
4.	NACE Rev. 2 primary codes: 021 - Silviculture and other forestry activities, 022 - Logging, 024 - Support services to forestry	47,205	600
5.	Operating P/L (EBIT) (th EUR): 2017, 2016, 2015, min=0, for all the selected periods	3,717,773	210
	Boolean search : 1 And 2 And 3 And 4 And 5		
	TOTAL	210	

Zdroj: Databáze TP Catalyst

Omezili jsme vyhledávání pouze na aktivní společnosti v geografickém regionu Česká republika. Kritérium pro vymezení relevantního trhu bylo zvoleno členění dle Nace rev. 2, zvolen byl trh 02.10 Lesní hospodářství a jiné činnosti v oblasti lesnictví, 02.20 Těžba dřeva, 02.40 Podpůrné činnosti pro lesnictví. Omezili jsme typy účtů na nekonsolidované. Dále bylo nastaveno omezení pouze na společnosti s dostupnými účty v období 2013-2017.

Celkem bylo tímto způsobem nalezeno 210 společností, srovnatelných svým předmětem činnosti s námi oceňovanou Společností. Oceňovaná společnost není součástí nalezeného vzorku z důvodu nedostupnosti účetních údajů v databázi, kdy byla vyřazena z nalezeného vzorku zadáním kritéria dostupnosti účtů v období 2013-2017.

Kompletní přehled nalezených společností s údaji o EBITDA marži je uveden v příloze č. 3 tohoto znaleckého posudku.

Z nalezeného vzorku srovnatelných společností jsme provedli statistickou analýzu, jejíž výsledky zobrazuje následující tabulka:

Tabulka – Statistická analýza EBITDA marže srovnatelných firem ČR námi vymezeného odvětví Společnosti

Statistická veličina	2013	2014	2015	2016	2017	Průměr
1. kvartil	3,13%	4,68%	5,75%	4,78%	5,97%	4,86%
Medián	6,50%	7,80%	10,10%	8,56%	9,45%	8,48%
3. kvartil	13,74%	15,81%	18,84%	17,91%	20,65%	17,39%

Počet pozorování	147	150	155	137	128	143
Průměr	10,65%	12,93%	14,60%	13,60%	15,15%	13,39%
Pradědský lesní závod, a.s.	1,99%	3,73%	2,28%	6,21%	5,89%	4,02%

Zdroj: vlastní tvorba na základě dat z TP Catalyst

Z tabulky výše je patrné, že medián EBITDA marže námi vymezeného odvětví se pohybuje po sledované období mezi 6,5 % a 10 %. **Průměrný medián za období let 2013-2017 je 8,48 %.** Průměrná hodnota 1. kvartilu za toto období činí 4,86 % a **nejziskovější společnosti, reprezentované 3. kvartilem pak 17,39 %.** Průměr je ve všech zkoumaných letech odchýlen od mediánu směrem nahoru, a to mezi čtyřmi a šesti procentními body.

Společnost Pradědský lesní závod, a.s. dosahuje v porovnání s odvětvími NACE rev. 2: 02.10, 02.20, 02.40 relativně proměnlivých výsledků hodnoty EBITDA marže, s tendencí spíše rostoucí marže ve sledovaném období. EBITDA marže je v roce 2017 srovnatelná s hodnotou 1. kvartilu.

V rámci finančního plánu budeme plánovanou EBITDA marži společnosti Pradědský lesní závod, a.s. konvergovat k průměrné hodnotě mediánu námi vymezeného odvětví v letech 2013-2017, což představuje hodnotu kolem 8 %.

2.5. Základní předpoklady obecné povahy

Dále jsou uvedeny rozhodující právní, ekonomické a ostatní předpoklady, které byly uvažovány pro účely ocenění jmění společnosti Pradědský lesní závod, a.s.:

- zvažované období;
- právní forma;
- daňová politika;
- ekonomické uspořádání a právní systém;
- účetní zásady.

2.5.1. Zvažované období

Za rozhodující z hlediska ocenění je považován jmění Společnosti ke dni ocenění, tj. k 31.12.2017.

2.5.2. Právní forma

Společnost Pradědský lesní závod, a.s. je akciovou společností dle českého práva s veškerými specifiky úpravy této právní formy podnikání.

2.5.3. Daňová politika

Pro účely prognózy byl přijat předpoklad, že daň z příjmu právnických osob bude činit 19 %.

2.5.4. Ekonomické uspořádání a právní systém

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

2.5.5. Účetní zásady

Ocenění bylo zpracováno v souladu s českou účetní praxí. Znalec předpokládá, že účetní údaje poskytnuté pověřenými osobami Objednavatele byly sestaveny v souladu se zásadami pro účetnictví platnými v České republice.

3. POSUDEK

3.1. Metodika oceňování

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

3.1.1. Názvosloví

3.1.1.1. Cena

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

3.1.1.2. Hodnota

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

3.1.1.3. Trh

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

3.1.1.4. Tržní hodnota

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

3.1.1.5. Výnosová hodnota

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

3.1.1.6. Věcná hodnota

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

3.1.1.7. Maximální a nejlepší použití

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

3.1.1.8. Cena

3.1.1.8.1. Cena administrativní

Cena zjištěná podle cenového předpisu.

3.1.1.8.2. Cena historická (pořizovací)

Týká se především jednotlivých prvků investičního majetku společnosti. Jde hlavně o nemovitosti, stroje, zařízení, dopravní prostředky ap. Je to cena, za kterou by bylo možno pořídit investiční majetek v době jeho pořízení bez odpočtu opotřebení.

3.1.1.8.3. Cena reprodukční

Opět se týká především investičního majetku společnosti. Je to cena, za kterou by bylo možno stejnou novou nebo porovnatelnou věc pořídit v době ocenění, bez odpočtu opotřebení.

3.1.1.8.4. Časová cena

Časovou cenou se rozumí cena vypočítaná tak, že od výchozí pořizovací ceny majetku se odečte částka odpovídající skutečnému technickému opotřebení, ke kterému došlo v době od pořízení majetku do dne stanovení ceny.

3.1.1.9. Cash flow

Peněžní tok, dynamický ukazatel likvidity vyjadřující rozdíl mezi skutečnými příjmy a výdaji za určité časové období.

3.1.1.10. Goodwill

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

3.2. Používané metody obecně

Pro určení hodnoty akciových podílů, čistého obchodního majetku, jmění, majetku, závodu a jejich částí jsou obecně odbornou veřejností jako nejčastěji používané metody ocenění:

- Metody výnosové - Metoda DCF, Metoda kapitalizace zisku
- Metody majetkové – Substanční metoda, Zjištění likvidační hodnoty, Hodnota zjištěná na úrovni Čistého obchodního jmění, Hodnota zjištěná na úrovni Vlastního kapitálu, Majetkové ocenění na principu tržních cen
- Metody srovnávací

3.2.1. Výnosový přístup

Výnosový přístup je nejvíce používán především při oceňování celých společností, jejich částí a průmyslových práv, příp. jiného duševního vlastnictví. Mezi základní varianty tohoto přístupu patří: metoda diskontovaného salda cash-flow (DCF entity), metoda kapitalizace čistých zisků (přínosů, výnosů, metoda reflektující vývoj na burze cenných papírů apod.

Hlavním představitelem tohoto přístupu je metoda DCF (diskontovaného salda cash-flow – peněžních toků). V tomto případě jde o ocenění budoucího „cash flow“ (při zakalkulování rizika jeho dosažení a jeho současné časové hodnoty). Pravděpodobnost dosažení určitých příjmů v budoucnosti je dána vnitřními i vnějšími faktory specifickými pro každou obchodní společnost, a to: 1. kapitálovými, komoditními, marketingovými, managementem, goodwillem, know-how, prodejní sítí apod., 2. geografickými, místními, časovými, kupní silou obyvatelstva apod., přičemž lze nyní již vycházet v České republice z předpokladu stabilizovaného tržního prostředí. Podmnožinou této metody je metoda diskontovaného dividendového výnosu. Výhodou metody je orientace na budoucí příjmy a přesnější možnosti stanovení diskontní míry, nevýhodou je riziko nedosažení prognóz, z nichž ocenění touto metodou vychází.

Druhou používanou výnosovou metodou je kapitalizovaných čistých zisků (výnosů, přínosů), která má dvě varianty analytickou a paušální. Paušální metoda je obdobou metody přímé kapitalizace zisku. Paušální metoda je založena na historické úrovni zisku vztažené k míře kapitalizace.

Výnosový přístup vždy předpokládá dostupnost určité časové řady ekonomických výsledků – buď budoucí prognózu (DCF), či výsledky dosahované v minulosti (metoda kapitalizovaných zisků).

3.2.2. Srovnávací přístup

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

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

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

Srovnávací metoda je podle Znalce použitelná především v případech stanovení rozpětí určité charakteristiky, kdy aplikujeme statistickou metodu na základě dostatečně velkého počtu zjištění. Ale i v těchto případech je třeba počítat s vysokým rozptylem vedoucím k širokému intervalu spolehlivosti.

3.2.3. Metody založené na analýze majetku – substanční

Princip majetkového ocenění je jednoduchý a obecně srozumitelný. Majetková hodnota společnosti je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odpočtena suma individuálně oceněných dluhů. Velikost majetkového ocenění je dána především množstvím a strukturou položek majetku a pravidly pro jeho ocenění.

Majetkové ocenění lze členit:

Pokud vycházíme z předpokladu zachování trvalé existence závodu (going concern princip) dostáváme se k ocenění na základě:

- reprodukčních cen
- historických cen – metoda čistého obchodního majetku (ČOM) nebo vlastního kapitálu (VK), resp. účetní hodnota na principu historických cen
- uspořené náklady
- tržních cen

Pokud vycházíme z předpokladu, že závod nebude dlouhodobě existovat, zjišťujeme:

- likvidační hodnotu na základě ČOM nebo VK
- reprodukční ceny

3.2.3.1. Metoda reprodukčních cen

Metoda nákladového přístupu považuje za hodnotu majetku náklady, které by investor zaplatil za získání náhradních statků, a to stejně užitečných. Nejvyšší cena, kterou by investor zaplatil, je považována za náhradu nákladů. Při této metodě se rovněž přihlíží k okolnosti, zda odhadované statky nejsou méně užitečné než nové, neboť pak by jejich hodnota byla nižší, než je hodnota náhradních statků.

Reprodukční cena (cena opětného pořízení) vyjadřuje, za kolik by bylo možno předmět ocenění pořídit v den sestavení oceňovací bilance. Tím se snaží odstranit výše uvedený časový vliv na cenu.

Metoda reprodukční pořizovací hodnoty neboli DRC (depreciation replacement costs) spočívá v oddělení určení hodnoty jednotlivých aktiv na bázi stanovení jejich reprodukční ceny, jinými slovy stanovení současné pořizovací ceny se zohledněním morálního a technického opotřebení. Metoda je nejčastěji používána pro ocenění specializovaných aktiv (nemocnice, divadla, jednoúčelové stroje apod.), respektive také v případech, kdy je porušen princip tzv. nepřetržitého podnikání (tzv. on going business). Dále je hojně používána v pojišťovnictví, kde je potřebné stanovit hodnotu pro výpočet základny pojistného.

3.2.3.2. Metoda historických cen

Tento majetkový přístup je založen na korektním ocenění majetku (vybrané auditorské postupy se zohledněním opravných položek, vyhodnocení přínosů jednotlivých aktiv – např. postupem DCF, údaji z kapitálového trhu, ostatními relevantními postupy) a ocenění dluhů (vybrané auditorské postupy), přičemž výsledek je dán vztahem ocenění majetku celkem minus ocenění dluhů celkem.

3.2.3.2.1. Metoda zjištění hodnoty společnosti na úrovni vlastního kapitálu (VK)

Podmnožinou metody ČOJ je metoda, která zjišťuje hodnotu závodu na úrovni vlastního kapitálu (položka výkazu rozvaha), jako rozdíl rozvahově evidovaného majetku a dluhů (aktiva celkem mínus cizí zdroje mínus ostatní pasiva), tedy na základě historických cen.

Účetní ocenění čistého obchodního majetku společnosti (tj. hodnotu odvozenou z účetní hodnoty vlastního kapitálu) nelze považovat za metodu ocenění zobrazující správně hodnotu oceňovaného závodu s výjimkou případu, kdy jde o zcela nově pořízená aktiva závodu, u něhož dosud nelze usuzovat na další vývoj z důvodu krátkého trvání jeho existence, což není případ oceňované společnosti.

3.2.3.2.2. Metoda uspořené nákladů

Pokud má investor rozhodnout mezi alternativou koupě závodu a vybudováním nového závodu, nejsou likvidační hodnota a substanční hodnota na principu reprodukčních nákladů přiměřeným kritériem pro rozhodování. Pokud můžeme vycházet z předpokladu, že je známa pravděpodobná úroveň budoucích výnosů, pak hodnota závodu uvažovaného ke koupi plyne ze schopnosti jeho substance nahradit výdaje spojené s vybudováním nového závodu.

Substanční hodnota uspořené nákladů je kvantitativním vyjádřením substitučního efektu existující majetkové podstaty. Hodnota majetkové podstaty společnosti je pak dána schopností nahradit plánované investiční výdaje s přihlédnutím k provozním nákladům.

Metoda úspory nákladů je tedy založena na předpokládaném podnikatelském konceptu, který může klást v mnohém odlišné nároky na podnikovou substanci. Tím se liší od základního provedení substanční hodnoty na bázi reprodukčních nákladů. Substanční hodnota na základě úspory nákladů je tedy hodnota závodu odvozená na principech:

- Vazby k budoucnosti
- Ocenění závodu jako celku
- Subjektivního přístupu

3.2.3.3. Majetkové ocenění na principu tržních cen

Tento přístup spočívá v ocenění majetkových položek společnosti jejími tržními hodnotami. Hodnota vlastního kapitálu společnosti by pak byla stanovena jako součet tržních hodnot majetkových položek snížený o dluhy.

Tento typ majetkového ocenění pokračující společnosti je vhodný (a často i jediný možný) u investičních společností a firem holdingového typu. Je to tedy případ závodu, jejichž hlavní činnost nespočívá ve výrobě, obchodu nebo poskytování služeb, ale v držbě aktiv, nejčastěji finančních nebo realitních.

Dle názoru odborné veřejnosti nemá velký význam aplikovat tuto metodu na běžnou provozní společnost, pokud se předpokládá jeho další trvání, i když se s takovýmto případem můžeme někdy setkat. Je třeba si uvědomit, že oceníme-li každou majetkovou položku tržní hodnotou, předpokládáme, že by teoreticky byla jako samostatná položka prodána. To je ale neslučitelné s předpokladem dalšího pokračování závodu jako funkčního celku. U běžné provozní společnosti má tedy tento přístup význam při předpokladu ukončení jeho provozu. Pak ovšem ústí v ocenění likvidační hodnotou, která je popsána v následujících kapitolách.

3.2.3.4. Zjištění goodwill u substanční metody

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

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

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

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

Zjednodušeně platí vztah: Hodnota společnosti = věcná hodnota plus/mínus goodwill, kde věcná hodnota může být zjiřtjena precizněji (reprodukční hodnota) či zjednodušeně (metoda ČOJ nebo vlastního kapitálu), a kde goodwill (záporný goodwill) zjiřtujeme nejčastěji výnosovými metodami.

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

3.2.4. Metoda likvidační hodnoty

Ve zvláštních případech se používá metoda likvidační hodnoty, kdy se nepředpokládá další podnikání, ale likvidace společnosti, tj. ukončení činnosti a prodej jednotlivých položek aktiv.

Ke zjiřtění likvidační hodnoty se používá za základ účetní hodnota majetku, resp. alespoň účetní evidence majetku. Pro zjiřtění hodnoty jednotlivých složek majetku jsou pak používány všechny opodstatněné metody v závislosti na účelu ocenění:

- Reprodukční ceny
- Historické ceny
- Srovnávací přístup
- Výnosové ocenění

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

3.2.5. Dividendový diskontní model (DDM)

Dividendové diskontní modely představují svým způsobem zvláštní případ modelu DCF pracující v čitateli s hodnotou volného cash flow pro akcionáře (FCFE). Výpočet vnitřní hodnoty akcie, tj. tržní hodnoty vlastního kapitálu, je založen, jak již vyplývá z názvu kapitoly, na výnosu akcionáře ve tvaru dividendy a kapitálových zisků.

Pro aplikaci modelu DDM jako primární metody ocenění musí být v závodu splněny určité předpoklady, máme-li na mysli zajištění přiměřené vypovídací schopnosti výsledků. K základním třem předpokladům, které mají být splněny u všech modelů, patří:

- Společnost má založenou dlouhodobou, stabilní dividendovou politiku a s tím spojený ustálený výplatní a aktivační poměr
- Ve společnosti existuje vysoká míra závislosti mezi úrovní dividendy a FCFE, tj. dividendy se prakticky rovná propočtenému FCFE
- Závod se vyznačuje ustálenou strukturou financování, tj. má stabilní finanční páku

Když investoři kupují akcie, obvykle očekávají, že obdrží 2 příjmy: dividendy v průběhu období držení akcie a očekávanou cenu na konci období držení akcie. Očekávaná cena je determinována budoucími dividendami, hodnota akcie je rovna čisté současné hodnotě dividend.

$$\text{hodnota} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{DPS_t}{(1+r)^t}$$

kde

DPS_t jsou očekávané výnosy na akcii

r požadovaná míra návratnosti

Základní model leží v pravidlu současné hodnoty, tj. hodnota jakéhokoliv aktiva je rovna současné hodnotě očekávaných toků diskontovaných mírou, která odpovídá riziku spojenému s cash flow.

Výše uvedený model má dva základní postupy: očekávané dividendy a požadovanou míru návratnosti vlastního kapitálu. K určení budoucích dividend se používají očekávané budoucí míry růstu výnosů a výplatních poměrů. Požadovaná míra návratnosti vlastního kapitálu je determinována rizikem měřeným různě v různých modelech: pomocí koeficientu beta v modelu CAPM, pomocí faktorů v arbitrážním nebo vícekritériálním modelu.

Základní verze dividendových diskontních modelů:

Byly vyvinuty různé verze dividendových diskontních modelů, které jsou založeny především na rozdílných předpokladech budoucího růstu:

- Gordonův růstový model
- Dvoustupňový dividendový diskontní model
- H model
- Třístupňový dividendový diskontní model

3.2.5.1. Gordonův růstový model

Tento model může být použit pro stanovení hodnoty firmy, která je stabilizovaná, dividendy rostou konstantním tempem růstu v dlouhém období. Vyjadřuje vztah hodnoty akcie vzhledem k očekávaným dividendám v dalším období, k požadované míře návratnosti vlastního kapitálu a k očekávanému tempu růstu dividend:

Hodnota akcie = $DPSt / (r-g)$

Kde,

DPSt jsou očekávané dividendy v příštím roce,

r – požadovaná míra návratnosti pro investory

g – tempo růstu dividend

Jak vyplývá z výše uvedeného modelu, jeho použití je omezeno pro firmy se stabilním tempem, tj. očekává se, že míra růstu dividend potrvá donekonečna, a rovněž že tempo růstu firmy potrvá rovněž donekonečna.

Gordonův model představuje jednoduchý a vyhovující způsob ocenění pro stanovení hodnoty akcií, je ale velmi citlivý na vstupy v podobě míry růstu. Když míra růstu konverguje k diskontní míře, hodnota se blíží k nekonečnu. Růstový model je nejvhodnější pro firmy, které rostou tempem stejným nebo nižším než ekonomika jako celek a mají dobře zavedené dividendové politiky, které zamýšlejí do budoucna zachovat. Vyplácení dividendy musí být konzistentní s předpokladem stability, protože stabilní firmy obecně vyplácejí velké dividendy.

3.2.5.2. Dvoustupňový dividendový diskontní model

Tento model předpokládá 2 stupně: počáteční fáze se vyznačuje vysokou mírou růstu a následující stálá fáze stabilní mírou růstu, o které se předpokládá, že zůstane neměnná po delší období. Fáze výjimečného růstu trvá n let a stabilní fáze do nekonečna:

$$P_0 \equiv \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}, \text{ kde } P_n = \frac{DPS_{n+1}}{(r-g_n)}$$

Kde P_0 je hodnota akcie dnes,

DPS_t - očekávané dividendy na akcii v roce t,

r – požadovaná míra návratnosti

P_n - cena na konci roku n,

g_n - míra růstu po roce n do nekonečna

V případě, že vysoké tempo růstu g a výplatní poměr jsou neměnné v období prvních n let, může být vzorec upraven takto:

$$P_0 = \frac{DPS_0 \times (1+g) \times \left(1 - \frac{(1+g)^n}{(1+r)^n}\right)}{r-g} + \frac{DPS_{n+1}}{(r-g_n) \times (1+r)^n}$$

Kde vstupy jsou stejné jako u předchozího vzorce.

Pro výpočet druhé fáze, tj. pokračující hodnoty (také označované jako terminal value), platí stejné závěry jako pro míru růstu v Gordonově růstovém modelu, platí i pro konečnou míru růstu g v tomto modelu. Navíc musí být výplatní poměr konzistentní s odhadovanou mírou růstu. Pokud se očekává, že dojde k podstatnému skoku míry růstu po počáteční růstové fázi, může být výplatní poměr vyšší

ve stabilní fázi než v růstové fázi. Jedním ze způsobů odhadu tohoto nového výplatního poměru je použití fundamentálního růstového modelu:

$$g = b \times (ROA + D/E \times (ROA - i \times (1-t)))$$

Kde b je aktivační poměr = 1 – výplatní poměr

ROA – výnosnost celkových aktiv = (čistý zisk + nákladový úrok x (1-t))/celková aktiva

D/E – cizí zdroje/vlastní jmění (v účetní hodnotách)

i – nákladový úrok/účetní hodnota cizích zdrojů

Výplatní poměr = 1 – b = 1 – (g/ROA + D/E x (ROA – i x (1-t)))

Charakteristiky firmy ve stabilní fázi by měly korespondovat s předpokladem stability. Při práci s dvoustupňovým modelem nutno řešit tři základní problémy:

- Definice délky období
- Práce s předpokladem, že vysoká míra růstu v počáteční fázi se ihned transformuje do stabilní nižší míry ve druhé fázi
- Význačnost parametru Terminal value, která je vypočtena podle Gordonova růstového modelu, jež je velmi citlivý na stabilitu míry růstu.

S ohledem na výše uvedené je doporučeno Gordonův růstový model použít v případě ocenění firem nacházejících se ve fázi růstu.

Determinanty hodnoty růstu lze označit následující:

- Míra růstu v průběhu fáze s mimořádným růstem (čím vyšší míra růstu v mimořádném období, tím vyšší je odhadovaná hodnota růstu)
- Délka období s mimořádným růstem (čím delší je mimořádné období, tím vyšší je hodnota růstu)
- Ziskovost projektů (ziskovost projektů determinuje jak míra růstu v počáteční fázi, tak konečnou hodnotu. Pokud se projekty stanou ziskovější, způsobí zvýšení obou měř růstu a výsledná hodnota mimořádného růstu bude větší)
- Riziko akcií vlastního kapitálu - Riziko investic do vlastního kapitálu určuje diskontní míra, kterými jsou diskontovány peněžní toky počáteční fáze. Zatímco diskontní míra se s růstem rizika zvětšuje, současná hodnota mimořádného růstu se snižuje.



3.3. Použitý způsob ocenění

Znalecký posudek je vypracován za účelem stanovení hodnoty 237 944 kusů kmenových akcií na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10,- Kč emitovaných společností Pradědský lesní závod, a.s. (v textu dále označena též jako „Společnost“), IČ: 02598183, které se nyní mají stát předmětem dražby.

S ohledem na počet oceňovaných akcií a účel ocenění je dle našeho názoru možné hodnotu pro potenciálního budoucího vlastníka akcií v tuto chvíli nutné konzervativně odvozovat jen z předpokladu pokračujícího fungování společnosti, protože nelze předpokládat, že by došlo k neplánované likvidaci společnosti či k tomu, že by případný kupující oceňovaného minoritního balíku akcií dokázal ovlivňovat rozhodování společnosti, společnost ovládnout a řídit tak, aby dosáhl jiného zhodnocení.

Obecně přichází v úvahu přicházejí dva základní přístupy k ocenění, tj. založené buď na analýze výnosů, nebo na analýze majetku:

1. Výnosová metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
2. Majetková metoda účetní hodnoty čistého obchodního majetku

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

Metoda vyhodnocení účetní hodnoty vlastního kapitálu vychází z účetní hodnoty majetku a po odečtení závazků verifikuje hodnotu vlastního kapitálu. Účetní metoda má výhodu ve své průkaznosti, neboť vychází pouze z metod a principů platných a používaných v účetnictví, které si klade za cíl, mimo jiné, věrně zobrazit stav majetku a závazků. Účetní postupy však mají i svá omezení, která mohou vést ke zkreslení reálné hodnoty společnosti, primárním cílem účetnictví ani není vyjádření tržní hodnoty společnosti. Proto je vhodné účetní hodnotu jmění Společnosti verifikovat i za pomoci jiných oceňovacích metod.

Po zohlednění všech skutečností je podle našeho názoru v tomto případě nejvíce relevantní a reprezentativní použít k ocenění minoritního balíku akcií společnosti Pradědský lesní závod, a.s. pro účely dražby těchto akcií výnosovou metodu analýzy diskontovaného salda cash-flow (DCF), kterou považujeme za hlavní metodu ocenění v tomto Znaleckém posudku.

3.3.1. Detailní popis výnosové metody ocenění

3.3.1.1. Výnosová metoda diskontovaného cash flow

Vztah mezi současnou hodnotou a budoucími hotovostními toky, které obecně společnost vytvoří v budoucnu, lze vyjádřit takto:

$$PVCF = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i}$$

kde

PVCF současná hodnota budoucích volných hotovostních toků,

CF_i očekávaná hodnota budoucího hotovostního toku v období *i*,

r míra výnosnosti kapitálu požadovaná investory (podrobněji viz níže),

i index období

Samotná podstata metody volných hotovostních toků je dostatečně známa, v dalším se tedy pouze omezíme na popis našeho postupu v těch bodech, kde pro oceňovatele obecně existuje více možných alternativ postupu.

3.3.1.1.1. Určení hotovostních toků k diskontování

Přiklonili jsme se k postupu, založeném na diskontování čistých hotovostních toků, tj. volné hotovosti vytvářené provozní a investiční činností společnosti, a dále upravené tak, aby bylo zohledněno zdanění společnosti. Pro větší názornost uvádíme níže postup stanovení čistého hotovostního toku:

Provozní Příjmy před placením úroků a daní

- Daně na Příjmy před placením úroků a daní

+ Změna v odložených daních

= Čistý provozní zisk minus upravené daně

+ Odpisy

+ Úpravy o jiné bezhotovostní položky zahrnuté v Příjmech před placením úroků a daní

= Hrubý peněžní příjem

- Investice do fixních aktiv

+/- změna pracovního kapitálu

- Investice do ostatních čistých aktiv

= Volný provozní hotovostní tok akcionářům i věřitelům Společnosti

3.3.1.1.2. Stanovení období explicitní projekce a výpočet konečné hodnoty

Do hodnoty společnosti vstupují veškeré hotovostní toky vytvořené po datu ocenění. Z praktického hlediska se budoucí období obvykle rozděluje na dva časové úseky. První úsek zahrnuje období, pro které byly vytvořeny explicitní projekce hotovostních toků. Se vzdálenějším časovým horizontem však roste očekávaná odchylka budoucích hotovostních toků od jejich projektovaných hodnot. Proto je období explicitní projekce omezeno na časový horizont, pro nějž je smysluplné projekci připravovat. Obvykle je horizontem projekce zvolen rok, ve kterém lze předpokládat dosažení stabilizované výkonnosti společnosti, vyčerpání konkurenčních výhod, vyrovnání průmyslového cyklu, či splnění jiných individuálních parametrů. Hodnota společnosti vytvářená hotovostními toky za horizontem explicitní projekce, tedy tzv. konečná hodnota (terminal value) se pak stanoví na

základě určitých zjednodušujících předpokladů. Znalec dal v tomto případě přednost obvykle používanému vzorci trvalosti růstu volných hotovostních toků:

$$TV = \frac{FCF_{T+1}}{r_T - g}$$

kde

TV konečná hodnota (budoucích volných hotovostních toků vytvořených za horizontem explicitně projektovaného období),

FCF_{T+1} stabilizovaná úroveň volného hotovostního toku v prvním roce po explicitním projektovaném období,

r_T míra výnosnosti kapitálu požadovaná investory pro terminální období (podrobněji viz níže),

g očekávaná dlouhodobá míra růstu volných hotovostních toků

a současná hodnota konečné hodnoty se určí jako

$$PVTV = \frac{TV}{(1+r)^T}$$

kde

T délka explicitního projektovaného období v letech

r míra výnosnosti kapitálu požadovaná investory pro explicitně projektované období

Celková hodnota podniku pro akcionáře i věřitele společnosti se určí jako součet současné hodnoty volných hotovostních toků z explicitně projektovaného období a současné hodnoty konečné hodnoty, tedy

$$CHP = PVFCF + PVTV$$

Hodnota podniku (equity value, EV) resp. společnosti pro její vlastníky se potom určí jako rozdíl mezi hodnotou podniku a tržní hodnotou úročených cizích zdrojů v zahajovací bilanci, s přihlédnutím k neprovoznímu majetku či závazkům.

$$EV = CHP - TÚCZ + NM - NZ$$

3.3.1.1.3. Odhad požadované výnosnosti kapitálu

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

$$WACC = \text{náklady vlastního kapitálu} * (\text{tržní hodnota vlastního kapitálu} / \text{celkový kapitál}) + \text{náklady na cizí zdroje} * (\text{tržní hodnota úročených cizích zdrojů} / \text{celkový kapitál}) * (1 - \text{efektivní daňová sazba})$$

3.3.1.1.4. Náklady vlastního kapitálu

Při určení požadovaných nákladů vlastního kapitálu jsme použili standardní postup založený na modelu oceňování kapitálových aktiv (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Tento model předpokládá, že tržní výnos akciového kapitálu je roven nákladům bezrizikového dluhového kapitálu plus prémie za riziko, která se rovná tržní odměně za riziko (rozdíl mezi očekávanou výnosností

akciového trhu a bezrizikovou sazbou) násobené koeficientem vyjadřujícím příspěvek systematického rizika oceňované společnosti k riziku akciového trhu, obecně známým jako Beta koeficient. Požadovaný výnos vlastního kapitálu se tedy určí jako:

$$R_E = R_F + [E(R_M) - R_F] \beta$$

kde

R_E návratnost akciového kapitálu

R_F návratnost bezrizikového dluhu,

$E(R_M)$ očekávaná návratnost akciového trhu,

β koeficient vyjadřující systematické riziko výnosů akciového kapitálu společnosti

Při stanovení zadlužené bety je počítáno s průměrným tržním poměrem vlastních a cizích zdrojů v daném sektoru podnikání.

$$\text{Zadlužená beta} = \text{nezadlužená beta} \cdot [1 + (1 - \text{efektivní daňová sazba}) \cdot (\text{tržní poměr cizích a vlastních zdrojů})]$$

3.3.1.1.5. Náklady na cizí zdroje

Pro určení nákladů na cizí zdroje byly kalkulovány v souladu s poskytnutými informacemi o financování Společnosti v minulosti.

3.3.1.1.6. Vážený průměr nákladu kapitálu

Hodnota váženého průměru nákladu kapitálu je stanovena na základě výše popsaných nákladů na vlastní a cizí zdroje a tržního poměru cizích a celkových zdrojů, který je v období explicitního plánu i perpetuity kalkulován na základě očekávaného objemu využívaných úročených cizích zdrojů.

3.3.1.1.7. Stanovení diskontů za nelikviditu

U společností, jejichž akcie nejsou veřejně obchodovatelné, či u společností s ručením omezeným je dle našeho názoru nutné dále uplatnit diskont za nelikviditu. Likvidita, neboli obchodovatelnost je pro výpočet ceny akcií či podílů jedním z nejzásadnějších parametrů. Je definována jako schopnost přeměnit daný cenný papír na hotovost rychle, s minimem transakčních a administrativních nákladů, a to s vysokou mírou pravděpodobnosti, že výsledná prodejní cena se nebude odlišovat od očekávané (tj. indikované např. na veřejném trhu).

Ve světě se diskonty za nelikviditu zabývají v podstatě dva typy studií:

- 1) Diskonty u transakcí s akciemi společností, jejichž obchodování bylo dočasně omezeno (tzv. restricted shares)
- 2) Diskonty u obchodů s akciemi společností, jejichž akcie jsou neregistrované, ale které plánují v dohledné době veřejnou obchodovatelnost, případně plánují navýšení základního kapitálu veřejným upsáním akcií (tzv. initial public offering)

Diskont za nelikviditu jsme u oceňované Společnosti primárně s ohledem na účel jejího ocenění neuplatnili.

3.4. Výnosové ocenění

V následující kapitole je provedeno ocenění Společnosti výnosovou metodou DCF.

3.4.1. Specifické předpoklady ocenění metodou DCF společnosti

Ocenění metodou výnosovou metodou je provedeno na výchozích datech k 31.12.2017.

3.4.1.1. Výchozí bilance

Výchozí bilance je uvedena v rámci kapitoly 2.3.2. Výchozí bilance.

3.4.2. Finanční plán

Účetní výkazy a ostatní informace jsme získali z veřejně dostupných zdrojů a také i databáze TP Catalyst. Na základě uvedených informací jsme zpracovali finanční plán Společnosti pro období 2018-2027, jež je hlavním podkladem pro výnosové ocenění, který byl vyhotoven především na základě analýzy historických účetních výkazů Společnosti a také s přihlédnutím k průměrným hodnotám klíčových poměrových hospodářských ukazatelů z daného odvětví, získaných z finanční databáze TP Catalyst.

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb i ostatní provozní výnosy jsou predikovány ve výši 2% tempa růstu po celé období plánu, což je dlouhodobý inflační cíl ČNB. Výkonová spotřeba byla plánována na základě historicky dosahovaného poměru na výkonech, který byl v minulosti vcelku stabilní. V průběhu plánu dochází k postupné konvergenci k odvětvovému průměru EBITDA marže na základě provedené strategické analýzy.

Pro období finančního plánu byly separátně plánovány účetní odpisy, jež jsou primárně odrazem predikce investic.

Pro období 2018-2027 byl tedy vytvořen plán hospodářských parametrů Společnosti především na základě analýzy historických účetních výkazů Společnosti s přihlédnutím k průměrným hodnotám klíčových poměrových hospodářských ukazatelů z daného odvětví, získaných z finanční databáze AMADEUS.

Finanční plán pro období 2018-2027 koresponduje dle našeho názoru s možnostmi v rámci relevantního odvětví kde Společnost působí.

3.4.3. Plán provozního hospodářského výsledku

Plán provozního hospodářského výsledku vychází především z predikce tržeb. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb představují okolo 95 % z celkových realizovaných výnosů Společnosti. Plánujeme růst výkonů ve výši 2 % po celé období plánu, což je dlouhodobý inflační cíl ČNB. Ostatní provozní výnosy, jsou rovněž pro období plánu predikovány s 2% tempem růstu po celé období plánu, což je v souladu s dlouhodobým inflačním cílem ČNB.

Výkony Společnost realizuje zejména za prodej surového dříví, poskytování komplexních služeb lesnických prací jako je pěstební činnost, těžební činnost, doprava dříví, prodej řeziva. V areálu firmy je provozován pneuservis i pro veřejnost, se službami kompletního servisu osobních a nákladních automobilů a prodejna Les, zahrada, hobby. Dále Společnost nabízí poradenství v oblasti účetnictví, výkonu funkce odborného lesního hospodáře a poradenství v lesnictví. Tržby za prodej zboží Společnost vykazuje v nulové výši.

Tabulka – Predikce provozních výnosů v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby z prodeje zboží	0	0	0	0	0
Výkony	181 033	184 653	188 346	192 113	195 956
<i>Tržby za prodej vlastních výr. a služeb</i>	181 033	184 653	188 346	192 113	195 956
Ostatní provozní výnosy	1 000	1 020	1 040	1 061	1 082
Ostatní finanční výnosy	150	153	156	159	162
TRŽBY PROVOZNÍ	182 183	185 826	189 543	193 334	197 200

OBDOBÍ	2023	2024	2025	2026	2028
Tržby z prodeje zboží	0	0	0	0	0
Výkony	199 875	203 872	207 950	212 109	216 351
<i>Tržby za prodej vlastních výr. a služeb</i>	199 875	203 872	207 950	212 109	216 351
Ostatní provozní výnosy	1 104	1 126	1 149	1 172	1 195
Ostatní finanční výnosy	166	169	172	176	179
TRŽBY PROVOZNÍ	201 144	205 167	209 271	213 456	217 725

Mezi hlavní nákladové položky finančního plánu patří výkonová spotřeba a osobní náklady. Výkonová spotřeba je plánována jako poměr na celkových výkonech, výsledný poměr představuje 84% a je určen jako vážený průměr poměru výkonová spotřeba/výkony let 2015-2017, kde váha se snižuje směrem do minulosti. Osobní náklady představují kolem 7% z výkonů Společnosti.

Plánování odpisů se znalec věnuje dále v tomto znaleckém posudku.

Tabulka – Predikce provozních nákladů v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2018	2019	2020	2021	2022
Náklady na prodané zboží	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	151 631	154 664	157 757	160 317	162 918
Spotřeba mat. a energie	104 887	106 985	109 125	110 895	112 695
Služby	46 744	47 679	48 632	49 421	50 223
Osobní náklady	29 402	29 990	30 589	31 797	33 038
Mzdové náklady	17 766	18 122	18 484	18 854	19 231
Náklady na SZP	4 488	4 578	4 669	4 763	4 858
Sociální náklady	24	25	25	26	26
Daně a poplatky	50	51	52	53	54
Ostatní provozní náklady	1 500	1 530	1 561	1 592	1 624
Ostatní finanční náklady	699	713	727	741	756
Odpisy (účetní)	7 450	7 414	7 392	7 385	7 393

OBDOBÍ	2023	2024	2025	2026	2027
Náklady na prodané zboží	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	165 562	168 248	170 978	173 752	176 571
Spotřeba mat. a energie	114 523	116 382	118 270	120 189	122 139
Služby	51 038	51 866	52 708	53 563	54 432
Osobní náklady	34 313	35 624	36 972	38 356	39 779
Mzdové náklady	19 615	20 008	20 408	20 816	21 232
Náklady na SZP	4 955	5 054	5 155	5 258	5 364

OBDOBÍ	2023	2024	2025	2026	2027
Sociální náklady	27	28	28	29	29
Daně a poplatky	55	56	57	59	60
Ostatní provozní náklady	1 656	1 689	1 723	1 757	1 793
Ostatní finanční náklady	771	787	803	819	835
Odpisy (účetní)	7 416	7 454	7 508	7 578	8 005

Na základě výše uvedených dat predikujeme výši položky Provozní hospodářský výsledek pro období finančního plánu 2018-2027 následovně:

Tabulka – Predikce provozního hospodářského výsledku v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2018	2019	2020	2021	2022
TRŽBY PROVOZNÍ	182 183	185 826	189 543	193 334	197 200
NÁKLADY PROVOZNÍ	171 646	175 079	178 581	181 557	184 583
Odpisy (účetní)	7 450	7 414	7 392	7 385	7 393
PROVOZNÍ hospodářský výsledek	3 087	3 333	3 570	4 392	5 225

OBDOBÍ	2023	2024	2025	2026	2027
TRŽBY PROVOZNÍ	201 144	205 167	209 271	213 456	217 725
NÁKLADY PROVOZNÍ	187 660	190 788	193 969	197 203	200 491
Odpisy (účetní)	7 416	7 454	7 508	7 578	8 005
PROVOZNÍ hospodářský výsledek	6 069	6 925	7 794	8 675	9 229

Predikce účetních odpisů je kalkulována navíc separátně v rámci následující kapitoly.

3.4.3.1. Plán investic a odpisů

Plán investic a odpisů byl kalkulován s ohledem investiční činnosti Společnosti v minulosti. Investice jsou zařazeny do odpisové skupiny č. 3 a 5. Investice jsou nastaveny na úrovni udržovací, tj. úrovni která zajišťuje pravidelnou obnovu majetku. V období perpetuity jsou investice kalkulovány pomocí ukazatele CAPEX (viz. kapitola 3.4.9.).

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

OBDOBÍ	2018	2019	2020	2021	2022
Investice	7 000	7 140	7 283	7 428	7 577
Účetní odpisy	7 450	7 414	7 392	7 385	7 393
Daňové odpisy	7 450	7 414	7 392	7 385	7 393

OBDOBÍ	2023	2024	2025	2026	2027
Investice	7 729	7 883	8 041	8 202	18 366
Účetní odpisy	7 416	7 454	7 508	7 578	8 005
Daňové odpisy	7 416	7 454	7 508	7 578	8 005

Z dat uvedených výše je patrné, že predikce účetních odpisů je kalkulována na základě výše investic v průběhu plánu. V posledním roce plánu předpokládáme investici do nemovitého majetku.

Pozn.: Odpisy uvedené v tabulce zahrnují odpisy ze stávajícího majetku (tj. majetku zahrnutého v účetnictví společnosti do data ocenění) a odpisy z majetku nového (tj. do kterého je investováno v průběhu plánu). Pro účely ocenění se předpokládají účetní a daňové odpisy ve stejné výši.

3.4.4. Plán provozního příjmu - shrnutí

Na základě výše uvedeného byla pro období finančního plánu provedena kalkulace provozního příjmu a to následovně:

Tabulka – Predikce Provozního příjmu v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2018	2019	2020	2021	2022
Provozní zisk před zdaněním a úroky	3 087	3 333	3 570	4 392	5 225
Celkový daňový předpis (-)	-504	-566	-619	-783	-949
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-83	-67	-59	-51	-44
Odpisy	7 450	7 414	7 392	7 385	7 393
PROVOZNÍ PŘÍJEM	9 950	10 114	10 284	10 942	11 625

OBDOBÍ	2023	2024	2025	2026	2027
Provozní zisk před zdaněním a úroky	6 069	6 925	7 794	8 675	9 229
Celkový daňový předpis (-)	-1 117	-1 288	-1 460	-1 636	-1 749
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-36	-28	-20	-13	-5
Odpisy	7 416	7 454	7 508	7 578	8 005
PROVOZNÍ PŘÍJEM	12 332	13 063	13 821	14 605	15 480

3.4.5. Plán pracovního kapitálu

V následující tabulce predikujeme změny jednotlivých položek Pracovního kapitálu promítající se do predikce provozní výše Cash flow v období finančního plánu 2018-2027. Jednotlivé položky byly plánovány na základě historické doby obratu.

Tabulka – Predikce změn položek Pracovní kapitál v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2018	2019	2020	2021	2022
Zásoby (nárůst -/pokles +)	-1 321	-99	-101	-103	-105
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	1 921	-409	-418	-426	-435
Čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	-20	-20	-21	-21	-21
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-1 207	-66	-68	-57	-58
Závazky (nárůst +/pokles -)	8 034	332	338	286	291
z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)	70	22	23	23	23
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	-1	-1	-1	-1	-1
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	7 407	-265	-270	-323	-330

OBDOBÍ	2023	2024	2025	2026	2027
Zásoby (nárůst -/pokles +)	-107	-110	-112	-114	-116
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	-443	-452	-461	-470	-480
Čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	-22	-22	-23	-23	-24

Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-59	-60	-61	-62	-63
Závazky (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)	295	300	305	310	316
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	24	24	25	25	26
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	-1	-1	-1	-1	-1
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	-337	-345	-352	-360	-368

3.4.6. Plán provozního Cash flow

V návaznosti na informace uvedené v rámci předchozích kapitol predikujeme pro období finančního plánu 2018-2027 roční výši Provozního Cash flow následovně:

Tabulka – Predikce Provozního Cash flow v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2018	2019	2020	2021	2022
PROVOZNÍ PŘÍJEM	9 950	10 114	10 284	10 942	11 625
INVESTICE (-)	-7 000	-7 140	-7 283	-7 428	-7 577
POHYB PRAC. KAPITÁLU (+/-)	7 407	-265	-270	-323	-330
PROVOZNÍ CASH-FLOW	10 357	2 709	2 731	3 191	3 718
FINANČNÍ CASH-FLOW	-2 145	-1 219	-1 185	-1 162	-1 128
Hotovost na začátku období	17 100	25 312	26 802	28 348	30 377
ČISTÉ CASH-FLOW	8 212	1 490	1 546	2 029	2 590
Hotovost na konci období	25 312	26 802	28 348	30 377	32 967

OBDOBÍ	2023	2024	2025	2026	2027
PROVOZNÍ PŘÍJEM	12 332	13 063	13 821	14 605	15 480
INVESTICE (-)	-7 729	-7 883	-8 041	-8 202	-18 366
POHYB PRAC. KAPITÁLU (+/-)	-337	-345	-352	-360	-368
PROVOZNÍ CASH-FLOW	4 266	4 836	5 428	6 043	-3 254
FINANČNÍ CASH-FLOW	-1 094	-1 060	-1 026	-992	-958
Hotovost na začátku období	32 967	36 139	39 914	44 316	49 368
ČISTÉ CASH-FLOW	3 172	3 776	4 402	5 051	-4 211
Hotovost na konci období	36 139	39 914	44 316	49 368	45 156

3.4.6.1. Způsob financování

Oceňovaná Společnost eviduje k datu ocenění úročené cizí závazky v celkové výši 13 332 tis. Kč. Informace o úrokové sazbě nám nebyly poskytnuty, proto jsme použili průměrnou sazbu dosahovanou společnostmi v rámci odvětví. Splátky jsou plánovány s ohledem na finanční možnosti Společnosti v letech plánu.

Přehled o splácení a čerpání úvěrů je uveden níže:

Tabulka – Úvěry a úročené cizí zdroje (% , tis. Kč)

BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI	2018	2019	2020	2021	2022
Dlouhodobé úvěry					
Úroková míra	4,09%	4,09%	4,09%	4,09%	4,09%
Stav k 1.1.	11 332	10 332	9 332	8 332	7 332

Čerpání (+)					
Splátka (-)	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000
Úrok	443	402	361	320	279
Stav k 31.12.	10 332	9 332	8 332	7 332	6 332
Krátkodobé úvěry					
Úroková míra	4,09%				
Stav k 1.1.	2 000	0	0	0	0
Čerpání (+)					
Splátka (-)	-2 000				
Úrok	41				
Stav k 31.12.	0	0	0	0	0

BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI	2023	2024	2025	2026	2027
Dlouhodobé úvěry					
Úroková míra	4,09%	4,09%	4,09%	4,09%	4,09%
Stav k 1.1.	6 332	5 332	4 332	3 332	2 332
Čerpání (+)					
Splátka (-)	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000
Úrok	239	198	157	116	75
Stav k 31.12.	5 332	4 332	3 332	2 332	1 332

3.4.7. Provozní hotovost

Změna provozní hotovosti promítající se v rámci provozního Cash flow období 2018-2027 byla plánována s ohledem na minimální požadovanou výši peněžní likvidity (kalkulována s ohledem na historickou výši peněžní likvidity i výši peněžní likvidity k datu ocenění) a rovněž s ohledem na plánovanou výši krátkodobých závazků a krátkodobých úročených cizích zdrojů.

Společnost eviduje k 31.12.2017 položku Krátkodobý finanční majetek ve výši 17 100 tis. Kč. Peněžní likvidita k datu ocenění činí 200 %. Dle našeho názoru lze konstatovat, že Společnost k 31.12.2017 disponuje neprovozní (přebytečnou) hotovostí, nad úroveň hotovosti odpovídající 20% peněžní likvidity (L1) v celkové výši 14 989 tis. Kč.

3.4.8. Pokračující hodnota

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

3.4.9. Míra růstu v období perpetuity

Dlouhodobou míru růstu pro období perpetuity (tj. po roce 2027) stanovujeme ve výši 2% p.a. Domníváme se, že z dlouhodobého pohledu takto stanovená míra růstu reálně odráží dlouhodobě udržitelný potenciál Společnosti i sílu konkurence.

Pro rok 2028 a následující již nebyl vytvořen finanční plán a projekce byla založena na předpokladu dlouhodobého růstu. Pro výpočet CF v perpetuitě platí tedy vztah:

- $CF \text{ perpetuitní} = [Upravený \text{ EBIT} * (1 - \text{daň. sazba}) - NI] * (1 + \text{míra růstu})$, kde:
- Upravený EBIT – je upravený provozní hospodářský výsledek (2026)
- Daň. sazba – je předpokládaná daňová sazba pro období perpetuity (19%)
- $NI \text{ (net investment)} = [Upravený \text{ EBIT} * (1 - \text{daň. sazba})] * CAPEX$
- $CAPEX - \text{tzv. capital expenditures} = \text{tempo růstu} / \text{náklady kapitálu v perpetuitní fázi}$
 $= 2\% / 12,56\% = 15,92\%$

3.4.10. Kalkulace CF do perpetuity

Pro období perpetuity jsou pro zabezpečení stabilizovaného vývoje Společnosti kalkulovány investice do pracovního kapitálu s přihlédnutím k hodnotě ukazatele CAPEX.

Z důvodů profinancování růstu činí čisté investiční výdaje (tzv. net capital expenditures), tedy investice a změna pracovního kapitálu v průměru 15,92 % z provozního hospodářského výsledku po zdanění (viz. např. www.stern.nyu.edu/~adamodar). Míra čistých investic námi použitá je odvozena od projektované míry růstu a předpokladu, že minimální dlouhodobá rentabilita kapitálu v daném sektoru neklesne pod WACC. Je spočítána jako:

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

Na základě výše uvedených kalkulací lze CF do perpetuity kalkulovat následovně:

- $CF \text{ do perpetuity} = [Upravený \text{ EBIT}(2026) * (1 - \text{daň. sazba}) - NI] * (1 + \text{míra růstu})$
- $CF \text{ do perpetuity} = [9\,229 * (1 - 0,19) - 1\,190] * (1 + 0,02)$
- $CF \text{ do perpetuity} = 6\,411 \text{ tis. Kč}$

Pro období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu provozního cash-flow každoročně ve výši 6 411 tis. Kč.

3.4.11. Diskontní míra

Pro stanovení nákladu kapitálu je nutné stanovit:

- Náklady vlastního kapitálu
- Náklady na cizí zdroje

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

3.4.11.1. Diskontní míra – náklady vlastního kapitálu

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu je nutné zjistit:

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

3.4.11.2. Bezriziková sazba

V době zpracování znaleckého posudku, tj. v dubnu 2019 (data k 40.4.2019) činila průměrná výnosnost dlouhodobých dluhopisů ČR se splatností 10 let hodnotu 1,89 % pro nákup. Výnosnost dluhopisů s nejdelší splatností (2057) činila k uvedenému datu hodnotu 2,73 % pro nákup.

Pro účely stanovení výnosnosti bezrizikového aktiva aplikujeme kalkulaci prof. E. Wengera, publikovanou v rámci odborné literatury Metody oceňování podniku pro pokročilé (str. 304 a následující), jež kompenzuje vliv aktuálně snížené/navýšené sazby výnosů bezrizikových aktiv.

Pro období prvních deseti let finančního plánu tedy aplikujeme sazbu aktuální výnosnosti vládních dluhopisů **1,89% p.a.** a následně pro období perpetuity pak kalkulaci dle prof. E. Wengera vycházející ze srovnání aktuálních výnosnosti desetiletých dluhopisů a výnosnosti dluhopisů s nejdelší dobou splatnosti (tj. se splatností do r. 2057), jež v daném případě činí **3,21% p.a.**

3.4.11.3. Koeficient β

3.4.11.3.1. Definice

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

3.4.11.3.2. Metody kalkulace

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

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

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

3.4.11.3.3. Koeficient β

Koeficient beta je stanoven metodou analogie podle relevantních společností působících ve stejném odvětví v rámci evropského regionu. Jedná se o odvětví „Paper/Forest products“, které se nám jeví jako nejbližší obory, ve kterých působí oceňovaná společnost. Nezádlužená beta je tedy pro účel výpočtu diskontu kalkulována ve výši **0,92**.

Tabulka - Stanovení beta metodou analogie

Odvětví	Počet firem	Beta	D/E poměr	Nezádlužená beta
Paper/Forest Products	40	1,15	30,33%	0,92

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

3.4.11.4. Riziková premie pro vyspělé trhy

Výše rizikové premie, resp. přírážky za tržní riziko, by měla vyjádřit výnosové ocenění rizikovosti tržního portfolia, tedy o kolik bude větší výnos rizikem zatíženého tržního portfolia (R_m) oproti bezrizikovým aktivům (r_f). Ačkoliv koncept CAPM vyžaduje, aby rozdíl $R_m - r_f$ byl vyjádřen na úrovni očekávaných hodnot, přímý odhad budoucí premie ovšem není možný. Proto volíme metodu, která je v těchto situacích obvyklá a odhad budoucí premie odvozujeme z minulých hodnot dosažených na kapitálových trzích, přičemž předpokládáme, že minulost bude přiměřeným odhadem pro budoucnost.

Nejvhodnějším základem pro výpočet historických premií jsou disponibilní data o vývoji kapitálových trhů v USA, a to za období 1928-2018 (www.damodaran.com). Základem pro výpočet přírážky za tržní riziko je tedy co možná nejdelší časová řada historických dat, z nichž je přírážka za tržní riziko kalkulována metodou průměrování. V souladu s českou i zahraniční odbornou literaturou aplikujeme způsob průměrování příslušných dat v závislosti na úrovni závislosti jednotlivých dat uvedené časové řady. S ohledem na kalkulovanou úroveň vzájemné závislosti/korelace dat ($R_M - r_f$) kapitálového trhu jednotlivých let uvedené časové řady pohybující se v hodnotách blízkých 0 lze konstatovat, že data časové řady jsou vzájemně nekorelována a tudíž lze pro účely kalkulace přírážky za tržní riziko aplikovat aritmetický průměr.

Tabulka – Kalkulace rizikové premie aritmetickým průměrem

OBDOBÍ	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Premie za riziko trhu (Stocks - T.Bonds)
1928-2018	11,36%	3,43%	5,10%	6,26%
1968-2018	11,10%	4,76%	7,10%	4,00%
2008-2018	13,49%	0,49%	2,28%	11,22%

Zdroj: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Tabulka – Kalkulace rizikové premie geometrickým průměrem

OBDOBÍ	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Premie za riziko trhu (Stocks - T.Bonds)
1928-2018	9,49%	3,38%	4,83%	4,66%
1968-2018	10,13%	4,67%	6,94%	3,19%
2008-2018	11,62%	0,53%	3,54%	8,08%

Zdroj: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Pro účely kalkulace diskontu v rámci ocenění metodou DCF uvažujeme výši premie za tržní riziko společnosti kalkulované mediánem aritmetického a geometrického průměru za období 1928-2016, tedy ve výši **5,46 % p.a.**

3.4.11.5. Přírážka za riziko země

Pokud se použije pro kalkulaci diskontní míry zahraniční bezrizikové výnosnosti a dále zahraniční výnosnosti tržního indexu, je nutné dále zohlednit přírážku za riziko dané země (viz např. Mařík M. - Diskontní míra v oceňování). Tato přírážka se však dá použít i v případě použití lokální bezrizikové výnosnosti, protože v případě přepočtu diskontního faktoru (vyjádřeného v zahraniční měně) na

lokální měnu by se mělo dospět ke stejným výsledkům. Tato přírážka vychází z ratingu dané země a z volatility výnosnosti akciového a dluhopisového trhu.

Dle námi zjištěných informací činí aktuální hodnota přírážky pro Českou republiku **0,98 % p.a.**

3.4.11.6. Prémie za velikost a tržní kapitalizaci

Prémie za riziko je propočítávána v rámci publikace Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, která obsahuje část týkající se prémie za velikost v členění podniků dle jejich velikosti (tržní kapitalizace). S ohledem na velikost Společnosti tento subjekt řadíme mezi podniky s mikrokapitalizací, a proto lze pro období 2017 a následující připočíst premii za velikost a tržní kapitalizaci v hodnotě **3,67 % p. a.**

Tabulka - Size premium (prémie za tržní kapitalizaci) - v mil. USD

Decil	Tržní kapitalizace nejmenších společností	Tržní kapitalizace největších společností	Přirážka za tržní kapitalizaci
střední kapitalizace	2 392,689	10 711,194	1,02%
nízká kapitalizace	569,279	2 390,899	1,75%
mikro kapitalizace	2,516	567,843	3,67%

Zdroj: Duff&Phelps, Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital (2017)

3.4.11.7. Přirážka za specifická rizika

Prémie za specifická rizika je rovněž nedílnou součástí metodiky CAPM kalkulující diskontní míru pro výnosové ocenění, jejíž deskripce je uvedena v rámci české i zahraniční odborné literatury. Z praxe vyplývá nutnost její aplikace primárně u podniků malé, resp. střední velikosti, s omezenými možnostmi diverzifikace své podnikatelské činnosti, případně u podniků s nejistou, resp. omezenou možností predikce budoucího vývoje.

S ohledem na účel ocenění jsme se rozhodli přírážku za specifická rizika neuplatňovat.

3.4.11.8. Výsledná kalkulace nákladů vlastního kapitálu

Zjištěné hodnoty mohou tedy být dosazeny do vzorce:

- Minimální požadovaná míra návratnosti = bezriziková sazba + beta * (riziková premie včetně přírážky za riziko dané země) + přírážka za tržní kapitalizaci + přírážka za specifická rizika

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

3.4.11.8.1. Diskontní míra – náklady cizích zdrojů

Náklady cizích zdrojů jsou odvozené od plánovaných nákladů (úrokových sazeb) na cizí financování (viz. kapitola 3.4.6.1. Způsob financování).

3.4.11.8.2. Průměrné vážené náklady kapitálu - WACC

Hodnota váženého průměru nákladu kapitálu je stanovena na základě výše popsaných nákladů na vlastní a cizí zdroje a tržního poměru cizích a celkových zdrojů (dosaženo pomocí iterací). Po dosazení zjistíme, že vstupní hodnota váženého průměru nákladu kapitálu činí:

Tabulka - Diskontní faktor pro období plánu a perpetuity

DISKONTNÍ FAKTOR	2018	2019	2020	2021	2022
Bezriziková sazba	1,89%	1,89%	1,89%	1,89%	1,89%
Nezadlužená beta	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92
Market Risk Premium	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%
Country Risk Premium	0,98%	0,98%	0,98%	0,98%	0,98%
Market Capitalization Premium	3,67%	3,67%	3,67%	3,67%	3,67%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	27,95%	24,39%	21,13%	18,05%	15,28%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročené cizí zdroje	4,09%	4,09%	4,09%	4,09%	4,09%
Náklady na vlastní zdroje	13,31%	13,00%	12,74%	12,51%	12,32%
WACC	10,51%	10,63%	10,74%	10,85%	10,94%

DISKONTNÍ FAKTOR	2023	2024	2025	2026	2027	Perpetuita
Bezriziková sazba	1,89%	1,89%	1,89%	1,89%	1,89%	3,21%
Nezadlužená beta	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92
Market Risk Premium	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%
Country Risk Premium	0,98%	0,98%	0,98%	0,98%	0,98%	0,98%
Market Capitalization Premium	3,67%	3,67%	3,67%	3,67%	3,67%	3,67%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	12,79%	10,51%	8,41%	6,43%	4,52%	4,52%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročené cizí zdroje	4,09%	4,09%	4,09%	4,09%	4,09%	4,09%
Náklady na vlastní zdroje	12,16%	12,02%	11,90%	11,78%	11,68%	13,00%
WACC	11,03%	11,10%	11,17%	11,24%	11,30%	12,56%

3.4.12. Vlastní ocenění výnosovou metodou

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

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

Provozní + perpetuitní efekt celkem 47 700 tis. Kč

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

3.4.12.2.1. Volná hotovost

Z informací uvedených v kapitole 3.4.7. Provozní hotovost je patrné, že Společnost disponuje k datu ocenění volnou či nadbytečnou hotovostí.

Celková hodnota volné hotovosti k datu ocenění tedy činí 14 989 tis. Kč.

3.4.12.2.2. Neprovozní pohledávky

Společnost ke dni ocenění eviduje pohledávku za ovládanými a řízenými osobami. Tuto pohledávku považujeme za neprovozní a bude přičtena k výsledku ocenění.

Celková hodnota neprovozních pohledávek k datu ocenění tedy činí 4 300 tis. Kč.

3.4.12.2.3. Dlouhodobý finanční majetek

Společnost ke dni ocenění eviduje dlouhodobý finanční majetek v podobě podílu v ovládaných a řízených osobách. Jedná se o 100% podíl ve společnosti AGRO PRADĚD TOP s.r.o., IČ 043 53 692. Hospodářské výsledky této společnosti jsou nízké, ocenění provedeme konzervativně na úrovni pořizovací ceny, přestože je vlastní kapitál společnosti vyšší.

Celková hodnota dlouhodobého finančního majetku k datu ocenění tedy činí 5 838 tis. Kč.

3.4.12.2.4. Odečitatelné cizí zdroje

V bilanci společnosti se k datu ocenění vyskytují položky odečitatelných cizích zdrojů – Bankovní úvěry, které budou odečteny od výsledku ocenění ve výši 13 332 tis. Kč.

K datu ocenění eviduje Společnost rovněž položku Odložený daňový závazek (resp. „ODZ“) a to v účetní výši 9 843 tis. Kč. S ohledem na jeho hodnotový význam stanovujeme výši kalkulací její současné hodnoty za předpokladu rovnoměrného odepisování po dobu 10ti let, tedy následovně:

Tabulka – Kalkulace současné hodnoty položky Odložený daňový závazek (tis. Kč)

Období	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
1/10 ODZ	984	984	984	984	984	984	984	984	984	984
diskont	10,51%	10,63%	10,74%	10,85%	10,94%	11,03%	11,10%	11,17%	11,24%	11,30%
NPV	5 848	5 478	5 077	4 638	4 157	3 627	3 043	2 396	1 680	884

Společnost Pradědský lesní závod, a.s. eviduje k 31.12.2017 položku Odložený daňový závazek po přecenění ve výši 5 848 tis. Kč.

Celková hodnota odečitatelných cizích zdrojů k datu ocenění tedy činí 21 888 tis. Kč.

3.4.12.3. Závěrečná analýza

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

Aktiva (majetek) / pasiva (závazky) společnosti, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow 47 700 tis. Kč

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

Neprovozní hotovost 14 989 tis. Kč
 Neprovozní pohledávky 4 300 tis. Kč
 Dlouhodobý finanční majetek 5 838 tis. Kč

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

Odložený daňový závazek -5 848 tis. Kč
 Hodnota bankovních úvěrů -13 332 tis. Kč
Hodnota společnosti 53 647 tis. Kč

Závěrečná kalkulace je také shrnuta v následující tabulce (v tis. Kč):

Tabulka- shrnutí ocenění výnosovou metodou DCF (tis. Kč)

Rok	2023	2024	2025	2026	2027	Perpetuita
Cash-flow pro ocenění	4 266	4 836	5 428	6 043	-3 254	6 411
Diskontní sazba	11,03%	11,10%	11,17%	11,24%	11,30%	10,56%
NPV	49 517	50 711	51 506	51 833	51 616	60 705

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
Cash-flow pro ocenění	10 357	2 709	2 731	3 191	3 718
Diskontní sazba	10,51%	10,63%	10,74%	10,85%	10,94%
NPV	47 700	42 359	44 154	46 167	47 985
Hodnota dluhů	-19 180				
Neprovozní aktiva	10 138				
Volná hotovost	14 989				
Hodnota podniku	53 647				

Hodnota čistého obchodního majetku (jmění) společnosti Pradědský lesní závod, a.s., stanovená výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků ke dni ocenění 31.12.2017 činí, po zaokrouhlení na celé tisíce, částku 53 647 tis. Kč.

3.5. Majetkové ocenění na principu historických cen

Majetkové ocenění na principu historických cen má obdobně jako ostatní majetkové metody pouze statický charakter, neboť stanovuje hodnotu čistého obchodního majetku podniku bez ohledu na jeho budoucí potenciál, výnosnost, ale i rizikovost daného odvětví. Za bezpochyby významnou výhodou této metody lze označit její průkaznost, neboť má podobu ocenění podle zásad platných v účetnictví. S ohledem na použití historických cen a statický charakter má metoda účetní hodnoty čistého obchodního majetku pouze doplňkovou úlohu. Metodu účetní hodnoty čistého obchodního majetku lze považovat za metodu zobrazující správně hodnotu oceňovaného podniku zejména v případech, kdy jde o nově pořízená aktiva podniku, u něhož dosud nelze usuzovat na další vývoj z důvodu krátkého trvání jeho existence. Metodu považujeme za vhodnou jako výchozí informaci pro oceňovatele.

K datu ocenění činila dle finančních výkazů hodnota Vlastního kapitálu Společnosti 116 416 tis. Kč, proto stanovujeme účetní hodnotu Vlastního kapitálu dle těchto výkazů na částku **116 416 tis. Kč.**

Hodnota čistého obchodního majetku, resp. jmění, společnosti Pradědský lesní závod, a.s., stanovená majetkovou metodou na principu historických cen, činí ke dni ocenění 31.12.2017 částku 116 416 tis. Kč.

3.6. Rekapitulace výsledků ocenění

Hodnotu jmění společnosti Pradědský lesní závod, a.s. jsme stanovili dvěma následujícími metodami:

Tabulka – Rekapitulace ocenění jmění Společnosti (tis. Kč)

Metoda	Ocenění jmění Společnosti (tis. Kč)
Majetkové ocenění na principu hist. cen	116 416
Výnosová metoda ocenění dle diskontovaných peněžních toků po zdanění (DCF entity)	53 647

V souladu s informacemi uvedenými v rámci předchozí kapitoly 3.3. Použitý způsob ocenění preferujeme výnosovou metodu ocenění (DCF Entity)

Hodnotu jmění společnosti Pradědský lesní závod, a.s. pro účely ocenění společnosti indikujeme na základě výše uvedených informací a předpokladů, po přiměřeném zaokrouhlení zohledňujícím zvolenou metodu ocenění, celkem na částku **53 647 tis. Kč**.

3.7. Přepočet na hodnotu akcií pro účely dražby

V rámci stanovení hodnoty akcií Společnosti pro účely dražby aplikujeme v souladu s odbornou literaturou diskont za minoritu i nelikviditu a to v následující výši:

- Diskont za minoritu ve výši 15%
- Diskont za nelikviditu ve výši 12,03%

Tabulka – Hodnota Společnosti po zohlednění diskontu za minoritu a nelikviditu (tis. Kč, %)

Hodnota jmění Společnosti	53 647 tis. Kč
diskont za minoritu	15%
diskont za nelikviditu	12,03%
Hodnota jmění Společnosti včetně diskontu za minoritu a nelikviditu	39 144 tis. Kč

V návaznosti na předchozí informace stanovujeme hodnotu akcií Společnosti následovně:

Tabulka – Přepočet hodnoty jmění Společnosti na jednotlivé akcie (Kč)

počet akcií	jmen. hodn. 1 akcie	nominál celkem	výnosová hodn. celkem	výnos. hodn. 1 akcie
9 409 188 ks	10 Kč	94 091 880 Kč	39 144 000 Kč	4,16 Kč

Hodnotu jedné kmenové akcie na majitele v zaknihované podobě o jmenovité hodnotě 10 Kč emitované společností Pradědský lesní závod, a.s. pro účely dražby stanovujeme ke dni ocenění na částku 4,16 Kč.

Celkovou hodnotu 237 944 kusů kmenových akcií na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě každé jedné 10 Kč, emitovaných společností Pradědský lesní závod, a.s. stanovujeme pro účely dražby ke dni ocenění na celkovou částku 989 847 Kč.

Výše uvedené závěry a hodnoty je nutné uvažovat pouze ve spojení s oceněním minoritního podílu na společnosti Pradědský lesní závod, a.s. pro účely dražby. Zjištěný výsledek ocenění tak představuje hodnotu konzervativní, na dolní hranici možných hodnot. Použité parametry při ocenění a výsledky ocenění jsou dle účelu ocenění voleny a interpretovány, a tak výsledek ocenění nelze použít pro stanovení hodnoty většího podílu na Společnosti či dokonce celé Společnosti. Pokud by mělo být provedeno ocenění větší účasti na Společnosti nebo ocenění jmění celé Společnosti, bylo by nutné zahrnout do ocenění více odlišných parametrů a úvah, případně diskutovat a použít i jiné metody ocenění, vše v závislosti na velikosti podílu a také účelu ocenění, resp. účelu transakce s daným počtem akcií.

4. ZÁVĚR

Jsme názoru, že při splnění všech výše uvedených předpokladů činí hodnota jedné kmenové akcie na majitele v zaknihované podobě o jmenovité hodnotě 10 Kč emitované společností Pradědský lesní závod, a.s., IČ 02598183, pro účely dražby, ke dni ocenění:

4,16 Kč

slovy: čtyři koruny české šestnáct haléřů

Celkovou hodnotu 237 944 kusů kmenových akcií na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě každé jedné 10 Kč, emitovaných společností Pradědský lesní závod, a.s., které se mají stát předmětem dražby stanovujeme ke dni ocenění na celkovou částku:

989 847,- Kč

slovy: devětsetosmdesátdevěttisícosmsetčtyřicetsedm korun českých

V Brně dne 3. května 2019

Kreston A&CE Consulting, s.r.o.
Znalecký ústav
Moravské náměstí 1007/14, 602 00 Brno



Ing. David Hrazdíra
jednatel společnosti

Seznam příloh:

- 1) Výpis z obchodního rejstříku společnosti Praděský lesní závod, a.s., vedeného Krajským soudem v Ostravě, oddíl B, vložka 10561, pořízený prostřednictvím internetu
- 2) Rozvaha společnosti Praděský lesní závod, a.s. k 31.12.2017
- 3) TP Catalyst – export originálních dat z databáze TP Catalyst (údaje o EBITDA marži nalezených společností)

ZNALECKÁ DOLOŽKA

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

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 3459-39/19 znaleckého deníku.



Otisk znalecké pečeti

Podpis za znalecký ústav



Příloha č. 1

Výpis z obchodního rejstříku společnosti Pradědský lesní závod, a.s., vedeného Krajským soudem v Ostravě, oddíl B, vložka 10561, pořízený prostřednictvím internetu

Výpis

z obchodního rejstříku, vedeného
Krajským soudem v Ostravě
oddíl B, vložka 10561

Datum vzniku a zápisu:	1. února 2014
Spisová značka:	B 10561 vedená u Krajského soudu v Ostravě
Obchodní firma:	Pradědský lesní závod, a.s.
Sídlo:	Nádražní 599, 793 26 Vrbno pod Pradědem
Identifikační číslo:	025 98 183
Právní forma:	Akciová společnost
Předmět podnikání:	Silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - osobní provozovaná vozidly určenými pro přepravu nejvýše 9 osob včetně řidiče Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Předmět činnosti:	Myslivost podle ustanovení § 2 písm. a) zákona č. 449/2001 Sb., o myslivosti
Statutární orgán - představenstvo:	
předseda představenstva:	MILOSLAV KOMÁREK, dat. nar. 10. října 1961 Mnichov 363, 793 26 Vrbno pod Pradědem Den vzniku funkce: 1. února 2014 Den vzniku členství: 1. února 2014
místopředseda představenstva:	VLADISLAV HERMAN, dat. nar. 3. ledna 1954 č.p. 342, 793 23 Karlovice Den vzniku funkce: 1. února 2014 Den vzniku členství: 1. února 2014
člen představenstva:	JAROSLAV MARTÍNEK, dat. nar. 2. listopadu 1954 Železná 174, 793 26 Vrbno pod Pradědem Den vzniku členství: 1. února 2014
Počet členů:	3
Způsob jednání:	Společnost zastupuje každý člen představenstva samostatně
Dozorčí rada:	
člen dozorčí rady:	LADISLAVA KOCIÁNOVÁ, dat. nar. 6. ledna 1953 č.p. 372, 793 23 Karlovice Den vzniku členství: 1. února 2014
člen dozorčí rady:	MILAN KUDLÍK, dat. nar. 4. dubna 1955 Bílý Potok 152, 793 26 Vrbno pod Pradědem Den vzniku členství: 1. února 2014
člen dozorčí rady:	VÁCLAV HOCHMAN, dat. nar. 6. září 1958

č.p. 283, 793 23 Karlovice
Den vzniku členství: 9. prosince 2014

Počet členů:	3
Akcie:	9 409 188 ks kmenové akcie na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10,- Kč
Základní kapitál:	94 091 880,- Kč Splaceno: 100%
Ostatní skutečnosti:	Obchodní korporace se podřídila zákonu jako celku postupem podle § 777 odst. 5 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech. Obchodní společnost Pradědský lesní závod, a.s. vznikla splynutím, kdy na ni přešlo jmění zanikajících obchodních společností Pradědská lesní a.s. se sídlem Vrbno pod Pradědem, Nádražní č.p. 599, PSČ 793 26, identifikační číslo: 607 92 116 a Pradědský lesní závod, a.s. se sídlem Vrbno pod Pradědem, Nádražní č.p. 599, PSČ 793 26, identifikační číslo 471 51 218, a to na základě projektu fúze splynutím ze dne 30.6.2013.

Příloha č. 2

Rozvaha společnosti Pradědský lesní závod, a.s. k 31. 12. 2017

ROZVAHA

v plném rozsahu

ke dni 31.12.2017

(v celých tisících Kč)

IČO
0 2 5 9 8 1 8 3

Název a sídlo účetní jednotky
Pradědský lesní závod, a.s.

Nádražní č.p. 599
Vrbno pod Pradědem
79326

Sestaveno dne: 19.4.2018

Právní forma účetní jednotky: akciová společnost

Předmět podnikání účetní jednotky: lesnictví, zemědělství

Označení a	AKTIVA b	Číslo řádku c	Běžné účetní období			Minulé úč. období
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 4
	AKTIVA CELKEM (A. + B. + C. + D.)	01	170 651	22 442	148 209	158 620
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	02	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek (B.I. + B.II. + B.III.)	03	122 229	22 442	99 787	107 957
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (součet B.I. 1. až B.I.5.2.)	04	500	153	347	500
1.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	05	0	0	0	0
2.	Ocenitelná práva	06	500	153	347	0
2.1.	Software	07	500	153	347	0
2.2.	Ostatní ocenitelná práva	08	0	0	0	0
3.	Goodwill	09	0	0	0	0
4.	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	10	0	0	0	0
5.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	11	0	0	0	500
5.1.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	12	0	0	0	0
5.2.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	13	0	0	0	500
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek (součet B.II.1. až B.II.5.2.)	14	115 891	22 289	93 602	101 619
1.	Pozemky a stavby	15	76 863	6 703	70 160	71 928
1.1.	Pozemky	16	24 378	0	24 378	24 541
1.2.	Stavby	17	52 485	6 703	45 782	47 387
2.	Hmotné movité věci a jejich soubory	18	38 457	15 153	23 304	29 539
3.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	19	0	0	0	0
4.	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	20	571	433	138	0
4.1.	Pěstitelské celky trvalých porostů	21	0	0	0	0
4.2.	Dospělá zvířata a jejich skupiny	22	0	0	0	0
4.3.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	23	571	433	138	0
5.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	24	0	0	0	152
5.1.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	25	0	0	0	0
5.2.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	26	0	0	0	152

Označení a	AKTIVA b	Číslo řádku c	Běžné účetní období			Minulé úč. období
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 4
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek (součet B.III.1. až B.III.7.2.)	27	5 838	0	5 838	5 838
1.	Podíly – ovládaná nebo ovládající osoba	28	5 838	0	5 838	5 838
2.	Zápůjčky a úvěry – ovládaná nebo ovládající osoba	29	0	0	0	0
3.	Podíly – podstatný vliv	30	0	0	0	0
4.	Zápůjčky a úvěry – podstatný vliv	31	0	0	0	0
5.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	32	0	0	0	0
6.	Zápůjčky a úvěry - ostatní	33	0	0	0	0
7.	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	34	0	0	0	0
7.1.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	35	0	0	0	0
7.2.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	36	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva (C.I. + C.II. + C.III. + C.IV.)	37	47 432	0	47 432	49 572
C.I.	Zásoby (součet C. I.1. až C.I.5.)	38	3 639	0	3 639	4 298
1.	Materiál	39	502	0	502	629
2.	Nedokončená výroba a polotovary	40	0	0	0	0
3.	Výrobky a zboží	41	3 137	0	3 137	3 669
3.1.	Výrobky	42	3 137	0	3 137	3 669
3.2.	Zboží	43	0	0	0	0
4.	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	44	0	0	0	0
5.	Poskytnuté zálohy na zásoby	45	0	0	0	0
C.II	Pohledávky (C.II.1 + C.II.2)	46	26 693	0	26 693	24 842
1.	Dlouhodobé pohledávky	47	0	0	0	0
1.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	48	0	0	0	0
1.2.	Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba	49	0	0	0	0
1.3.	Pohledávky – podstatný vliv	50	0	0	0	0
1.4.	Odložená daňová pohledávka	51	0	0	0	0
1.5.	Pohledávky - ostatní	52	0	0	0	0
5.1.	Pohledávky za společníky	53	0	0	0	0
5.2.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	54	0	0	0	0
5.3.	Dohadné účty aktivní	55	0	0	0	0
5.4.	Jiné pohledávky	56	0	0	0	0

Označení A	AKTIVA b	Číslo řádku c	Běžné účetní období			Minulé úč. období
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 4
2.	Krátkodobé pohledávky	57	26 693	0	26 693	24 842
2.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	58	18 650	0	18 650	18 453
2.2.	Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba	59	4 300	0	4 300	4 351
2.3.	Pohledávky – podstatný vliv	60	0	0	0	0
2.4	Pohledávky - ostatní	61	3 743	0	3 743	2 038
4.1.	Pohledávky za společníky	62	0	0	0	0
4.2.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	63	0	0	0	0
4.3.	Stát - daňové pohledávky	64	968	0	968	1 470
4.4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	65	2 659	0	2 659	519
4.5.	Dohadné účty aktivní	66	0	0	0	10
4.6.	Jiné pohledávky	67	116	0	116	39
C.III.	Krátkodobý finanční majetek (C.III.1. + C.III.2.)	68	0	0	0	0
1.	Podíly – ovládaná nebo ovládající osoba	69	0	0	0	0
2.	Ostatní krátkodobý finanční majetek	70	0	0	0	0
C.IV.	Peněžní prostředky (C.IV.1. + C.IV.2.)	71	17 100	0	17 100	20 432
1.	Peněžní prostředky v pokladně	72	122	0	122	234
2.	Peněžní prostředky na účtech	73	16 978	0	16 978	20 198
D.	Časové rozlišení aktiv (D.1. + D.2.+ D.3.)	74	990	0	990	1 091
1.	Náklady příštích období	75	298	0	298	278
2.	Komplexní náklady příštích období	76	0	0	0	0
3.	Příjmy příštích období	77	692	0	692	813

Označení a	PASIVA b	Číslo řádku c	Stav v běžném účel. období 5	Stav v minulém účel. období 6
	PASIVA CELKEM (A. + B. + C. + D.)	01	148 209	158 620
A.	Vlastní kapitál (A.I. + A.II. + A.III. + A.IV. + A.V. + A.VI.)	02	116 416	115 557
A.I.	Základní kapitál (A.I.1. + A.I.2. + A.I.3.)	03	94 092	94 092
1.	Základní kapitál	04	94 092	94 092
2.	Vlastní podíly (-)	05	0	0
3.	Změny základního kapitálu	06	0	0
A.II.	Ážio a kapitálové fondy (součet A.II.1. + A.II.2.)	07	9 842	9 842
1.	Ážio	08	0	0
2.	Kapitálové fondy	09	9 842	9 842
2.1.	Ostatní kapitálové fondy	10	9 842	9 842
2.2.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	11	0	0
2.3.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)	12	0	0
2.4.	Rozdíly z přeměn obchodních korporací (+/-)	13	0	0
2.5.	Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)	14	0	0
A.III.	Fondy ze zisku (A.III.1. + A.III.2.)	15	785	803
1.	Ostatní rezervní fondy	16	0	0
2.	Statutární a ostatní fondy	17	785	803
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let (+/-) (A.IV.1. + A.IV.2. + A.IV.3.)	18	10 820	7 819
1.	Nerozdělený zisk minulých let	19	10 820	7 819
2.	Neuhrazená ztráta minulých let (-)	20	0	0
3.	Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)	21	0	0
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	22	877	3 001
A.VI.	Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)	23	0	0
B. + C.	Cizí zdroje (součet B. + C.)	24	31 731	42 680
B.	Rezervy (součet B.1. až B.4.)	25	0	0
1.	Rezerva na důchody a podobné závazky	26	0	0
2.	Rezerva na daň z příjmů	27	0	0
3.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	28	0	0
4.	Ostatní rezervy	29	0	0

Označení a	PASIVA b	Číslo řádku c	Stav v běžném účet. období 5	Stav v minulém účet. období 6
C.	Závazky (C.I. + C.II.)	30	31 731	42 680
C.I.	Dlouhodobé závazky (součet C. I.1. až C.I.9.)	31	21 176	25 390
1.	Vydané dluhopisy	32	0	0
1.1.	Vyměnitelné dluhopisy	33	0	0
1.2.	Ostatní dluhopisy	34	0	0
2.	Závazky k úvěrovým institucím	35	11 332	15 406
3.	Dlouhodobé přijaté zálohy	36	0	0
4.	Závazky z obchodních vztahů	37	0	0
5.	Dlouhodobé směnky k úhradě	38	0	0
6.	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	39	0	0
7.	Závazky - podstatný vliv	40	0	0
8.	Odložený daňový závazek	41	9 843	9 984
9.	Závazky - ostatní	42	1	0
9.1.	Závazky ke společníkům	43	0	0
9.2.	Dohadné účty pasivní	44	0	0
9.3.	Jiné závazky	45	1	0
C.II.	Krátkodobé závazky (součet C. II.1. až C.II.8.)	46	10 555	17 290
1.	Vydané dluhopisy	47	0	0
1.1.	Vyměnitelné dluhopisy	48	0	0
1.2.	Ostatní dluhopisy	49	0	0
2.	Závazky k úvěrovým institucím	50	2 000	0
3.	Krátkodobé přijaté zálohy	51	31	39
4.	Závazky z obchodních vztahů	52	6 131	13 623
5.	Krátkodobé směnky k úhradě	53	0	0
6.	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	54	0	0
7.	Závazky - podstatný vliv	55	0	0
8.	Závazky ostatní	56	2 393	3 628
8.1.	Závazky ke společníkům	57	0	0
8.2.	Krátkodobé finanční výpomoci	58	0	0
8.3.	Závazky k zaměstnancům	59	1 034	1 056
8.4.	Závazky ze sociálního a zdravotního pojištění	60	789	836
8.5.	Stát – daňové závazky a dotace	61	264	1 556
8.6.	Dohadné účty pasivní	62	269	179
8.7.	Jiné závazky	63	37	1
D.	Časové rozlišení pasiv (D.1. + D.1.)	64	62	383
1.	Výdaje příštích období	65	60	357
2.	Výnosy příštích období	66	2	26

Podpisový záznam:


Pradědský lesní závod, a.s.
 Nádražní 599 7
 793 26 Vrbno pod Pradědem
 IČ 025 98 183 DIČ CZ02598183

Příloha č. 3

TP Catalyst – export originálních dat z databáze TP Catalyst (údaje o EBITDA marži
nalezených společností)

Společnost	2013	2014	2015	2016	2017
1MM, A.S.	35,79%	26,90%	50,23%	17,91%	32,13%
4-LES VE VYSKACH, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	34,00%	30,62%
ABIES KRIZ, S.R.O.	N/A	N/A	16,12%	32,67%	40,29%
ABIES VYSOCINA, S.R.O.	1,67%	5,12%	24,64%	9,90%	20,60%
ARKATIP, S.R.O.	0,89%	1,72%	4,33%	5,54%	6,53%
ATRO RYMAROV, S.R.O.	32,38%	36,16%	36,26%	55,11%	42,11%
AUTO HMK, S.R.O.	32,86%	N/A	5,56%	4,22%	2,32%
AUTOPRODEJ RADEK CERNY, S.R.O.	5,31%	5,20%	4,73%	3,75%	4,62%
BALLEDOS, S.R.O.	10,00%	1,27%	13,06%	N/A	N/A
BERGSON MILO, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
BOHEMIA LES, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	12,03%	N/A
CARYAWOOD, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
COLLOREDO-MANNSFELD, S.R.O.	N/A	12,79%	16,75%	15,98%	14,89%
CYPRO-HOSPODARENI V LESICH, S.R.O.	0,13%	0,31%	10,20%	N/A	N/A
CZ-ANEK'S, S.R.O.	3,59%	6,59%	10,25%	N/A	N/A
CZERNINSKA SPRAVA MAJETKU, S.R.O.	27,11%	33,50%	36,33%	15,20%	38,70%
DALES, S.R.O.	11,61%	N/A	6,79%	13,61%	19,70%
DANSKOLESS, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
DEBLICE - LESY, S.R.O.	2,38%	4,71%	1,68%	3,39%	1,72%
DENDRIA, S.R.O.	5,50%	6,33%	10,55%	8,21%	6,19%
DIANALOV, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
DOMASOVSKA LESNI, S.R.O.	3,18%	6,43%	19,08%	19,03%	17,75%
DOMAZLICKÉ MESTSKÉ LESY, S.R.O.	11,81%	11,37%	6,01%	8,56%	6,36%
DOUBRAVA LES, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
DRČENÍ OLOMOUČ, S.R.O.	N/A	N/A	4,87%	12,72%	N/A
EBF, S.R.O.	4,95%	3,44%	4,38%	4,29%	3,18%
ELID, S.R.O.	27,16%	17,87%	28,81%	N/A	22,21%
EMKU FORREST, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EUROPOLYMER, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
FARMA DOBRECOV, S.R.O.	42,13%	52,87%	42,13%	42,86%	36,88%
FAUNUS SERVIS, S.R.O.	-0,56%	N/A	N/A	N/A	N/A
FINE DREAM, S.R.O.	21,38%	33,48%	22,81%	20,65%	33,24%
FISCHER TPD, S.R.O.	23,76%	22,44%	21,05%	18,79%	15,53%
FITBEE, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
FORESTINVEST, S.R.O.	N/A	N/A	33,48%	52,03%	44,24%
FROST FLOWER, S.R.O.	50,07%	35,45%	44,01%	52,70%	41,37%
GENISTA, S.R.O.	7,00%	5,09%	6,65%	6,24%	9,58%
GERIMO, S.R.O.	57,22%	51,48%	51,70%	47,79%	53,26%
H - AGRANA, S.R.O.	23,69%	42,26%	49,81%	N/A	N/A
HANKO CZ, S.R.O.	6,86%	18,23%	21,72%	N/A	N/A
HAR-TECH, S.R.O.	6,82%	5,02%	5,53%	5,69%	15,41%
HARTEP, S.R.O.	-9,46%	84,96%	N/A	N/A	N/A
HEDERA ZIMA, S.R.O.	7,80%	6,51%	4,94%	3,34%	6,07%
HOSPODARSKA A LESNÍ SPOLEČNOST UHERSKO, S.R.O.	N/A	7,80%	12,05%	13,86%	12,91%
HRADEK 32, S.R.O.	33,46%	21,07%	25,91%	N/A	21,58%
HRMI-PEC, S.R.O.	N/A	N/A	39,92%	36,57%	34,32%
IFER - MONITORING AND MAPPING SOLUTIONS, S.R.O.	16,94%	7,09%	6,62%	7,40%	15,92%
INFOPROLEKARE.CZ, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	14,67%
INGJIRI BROMOVSKY, S.R.O.	5,65%	2,49%	N/A	4,43%	4,21%
J. M. SCHLIK, S.R.O.	3,14%	4,52%	23,25%	5,79%	8,90%
JACER - CZ, A.S.	1,50%	1,67%	1,94%	2,14%	1,69%
JIHOCESKÉ KATOLICKÉ LESY, S.R.O.	N/A	17,13%	5,64%	N/A	N/A
JIHOZAPADNÍ DŘEVÁRSKÁ, A.S.	0,46%	5,27%	3,60%	4,07%	4,92%
JIRI PORKERT - SPRAVA LESA, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	15,93%	N/A
JOSEF SEDLACEK	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
JPJ FOREST, S.R.O.	2,75%	2,59%	6,96%	11,39%	12,43%
KARLFORST, S.R.O.	-25,21%	3,27%	N/A	7,38%	N/A
KASPERSKOHORSKÉ MESTSKÉ LESY, S.R.O.	4,65%	3,72%	4,92%	3,76%	7,47%
KINSKY ZDAR, A.S.	25,54%	27,55%	26,04%	13,59%	22,84%
KITALE SE	7,77%	50,54%	80,56%	N/A	N/A
KITTEL REAL ESTATE CZ, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
KLADRUBSKÉ LESY, S.R.O.	-4,02%	11,37%	15,47%	N/A	N/A
KLOBOUCKÁ LESNÍ, S.R.O.	5,00%	3,92%	3,94%	4,13%	4,36%
KLOUDA, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	3,30%	5,36%
KOLARIK HLUBOS, S.R.O.	16,86%	15,34%	13,10%	13,09%	6,74%
KOMPOSTARNA CL, S.R.O.	15,48%	6,78%	6,09%	4,62%	4,71%
KORYTAK, S.R.O.	4,61%	4,07%	8,82%	29,10%	20,78%
KRALICKÝ DVŮR, S.R.O.	N/A	3,72%	12,37%	N/A	N/A
KRALOVSKÉ LESY, S.R.O.	4,28%	1,40%	0,74%	1,55%	3,78%
KRIBO, S.R.O.	3,55%	4,60%	N/A	N/A	N/A
KRISTINA COLLOREDO-MANSFELDOVA	23,16%	13,77%	19,45%	18,19%	10,05%

KRKONOSSKA LESNI, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
LEKURO, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	10,63%	6,94%
LES A PILA KADLEC, S.R.O.	2,59%	7,46%	N/A	N/A	N/A
LES-VA CZ, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
LESCUS CETKOVICE, S.R.O.	10,63%	15,88%	14,81%	15,07%	11,13%
LESNI A RYBOCHOVNE HOSPODARSTVI, S.R.O.	14,11%	13,73%	15,03%	10,12%	9,84%
LESNI DRUZSTVO BOROVNA	5,12%	4,07%	10,04%	6,90%	6,01%
LESNI DRUZSTVO JAVORI	27,89%	27,95%	43,65%	46,90%	18,89%
LESNI DRUZSTVO NEDAKONICE, DRUZSTVO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
LESNI DRUZSTVO OBCI	5,33%	5,69%	8,44%	3,37%	5,85%
LESNI DRUZSTVO OBCI LEDEC NAD SAZAVOU	3,14%	8,83%	19,83%	7,05%	6,50%
LESNI DRUZSTVO OBCI MERIN, DRUZSTVO	11,23%	3,97%	9,79%	1,60%	1,57%
LESNI DRUZSTVO OSVETIMANY, DRUZSTVO	9,56%	8,72%	N/A	N/A	N/A
LESNI DRUZSTVO SINGULARISTU VELKOUSEDLYCH V DOLNI VSI	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
LESNI DRUZSTVO SLOPNE	50,34%	59,48%	57,91%	64,09%	55,86%
LESNI DRUZSTVO SYKORNE	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
LESNI DRUZSTVO UBLO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
LESNI DRUZSTVO VE STOKACH	16,73%	14,10%	14,78%	8,74%	20,10%
LESNI DRUZSTVO VYSOKE CHVOJNO, S.R.O.	2,72%	5,13%	5,72%	6,19%	7,77%
LESNI HOSPODARSTVI, S.R.O.	33,03%	44,68%	41,22%	N/A	N/A
LESNI SLUZBY RAKOVICE, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
LESNI SPOLECNOST BECOV, S.R.O.	6,00%	N/A	7,41%	6,02%	7,15%
LESNI SPOLECNOST HSS CZ, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
LESNI SPOLECNOST L.W., S.R.O.	1,18%	1,85%	2,10%	N/A	N/A
LESNI SPOLECNOST PETERMANN A. S.	21,08%	13,70%	10,12%	5,61%	8,81%
LESNI SPOLECNOST PRIMDA, S.R.O.	8,37%	12,41%	15,91%	18,60%	21,23%
LESNI SPOLECNOST PRYLOVI, S.R.O.	23,20%	36,50%	28,20%	38,53%	23,96%
LESNI SPRAVA MESTA KRNOVA, S.R.O.	-6,77%	18,40%	15,49%	14,09%	7,55%
LESNI STATEK TREMESEK, V.O.S.	N/A	N/A	9,65%	13,40%	8,37%
LESO IMPEX, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
LESODRUZSTVO PASOVICE	10,05%	28,47%	16,94%	N/A	N/A
LESOSPOL ZBIROH, S.R.O.	11,01%	17,67%	8,47%	8,94%	12,54%
LESOSTAVBY FRYDEK-MISTEK A. S.	3,11%	3,72%	4,20%	3,80%	4,30%
LESOTAX VSETIN, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
LESPIRA, S.R.O.	25,69%	11,64%	13,73%	N/A	N/A
LESTOP, S.R.O.	N/A	15,61%	4,80%	N/A	N/A
LESY A PARKY TRUTNOV, S.R.O.	3,84%	6,39%	10,29%	9,65%	11,58%
LESY A RYBNIKY MESTA CESKÝCH BUDEJOVIC, S.R.O.	8,19%	9,09%	16,33%	10,20%	10,49%
LESY AUGUSTINIANSKEHO OPATSTVI, S.R.O.	N/A	N/A	22,69%	20,83%	11,78%
LESY BESKYDY, A.S.	6,50%	7,37%	6,12%	8,67%	7,30%
LESY CESKE REPUBLIKY, S.P.	43,80%	57,26%	53,68%	46,59%	41,38%
LESY JANECEK, S.R.O.	-11,38%	14,50%	6,22%	2,99%	4,26%
LESY JASENKA, S.R.O.	-6,57%	N/A	N/A	N/A	N/A
LESY JEDLI, S. R. O.	N/A	15,16%	13,01%	5,62%	4,79%
LESY LUZE, S.R.O.	12,92%	4,68%	21,24%	24,55%	20,40%
LESY MESTA BRNA, A.S.	21,89%	23,54%	22,98%	21,56%	21,60%
LESY MESTA CESKY KRUMLOV, S.R.O.	13,60%	34,72%	22,57%	19,11%	24,65%
LESY MESTA CHEBU, S.R.O.	12,27%	6,64%	8,86%	7,43%	9,01%
LESY MESTA DVUR KRALOVE N.L., S.R.O.	9,13%	13,12%	13,23%	14,25%	17,98%
LESY MESTA KLATOV, S.R.O.	4,99%	7,44%	16,48%	N/A	N/A
LESY MESTA MOHELNICE, S.R.O.	1,52%	1,18%	10,83%	N/A	N/A
LESY MESTA NACHODA, S.R.O.	3,42%	3,54%	4,73%	4,84%	3,64%
LESY MESTA PISKU, S.R.O.	4,05%	5,50%	4,83%	5,06%	4,94%
LESY MESTA ROKYCAN, S.R.O.	10,27%	9,51%	8,76%	7,12%	5,45%
LESY OBCI TRHOVE SVINY A BESEDNICE, S.R. O.	5,36%	2,72%	5,32%	N/A	N/A
LESY VYSOCINY, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	3,32%	N/A
LESY ZLUTICE, S.R.O.	2,35%	4,86%	7,72%	4,98%	5,27%
LESY-VODA, S.R.O.	N/A	8,30%	6,89%	3,78%	8,56%
LETECKA LESNI, A.S.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
LOKETSKE MESTSKE LESY, S.R.O.	3,10%	9,08%	9,94%	8,55%	26,35%
LS ARTMANOV S. R. O.	12,49%	24,22%	10,19%	7,81%	22,43%
LUKA - WOOD, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
LUMBER WOODS, S.R.O.	2,21%	1,95%	3,78%	2,44%	N/A
MADREV, S.R.O.	24,70%	25,26%	37,09%	6,84%	30,61%
MANEKINEKO, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
MESTSKA SPRAVA LESU PELHRIMOV, S.R.O.	4,92%	4,98%	6,44%	7,30%	7,30%
MESTSKE LESY A RYBNIKY KUTNA HORA, S.R. O.	7,76%	8,35%	5,78%	7,65%	6,66%
MESTSKE LESY A ZELEN, S. R. O.	4,76%	4,42%	3,16%	2,91%	3,26%
MESTSKE LESY CESKA LIPA, S.R.O.	5,49%	15,90%	10,10%	18,58%	15,22%
MESTSKE LESY CHRUDIM, S.R.O.	6,47%	3,99%	6,06%	4,78%	4,23%
MESTSKE LESY DACICE, S.R.O.	6,53%	7,09%	4,62%	4,39%	3,56%
MESTSKE LESY DOKSY, S.R.O.	4,59%	3,65%	1,43%	1,71%	0,79%

MESTSKE LESY HRADEC KRALOVE, A.S.	2,07%	2,98%	3,28%	4,15%	4,74%
MESTSKE LESY KOSTELEČ NAD ORLICI, S.R.O.	1,08%	6,86%	11,88%	6,58%	8,44%
MESTSKE LESY KRASLICE, S.R.O.	10,98%	12,98%	15,60%	17,27%	19,33%
MESTSKE LESY MORAVSKÝ KRUMLOV, S.R.O.	16,50%	24,62%	21,05%	26,55%	34,74%
MESTSKE LESY PRACHATICE, S.R.O.	10,20%	8,42%	7,54%	N/A	N/A
MESTSKE LESY PŘIBRAM, S.R.O.	2,20%	7,70%	14,77%	26,45%	7,32%
MESTSKE LESY ROZNOV, S.R.O.	3,34%	3,22%	10,58%	4,36%	4,05%
MESTSKE LESY RYCHNOV NAD KNEZNOU, S.R.O.	11,58%	11,96%	9,48%	7,91%	9,33%
MESTSKE LESY VALASSKÉ KLOBOUKY, S.R.O.	4,64%	2,66%	1,90%	3,04%	5,71%
MESTSKE LESY VOLARY, S.R.O.	3,25%	3,81%	4,82%	2,92%	3,79%
MESTSKE LESY VSETÍN, S. R. O.	11,32%	9,53%	10,47%	10,25%	9,60%
MESTSKE LESY VYSOKÉ MYTO, S.R.O.	8,38%	8,61%	7,65%	N/A	N/A
MGR. ERNST BUCHER LESNICTVÍ, S.R.O.	2,79%	7,81%	4,69%	1,31%	5,67%
MP LESY, S.R.O.	14,04%	24,63%	21,36%	19,94%	24,25%
NEUMÜLLER CZ, S.R.O.	0,70%	1,54%	1,71%	4,33%	N/A
NORDSTOK, S.R.O.	N/A	N/A	3,38%	10,81%	N/A
NOVA PROVOZNI STITÝ, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
OBEČNÍ LESY A ZELEN - LIBICE NAD DOUBRAVOU, S.R.O.	19,03%	13,79%	N/A	6,65%	N/A
OBEČNÍ LESY LIPOVA - LAZNE, S.R.O.	8,03%	6,82%	N/A	2,68%	8,98%
OBEČNÍ LESY ZBYTÍNÝ, S.R.O.	12,75%	N/A	5,79%	N/A	N/A
OPAVSKÁ LESNÍ, A.S.	2,71%	2,68%	2,99%	1,83%	3,32%
OPTIMA LANŠKROUN, S.R.O.	5,31%	8,44%	7,23%	6,83%	4,29%
OSTRAVSKÉ MESTSKÉ LESY A ZELEN, S.R.O.	3,12%	3,78%	4,23%	5,86%	6,14%
PGE SERVICE, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PHD MEDIA GROUP, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PILA BOHUSLAVICE, S.R.O.	-6,26%	5,66%	10,27%	3,52%	N/A
PINUS-FAGUS, S.R.O. V LIKVIDACI	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PLANSKÉ LESY, S.R.O.	2,61%	2,64%	2,45%	2,18%	14,30%
PLZENSKÝ LESPROJEKT, A.S.	-3,95%	-7,20%	23,96%	N/A	N/A
POLABSKÁ LESNÍ, S.R.O.	4,12%	5,18%	5,57%	N/A	N/A
PROFILES, S.R.O.	10,06%	7,50%	4,07%	7,42%	N/A
PROGRES, V.O.S.	8,51%	7,42%	9,93%	15,33%	16,96%
PW FOREST S. R. O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
RATOMEX, S.R.O.	N/A	5,29%	8,93%	10,46%	20,13%
RIAVA CORPORATION CZ, S.R.O.	83,59%	14,45%	N/A	N/A	6,85%
ROMAN KRATINA, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
SALAMANDR, S.R.O.	6,66%	N/A	N/A	N/A	N/A
SARL PESHÍ, S.R.O.	27,88%	12,76%	18,60%	13,26%	8,60%
SCHLIK JICINEVES, S.R.O.	13,89%	1,85%	15,92%	N/A	N/A
SILVATICA, S.R.O.	1,26%	14,86%	13,30%	12,69%	6,23%
SIMMO, S.R.O.	54,20%	47,13%	53,26%	44,52%	48,29%
SINGULÁRNÍ LESNÍ DRUŽSTVO ORLOVICE, DRUŽSTVO	-14,58%	N/A	N/A	N/A	N/A
SMART-REPORT CZ, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
SOLITERA, S.R.O.	3,41%	4,91%	6,42%	5,42%	6,01%
SPRAVA LESU FULNEK, S.R.O.	6,30%	7,94%	7,07%	14,05%	15,78%
SPRAVA LESU MESTA TABORA, S.R.O.	5,51%	5,58%	5,34%	8,23%	10,58%
SPRAVA MESTSKÝCH LESU JIHLAVA, S.R.O.	N/A	9,35%	7,20%	7,52%	N/A
SPRAVA OBEČNÍCH LESU NOVA CEREKEV, S.R. O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
STATKY BARTON, S.R.O.	5,50%	5,05%	4,22%	4,06%	3,16%
STEELPARK, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	80,74%
SUSICKÁ LESNÍ A OBCHODNÍ, S.R.O.	N/A	N/A	7,33%	4,99%	8,38%
TAXONIA CZ, S.R.O.	8,81%	8,92%	26,34%	20,18%	30,83%
TIS LIGNUM, S.R.O.	6,01%	17,48%	13,37%	21,91%	22,83%
TORAFORST, S.R.O.	12,74%	12,67%	16,59%	11,84%	N/A
TRANS LIGNUM JIHLAVA, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
TUMA A SPOL., S.R.O.	N/A	0,49%	2,68%	19,95%	N/A
V.D. TEC, S.R.O.	N/A	N/A	27,77%	69,55%	36,52%
VALACHY LES, S.R.O.	N/A	N/A	9,44%	22,53%	7,13%
VELIMPEX LES, S.R.O.	1,65%	7,55%	6,68%	18,82%	28,18%
VLASIMSKÉ MESTSKÉ LESY, S.R.O.	30,12%	16,33%	9,07%	13,08%	7,58%
VODNANSKEHO LESY, S.R.O.	2,54%	8,13%	17,50%	N/A	N/A
VOJENSKÉ LESY A STATKY CR, S.P.	18,33%	17,68%	20,44%	19,25%	20,03%
VYSKÝ.MORAVA, S.R.O.	8,84%	18,12%	17,25%	13,20%	19,26%
WOOD CAPITAL, S.R.O.	N/A	20,81%	7,30%	N/A	N/A
ZABREZSKÁ LESNÍ, S.R.O.	-8,61%	6,54%	22,75%	N/A	N/A
ZENERGO FOREST, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ZENERGO INVEST, S.R.O.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A