



## **Znalecký posudek**

2818-88/16

o hodnotě akcií společnosti  
Sílnice Horšovský Týn a. s.

## ZNALECKÝ POSUDEK

2818-88/16

o hodnotě akcií společnosti **Silnice Horšovský Týn a. s.**

**Objednavatel:**

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

Adresa  
IČ

Veveří 3163/111, Žabovřesky, 616 00 Brno  
277 58 419

**Vypracoval**

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

Adresa  
Zastoupený  
Bankovní spojení:  
IČ  
DIČ

Ptašinského 4, 602 00 Brno  
Ing. David Hrazdíra, jednatel společnosti  
Sberbank CZ Brno, č. účtu 4100002909/6800  
441 19 097  
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. Jiří Faltýnek  
Ing. Lubomír Šibor

**Účel ocenění**

Znalecký posudek je vypracován za účelem stanovení hodnoty za kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1000 Kč, emitované společností Silnice Horšovský Týn a. s., IČ 453 59 164, pro účely dražby.

**Posudek obsahuje**

73 stran textu včetně příloh

**Posudek se předává**

ve 4 vyhotoveních

**Výtisk číslo**

1

**Datum**

V Brně dne 6. června 2016

## OBSAH

<b>1.</b>	<b>VŠEOBECNÉ ÚDAJE.....</b>	<b>4</b>
1.1.	Úvod .....	4
1.2.	Den ocenění.....	4
1.3.	Prohlášení znalce o nezávislosti .....	4
1.4.	Použitelnost provedeného ocenění .....	4
<b>2.</b>	<b>NÁLEZ.....</b>	<b>5</b>
2.1.	Zjištění stavu .....	5
2.2.	Podklady pro zpracování ocenění.....	5
2.2.1.	Podklady poskytnuté pověřenými osobami Společnosti.....	5
2.2.2.	Podklady opatřené zpracovatelem a použítá literatura .....	5
2.2.3.	Ověření vstupních dat .....	6
2.3.	Popis předmětu ocenění.....	7
2.3.1.	Představenstvo .....	7
2.3.2.	Dozorčí rada .....	7
2.3.3.	Předmět podnikání Společnosti .....	8
2.4.	Výchozí bilance Společnosti.....	9
2.5.	Strategická analýza.....	11
2.5.1.	Vývoj hospodářství.....	11
2.5.2.	Sektorová analýza .....	11
2.5.3.	SWOT analýza .....	14
2.5.4.	Závěry strategické analýzy.....	15
2.6.	Finanční analýza Společnosti .....	16
2.6.1.	Analýza rozvahy .....	16
2.6.2.	Analýza výkazu zisků a ztrát.....	17
2.7.	Základní předpoklady obecné povahy .....	21
2.7.1.	Zvažované období.....	21
2.7.2.	Právní forma .....	21
2.7.3.	Daňová politika.....	21
2.7.4.	Inflace .....	21
2.7.5.	Ekonomické uspořádání a právní systém.....	21
2.7.6.	Účetní zásady .....	22
2.7.7.	Skutečnosti po dni ocenění.....	22
2.7.8.	Ostatní předpoklady.....	22
<b>3.</b>	<b>POSUDEK .....</b>	<b>23</b>
3.1.	Metodika oceňování.....	23
3.1.1.	Názvosloví .....	23
3.1.2.	Obecná metodika při oceňování.....	24
3.2.	Použitý způsob ocenění.....	27
3.2.1.	Detailní popis primární metody ocenění.....	29
3.3.	Komparační metoda ocenění .....	33
3.4.	Výnosové ocenění společnosti Silnice Horšovský Týn a. s.....	34
3.4.1.	Specifické předpoklady ocenění metodou DCF Společnosti .....	34
3.4.2.	Hlavní výstupy metody DCF entity.....	34
3.4.3.	Výsledný propoččet výnosové metody ocenění .....	54

3.5.	Majetkové ocenění na principu historických cen.....	56
3.6.	Rekapitulace ocenění 100% jmění společnosti Silnice Horšovský Týn a. s. ....	57
3.7.	Stanovení hodnoty akcií.....	57
3.7.1.	Stanovení diskontů za minoritu a nelikviditu .....	57
4.	ZÁVĚR.....	60

## 1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE

### 1.1. Úvod

Znalecký posudek je vypracován za účelem stanovení hodnoty za kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1000 Kč, emitované společností Silnice Horšovský Týn a. s., IČ 453 59 164 (dále v textu označeno též jako „Společnost“), pro účely dražby.

### 1.2. Den ocenění

Ocenění jmění Společnosti, z něž je následně stanovena hodnota akcií Společnosti, je prováděno podle stavu relevantních, zejména účetních podkladů a stavu majetku a závazků k datu 30.4.2016. Události nám známé do dne zpracování posudku byly zohledněny.

### 1.3. Prohlášení znalce o nezávislosti

Společnost Kreston A&CE Consulting, s.r.o., prohlašuje, že není ke společnosti Silnice Horšovský Týn 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 provedeného ocenění

Tento Znalecký posudek je použitelný jenom pro výše uvedený účel – stanovení hodnoty akcií Společnosti Silnice Horšovský Týn a. s., IČ 453 59 164, pro účely dražby.

## 2. NÁLEZ

### 2.1. Zjištění stavu

Vstupní údaje použité pro ocenění v tomto posudku byly ověřeny výlučně z podkladů poskytnutých pověřenými osobami Společnosti, případně z disponibilních převážně veřejných zdrojů (vyjma dat finanční neveřejné databáze AMADEUS).

### 2.2. Podklady pro zpracování ocenění

#### 2.2.1. Podklady poskytnuté pověřenými osobami Společnosti

- Rozvaha a výkaz zisků a ztrát Společnosti k 30.4.2016;
- Rozvaha a výkaz zisků a ztrát Společnosti za roky 2011 až 2015;
- Hlavní účetní kniha Společnosti k 30.4.2016;
- Hlavní účetní kniha Společnosti k 31.12.2015;
- Rámcový výhled hospodaření Společnosti pro období 2016 – 2018;
- Rámcový výhled investic pro období 2016 – 2017;
- Doplňující informace od pověřených osob Společnosti týkající se konkrétních položek majetku a závazků a věcných faktorů minulého, současného a budoucího hospodaření oceňované Společnosti podané v průběhu zpracování Znaleckého posudku v ústní nebo písemné podobě.

#### 2.2.2. Podklady opatřené zpracovatelem a použitá literatura

- Výpis z obchodního rejstříku společnosti Silnice Horšovský Týn a. s., vedeného Krajským soudem v Plzni, oddíl B, vložka 201, pořízený prostřednictvím Internetu
- Výroční zpráva Společnosti za období 2011 – 2014;
- Účetní závěrka Společnosti za roky 2011 – 2014;
- Makroekonomická predikce České republiky, leden 2016 (Zdroj:www.mfcr.cz);
- Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících; ve znění zákona č. 322/2006 Sb., 227/2009 Sb. a zákona č. 444/2011 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. a zákona č. 303/2013 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. s účinností od 1.10.2014;
- Zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů (zákon o nabídkách převzetí);
- Dokument Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL), včetně příloh 1 a 2;

- Finanční data odvětví Společnosti z databáze AMADEUS;
- Obchodní zákoník č. 513/1991 Sb. ve znění pozdějších předpisů;
- Tichý G.E. - Oceňování podniku, Praha, Linde Praha, 1991;
- Brealey R., Myers S. - Teorie a praxe firemních financí, Praha, Victoria Publishing, 1991;
- 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;
- Copeland, T.; Koller, T.; Murrin, J. - Stanovení hodnoty firem, Victoria publishing 1994;
- Raffegaue J., Dubois F. - Finanční oceňování podniků, Praha, HZ Praha, 1996;
- Mařík M. - Určování hodnoty firem, Praha, Ekopress, 1998;
- Bradáč Albert a kol. – Soudní inženýrství, V. přepracované a doplněné vydání, Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., dotisk 1999;
- Mařík - Diskontní míra v oceňování, Vysoká škola ekonomická 2001;
- Štefan Rudolf – Teorie oceňování nemovitostí, VŠE Praha, Institut oceňování majetku, 2002;
- Bradáč A., Krejčíř P. - Znalecký standard č. I/2005: Oceňování motorových vozidel, Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., prosinec 2004;
- Dušek David – Základy oceňování nemovitostí, II. upravené vydání, VŠE Praha, Institut oceňování majetku, 2006;
- Zazvonil Zbyněk – Porovnávací hodnota nemovitostí, EKOPRESS, s.r.o., 2006;
- Mařík M. a kol. - Metody oceňování podniku, Praha, Ekopress, 2007;
- Maříková P., Mařík M. - Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, Praha, Oeconomica, 2007;
- Zazvonil Zbyněk – Odhad hodnoty pozemků, VŠE Praha, Institut oceňování majetku, 2007;
- Bradáč Albert a kol. – Teorie oceňování nemovitostí, VIII. přepracované a doplněné vydání, Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., 2009;
- Makovec Jaromír – Oceňování strojů a výrobních zařízení, VŠE v Praze, Institut oceňování majetku, 2010;
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, Ekopress, Praha 2011;
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, Ekopress, Praha 2012, třetí upravené a rozšířené vydání;
- Obecné, výchozí ceny a koeficienty prodejnosti ojetých motorových vozidel redakční a znalecké kanceláře Galáš.;
- Ibbotson Associates - SBBI 2007 Valuation Edition Yearbook, Ibbotson Associates;
- Ibbotson Associates - SBBI 2009 Valuation Edition Yearbook, Ibbotson Associates;
- Ibbotson Associates - SBBI 2011 Valuation Edition Yearbook, Ibbotson Associates;
- Ibbotson Associates - SBBI 2012 Valuation Edition Yearbook, Ibbotson Associates;
- 2015 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital.

### 2.2.3. Ověření vstupních dat

Znalecký posudek je založen na údajích a informacích poskytnutých pověřenými osobami Společnosti a na veřejně dostupných informacích.

V kompetenci a odpovědnosti Společnosti jsou zejména následující podkladové materiály a předpoklady, na kterých je ocenění založeno:

- Auditovaná Rozvaha, výkaz zisků a ztrát Společnosti k 31.12.2011-31.12.2015
- Rozvaha, výkaz zisků a ztrát Společnosti k 30.4.2016
- Rámcový výhled hospodaření Společnosti
- Přehled o financování Společnosti, včetně přehledu investic
- další informace o základních věcných faktorech fungování oceňované společnosti v historii i budoucnu podané v písemné či ústní formě.

Poslední informace relevantní pro zpracování Posudku byly Znalcem získány a použity dne 3. června 2016. Ocenění je nutné revidovat, pokud se zásadně změní předpoklady, na kterých je ocenění založeno.

### 2.3. Popis předmětu ocenění

Předmětem ocenění jsou kmenové akcie na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 1000 Kč emitované společností Silnice Horšovský Týn a. s.. Primárním předmětem ocenění **bude podnik Společnosti** ve smyslu souboru majetku a závazků, od jehož hodnoty bude hodnota akcií odvozena.

Obchodní firma	Silnice Horšovský Týn a. s.
Sídlo	Nad rybníčkem 40, Velké Předměstí, 346 01 Horšovský Týn
IČ	453 59 164
Den zápisu	1. května 1992
Právní forma	Akciová společnost
Základní kapitál	18 390 000,- Kč
Akcie	18 390 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč

#### 2.3.1. Představenstvo

<b>Předseda představenstva:</b>	ÉRIC BIGUET, dat. nar. 10. ledna 1970 U panské zahrady 753/11, Jinonice, 158 00 Praha 5
<b>Člen představenstva:</b>	PATRICK PUJALTE, dat. nar. 6. ledna 1965 Bukurešť, Soseaua Nordului 74J LOT B, Rumunsko
<b>Člen představenstva:</b>	BENOIT CLÉMENT DE GIVRY, dat. nar. 10. října 1962 Saint-Cyr l'École, 10 rue Mansart, Francouzská republika
<b>Člen představenstva:</b>	MARTIN STENGL, dat. nar. 20. srpna 1971 č.p. 65, 586 01 Čížov

#### 2.3.2. Dozorčí rada

<b>Předseda dozorčí rady:</b>	THIERRY LE ROCH, dat. nar. 27. února 1966 Viedeň 1180, Dr. Heinrich Maier Straße 20, Rakouská republika
<b>Místopředseda dozorčí rady:</b>	AURÉLIEN DELAVENNE, dat. nar. 20. května 1980

Suresnes 921 50, 21 Boulevard Henri Sellier, Francouzská republika

**Člen dozorčí rady:**

MATHIEU NAPPEZ, dat. nar. 21. května 1972

Vídeň 1090, Währingerstrasse 15/1/20, Rakouská republika

**2.3.3. Předmět podnikání Společnosti**

Dle informací v Obchodním rejstříku ([www.justice.cz](http://www.justice.cz)) je předmětem podnikání Společnosti následující:

- 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;
- Projektová činnost ve výstavbě;
- Provádění staveb, jejich změn a odstraňování;
- Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona;
- Opravy silničních vozidel.

Dle informací uvedených v rámci registru ekonomických subjektů ([www.czso.cz](http://www.czso.cz)) lze charakteristiku daného ekonomického subjektu společnosti Silnice Horšovský Týn a. s. popsat následovně:

*Tabulka – zařazení Společnosti dle Registru ekonomických subjektů*

Název atributu	Kód	Text
Statistická právní forma	121	Akciová společnost
Institucionální sektor: dle ESA2010	11002	Národní soukromé nefinanční podniky
Činnosti - dle CZ-NACE	42110	Výstavba silnic a dálnic
	45200	Opravy a údržba motorových vozidel, kromě motocyklů
	49410	Silniční nákladní doprava
	46900	Nespecializovaný velkoobchod
	7112	Inženýrské činnosti a související technické poradenství
	23	Výroba ostatních nekovových minerálních výrobků
	28	Výroba strojů a zařízení j. n.
	38	Shromažďování, sběr a odstraňování odpadů, úprava odpadů k dalšímu využití
	43120	Příprava stavenišť
	Velikostní kat. dle počtu zam.	240

## 2.4. Výchozí bilance Společnosti

Od pověřených osob Společnosti jsme obdrželi definici společnosti Silnice Horšovský Týn a. s. v podobě bilance sestavené k datu 30.4.2016.

Tabulka – Aktiva Společnosti k datu ocenění (v tis. Kč)

Položka	Brutto	Korekce	Netto
<b>AKTIVA CELKEM</b>	135 974	76 616	59 358
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0
<b>Stálá aktiva</b>	93 785	66 676	27 110
Dlouhodobý nehmotný majetek	97	97	0
Software	97	97	0
Dlouhodobý hmotný majetek	93 688	66 579	27 110
Pozemky	419	0	419
Stavby	15 823	9 143	6 680
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	75 592	57 435	18 156
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 855	0	1 855
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	42 161	9 941	32 221
Zásoby	8 046	653	7 393
Materiál	6 156	653	5 503
Nedokončená výroba a polotovary	1 890	0	1 890
Dlouhodobé pohledávky	1 779	0	1 779
Pohledávky z obchodních vztahů	1 779	0	1 779
Krátkodobé pohledávky	24 218	9 287	14 931
Pohledávky z obchodních vztahů	22 656	9 287	13 369
Stát - daňové pohledávky	806	0	806
Ostatní poskytnuté zálohy	754	0	754
Jiné pohledávky	3	0	3
Krátkodobý finanční majetek	8 117	0	8 117
Peníze	163	0	163
Účty v bankách	7 955	0	7 955
Časové rozlišení	28	0	28
Náklady příštích období	28	0	28

Tabulka – Pasiva Společnosti k datu ocenění (v tis. Kč)

Položka	Netto
<b>PASIVA CELKEM</b>	59 358
Vlastní kapitál	35 185
Základní kapitál	18 390
Základní kapitál	18 390
Kapitálové fondy	0
Fondy ze zisku	15 243
Rezervní fond	3 678
Statutární a ostatní fondy	11 565

Položka	Netto
Výsledek hospodaření minulých let	8 868
Nerozdělený zisk minulých let	32 344
Neuhrazená ztráta minulých let	-14 083
Jiný výsledek hospodaření minulých let	-9 394
Výsledek hospodaření za účetní období	-7 316
Cizí zdroje	24 173
Rezervy	1 229
Ostatní rezervy	1 229
Dlouhodobé závazky	1 422
Odložený daňový závazek	1 422
Krátkodobé závazky	21 523
Závazky z obchodních vztahů	8 453
Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba	10 740
Závazky ke společníkům	-5 426
Závazky k zaměstnancům	1 223
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	690
Stát - daňové závazky a dotace	148
Dohadné účty pasivní	5 652
Jiné závazky	42
Bankovní úvěry a výpomoci	0
Časové rozlišení	0

## 2.5. Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výnosový potenciál je závislý na potenciálu vnějším a vnitřním, kterým Společnost disponuje. **Vnější potenciál** lze souhrnně kvalitativně vyjádřit **šancemi a riziky**, které nabízí podnikatelské prostředí (odvětví, relevantní trh), v němž se pohybuje oceňovaný podnik.

Při analýze **vnitřního potenciálu** společnosti Silnice Horšovský Týn a. s. zjišťujeme, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a posuzujeme schopnost čelit podnikatelským rizikům. Koncentrovaným vyjádřením vnitřního potenciálu je souhrn jeho hlavních **silných a slabých stránek** s důrazem na otázku, zda podnik má nějakou podstatnou konkurenční výhodu (či výhodou). Důležitým rozměrem analýzy vnitřního potenciálu je tedy i analýza konkurence oceňovaného podniku.

### 2.5.1. Vývoj hospodářství

Při zpracování této části bylo přihlédnuto k odhadům ekonomického vývoje v rámci dokumentu „Makroekonomická predikce České republiky – leden 2016“, 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

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

Zdroj: www.mfcr.cz

### 2.5.2. Sektorová analýza

V rámci této kapitoly je provedena analýza společností působících analogicky se Společností ve stejném odvětví i regionu. Analýza byla provedena na základě disponibilních dat za období 2012-2014. Byla využita data finanční databáze AMADEUS, z odvětví NACE kód 4211 – Construction of

rous and motorways v rámci regionu ČR, do nějž byla společnost Silnice Horšovský Týn a. s. zmíněnou databází zařazena.

Byly srovnávány primárně hospodářské parametry, primárně pak ukazatele „Provozní výnosy“, „EBITDA/Provozní výnosy. Do výběrového vzorku byly zařazeny společnosti z daného odvětví, jež publikovaly data za období 2012-2014 a jejichž obrat v tomto období dosahoval 100-300mil.Kč.

Srovnáním položky „Provozní výnosy“ společnosti Silnice Horšovský Týn a. s. s provozními výnosy všech vybraných společností zahrnutých do výběrového vzorku, jež reprezentuje příslušné odvětví, byla identifikována **míra významu Společnosti v daném odvětví.**

Následně srovnáním příslušných poměrových ukazatelů společnosti Silnice Horšovský Týn a. s. s mediánem hodnot těchto ukazatelů z dat společností za příslušné odvětví byla provedena **komparace se společnostmi působícím v rámci daného odvětví.**

V níže uvedené tabulce jsou zobrazeny příslušné hospodářské ukazatele Společnosti i příslušného odvětví:

Tabulka – Hospodářské parametry odvětví i Společnosti

	Company name	Operating revenue (Turnover) th CZK 2014	Operating revenue (Turnover) th CZK 2013	Operating revenue (Turnover) th CZK 2012
1.	SOVIS CZ, A.S.	276 921	204 680	293 819
2.	FREKOMOS, S.R.O.	241 407	202 867	250 000
3.	JANKOSTAV, S.R.O.	229 481	198 486	232 233
4.	VIALIT SOBĚSLAV, S.R.O.	227 501	190 805	226 942
5.	HORSTAVOLOMOUC, S.R.O.	215 235	188 892	220 818
6.	KKS, S.R.O.	213 574	184 238	214 194
7.	ZNAKON, A.S.	207 840	181 680	200 462
8.	SPH STAVBY, S.R.O.	204 374	177 925	186 599
9.	<b>SILNICE HORŠOVSKÝ TÝN A. S.</b>	<b>186 163</b>	<b>165 652</b>	<b>181 183</b>
10.	RENO ŠUMAVA, A.S.	181 502	152 535	168 538
11.	MERIT BAU CZ, A.S.	168 111	149 009	151 467
12.	EUROVIA SILBA, A.S.	162 024	144 097	147 347
13.	SAM SILNICE A MOSTY DĚČÍN, A.S.	156 641	137 379	144 502
14.	ZEMAKO, S.R.O.	132 530	135 625	143 158
15.	MODOS, S.R.O.	125 999	134 641	138 651
16.	JEREX, A.S.	124 123	123 463	121 319
17.	SATES ČECHY, S.R.O.	123 081	122 191	119 518
18.	SILKOM, S.R.O.	105 988	109 686	112 893
19.	INOS RICHTER, S.R.O.	104 983	89 600	79 345
20.	HALKO STAVEBNÍ SPOLEČNOST, S.R.O.	101 817	80 219	70 787

Zdroj: Finanční databáze AMADEUS

Na základě informací uvedených výše lze provést následující shrnutí:

Tabulka – Vývoj parametru Obrat odvětví i Společnosti (tis. Kč, %)

OBDOBÍ	2014	2013	2012
trh - celek	3 489 295	3 073 670	3 403 775
<i>míra růstu</i>	13,5%	-9,7%	
SILNICE HORŠOVSKÝ TÝN A. S.	186 163	204 680	181 183
<i>míra růstu</i>	-9,0%	13,0%	
podíl Silnice Horšovský Týn a. s. na trhu	5,3%	6,7%	5,3%

Pozn.: Parametr „Obrat“ odpovídá součtu položek Tržby za zboží+ Výkony+ Tržby za dlh. majetek a materiál+ Ostatní provozní výnosy

Z výše uvedených dat je patrné následující:

- Ve sledovaném období 2012-2014 vykazuje trh kolísavé tendence, přičemž Společnost vykazuje v daném období poměrně stabilní obrat
- Podíl obratu Společnosti na obratu trhu jako celku je po celé sledované období 2012-2014 poměrně stabilní, tedy 5,3-6,7%

V níže uvedené tabulce jsou zobrazeny příslušné hospodářské ukazatele Společnosti i příslušného odvětví:

Tabulka – Hospodářské parametry odvětví i Společnosti

	Company name	EBITDA Margin % 2014	EBITDA Margin % 2013	EBITDA Margin % 2012
1.	SOVIS CZ, A.S.	3,58	3,48	9,41
2.	FREKOMOS, S.R.O.	11,55	3,45	n.a.
3.	JANKOSTAV, S.R.O.	6,48	9,80	1,49
4.	VIALIT SOBĚSLAV, S.R.O.	3,77	-11,00	3,76
5.	HORSTAVOLOMOUC, S.R.O.	4,30	1,16	2,17
6.	KKS, S.R.O.	3,87	7,95	1,35
7.	ZNAKON, A.S.	8,62	-9,82	-5,60
8.	SPH STAVBY, S.R.O.	12,08	13,06	6,30
9.	<b>SILNICE HORŠOVSKÝ TÝN A. S.</b>	-4,64	6,81	3,93
10.	RENO ŠUMAVA, A.S.	6,10	4,89	7,19
11.	MERIT BAU CZ, A.S.	6,58	11,56	7,19
12.	EUROVIA SILBA, A.S.	2,76	-0,78	6,40
13.	SAM SILNICE A MOSTY DĚČÍN, A.S.	0,36	23,91	-8,25
14.	ZEMAKO, S.R.O.	9,46	7,65	27,11
15.	MODOS, S.R.O.	2,58	2,73	3,70
16.	JEREX, A.S.	25,79	5,50	7,67
17.	SATES ČECHY, S.R.O.	5,17	5,72	5,15
18.	SILKOM, S.R.O.	3,84	4,68	9,30
19.	INOS RICHTER, S.R.O.	1,77	-1,17	-4,30
20.	HALKO STAVEBNÍ SPOLEČNOST, S.R.O.	3,31	5,18	-2,79

Na základě informací uvedených výše lze provést následující shrnutí:

Tabulka – Vývoj parametru EBITDA/Obrat odvětví i Společnosti

Položka	2014	2013	2012
trh - celek	4,08	5,03	3,93
míra růstu	-18,9%	28,0%	
SILNICE HORŠOVSKÝ TÝN A. S.	-4,64	3,48	3,93
míra růstu	-233,3%	-11,5%	

Z výše uvedených dat je patrné následující:

- Medián ukazatele **EBITDA/Obrat za celé odvětví** 2012-2014 činí **4,4%**, s proměnlivým vývojem v daném období
- Výše ukazatele EBITDA/Obrat Společnosti dosahuje ve srovnání s hodnotou za celé období podprůměrné výše, s rostoucími tendencemi v roce 2015

Taktéž byla provedena **analýza celého odvětví**, kde výše ukazatele EBITDA/Obrat je na úrovni **7,7%** pro rok 2014.

**Z výše uvedených dat je patrné, že Společnost vykazuje v porovnání s odvětvím stabilně nízký podíl na Obratu celého odvětví a hodnotově podprůměrnou výši ukazatele EBITDA/Obrat.**

### 2.5.3. SWOT analýza

SWOT analýza je koncentrovaným vyjádřením vnitřního potenciálu Společnosti a představuje souhrn hlavních silných a slabých stránek s důrazem na otázku konkurenční výhody/nevýhody. Následující text představuje souhrn možných příležitostí a ohrožení Společnosti a slabých a silných stránek.

#### 2.5.3.1. Silné stránky

- Vysoké know-how získané mnohaletou praxí v oboru
- Zázemí kapitálově velmi silného zahraničního vlastníka
- Finanční stabilita, dostatek finančních zdrojů, nízká míra zadlužení

#### 2.5.3.2. Slabé stránky

- Velký vliv sezónnosti ve stavitelství
- Závislost na veřejném sektoru
- Úzká specializace v oboru stavitelství

#### 2.5.3.3. Příležitosti

- Zázemí kapitálově velmi silného zahraničního vlastníka
- Možnost rozvoje o přidané služby
- Možnost účasti na PPP projektech v budoucnosti

#### 2.5.3.4. Ohrožení

- Závislost na státních zakázkách
- Společnost podniká ve velmi cyklickém oboru

- Klimatické podmínky

#### 2.5.4. Závěry strategické analýzy

V návaznosti na dílčí závěry uvedené v rámci jednotlivých kapitol je možné shrnout data následovně:

- 1) **S ohledem na velikost a úroveň otevřenosti české ekonomiky lze i nadále předpokládat, že vnější prostředí bude působit** na makroekonomický vývoj v České republice. Ekonomický vývoj v České republice v následujícím období **lze hodnotit v závislosti na míře intenzity negativních dopadů světové finanční krize.**
- 2) **Společnost disponuje určitými strategickými konkurenčními výhodami** (viz SWOT analýza), jejichž existence může být zárukou, že Společnost si na trhu udrží svůj tržní podíl

Všechny výše uvedené body nás vedou k závěru, že existuje podložená možnost, že s ohledem na svůj potenciál Společnost v budoucnu svůj podíl na příslušném trhu udrží.

## 2.6. Finanční analýza Společnosti

V rámci následujících kapitol byla provedena finanční analýza předmětu ocenění za období let 2011-2015.

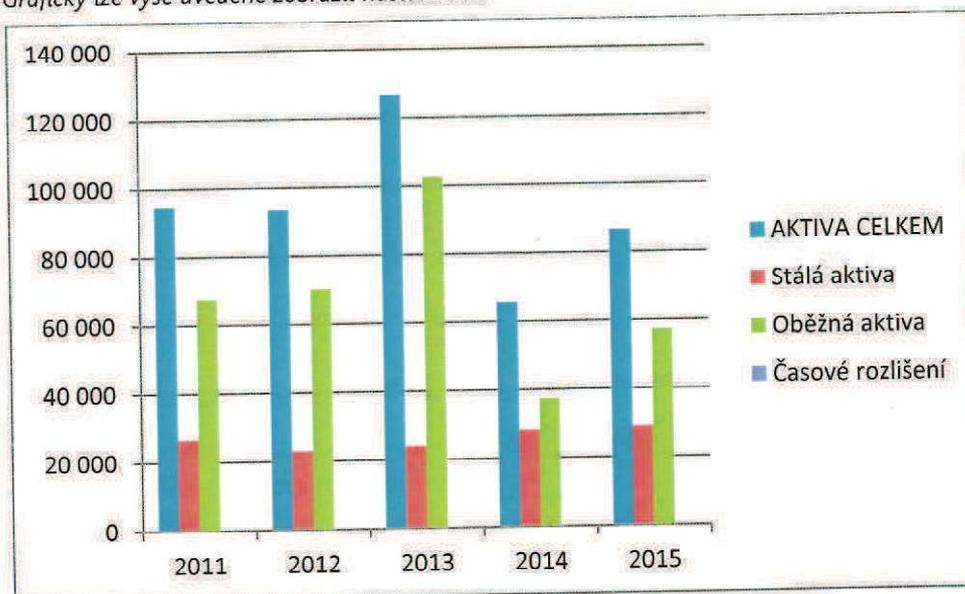
### 2.6.1. Analýza rozvahy

Celková hodnota aktiv Společnosti vykazovala ve sledovaném období dlouhodobě proměnlivé vývojové tendence, způsobené primárně proměnlivým vývojem hodnoty Oběžných aktiv, přičemž Stálá aktiva vykazovala poměrně stabilní vývoj.

Tabulka – Vývoj Aktiv Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
AKTIVA CELKEM	94 509	93 416	126 900	65 738	86 520
Stálá aktiva	26 660	23 105	24 060	28 267	28 983
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	26 660	23 105	24 060	28 267	28 983
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	67 623	70 160	102 551	37 358	57 421
Zásoby	13 732	10 546	10 245	6 655	3 636
Dlouhodobé pohledávky	4 125	3 249	2 563	3 182	1 779
Krátkodobé pohledávky	26 793	49 843	88 160	17 820	35 425
Krátkodobý finanční majetek	22 973	6 522	1 583	9 701	16 581
Časové rozlišení	226	151	289	113	116

Graficky lze výše uvedené zobrazit následovně:

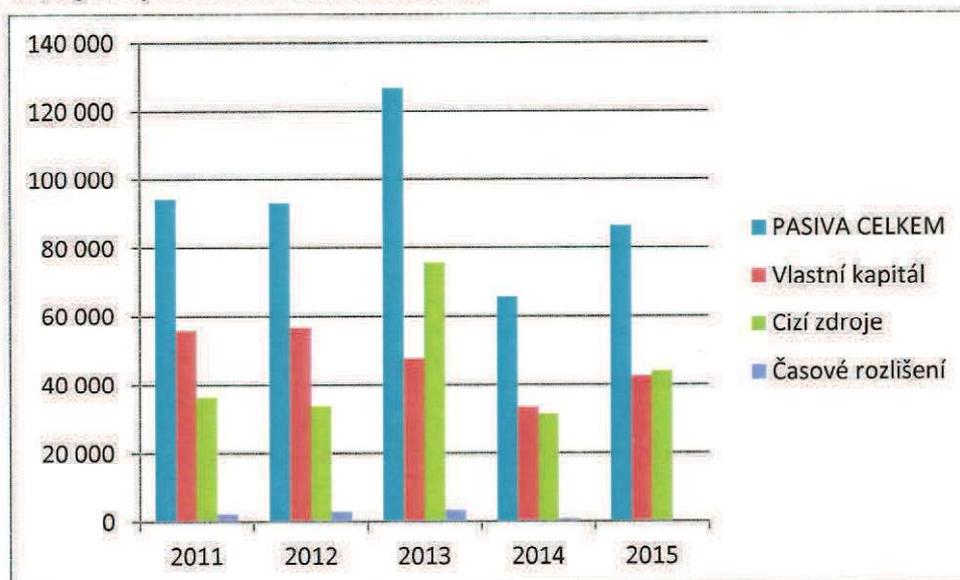


Celková hodnota pasiv Společnosti vykazovala v souladu s vývojem jejich aktiv ve sledovaném období proměnlivý vývoj, primárně způsobený proměnlivým vývojem Cizích zdrojů.

Tabulka – Vývoj Pasiv Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
PASIVA CELKEM	94 509	93 416	126 900	65 738	86 520
Vlastní kapitál	55 902	56 660	47 703	33 360	42 500
Základní kapitál	18 390	18 390	18 390	18 390	18 390
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	15 494	15 429	15 315	15 255	15 243
Výsledek hospodaření min. let	20 831	21 818	22 641	13 798	-285
Výsledek hosp. za účetní období	1 187	1 023	-8 643	-14 083	9 152
Cizí zdroje	36 233	33 701	75 789	31 536	44 020
Rezervy	1 000	1 000	0	629	563
Dlouhodobé závazky	1 477	1 515	1 983	1 680	1 422
Krátkodobé závazky	20 756	18 186	68 300	29 227	42 035
Bankovní úvěry a výpomoci	13 000	13 000	5 506	0	0
Časové rozlišení	2 374	3 055	3 408	842	0

Graficky lze výše uvedené zobrazit následovně:



## 2.6.2. Analýza výkazu zisků a ztrát

V rámci následující kapitoly je provedena analýza historických dat provozní činnosti Společnosti a to za období 2011-2015.

Tabulka – Vývoj položek Výkazu zisků a ztrát Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0
<b>Obchodní marže</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Výkony</b>	<b>183 118</b>	<b>178 901</b>	<b>192 070</b>	<b>183 537</b>	<b>203 782</b>
Tržby za prodej vlast. výrobků a služeb	174 555	185 548	190 165	180 168	203 124

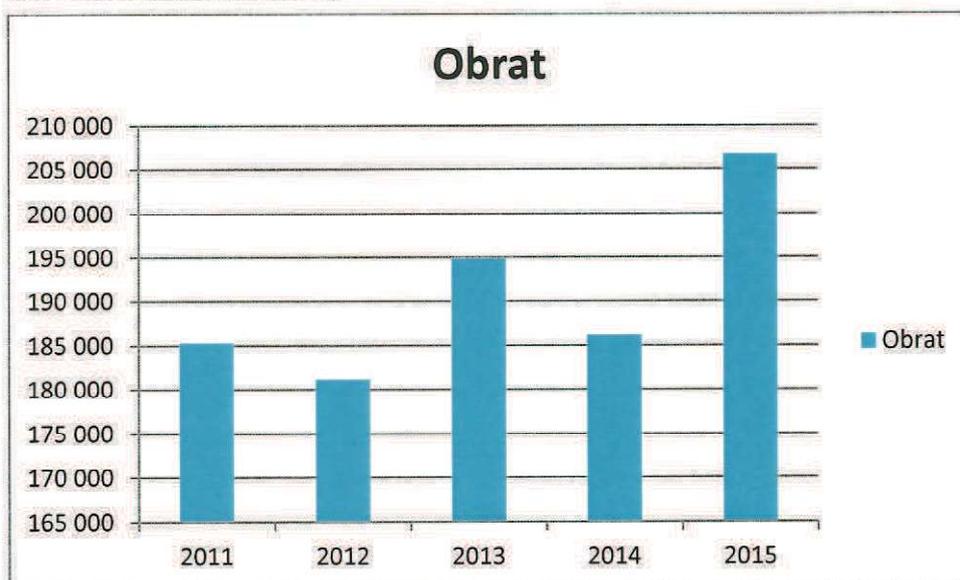
OBDOBÍ	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Změna stavu zásob vlastní výroby	6 764	-8 016		1 713	-1 713
Aktivace	1 799	1 369	1 905	1 656	2 371
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>138 735</b>	<b>135 319</b>	<b>159 701</b>	<b>157 818</b>	<b>158 725</b>
Spotřeba materiálu a energie	87 301	79 479	90 052	89 875	75 135
Služby	51 434	55 840	69 649	67 943	83 590
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>44 383</b>	<b>43 582</b>	<b>32 369</b>	<b>25 719</b>	<b>45 057</b>
<b>Osobní náklady</b>	<b>33 859</b>	<b>34 034</b>	<b>34 504</b>	<b>31 399</b>	<b>29 403</b>
Mzdové náklady	23 897	23 800	24 174	22 974	21 675
Odměny členům org. společ. a družstva	1 260	1 260	1 260	285	
N na soc. zabezp. a zdrav. pojištění	8 320	8 594	8 690	7 793	7 535
Sociální náklady	382	380	380	347	193
<b>Daně a poplatky</b>	<b>831</b>	<b>731</b>	<b>740</b>	<b>799</b>	<b>727</b>
<b>Odpisy dlh. nehmot. a hmot. majetku</b>	<b>5 479</b>	<b>5 233</b>	<b>5 587</b>	<b>5 418</b>	<b>5 674</b>
<b>Tržby z prodeje dlh. majetku a mat.</b>	<b>2 039</b>	<b>2 117</b>	<b>2 713</b>	<b>2 524</b>	<b>1 905</b>
Tržby z prodeje dlh. majetku	13	254	1 353	723	348
Tržby z prodeje materiálu	2 026	1 863	1 360	1 801	1 557
<b>ZC prodaného dlh. majetku a materiálu</b>	<b>1 937</b>	<b>1 713</b>	<b>1 210</b>	<b>1 528</b>	<b>1 597</b>
ZC prodaného dlouhodobého majetku	63		36	5	
ZC prodaného materiálu	1 874	1 713	1 174	1 523	1 597
Změna stavu rezerv a OP v provoz. oblasti a komplexních nákladů příštích období	176	779	-1 221	1 511	-507
Ostatní provozní výnosy	148	165	92	102	1 022
Ostatní provozní náklady	1 558	1 487	2 204	1 742	1 546
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>2 730</b>	<b>1 887</b>	<b>-7 850</b>	<b>-14 052</b>	<b>9 544</b>
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů					
Prodané cenné papíry a podíly					
Změna stavu rezerv a OP ve financ. oblasti					
Výnosové úroky	8	4	1	1	8
Nákladové úroky	573	440	257	143	573
Ostatní finanční výnosy	100	26	120	15	100
Ostatní finanční náklady	155	115	175	206	155
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-620</b>	<b>-525</b>	<b>-311</b>	<b>-333</b>	<b>-650</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	923	339	482	-302	-258
<b>Výsledek hospod. za běžnou činnost</b>	<b>1 187</b>	<b>1 023</b>	<b>-8 643</b>	<b>-14 083</b>	<b>9 152</b>
<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Výsledek hospod. za účetní období (+/-)</b>	<b>1 187</b>	<b>1 023</b>	<b>-8 643</b>	<b>-14 083</b>	<b>9 152</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>2 110</b>	<b>1 362</b>	<b>-8 161</b>	<b>-14 385</b>	<b>8 894</b>

Z historických dat Společnosti uvedených výše je patrné:

- Relativně stabilní vývoj položky Výkony a Přidaná hodnota
- Proměnlivý vývoj položky Provozní výsledek hospodaření i Výsledek hospodaření za účetní období Společnosti

Graficky lze vývoj ukazatele Obrát zobrazit pro období 2011-2015 následujícím způsobem:

Graf – Obrat Společnosti (tis. Kč)



Níže lze provést srovnání klíčových veličin hospodaření po jejich očištění o jednorázové operace:

Tabulka – Klíčové položky hospodaření Společnosti (tis. Kč, %)

OBDOBÍ	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat	185 305	181 183	194 875	186 163	206 709
EBIT	2 730	1 887	-7 850	-14 052	9 544
EBIT očištěný	2 906	2 666	-9 071	-12 541	9 037
EBITDA po očištění	8 385	7 899	-3 484	-7 123	14 711
EBITDA/Obrat (po očištění)	4,52%	4,36%	-1,79%	-3,83%	7,12%

#### Komentář:

Obrat = Tržby za zboží+ Výkony+ Tržby z prodeje majetku a materiálu+ Ostatní provozní výnosy

EBITDA = Provozní výsledek hospodaření + účetní odpisy

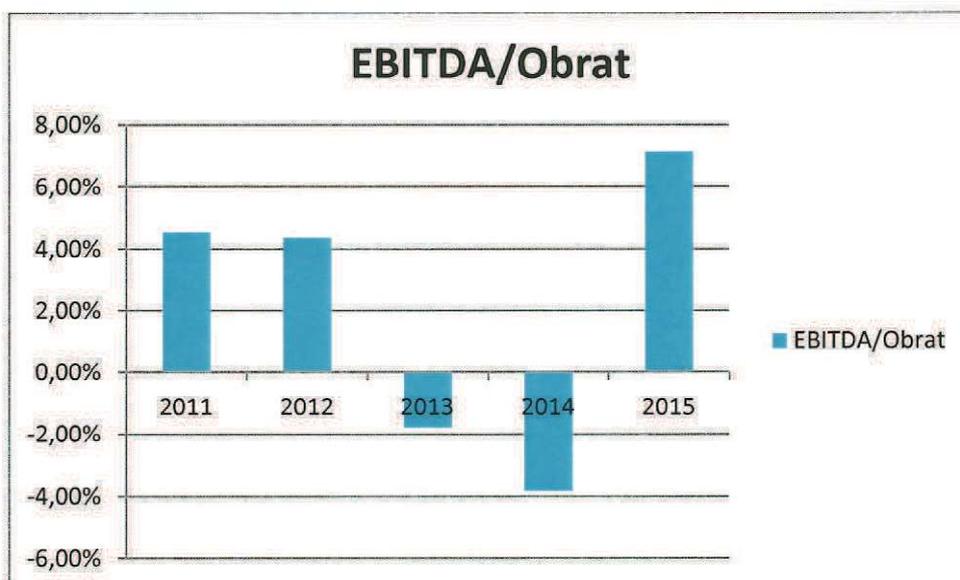
EBITDA (po očištění) = Provozní výsledek hospodaření + účetní odpisy + změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti

V návaznosti na předchozí, je z dat je patrný následující vývoj položek:

- Dlouhodobě proměnlivý vývoj položek EBIT po očištění a EBITDA po očištění
- Rovněž proměnlivá marže EBITDA/Obrat po očištění

Graficky lze zobrazit pro období 2011-2015 vývoj poměrového ukazatele EBITDA/Obrat (po očištění) následujícím způsobem:

Graf – EBITDA/Obrat (po očištění) Společnosti (tis. Kč)



V následující části byla provedena analýza základních poměrových ukazatelů za sledované období 2011-2015:

Tabulka – Ukazatelé rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity Společnosti

OBDOBÍ	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilita vlastního kapitálu	2,12%	1,81%	-18,12%	-42,22%	21,53%
Rentabilita celkového kapitálu	4,60%	3,05%	-15,91%	-39,93%	20,33%
Produkční síla (Rentabilita aktiv)	2,84%	1,93%	-6,23%	-21,66%	10,46%
Rentabilita tržeb	1,54%	0,97%	-4,16%	-7,90%	4,45%
Kvóta vlastního kapitálu	58,5%	61,5%	64,2%	66,7%	69,0%
Úrokové zatížení (Úrokové krytí)	468,24%	409,55%	-3075,49%	-9959,44%	5951,32%
Peněžní likvidita	0,68	0,21	0,02	0,33	0,39
Pohotová likvidita	1,60	1,91	1,25	1,05	1,28
Celková likvidita	2,00	2,25	1,39	1,28	1,37
Doba obratu aktiv [dny]	1,85	1,99	1,50	2,74	2,35
Doba obratu kr. pohledávek z OS [dny]	55,26	96,71	166,90	35,61	62,78
Doba obratu zásob [dny]	28,32	20,46	19,39	13,30	6,44
Doba obratu kr. závazků z OS [dny]	42,81	35,28	129,30	58,40	74,50

#### Komentář:

- v oblasti rentability zaznamenala Společnost proměnlivé vývojové tendence
- v oblasti zadlužení zaznamenala Společnost stabilní hodnoty jednotlivých ukazatelů
- v oblasti likvidity zaznamenala Společnost dlouhodobě proměnlivé hodnoty, byť nadále dosahované v uspokojivé výši
- v oblasti aktivity zaznamenala Společnost proměnlivé hodnoty doby obratu krátkodobých pohledávek, závazků i zásob

## **2.7. Základní předpoklady obecné povahy**

Dále jsou uvedeny rozhodující právní, ekonomické a ostatní předpoklady, které byly uvažovány pro účely ocenění majetku společnosti Silnice Horšovský Týn a. s.:

- zvažované období;
- právní forma;
- daňová politika;
- inflace;
- ekonomické uspořádání a právní systém;
- účetní zásady;
- skutečnosti po dni ocenění;
- ostatní předpoklady;

### **2.7.1. Zvažované období**

Za rozhodující z hlediska ocenění je považován stav Společnosti ke dni 30.4.2016. Pro ocenění Společnosti výnosovou metodou je relevantní finanční plán, který zahrnuje období do konce roku 2025. Toto období však nezobrazuje celou očekávanou životnost této společnosti, neboť pro účely ocenění tímto způsobem ocenění je předpokládáno její nepřetržité trvání. Další období od posledního roku plánu je pro účely ocenění modelováno pomocí kapitalizace budoucích volných peněžních toků majitelům i věřitelům společnosti – Free Cash Flow to the Firm za využití perpetuitního efektu.

### **2.7.2. Právní forma**

Společnost Silnice Horšovský Týn a. s. je akciovou společností dle českého práva s veškerými specifiky úpravy této právní formy podnikání.

### **2.7.3. Daňová politika**

Pro účely prognózy byl přijat předpoklad, že pro rok 2016 dále se v České republice pro daň z příjmu právnických osob uplatňuje daňová sazba ve výši 19 %.

### **2.7.4. Inflace**

Údaje a kalkulace finančních toků u výnosového ocenění zahrnují účinky inflace.

### **2.7.5. Ekonomické uspořádání a právní systém**

Předpokládá se, že nedojde k podstatným změnám podmínek, v nichž oceňovaná 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 oceňované společnosti.

#### **2.7.6. Účetní zásady**

Ocenění bylo zpracováno v souladu s účetní praxí. Znalec předpokládá, že účetní údaje obdržené od zástupců Společnosti byly sestaveny v souladu se zásadami pro účetnictví platnými v České republice i EU.

#### **2.7.7. Skutečnosti po dni ocenění**

Dle informací od zástupců Společnosti k žádným zásadním skutečnostem, které by měly skutečně zásadní vliv na hodnotu Společnosti do dne vyhotovení tohoto znaleckého posudku nedošlo a nám jako Znalci nejsou k datu vyhotovení taktéž známy žádné další informace, které by měly zpochybnit zjištěnou hodnotu uvedenou v závěru ocenění.

#### **2.7.8. Ostatní předpoklady**

Hranice významnosti byla stanovena na 0,5 % z brutto hodnoty aktiv Společnosti.

### 3. POSUDEK

#### 3.1. Metodika oceňování

##### 3.1.1. Názvosloví

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

##### 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 se rozumí částka, která by byla dosažena při prodeji stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti které mají na částku vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím nebo kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přiřkládaná majetku nebo službě vyplývající z osobního vztahu k nim.

##### 3.1.1.5. Výnosová hodnota

Uvažovaná jistina, kterou je nutno při stanovené úrokové sazbě uložit, aby úroky z této jistiny byly stejné jako čistý výnos z podniku (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 administrativní**

Cena zjištěná podle cenového předpisu

#### **3.1.1.9. Cena pořizovací**

Týká se především jednotlivých prvků investičního majetku podniku. 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.

#### **3.1.1.10. Cena reprodukční**

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

#### **3.1.1.11. 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.

#### **3.1.1.12. Cash flow**

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

#### **3.1.1.13. Goodwill**

Hodnota, o kterou přesahuje souhrn předpokládaných budoucích příjmů současnou věcnou hodnotu. Kupující při koupi podniku 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 podniku, ochrannou známku či obchodní značku a možnosti jejich využití.

### **3.1.2. Obecná metodika při oceňování**

Pro určení hodnoty akciových podílů, čistého obchodního majetku, majetku, podniků 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
- Metody srovnávací

### 3.1.2.1. Výnosový přístup

Výnosový přístup je nejvíce používán především při oceňování celých podniků, jejich částí a průmyslových práv, příp. jiného duševního vlastnictví. Mezi základní varianty tohoto přístupu patří: metoda diskontovaného salda cash-flow (DCF), 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 metoda 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).**

### 3.1.2.2. 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 podniku 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.

### **3.1.2.3. Metody založené na analýze majetku - substanční**

Princip majetkového ocenění je jednoduchý a obecně srozumitelný. Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odpočtena suma individuálně oceněných závazků. 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 podniku (going concern princip) dostáváme se k ocenění na základě:

- reprodukčních cen
- účetních historických cen – účetní hodnota vlastního kapitálu,
- uspořené náklady

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

- likvidační hodnotu na základě ČOM nebo VK
- reprodukční ceny

#### **3.1.2.3.1. 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 porřízení) 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 spočívá v odděleném určení hodnoty jednotlivých aktiv na bázi stanovení jejich reprodukční ceny, jinými slovy stanovení současné pořizovací ceny se zohledněním morálního a technického opotřebení.

Především rozlišujeme substanční hodnotu brutto a netto. Substanční hodnotu brutto získáme, zjistíme-li aktuální reprodukční ceny stejného nebo obdobného majetku a ty snížíme o případné opotřebení. Je to tedy hodnota znovupořizení aktiv podniku. Pokud od této hodnoty odečteme dluhy, zjistíme substanční hodnotu netto, tedy ocenění vlastního kapitálu.

#### **3.1.2.3.2. Metoda účetní hodnoty na základě historických cen**

Tento majetkový přístup je založen na ocenění majetku a závazků, kde je rozhodujícím podkladem účetní evidence a vybrané účetní a auditorské postupy. Ocenění tedy vychází z historických cen. Výsledek, tj. hodnota jmění, je dána rozdílem zjištěné hodnoty majetku a závazků a reprezentuje účetně evidovaný vlastní kapitál společnosti.

### 3.1.2.3.3. Zjištění goodwill u substanční metody

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

Jako vhodnou metodu zobrazující nejlépe hodnotu oceňovaného podniku ji lze použít:

- pouze pro podnik, 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 zjistitelná opět jediné jednou z variant výnosových metod.

Goodwill (zde) chápeme jako nadhodnotu celkového podniku 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 podniku = věcná hodnota plus/mínus goodwill, kde věcná hodnota může být zjištěna precizněji (reprodukční hodnota) či zjednodušeně (metoda ČOJ nebo vlastního kapitálu), a kde goodwill (záporný goodwill) zjišťujeme nejčastěji výnosovými metodami.

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

### 3.1.2.4. 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 zjištění likvidační hodnoty se používá za základ účetní hodnota majetku resp. alespoň účetní evidence majetku. Pro zjištění 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 (podniku) – 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. Použitý způsob ocenění

Ocenění se provádí za účelem stanovení hodnoty za kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1000 Kč, emitované společností Silnice Horšovský Týn a. s., IČ 453 59 164 (dále v textu označeno též jako „Společnost“), pro účely dražby.

Při volbě způsobu stanovení hodnoty akcií emitovaných Společnosti jsme nejprve analyzovali hospodářskou a finanční situaci Společnosti. Podle názoru Znalce i managementu Společnosti je Společnost schopná pokračovat v další činnosti a je tedy splněn předpoklad „going concern“ principu. Společnost není v situaci, která by oceňovatele opravňovala k zjištění likvidační hodnoty podniku. Společnost není ani v situaci, kdy by předpokládala zásadní změnu podnikatelské činnosti.

V úvahu přicházejí dva základní přístupy k ocenění, tj. založené na analýze výnosů, nebo na analýze majetku:

- 1) Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- 2) Metoda komparační
- 3) Metoda likvidační
- 4) Majetková metoda na principu historických cen

Jako **hlavní metoda** byla pro stanovení hodnoty akcií Společnosti **zvolena výnosová metoda - metodika analýzy diskontovaného salda cash-flow (DCF)**. Jedná se o kvantifikaci hodnot toho majetku/závazků podniku, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow podniku. Tato metoda dle našeho názoru nejlépe vystihuje reálnou hodnotu jmění oceňované Společnosti.

**Metoda komparační** indikuje hodnotu Společnosti s využitím průměrné hodnoty podílu vybraných hospodářských ukazatelů v odvětví „EBIT/EV“ (pozn. EV, resp. Enterprise value, čili hodnota podniku pro vlastníky i věřitele), případně „EBITDA/EV“ a rovněž s využitím hospodářských parametrů Společnosti, jež je předmětem ocenění (primárně parametrů „EBIT“ a „EBITDA“). Za předpokladu disponibility vybraných hospodářských parametrů Společnosti (př. „EBIT“, či „EBITDA“) lze při znalosti poměrového ukazatele z odvětví „EBIT/EV“ či „EBITDA/EV“ následně snadno kalkulovat hodnotu „EV“ konkrétní Společnosti, po jejíž korekci o neprovozní položky majetku i odečitatelné položky závazků lze následně získat odhad hodnoty Společnosti pro její vlastníky („Equity value“). Danou komparační metodu operující s průměrnými ukazateli za dané odvětví, považujeme za metodu podpůrnou, nikoliv primární.

**Metoda likvidační** vychází primárně z hodnoty majetku stanovené pro účely Společnosti, kalkulované přeceněním účetních hodnot k datu ocenění. Hodnotu závazků ponecháváme v účetní výši, od přeceněné hodnoty majetku odečítáme. Hodnota likvidační metodou je zjišťována za předpokladu, že majetek podniku bude určitým způsobem rozdělen, rozprodán, případně zlikvidován. S ohledem na příjmy z likvidace se z určitého úhlu pohledu jedná o typ výnosové metody ocenění, nicméně na rozdíl od výnosové metody DCF se nejedná o příjmy z podniku jako celku, ale o příjmy z odprodeje nebo likvidace jednotlivých majetkových položek. Jedná se tak o ocenění statické, orientované na možnosti trhu vstřebat podnikový majetek v určeném časovém intervalu. Likvidační metodu ocenění lze použít mimo jiné v případech ocenění ztrátových podniků, jako odhad dolní hranice ocenění podniku, či při ocenění neprovozního majetku podniku. Likvidační metodu považujeme za metodu podpůrnou, nikoliv primární.

**Majetková metoda ocenění na principu historických cen** kalkuluje hodnotu Společnosti výhradně dle účetních, nikoliv tržních dat, jejichž vypovídající schopnost je pro účely stanovení tržní hodnoty omezená. Závěry této metody ocenění proto považujeme pro daný účel ocenění za informativní, nikoliv primární.

S přihlédnutím k variantám odrážejícím míru návratnosti z hlediska požadavků racionálního investora zohledňujícího riziko spojené s danou investicí považujeme za hlavní metodu ocenění ve znaleckém posudku metodu výnosovou, tj. metodu diskontovaných peněžních toků. Majetkovou metodu ocenění na principu historických účetních cen i metodu srovnávací považujeme za sekundární resp. orientační metody ocenění.

### 3.2.1. Detailní popis primární metody ocenění

#### 3.2.1.1. 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.

##### 3.2.1.1.1. 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

### 3.2.1.1.2. 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, EQV) 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 odečitatelným závazkům.**

$$EQV = CHP - TÚCZ + NM - NZ$$

### 3.2.1.1.3. 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).

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

#### 3.2.1.1.4. 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,

$\beta$  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.

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

#### 3.2.1.1.5. Náklady na cizí zdroje

Při určení nákladů na cizí zdroje se používají skutečné náklady, nebo je možné například v perpetuitní fázi využít také metodu tzv. syntetického ratingu (viz např. stránky prof. Damodarana [www.stern.nyu.edu/~adamodar](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar)), která bere v úvahu poměr provozního hospodářského výsledku k nákladům na cizí zdroje. Pomocí tohoto poměru je stanoven syntetický rating (např. AAA, BBB apod.) a následně přes rizikovou přírážku k bezrizikové míře výnosnosti jsou stanoveny předpokládané náklady na cizí zdroje.

V případě Společnosti bylo využito syntetického ratingu v perpetuitní fázi, v provozní fázi bylo využito skutečných nákladů na cizí financování.

#### 3.2.1.1.6. 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.

#### 3.2.1.1.7. 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 uplatnili, bližší informace jsou uvedeny v kapitolách níže.

### 3.3. Komparační metoda ocenění

Podstatou srovnávací (komparační) metody ocenění je aplikace poměrových ukazatelů (př. EBITDA/Enterprise value) získaných ze společností působících ve stejném odvětví na hodnoty hospodářských parametrů Společnosti.

V návaznosti na předchozí byl aplikován postup kalkulace založený na odvětvovém parametru EBITDA/Enterprise value, tedy poměru provozního hospodářského výsledku navýšeného o účetní odpisy k hodnotě podniku pro její vlastníky i věřitele. Zpracujeme-li do výpočtu hodnotu EBITDA Společnosti, metodou trojčlenky snadno zjistíme hodnotu „Enterprise value“ této Společnosti, tedy její „hrubou hodnotu pro vlastníky i věřitele Společnosti. Po přičtení neprovozního majetku a odpočtu odečitatelných závazků lze hodnotu korigovat na úroveň „Equity value“ tedy hodnoty podniku pro její vlastníky (akcionáře).

Hodnotu EBITDA Společnosti kalkulujeme následujícím způsobem:

Tabulka – Kalkulace průměrné hodnoty EBITDA Společnosti z historických dat (tis. Kč)

OBDOBÍ	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	2 730	1 887	-7 850	-14 052	9 544
účetní odpisy	5 479	5 233	5 587	5 418	5 674
změna stavu rezerv a OP	176	779	-1 221	1 511	-507
EBITDA vč. změny stavu rezerv	8 385	7 899	-3 484	-7 123	14 711
<b>EBITDA PRŮMĚR</b>	<b>4 078</b>				

Pozn.: Ukazatel „EBIT“ pro účely dané kalkulace považujeme za ekvivalentní hodnotou ukazatele Provozní výsledek hospodaření.

V návaznosti na předchozí kalkulujeme hodnotu Enterprise value (hodnota pro vlastníky i věřitele) a následně Equity value (hodnota pro vlastníky) Společnosti následujícím způsobem:

Tabulka – Kalkulace hodnoty podniku pro jeho vlastníky („Equity value“)

OBDOBÍ	Kalkulace ocenění
EBITDA (průměr 2011-2015)	4 078
tržní EV/EBITDA	8,40
Provozní hodnota pro vlastníky i věřitele (Enterprise value)	34 244
Neprovozní majetek	2 751
Neprovozní/odečitatelné závazky	-6 357
<b>Hodnota pro vlastníky (Equity value)</b>	<b>30 638</b>

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

Pozn. výše neprovozního majetku a rovněž neprovozních/odečitatelných závazků je podrobněji popsána v rámci kapitoly 3.4.3.2 Ocenění aktiv/pasiv nemajících přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow.

**Hodnota čistého obchodního majetku, resp. jmění, společnosti Silnice Horšovský Týn a. s., IČ: 453 59 164, stanovená metodou komparace, činí ke dni ocenění, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, částku 30 638 tis. Kč.**

### **3.4. Výnosové ocenění společnosti Silnice Horšovský Týn a. s.**

V následující kapitole je provedeno výnosové ocenění Společnosti metodou DCF.

#### **3.4.1. Specifické předpoklady ocenění metodou DCF Společnosti**

##### **3.4.1.1. Výchozí bilance Společnosti**

Výchozí bilance Společnosti je nedílnou součástí předchozí kapitoly 0

Výchozí bilance Společnosti.

##### **3.4.2. Hlavní výstupy metody DCF entity**

Níže jsou uvedeny hlavní výstupy ocenění metodou DCF entity a to:

- Finanční plán
- Pokračující hodnota
- Diskontní míra
- Projekce cash-flow
- Výsledný propočet

##### **3.4.2.1. Finanční plán**

Od zástupců Společnosti jsme získali historické finanční výkazy za období 2011-2015 a také k 30.4.2016. Následně také rámcové informace týkající se výhledu hospodaření, včetně financování a rovněž očekávaných investic pro období po roce 2015, konkrétně na roky 2016-2018. Na základě uvedených informací jsme zpracovali finanční plán, přičemž jsme konzultovali se zástupci Společnosti oprávněnost jednotlivých položek.

Výše zmiňovaný finanční plán jsme prolongovali pro období 2016-2025, tedy celkově na plánované období 10ti let, přičemž období 2025 (poslední rok plánu) považujeme za počátek období stabilizace, po jehož uplynutí očekáváme pro účely ocenění stabilní vývoj hospodaření Společnosti.

Pro období 2016-2025 byl tedy vytvořen plán hospodářských parametrů Společnosti dle disponibilních historických dat, dle rámcového výhledu hospodaření a rovněž s přihlédnutím k průměrným hodnotám klíčových poměrových hospodářských ukazatelů z daného odvětví, získaných z finanční databáze AMADEUS.

Další zdůvodnění konstrukce 10-ti letého plánu souvisí s kalkulací diskontního faktoru v rámci výnosového ocenění je podrobněji uvedeno v rámci kapitoly 3.4.2.7.1.1 Bezriziková sazba.

Finanční plán jsme korigovali o vyčlenění výnosových i nákladových položek, majících jednorázový tedy neopakovaný charakter. Primárně se jedná o položky:

- Rezervy a opravné položky - k datu ocenění byla pro období 2016 predikována výše rezerv na úrovni 30.4.2016, přičemž v letech plánu bylo uvažováno se stabilní výší rezerv. Opravné položky jsme se vzhledem k jejich kolísavému vývoji v historii rozhodli nevytvářet.

**Finanční plán Společnosti pro období 2016-2018** koresponduje se strategií Společnosti a jejími možnostmi v rámci relevantního odvětví, v jejímž rámci Společnost působí. V roce 2015 se majoritním vlastníkem stal strategický partner mezinárodní skupina COLAS S.A.. Lze tedy říci, že Společnost je nyní členem koncernu COLAS (ZDROJ: <http://www.silnicehtyn.cz/>). V návaznosti na

tuto skutečnost je i finanční plán Společnosti na roky 2016-2018 tvořen jako růstový a akviziční efekty jsou v něm zahrnuty. Takto sestavený finanční plán na roky 2016-2018, který nám byl poskytnut pověřenými pracovníky Společnosti, jsme převzali bez úprav.

**Finanční plán Společnosti pro období 2019-2025** koresponduje se strategií Společnosti nastavenou v letech 2016-2018 a je upraven dle dílčích relevantních faktorů, které fungování Společnosti mohou v tomto období postihnout. Jedná se především o tyto úpravy:

- Obrat Společnosti pro období 2016-2025 byl predikován s průměrným meziročním růstem 102%
- Výkonová spotřeba byla predikována dle poměru Výkonová spotřeba/Výkony průměrem za období 2016-2018. Po roce 2020 predikujeme pozvolné zvyšování nákladovosti (dle ukazatele EBITDA marže) a plánujeme postupnou konvergenci k mediánu celého odvětví, která v roce 2014 činila 7,7% (za období 2012-2014 jen 5,9%)
- Mzdové náklady, Odměny, Náklady na sociální a zdravotní pojištění a Sociální náklady byly predikovány dle historického poměru Náklady/Výkony kalkulovaným váženým průměrem za období 2016-2018
- Daně a poplatky byly predikovány inflačně, navýšené o výši dlouhodobě očekávané inflace (2,0% p.a.)
- Ostatní provozní výnosy i Ostatní provozní náklady byly predikovány predikovány inflačně, navýšené o výši dlouhodobě očekávané inflace (2,0% p.a.)
- Účetní odpisy Společnosti byly predikovány v návaznosti na predikci investic a odpisy ze stávajícího majetku ke dni ocenění. Podrobnější informace jsou nedílnou součástí příslušné kapitoly 3.4.2.3 Investice a odpisy

V následující tabulce je zobrazena kalkulace komplexního finančního plánu provozního hospodaření Společnosti pro období 2016-2025:

Tabulka – Provozní výsledek hospodaření - predikce (tis. Kč)

OBDOBÍ	5-12/2016	2017	2018	2019	2020
<b>TRŽBY</b>					
Tržby z prodeje zboží	0	0	0	0	0
Výkony	192 464	210 000	215 000	219 300	223 686
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	192 464	210 000	215 000	219 300	223 686
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	1 686	1 720	1 754	1 789	1 825
Ostatní provozní výnosy	448	1 020	1 040	1 061	1 082
Ostatní finanční výnosy	100	102	104	106	108
<b>TRŽBY PROVOZNÍ CELKEM</b>	<b>194 698</b>	<b>212 842</b>	<b>217 899</b>	<b>222 257</b>	<b>226 702</b>
<b>NÁKLADY</b>					
Náklady na prodané zboží	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	143 911	158 380	158 500	161 670	165 101
Spotřeba materiálu a energie	67 477	74 730	76 400	77 928	79 582
Služby	76 434	83 650	82 100	83 742	85 519
Osobní náklady	24 733	33 281	37 557	38 298	39 054
Mzdové náklady	18 204	24 464	27 655	28 208	28 772
Odměny členům orgánů společnosti	0	0	0	0	0

OBDOBÍ	5-12/2016	2017	2018	2019	2020
Náklady na SZP	6 079	8 318	9 403	9 591	9 782
Sociální náklady	451	500	500	500	500
Daně a poplatky	776	792	807	823	840
Náklady na prod. dlouh. majetek a materiál	1 433	1 462	1 491	1 521	1 551
Změna stavu rezerv a opravných položek	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	1 191	1 530	1 561	1 592	1 624
Ostatní finanční náklady	250	255	260	265	271
<b>NÁKLADY PROVOZNÍ CELKEM</b>	<b>172 294</b>	<b>195 699</b>	<b>200 176</b>	<b>204 170</b>	<b>208 441</b>
Odpisy (účetní)	4 309	5 742	5 996	6 054	5 877
<b>PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>18 095</b>	<b>11 400</b>	<b>11 726</b>	<b>12 033</b>	<b>12 384</b>

Tabulka – Provozní výsledek hospodaření - predikce (tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
<b>TRŽBY</b>					
Tržby z prodeje zboží	0	0	0	0	0
Výkony	228 160	232 723	237 377	242 125	246 967
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	228 160	232 723	237 377	242 125	246 967
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	1 861	1 899	1 937	1 975	2 015
Ostatní provozní výnosy	1 104	1 126	1 149	1 172	1 195
Ostatní finanční výnosy	110	113	115	117	120
<b>TRŽBY PROVOZNÍ CELKEM</b>	<b>231 236</b>	<b>235 860</b>	<b>240 578</b>	<b>245 389</b>	<b>250 297</b>
<b>NÁKLADY</b>					
Náklady na prodané zboží	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	168 605	172 184	175 838	179 570	183 381
Spotřeba materiálu a energie	81 271	82 996	84 757	86 556	88 393
Služby	87 334	89 188	91 081	93 014	94 988
Osobní náklady	39 825	40 612	41 414	42 232	43 067
Mzdové náklady	29 347	29 934	30 533	31 144	31 766
Odměny členům orgánů společnosti	0	0	0	0	0
Náklady na SZP	9 978	10 178	10 381	10 589	10 801
Sociální náklady	500	500	500	500	500
Daně a poplatky	857	874	891	909	927
Náklady na prod. dlouh. majetek a materiál	1 582	1 614	1 646	1 679	1 713
Změna stavu rezerv a opravných položek	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	1 656	1 689	1 723	1 757	1 793
Ostatní finanční náklady	276	282	287	293	299
<b>NÁKLADY PROVOZNÍ CELKEM</b>	<b>212 802</b>	<b>217 254</b>	<b>221 800</b>	<b>226 441</b>	<b>231 180</b>
Odpisy (účetní)	5 473	5 686	5 972	6 264	6 098
<b>PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>12 961</b>	<b>12 920</b>	<b>12 805</b>	<b>12 684</b>	<b>13 019</b>

Výše uvedená predikce provozního výsledku hospodaření pro období 2016-2025 koresponduje s níže uvedenou predikcí poměrových ukazatelů:

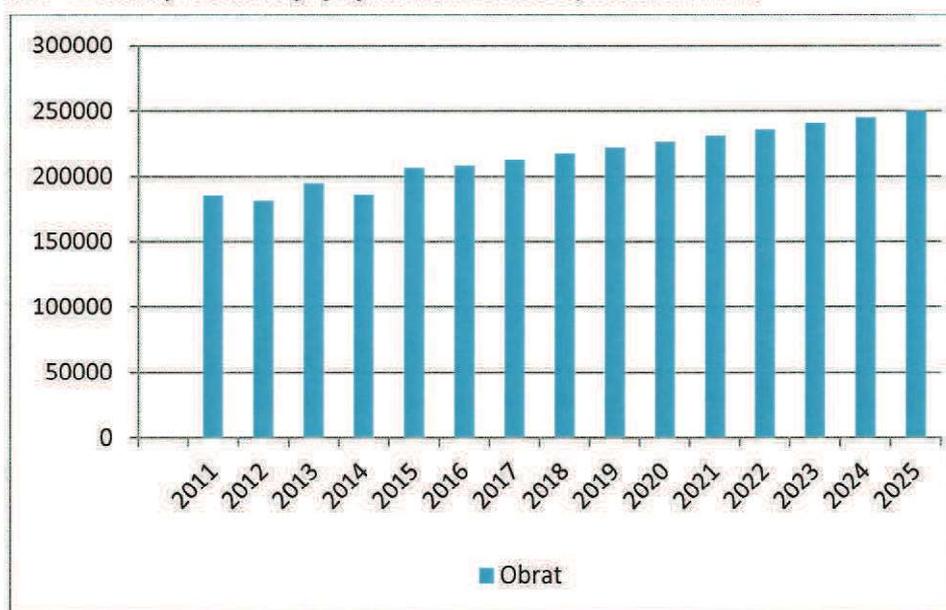
Tabulka – Poměrové ukazatele Společnosti - predikce (%)

OBDOBÍ	2016-2025
Míra růstu tržeb	2,0%
N na prodané zboží/Tržby za zboží	0,0%
Výkonová spotřeba/Výkony	74,2%
Mzdové N/(Výkony a Tržby za zboží)	12,5%

OBDOBÍ	2016-2025
Odměny/Mzdové N	0,0%
Odměny/(Výkony a Tržby za zboží)	0,0%
N na soc. a zdr. Pojišť/Mzdové N	34,0%
Soc. N/Mzdové N	1,8%
Daně a poplatky/(Výkony a Tržby za zb.)	0,4%

Historický i očekávaný vývoj ukazatele „Obrat“ pro období 2011-2025 lze demonstrovat následovně:

Graf – Historický i očekávaný vývoj ukazatele „Obrat“ Společnosti (tis. Kč)



V rámci této kapitoly byla následně provedena kontrolní kalkulace položky EBITDA/Provozní výnosy:

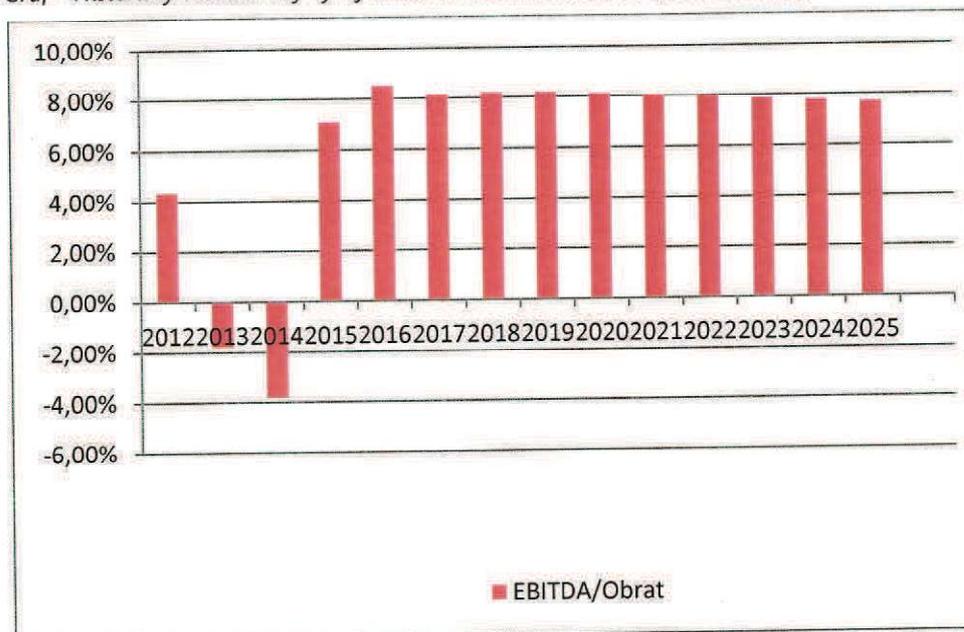
Tabulka – Predikce ukazatelů EBITDA a Provozní výnosy Společnosti (tis. Kč, %)

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Obrat	208 200	212 740	217 795	222 150	226 593	231 125	235 748	240 463	245 272	250 177
EBIT	10 889	11 553	11 882	12 192	12 547	13 127	13 089	12 978	12 860	13 198
EBIT očištěný	11 555	11 553	11 882	12 192	12 547	13 127	13 089	12 978	12 860	13 198
EBITDA po očištění	17 737	17 295	17 879	18 246	18 423	18 600	18 775	18 950	19 124	19 296
<b>EBITDA/Obrat (po očištění)</b>	<b>8,52%</b>	<b>8,13%</b>	<b>8,21%</b>	<b>8,21%</b>	<b>8,13%</b>	<b>8,05%</b>	<b>7,96%</b>	<b>7,88%</b>	<b>7,80%</b>	<b>7,71%</b>

Z dat je patrné, že plán poměrového ukazatele „EBITDA/Provozní výnosy“ Společnosti generovaný ke konci predikovaného období **konverguje k hodnotě 7,7%, jež odpovídá medianu za celé odvětví platné pro období 2014** uvedené v rámci kapitoly 2.5.2 Sektorová analýza.

Graficky lze historický i očekávaný vývoj ukazatele „EBITDA/Obrat“ zobrazit pro období 2011-2025 následovně:

Graf – Historický i očekávaný vývoj ukazatele „EBITDA/Obrat“ Společnosti (%)



### 3.4.2.2. Pracovní kapitál

Projekce pracovního kapitálu je založena zejména na předpokladu obrátek u nejvýznamnějších položek pohledávek a závazků, jež byly kalkulovány dle predikce položek příslušných krátkodobých pohledávek, závazků i zásob. Plán jednotlivých položek pracovního kapitálu je uveden dále v tabulkách, včetně skutečnosti k 30.4.2016. Náklady a výnosy, které jsou základnou pro výpočet obrátek, jsou uvedeny v tabulce. Provozní tržby = tržby z prodeje zboží + výkony. Provozní náklady = náklady na prodané zboží + výkonová spotřeba.

Tabulka - Základna pro výpočet obrátek pohledávek a závazků (tis. Kč)

OBDOBÍ	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Provozní tržby	203 782	205 000	210 000	215 000	219 300	223 686
Provozní náklady	158 725	156 825	158 380	158 500	161 670	165 101

Tabulka - Základna pro výpočet obrátek pohledávek a závazků (tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Provozní tržby	228 160	232 723	237 377	242 125	246 967
Provozní náklady	168 605	172 184	175 838	179 570	183 381

#### 3.4.2.2.1. Provozní pohledávky

Krátkodobé pohledávky z obchodního styku byly predikovány s přihlédnutím k očekávané době obratu pro období 2016-2025 na úrovni období 2015 a rovněž vzhledem k očekávané výši položky Provozní tržby pro období 2016-2025 (viz výše).

Ostatní položky krátkodobých pohledávek byly pro období 2016-2025 predikovány primárně dle průměru hodnot z období 2011-2015.

Tabulka - Plán provozních pohledávek Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2015	4/2016	2016	2017	2018	2019
<b>POHLEDÁVKY Z OBCH. VZTAHŮ</b>						
Stav k 31.12.	33 472	13 368	33 699	34 521	35 342	36 049
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	59,95	127,96	60,00	60,00	60,00	60,00
Průměrná meziroční změna	-19 208	20 104	-20 331	-822	-822	-707
<b>STÁT - DAŇOVÉ POHLEDÁVKY</b>						
Stav k 31.12.	789	805	2 808	2 877	2 945	3 004
Průměrná meziroční změna	2 270	-16	-2 003	-68	-68	-59
<b>OSTATNÍ POSKYTNUTÉ ZÁLOHY</b>						
Stav k 31.12.	453	754	400	400	400	400
Průměrná meziroční změna	38	-301	-354	0	0	0
<b>POHLEDÁVKY CELKEM</b>						
<b>Stav k 31.12.</b>	<b>35 425</b>	<b>14 930</b>	<b>36 907</b>	<b>37 797</b>	<b>38 688</b>	<b>39 453</b>
<b>Průměrná obrátka z tržeb (dny)</b>	<b>63,45</b>	<b>142,92</b>	<b>65,71</b>	<b>65,70</b>	<b>65,68</b>	<b>65,67</b>
<b>Průměrná meziroční změna</b>	<b>-17 605</b>	<b>20 495</b>	<b>-21 977</b>	<b>-890</b>	<b>-890</b>	<b>-766</b>

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>POHLEDÁVKY Z OBCH. VZTAHŮ</b>						
Stav k 31.12.	36 770	37 506	38 256	39 021	39 801	40 597
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00
Průměrná meziroční změna	-721	-735	-750	-765	-780	-796
<b>STÁT - DAŇOVÉ POHLEDÁVKY</b>						
Stav k 31.12.	3 064	3 125	3 188	3 252	3 317	3 383
Průměrná meziroční změna	-60	-61	-63	-64	-65	-66
<b>OSTATNÍ POSKYTNUTÉ ZÁLOHY</b>						
Stav k 31.12.	400	400	400	400	400	400
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0
<b>POHLEDÁVKY CELKEM</b>						
<b>Stav k 31.12.</b>	<b>40 234</b>	<b>41 031</b>	<b>41 844</b>	<b>42 673</b>	<b>43 518</b>	<b>44 380</b>
<b>Průměrná obrátka z tržeb (dny)</b>	<b>65,65</b>	<b>65,64</b>	<b>65,63</b>	<b>65,62</b>	<b>65,60</b>	<b>65,59</b>
<b>Průměrná meziroční změna</b>	<b>-781</b>	<b>-797</b>	<b>-813</b>	<b>-829</b>	<b>-845</b>	<b>-862</b>

#### 3.4.2.2.2. Provozní závazky

Krátkodobé závazky z obchodního styku byly predikovány s přihlédnutím k očekávané době obrátu pro období 2016-2025 na úrovni období 2015 a rovněž vzhledem k očekávané výši položky Provozní náklady pro období 2016-2025 (viz výše)

Položka závazky k zaměstnancům, soc. zabezpečení a zdravotního pojištění byla pro období dodaného plánu 2016-2025 predikována ve výši 1/12 průměrných měsíčních mzdových nákladů, resp. nákladů na soc. zabezpečení a zdravotní pojištění.

Ostatní položky krátkodobých závazků byly predikovány převážně na úrovni průměru hodnot z minulého období.

Tabulka - Plán provozních závazků Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2015	4/2016	2016	2017	2018	2019
<b>ZÁVAZKY Z OBCH. VZTAHŮ</b>						
Stav k 31.12.	22 335	8 453	21 483	21 696	21 712	22 147
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	51,36	78,55	50,00	50,00	50,00	50,00
Průměrná meziroční změna	2 985	-13 882	13 030	213	16	434
<b>ZÁVAZKY K ZAMĚSTNANCŮM</b>						
Stav k 31.12.	2 309	1 223	2 275	2 039	2 305	2 351
Průměrná meziroční změna	2 309	-1 086	1 052	-237	266	46
<b>ZÁVAZKY ZE SOC. ZABEZPEČENÍ A ZDRAV. POJ.</b>						
Stav k 31.12.	1 492	690	760	693	784	799
Průměrná meziroční změna	425	-802	70	-67	90	16
<b>DOHADNÉ ÚČTY PASIVNÍ</b>						
Stav k 31.12.	4 477	5 652	4 500	4 500	4 500	4 500
Průměrná meziroční změna	-1 670	1 175	-1 152	0	0	0
<b>ZÁVAZKY CELKEM</b>						
<b>Stav k 31.12.</b>	<b>31 295</b>	<b>16 208</b>	<b>29 018</b>	<b>28 928</b>	<b>29 300</b>	<b>29 796</b>
<b>Průměrná obrátka z nákladů (dny)</b>	<b>71,97</b>	<b>150,61</b>	<b>67,54</b>	<b>66,67</b>	<b>67,47</b>	<b>67,27</b>
<b>Průměrná meziroční změna</b>	<b>2 068</b>	<b>-15 087</b>	<b>12 810</b>	<b>-90</b>	<b>373</b>	<b>496</b>

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>ZÁVAZKY Z OBCH. VZTAHŮ</b>						
Stav k 31.12.	22 617	23 097	23 587	24 087	24 599	25 121
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	50,00	50,00	50,00	50,00	50,00	50,00
Průměrná meziroční změna	470	480	490	501	511	522
<b>ZÁVAZKY K ZAMĚSTNANCŮM</b>						
Stav k 31.12.	2 398	2 446	2 495	2 544	2 595	2 647
Průměrná meziroční změna	47	48	49	50	51	52
<b>ZÁVAZKY ZE SOC. ZABEZPEČENÍ A ZDRAV. POJ.</b>						
Stav k 31.12.	815	832	848	865	882	900
Průměrná meziroční změna	16	16	17	17	17	18
<b>DOHADNÉ ÚČTY PASIVNÍ</b>						
Stav k 31.12.	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0
<b>ZÁVAZKY CELKEM</b>						
<b>Stav k 31.12.</b>	<b>30 329</b>	<b>30 874</b>	<b>31 429</b>	<b>31 997</b>	<b>32 576</b>	<b>33 168</b>
<b>Průměrná obrátka z nákladů (dny)</b>	<b>67,05</b>	<b>66,84</b>	<b>66,63</b>	<b>66,42</b>	<b>66,22</b>	<b>66,02</b>
<b>Průměrná meziroční změna</b>	<b>533</b>	<b>544</b>	<b>556</b>	<b>567</b>	<b>579</b>	<b>592</b>

#### 3.4.2.2.3. Zásoby

Analogicky s předchozím byly zásoby predikovány pro období plánu dle historické doby obratu z období 2015 a rovněž s přihlédnutím k plánu položky Provozní náklady pro období 2016-2025.

Tabulka – Plán Zásob Společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	2015	4/2016	2016	2017	2018	2019
Stav k 31.12.	3 636	7 393	3 932	4 027	4 123	4 206
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	6,51	70,77	7,00	7,00	7,00	7,00
<b>Průměrná meziroční změna</b>	<b>3 019</b>	<b>-3 757</b>	<b>3 461</b>	<b>-96</b>	<b>-96</b>	<b>-82</b>

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Stav k 31.12.	4 290	4 376	4 463	4 552	4 643	4 736
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
<b>Průměrná meziroční změna</b>	<b>-84</b>	<b>-86</b>	<b>-88</b>	<b>-89</b>	<b>-91</b>	<b>-93</b>

#### 3.4.2.2.4. Rezervy a OP

V návaznosti na předchozí informace i postup predikujeme jednotlivé položky změny stavu rezerv a OP pro období finančního plánu následovně:

Tabulka – Plán změny stavu rezerv a opravných položek (v tis. Kč)

OBDOBÍ	2015	4/2016	2016	2017	2018	2019
<b>REZERVY</b>						
Stav k 31.12.	563	1 229	1 229	1 229	1 229	1 229
Průměrná meziroční změna	-66	666	0	0	0	0
<b>ZMĚNA STAVU OPR. POLOŽEK</b>						
Průměrná meziroční změna		0	0	0	0	0

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>REZERVY</b>						
Stav k 31.12.	1 229	1 229	1 229	1 229	1 229	1 229
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0
<b>ZMĚNA STAVU OPR. POLOŽEK</b>						
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0

#### 3.4.2.2.5. Časové rozlišení aktivní a pasivní

Hodnoty položek Časové rozlišení aktivní a pasivní ponecháváme pro období finančního plánu 2016-2025 ve výši k 30.4.2016. Jejich vliv na změnu provozního cash flow je tudíž nulový.

#### 3.4.2.2.6. Provozní hotovost

Změna provozní hotovosti promítající v rámci provozního Cash flow období 2016-2025 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, tedy následovně:

Tabulka – Provozní hotovost (v tis. Kč, v %)

OBDOBÍ	2015	4/2016	2016	2017	2018	2019
Krátkodobý finanční majetek	16 581	8 118	7 833	15 346	23 609	32 429
Krátkodobé závazky - provozní	31 295	21 522	29 018	28 928	29 300	29 796
Krátkodobé závazky - neprovozní	0	5 314	0	0	0	0

OBDOBÍ	2015	4/2016	2016	2017	2018	2019
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0
Peněžní likvidita	53%	30,25%	27%	53%	81%	109%
Optimální peněžní likvidita	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Provozní hotovost	6 259	5 367	5 804	5 786	5 860	5 959
<b>Průměrná meziroční změna</b>	<b>414</b>	<b>-892</b>	<b>-436</b>	<b>18</b>	<b>-75</b>	<b>-99</b>
NEPROVOZNÍ HOTOVOST	10 322	2 751	2 029	9 561	17 748	26 470

Tabulka – Provozní hotovost (v tis. Kč, v %)

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Krátkodobý finanční majetek	41 443	50 509	59 623	68 786	77 884	87 012
Krátkodobé závazky - provozní	30 329	30 874	31 429	31 997	32 576	33 168
Krátkodobé závazky - neprovozní	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0
Peněžní likvidita	137%	164%	190%	215%	239%	262%
Optimální peněžní likvidita	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Provozní hotovost	6 066	6 175	6 286	6 399	6 515	6 634
<b>Průměrná meziroční změna</b>	<b>-107</b>	<b>-109</b>	<b>-111</b>	<b>-113</b>	<b>-116</b>	<b>-118</b>
NEPROVOZNÍ HOTOVOST	35 377	44 334	53 337	62 387	71 369	80 378

Z dat je patrné, že za optimální míru provozní peněžní likvidity považujeme hodnotu 20%, což je dle našeho i dle názoru odborné veřejnosti dostatečná finanční rezerva na pokrytí krátkodobých závazků.

#### 3.4.2.2.7. Změna pracovního kapitálu – závěrečné shrnutí

Na základě výše uvedeného plánujeme celkový pohyb pracovního kapitálu promítající se do období finančního plánu 2016-2025 tedy následovně:

Tabulka – Celkový pohyb pracovního kapitálu (tis. Kč)

OBDOBÍ	4/2016	2017	2018	2019	2020
Zásoby (nárůst -/pokles +)	3 461	-96	-96	-82	-84
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	-21 977	-890	-890	-766	-781
Čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-436	18	-75	-99	-107
Investice do pracovního kapitálu (materiál)					
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	0	0	0	0	0
Závazky (nárůst +/pokles -)	12 810	-90	373	496	533
z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)	1 052	-237	266	46	47
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
<b>POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)</b>	<b>-6 142</b>	<b>-1 059</b>	<b>-688</b>	<b>-451</b>	<b>-439</b>

Tabulka – Celkový pohyb pracovního kapitálu (tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Zásoby (nárůst -/pokles +)	-86	-88	-89	-91	-93
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	-797	-813	-829	-845	-862
Čas. rozlišené aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-109	-111	-113	-116	-118
Investice do pracovního kapitálu (materiál)					
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	0	0	0	0	0
Závazky (nárůst +/pokles -)	544	556	567	579	592
z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)	48	49	50	51	52
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
<b>POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)</b>	<b>-447</b>	<b>-456</b>	<b>-464</b>	<b>-473</b>	<b>-482</b>

### 3.4.2.3. Investice a odpisy

V tabulce níže uvádíme nejprve historickou výši investic i účetních odpisů Společnosti, vycházející z jejich historických finančních výkazů za období 2011-2015:

Tabulka – Investice a účetní odpisy Společnosti 2011-2015 (tis. Kč)

OBDOBÍ	2011	2012	2013	2014	2015
DNM celkem	0	0	0	0	0
Odepisovaný DNM	0	0	0	0	0
DHM celkem	26 660	23 105	24 060	28 267	28 983
neodepisovaný DHM majetek (pozemky)	427	427	419	419	419
Odepisovaný DHM	26 233	22 678	23 641	27 848	28 564
Odepisovaný majetek celkem	26 233	22 678	23 641	27 848	28 564
<b>Investice</b>	-	<b>1 678</b>	<b>6 550</b>	<b>9 625</b>	<b>6 390</b>
účetní odpisy v T/ Odepisovaný majetek v čase T-1	-	20%	25%	23%	20%
<b>účetní odpisy</b>	<b>5 479</b>	<b>5 233</b>	<b>5 587</b>	<b>5 418</b>	<b>5 674</b>

Z dat uvedených výše je patrné, následující:

- Průměrná výše investic Společnosti za období 2012-2015 činí 6 061 tis. Kč
- Průměrná výše účetních odpisů Společnosti za období 2012-2015 činí 5 478 tis. Kč

Následně predikujeme dle disponibilních podkladů a informací poskytnutých zástupci Společnosti výši investic i účetních odpisů Společnosti pro období 2016-2025:

Tabulka – Investice a účetní odpisy Společnosti 2016-2020 (tis. Kč)

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020
DNM celkem	0	0	0	0	0
Odepisovaný DNM	0	0	0	0	0
DHM celkem	28 781	29 138	29 363	29 656	30 252
neodepisovaný DHM majetek (pozemky)	419	419	419	419	419
Odepisovaný DHM	28 362	28 719	28 944	29 237	29 833
Odepisovaný majetek celkem	28 362	28 719	28 944	29 237	29 833
<b>Investice</b>	<b>6 000</b>	<b>6 120</b>	<b>6 242</b>	<b>6 367</b>	<b>6 495</b>
účetní odpisy v T/ Odepisovaný majetek v čase T-1	22%	20%	21%	21%	20%
<b>účetní odpisy</b>	<b>6 182</b>	<b>5 742</b>	<b>5 996</b>	<b>6 054</b>	<b>5 877</b>

Tabulka – Investice a účetní odpisy Společnosti 2021-2025 (tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
DNM celkem	0	0	0	0	0
Odepisovaný DNM	0	0	0	0	0
DHM celkem	31 382	32 430	33 327	34 069	35 118
neodepisovaný DHM majetek (pozemky)	419	419	419	419	419
Odepisovaný DHM	30 963	32 011	32 908	33 650	34 699
Odepisovaný majetek celkem	30 963	32 011	32 908	33 650	34 699
<b>Investice</b>	<b>6 624</b>	<b>6 757</b>	<b>6 892</b>	<b>7 030</b>	<b>7 171</b>
účetní odpisy v T/ Odepisovaný majetek v čase T-1	18%	18%	19%	19%	18%
<b>účetní odpisy</b>	<b>5 473</b>	<b>5 686</b>	<b>5 972</b>	<b>6 264</b>	<b>6 098</b>

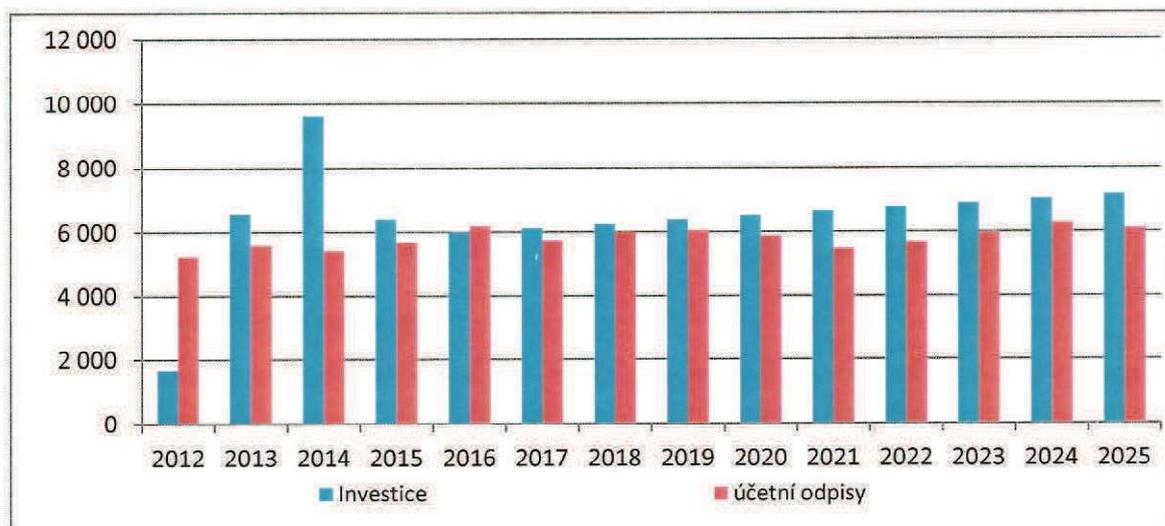
Z dat uvedených výše je patrné, následující:

- Průměrná výše investic Společnosti za období 2016-2025 činí 6 570 tis. Kč
- Průměrná výše účetních odpisů Společnosti za období 2016-2025 činí 5 934 tis. Kč
- Průměrný nárůst hodnoty majetku za období plánu je 2,62% ročně.

Účetní a daňové odpisy ze stávajícího majetku jsou kalkulovány ve skutečné výši, dle plánu účetních a daňových odpisů. Účetní a daňové odpisy z nového majetku jsou harmonizovány na stejnou dobu.

Graficky lze výše uvedené predikce pro období finančního plánu v návaznosti na historicky dosažené hodnoty zobrazit následujícím způsobem:

Graf – Historie i Plán investic a odpisů Společnosti (tis. Kč)



Provedeme-li srovnání výše investic i účetních odpisů za celé historicky sledované i plánované období 2012-2025, lze konstatovat, že **průměrná výše investic je pro období 2012-2025 v podstatě ekvivalentní průměrné výši účetních odpisů**, neboť výš průměrných dosahuje cca 90% výše průměrných účetních odpisů za dané období.

V návaznosti na historická data pro období 2011-2015 považujeme plán investic a souvisejících účetních odpisů pro období 2016-2025 z dlouhodobého hlediska za vyvážený, splňující předpoklady „going concern“ principu, resp. principu nepřetržitého fungování podniku.

### 3.4.2.4. Způsob financování

Společnost k datu ocenění eviduje úročené cizí zdroje (dlouhodobý závazek za společností v rámci koncernu) v celkové výši 10 740 tis. Kč, jež jsou úročeny dle sazby 3M PRIBOR+0,70%. Tento závazek je splatný v roce 2016.

Celkové úročené cizí zdroje tedy predikujeme pro období finančního plánu následovně:

Tabulka – Vývoj tržního zadlužení Společnosti (% , tis. Kč)

OBDOBÍ	4/2016	2017	2018	2019	2020
Celkové úročené cizí zdroje na počátku období	10 740	0	0	0	0
Nákladové úroky	15	0	0	0	0
Tržní hodnota vlastního kapitálu	130 807	140 350	141 038	141 108	140 650
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	7,59%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady na cizí zdroje	1,09%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Tabulka – Vývoj tržního zadlužení Společnosti (% , tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Celkové úročené cizí zdroje na počátku období	0	0	0	0	0
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Tržní hodnota vlastního kapitálu	139 978	140 618	141 256	141 890	142 636
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady na cizí zdroje	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Pro období perpetuity (tj. po roce 2025) predikujeme zadlužení Společnosti na úrovni tržního zadlužení dle metody analogie podle relevantních společností působících ve stejném odvětví v rámci evropského regionu, což dle poměru D/E 92,63% přepočteného na poměr cizích a celkových zdrojů činí 48,09%.

Výši nákladů na úročené cizí zdroje predikujeme pro období finančního plánu 2016–2025 v souladu se stávajícími parametry zadlužení, pro období perpetuity pak ve výši tzv. syntetického ratingu (viz např. stránky prof. Damodarana [www.stern.nyu.edu/~adamodar](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar)), která bere v úvahu poměr provozního hospodářského výsledku k nákladům na cizí zdroje. Pomocí tohoto poměru je stanoven syntetický rating (AAA v tomto případě) a následně přes rizikovou přírážku k bezrizikové míře výnosnosti jsou stanoveny předpokládané náklady na cizí zdroje, které činí 3,07% p.a.

### 3.4.2.5. Pokračující hodnota

Jak již bylo uvedeno výše, jako základní metodu ocenění Společnosti jsme zvolili metodu diskontovaného cash-flow (DCF), zohledňující především hodnotu budoucích peněžních toků z provozní činnosti Společnost a to v období finančního plánu i perpetuity.

Míru růstu pro období perpetuity, tj. po roce 2025 plánujeme míru růstu Společnosti s ohledem na vzdálenost časového horizontu od data ocenění ve výši dlouhodobě očekávané výše inflace, tj. 2% p.a.

Při kalkulaci CF do perpetuity jsme použili základní přístup:

- dle rentability investovaného kapitálu ekvivalentní WACC

Pro výpočet CF v perpetuitě platí tedy vztah:

$$CF_{2025} = [Upravený\ EBIT * (1 - \text{daň. sazba}) - NI] * (1 + \text{míra růstu}) \text{ kde,}$$

- Upravený EBIT – je upravený provozní hospodářský výsledek 2025

- Daň. sazba – je plánovaná daň sazba v roce 2025
- NI („net investments“), resp. čisté investice, nad úroveň investic obnovovacích ve výši odpisů

NI, resp. net investments (čisté investice) jsou pro období perpetuity kalkulovány v závislosti na parametrech uvedených níže:

- Rentabilita investic (pro období perpetuity uvažována ve výši očekávané minimální požadované výše nákladů na celkový kapitál Společnosti)
- Míra růstu v období perpetuity

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

$$NI = [13\,019 * (1 - 0,19)] * (0,02/0,075)$$

$$NI = 2\,812 \text{ tis. Kč}$$

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

$$CF \text{ do perpetuity} = [\text{Upravený EBIT} * (1 - \text{daň. sazba}) - NI] * (1 + \text{míra růstu})$$

$$CF \text{ do perpetuity} = [13\,019 * (1 - 0,19) - 2\,812] * (1 + 0,02)$$

$$CF \text{ do perpetuity} = 10\,349 \text{ tis. Kč}$$

**Pro Období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu CF provozní každoročně ve výši 7 888 tis. Kč.**

### 3.4.2.6. Finanční analýza finančního plánu

V rámci následující kapitoly je provedena finanční analýza finančního plánu Společnosti a to za období 2016-2025:

Tabulka – Finanční analýza finančního plánu (% , dny)

OBDOBÍ	4/2016	2017	2018	2019	2020
Rentabilita vlastního kapitálu	29,5%	15,8%	14,0%	12,6%	11,5%
Rentabilita celkového kapitálu	19,0%	10,6%	9,7%	9,1%	8,7%
Produkční síla (Rentabilita aktiv)	19,3%	10,9%	10,1%	9,4%	8,8%
Rentabilita tržeb	9,5%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%
Kvóta vlastního kapitálu	65,4%	69,1%	71,8%	74,1%	76,0%
Úrokové zatížení (Úrokové krytí)	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Míra úplatného cizího kapitálu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Peněžní likvidita	0,13	0,35	0,58	0,83	1,07
Pohotová likvidita	1,20	1,45	1,70	1,95	2,20
Celková likvidita	1,32	1,57	1,82	2,07	2,32
Celkový obrat [tis. Kč]	192 464	210 000	215 000	219 300	223 686
Doba obratu celkových aktiv [dny]	143,8	147,2	159,9	173,3	187,0
Doba obratu zásob [dny]	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Doba inkasa pohledávek [dny]	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
Doba úhrady závazků [dny]	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0

Pozn: pro účely dané analýzy Celkový obrat = Tržby za zboží+Tržby za vl. výroby a služby

Tabulka – Finanční analýza finančního plánu (% , dny)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Rentabilita vlastního kapitálu	10,8%	9,7%	8,8%	8,0%	7,6%
Rentabilita celkového kapitálu	8,4%	7,7%	7,0%	6,4%	6,2%
Produkční síla (Rentabilita aktiv)	8,4%	7,7%	7,0%	6,5%	6,2%
Rentabilita tržeb	5,8%	5,6%	5,5%	5,3%	5,3%
Kvóta vlastního kapitálu	77,6%	79,0%	80,2%	81,2%	82,1%
Úrokové zatížení (Úrokové krytí)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Míra úplatného cizího kapitálu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Peněžní likvidita	1,30	1,53	1,75	1,97	2,17
Pohotová likvidita	2,44	2,67	2,90	3,11	3,33
Celková likvidita	2,56	2,79	3,02	3,24	3,45
Celkový obrat [tis. Kč]	228 160	232 723	237 377	242 125	246 967
Doba obratu celkových aktiv [dny]	201,1	214,5	227,1	238,9	250,7
Doba obratu zásob [dny]	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Doba inkasa pohledávek [dny]	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
Doba úhrady závazků [dny]	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0

Pozn: pro účely dané analýzy Celkový obrat = Tržby za zboží+Tržby za vl. výroby a služby

### 3.4.2.7. 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.

#### 3.4.2.7.1. 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

##### 3.4.2.7.1.1. Bezriziková sazba

V dubnu 2016 činila průměrná výnosnost dlouhodobých dluhopisů České republiky se splatností 10 let hodnotu 0,36% p.a. pro prodej (zdroj: www.patria.cz). Vzhledem k dalšímu postupu při stanovení očekávané hodnoty diskontu jsme se rozhodli uplatnit jako sazbu bezrizikové výnosnosti pro prvních 10 let plánu hodnotu **0,36% p.a.**

Průměrná výnosnost dlouhodobých dluhopisů České republiky se splatností v r. 2057 (42 let) pak činila hodnotu 1,71% p.a. pro prodej.

Tabulka – Sazba dluhopisů České republiky

Název	Měna	Cena		Y-T-M	
		Nákup	Prodej	Nákup	Prodej
ST. DLUHOP. 0,50/16	CZK	100,1	100,29	0,16	-0,482
ST. DLUHOP. VAR/16	CZK	100,15	100,4	0,087	-0,367
ST. DLUHOP. 4,00/17	CZK	104,03	104,32	-0,04	-0,318
ST. DLUHOP. VAR/17	CZK	101,6	102,04	-0,02	-0,354
ST. DLUHOP. 0,00/17	CZK	100,04	100,3	-0,025	-0,19
ST. DLUHOP. 0,00/18	CZK	100	100,35	0	-0,196
ST. DLUHOP. 0,85/18	CZK	101,73	101,96	-0,046	-0,164
ST. DLUHOP. 4,60/18	CZK	110,83	111,2	-0,008	-0,153
ST. DLUHOP. 5,00/19	CZK	114,91	115,4	0,023	-0,125
ST. DLUHOP. 0,00/19	CZK	100,03	100,43	-0,009	-0,131
ST. DLUHOP. 1,50/19	CZK	105,31	105,77	0,003	-0,122
ST. DLUHOP. 3,75/20	CZK	116,37	117,06	0,04	-0,102
ST. DLUHOP. VAR/20	CZK	100,32	100,65	-0,008	-0,077
ST. DLUHOP. 3,85/21	CZK	120,64	121,24	0,065	-0,033
ST. DLUHOP. 4,70/22	CZK	129,35	130,16	0,108	0
ST. DLUHOP. VAR/23	CZK	107,57	108,05	0,035	-0,029
ST. DLUHOP. 0,45/23	CZK	101,65	102,3	0,229	0,143
ST. DLUHOP. 5,70/24	CZK	143,85	144,6	0,24	0,165
ST. DLUHOP. 2,40/25	CZK	118,4	119,25	0,407	0,324
ST. DLUHOP. 1,00/26	CZK	105,7	106,43	0,428	0,357
ST. DLUHOP. VAR/27	CZK	102,4	103	0,055	0,005
ST. DLUHOP. 2,50/28	CZK	122,03	123,03	0,642	0,567
ST. DLUHOP. 0,95/30	CZK	101,95	102,75	0,803	0,744
ST. DLUHOP. 4,20/36	CZK	156,17	157,89	1,133	1,062
ST. DLUHOP. 4,85/57	CZK	184,31	192,85	1,9	1,712

Zdroj: [www.patria.cz](http://www.patria.cz)

Vzhledem k délce období finančního plánu a rovněž k aktuální výši sazeb vládních dluhopisů (nízké v porovnání s minulostí) i s ohledem na stávající odbornou literaturu aplikujeme při kalkulaci bezrizikové sazby metodiku prof. Wengera (viz literatura Mařík, M. a kolektiv: *Metody oceňování podniku pro pokročilé*, Ekopress, Praha 2011), jež doporučuje pro prvních 10 let finančního plánu aplikaci aktuální výnosnosti 10ti letých vládních dluhopisů (viz výše), následně pak pro období perpetuity aplikaci kalkulace sazby bezrizikové výnosnosti dle kalkulace prof. Wengera. Kalkulace bezrizikové výnosnosti tak pro období perpetuity vychází z komparace aktuální výnosnosti 10-ti letých vládních dluhopisů a aktuální výnosnosti vládních dluhopisů s nejdelší splatností, v daném případě se splatností v roce 2057. Její výsledná hodnota aplikovatelná pro období perpetuity činí **2,32% p.a.**

#### 3.4.2.7.1.2. Koeficient $\beta$

Koeficient beta je stanoven metodou analogie podle relevantních společností působících ve stejném odvětví v rámci evropského regionu. Jedná se o odvětví „Engineering/Construction“, které se nám jeví jako nejbližší obory, ve kterých působí oceňovaná společnost a taktéž se jedná o odvětví, ve kterém je přímo zařazena mateřská společnost COLAS S.A.. Nezařazená beta je tedy pro účel výpočtu diskontu Společnosti kalkulována ve výši průměrné hodnoty s těchto odvětví **0,69**.

Tabulka - Stanovení beta metodou analogie

Odvětví	Počet firem	Beta	D/E poměr	Nezadlužená beta
Engineering/Construction	169	1,23	92,63%	0,69

Zdroj: [www.stern.nyu.edu/~adamodar](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar)

#### 3.4.2.7.1.3. Riziková prémie pro vyspělé trhy

Výše rizikové prémie, resp. přírážky za tržní riziko, by měla vyjádřit výnosové ocenění rizikivosti 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 prémie ovšem není možný. Proto volíme metodu, která je v těchto situacích obvyklá a odhad budoucí prémie 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 1928-2015 ([www.damodaran.com](http://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. Nicméně s ohledem na informace uvedené v rámci aktuální odborné literatury připadá do úvahy rovněž průměr geometrický, proto jej při kalkulaci přírážky za tržní riziko bereme rovněž do úvahy.

Tabulka – Kalkulace rizikové prémie geometrickým průměrem

OBDOBÍ	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Prémie za riziko trhu (Stocks - T.Bonds)
<b>1928-2015</b>	<b>9,50%</b>	<b>3,45%</b>	<b>4,96%</b>	<b>4,54%</b>
1961-2015	9,61%	4,92%	6,71%	2,90%
2001-2015	7,25%	1,14%	4,71%	2,53%

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

Tabulka – Kalkulace rizikové prémie aritmetickým průměrem

OBDOBÍ	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Prémie za riziko trhu (Stocks - T.Bonds)
<b>1928-2015</b>	<b>11,41%</b>	<b>3,49%</b>	<b>5,23%</b>	<b>6,18%</b>
1961-2015	11,01%	4,97%	7,12%	3,89%
2001-2015	9,03%	1,16%	5,16%	3,88%

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

Pro účely kalkulace diskontu v rámci ocenění metodou DCF uvažujeme výši prémie za tržní riziko společnosti kalkulované mediánem mezi aritmetickým a geometrickým průměrem za období 1928-2015, tedy ve výši **5,36% p.a.**

#### 3.4.2.7.1.4. Přirážka za riziko země

Pokud se použije pro kalkulaci diskontní míry zahraniční bezrizikové výnosnosti a dále zahraniční výnosnosti tržního indexu, je nutné dále zohlednit přirážku za riziko dané země (viz např. Mařík M. - Diskontní míra v oceňování). Tato přirážka 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 přirážka vychází z ratingu dané země a z volatility výnosnosti akciového a dluhopisového trhu.

Dle námi zjištěných informací činí aktuální hodnota přirážky pro Českou republiku **1,05 % p.a.**

#### 3.4.2.7.1.5. Prémie za velikost a tržní kapitalizaci

Prémie za riziko propočítává např. společnost Ibbotson Associates ve své publikaci 2012 Valuation Yearbook, která obsahuje část týkající se prémie za velikost v členění podniků dle jejich velikosti (tržní kapitalizace). Analogicky nicméně s aktuálnějšími daty je kalkulována výše přirážky za tržní kapitalizaci v rámci publikace „2015 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital“.

S ohledem na velikost společnosti, která se Společností tvoří koncern (společnost COLAS S.A., jejíž aktuální tržní kapitalizace činí 4 388 mil.EUR<sup>1</sup>), subjekt řadíme mezi podniky s mikrokapitalizací, a proto lze pro období 2016 a následující období připočítat premii za velikost a tržní kapitalizaci v hodnotě **1,07 % p.a.**

Tabulka – Kalkulace přirážky za tržní kapitalizaci

Decil	Tržní kapitalizace nejmenších společností (v mil. \$)	Tržní kapitalizace největších společností (v mil. \$)	Přirážka za tržní kapitalizaci
<b>střední kapitalizace</b>	<b>2 552,441</b>	<b>10 105,622</b>	<b>1,07%</b>
nízká kapitalizace	549,056	2 542,913	1,80%
mikro kapitalizace	3,037	548,839	3,74%

Zdroj: 2015 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital

#### 3.4.2.7.1.6. 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.

<sup>1</sup> ZDROJ: <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=COLP.PA>

S ohledem na vysoce růstový předpoklad prvních let plánu a také s ohledem na skutečnost, že v roce 2020 končí programové období strukturálního dotačního programu EU, a není zřejmé, jaké budou další podmínky programu, stanovujeme od roku 2021 přírážku za specifické riziko **1% p.a.** po celou další dobu plánu a perpetuity.

#### 3.4.2.7.1.7. Výsledná kalkulace nákladů vlastního kapitálu

Zjištěné hodnoty mohou tedy být dosaženy do vzorce:

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

Výslednou kalkulaci diskontního faktoru (WACC) uvádíme v části 3.4.2.7.3 Průměrné vážené náklady kapitálu - WACC.

#### 3.4.2.7.2. Diskontní míra – náklady cizích zdrojů

Náklady na cizí zdroje jsme stanovili dle obdržených informací ve výši sjednaných úrokových sazbách a na základě syntetického ratingu. Blíže popis úročených cizích zdrojů je uveden v kapitole 3.4.2.4 Způsob financování.

#### 3.4.2.7.3. 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 dosažení zjistíme, že vstupní hodnota váženého průměru nákladu kapitálu činí:

Tabulka - Diskontní faktor pro období plánu a perpetuity

OBDOBÍ	4/2016	2017	2018	2019	2020	2021
Bezriziková sazba	0,36%	0,36%	0,36%	0,36%	0,36%	0,36%
Nezadlužená beta	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
Přírážka za tržní riziko	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%
Přírážka za riziko země	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Přírážka za tržní kapitalizaci	1,07%	1,07%	1,07%	1,07%	1,07%	1,07%
Přírážka za specifická rizika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,00%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	7,59%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročení cizí zdroje	1,09%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady na vlastní zdroje	6,15%	5,86%	5,86%	5,86%	5,86%	6,86%
<b>WACC</b>	<b>5,75%</b>	<b>5,86%</b>	<b>5,86%</b>	<b>5,86%</b>	<b>5,86%</b>	<b>6,86%</b>

Tabulka - Diskontní faktor pro období plánu a perpetuity

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	Perpetuita
Bezriziková sazba	0,36%	0,36%	0,36%	0,36%	2,32%
Nezadlužená beta	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
Přírážka za tržní riziko	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%
Přírážka za riziko země	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Přírážka za tržní kapitalizaci	1,07%	1,07%	1,07%	1,07%	1,07%
Přírážka za specifická rizika	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	48,09%

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	Perpetuita
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročení cizí zdroje	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,07%
Náklady na vlastní zdroje	6,86%	6,86%	6,86%	6,86%	12,14%
<b>WACC</b>	<b>6,86%</b>	<b>6,86%</b>	<b>6,86%</b>	<b>6,86%</b>	<b>7,50%</b>

### 3.4.2.8. Projekce cash flow

Finanční plán společnosti se odráží v celkovém cash-flow. Výchozí pro výpočet je projekce provozního zisku, jež byla uvedena v rámci předchozích kapitol 3.4.2.1 Finanční plán a v rámci následujících kapitol.

V roce 2016 je uplatněna daňová ztráta minulých let ve výši – 10 686 tis.Kč a o tuto částku je snížen základ daně pro výpočet daně z příjmu pro rok 2016. Tato skutečnost je ověřena u pověřených pracovníků Společnosti.

Projekce Cash flow z provozu pro období finančního plánu 2016-2025 je uvedena níže:

Tabulka - Projekce Cash flow z provozu (tis. Kč)

OBDOBÍ	4/2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Provozní zisk před zdaněním a úroky	18 095	11 400	11 726	12 033	12 384	18 095	11 400	11 726	12 033	12 384
Celkový daňový předpis (-)	-249	-2 453	-2 625	-2 568	-2 442	-249	-2 453	-2 625	-2 568	-2 442
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-3	0	0	0	0	-3	0	0	0	0
Prodaný dlouhodobý majetek	20	20	21	21	22	20	20	21	21	22
Odpisy	4 309	5 742	5 996	6 054	5 877	4 309	5 742	5 996	6 054	5 877
<b>PROVOZNÍ PŘÍJEM</b>	<b>22 172</b>	<b>14 710</b>	<b>15 118</b>	<b>15 540</b>	<b>15 841</b>	<b>22 172</b>	<b>14 710</b>	<b>15 118</b>	<b>15 540</b>	<b>15 841</b>
<b>INVESTICE (-)</b>	<b>-6 000</b>	<b>-6 120</b>	<b>-6 242</b>	<b>-6 367</b>	<b>-6 495</b>	<b>-6 000</b>	<b>-6 120</b>	<b>-6 242</b>	<b>-6 367</b>	<b>-6 495</b>
Zásoby (nárůst -/pokles +)	3 461	-96	-96	-82	-84	3 461	-96	-96	-82	-84
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	-21 977	-890	-890	-766	-781	-21 977	-890	-890	-766	-781
Čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-436	18	-75	-99	-107	-436	18	-75	-99	-107
Závazky (nárůst +/pokles -)	12 810	-90	373	496	533	12 810	-90	373	496	533
z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)	1 052	-237	266	46	47	1 052	-237	266	46	47
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)</b>	<b>-6 142</b>	<b>-1 059</b>	<b>-688</b>	<b>-451</b>	<b>-439</b>	<b>-6 142</b>	<b>-1 059</b>	<b>-688</b>	<b>-451</b>	<b>-439</b>
<b>PROVOZNÍ CASH-FLOW</b>	<b>10 030</b>	<b>7 531</b>	<b>8 188</b>	<b>8 722</b>	<b>8 907</b>	<b>10 030</b>	<b>7 531</b>	<b>8 188</b>	<b>8 722</b>	<b>8 907</b>

Níže je uvedena v návaznosti na projekci jednotlivých položek Cash flow z provozu projekce jednotlivých položek rozvahy Společnosti a to rovněž pro období finančního plánu 2016-2025:

Tabulka – Projekce Rozvahy (tis. Kč)

OBDOBÍ	4/2016	2016	2017	2018	2019	2020
<b>FIXNÍ AKTIVA</b>	<b>27 110</b>	<b>28 781</b>	<b>29 138</b>	<b>29 363</b>	<b>29 656</b>	<b>30 252</b>

OBDOBÍ	4/2016	2016	2017	2018	2019	2020
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	27 110	28 781	29 138	29 363	29 656	30 252
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>32 220</b>	<b>50 450</b>	<b>58 950</b>	<b>68 198</b>	<b>77 868</b>	<b>87 747</b>
Zásoby	7 393	3 932	4 027	4 123	4 206	4 290
Dlouhodobé pohledávky	1 779	1 779	1 779	1 779	1 779	1 779
Krátkodobé pohledávky	14 930	36 907	37 797	38 688	39 453	40 234
Hotovost	8 118	7 833	15 346	23 609	32 429	41 443
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ AKTIVNÍ</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>59 358</b>	<b>79 259</b>	<b>88 116</b>	<b>97 590</b>	<b>107 551</b>	<b>118 027</b>
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>35 185</b>	<b>53 016</b>	<b>61 963</b>	<b>71 064</b>	<b>80 530</b>	<b>90 472</b>
Základní kapitál	18 390	18 390	18 390	18 390	18 390	18 390
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
Zákonný rezervní fond	3 678	3 678	3 678	3 678	3 678	3 678
Zisk/ztráta	1 552	19 383	28 330	37 431	46 897	56 839
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	<b>24 173</b>	<b>26 243</b>	<b>26 153</b>	<b>26 525</b>	<b>27 021</b>	<b>27 554</b>
Rezervy	1 229	1 229	1 229	1 229	1 229	1 229
Dlouhodobé závazky	1 422	1 422	1 422	1 422	1 422	1 422
Krátkodobé závazky	21 522	23 592	23 502	23 874	24 370	24 903
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ PASIVNÍ</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>59 358</b>	<b>79 259</b>	<b>88 116</b>	<b>97 590</b>	<b>107 551</b>	<b>118 027</b>

Pro následující období finančního plánu predikujeme jednotlivé položky rozvahy následujícím způsobem:

Tabulka – Projekce Rozvahy (tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
<b>FIXNÍ AKTIVA</b>	<b>31 382</b>	<b>32 430</b>	<b>33 327</b>	<b>34 069</b>	<b>35 118</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	31 382	32 430	33 327	34 069	35 118
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>97 694</b>	<b>107 709</b>	<b>117 790</b>	<b>127 824</b>	<b>137 908</b>
Zásoby	4 376	4 463	4 552	4 643	4 736
Dlouhodobé pohledávky	1 779	1 779	1 779	1 779	1 779
Krátkodobé pohledávky	41 031	41 844	42 673	43 518	44 380
Hotovost	50 509	59 623	68 786	77 884	87 012
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ AKTIVNÍ</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
<b>AKTIVA CELKEM</b>	129 104	140 167	151 146	161 922	173 053
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	101 005	111 513	121 924	132 120	142 660
Základní kapitál	18 390	18 390	18 390	18 390	18 390
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Zákonný rezervní fond	3 678	3 678	3 678	3 678	3 678
Zisk/ztráta	67 372	77 880	88 291	98 487	109 027
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	28 099	28 654	29 222	29 801	30 393
Rezervy	1 229	1 229	1 229	1 229	1 229
Dlouhodobé závazky	1 422	1 422	1 422	1 422	1 422
Krátkodobé závazky	25 448	26 003	26 571	27 150	27 742
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ PASIVNÍ</b>	0	0	0	0	0
<b>PASIVA CELKEM</b>	129 104	140 167	151 146	161 922	173 053

### 3.4.3. Výsledný propoččet výnosové metody ocenění

#### 3.4.3.1. 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 ..... 144 839 tis. Kč

**Celková hodnota provozního a perpetuitního efektu k datu ocenění tedy činí 144 839 tis. Kč.**

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

##### 3.4.3.2.1. Volná hotovost

Společnost Silnice Horšovský Týn a. s. eviduje k 30.4.2016 položku Krátkodobý finanční majetek ve výši 8 118 tis. Kč. Peněžní likvidita k datu ocenění činí 30,25%. Dle našeho názoru lze konstatovat, že Společnost k 30.4.2016 disponuje neprovozní (přebytečnou) hotovostí, nad úroveň hotovosti odpovídající 20% peněžní likvidity (L1).

Vliv vývoje provozní hotovosti na provozní CF je rovněž nedílnou součástí plánování pracovního kapitálu, a to v rámci subkapitoly 3.4.2.2.6 Provozní hotovost.

Neprovozní hotovost ..... 2 751 tis. Kč

**Celková hodnota volné hotovosti k datu ocenění tedy činí 2 751 tis. Kč.**

##### 3.4.3.2.2. Neprovozní či úročené odečitatelné cizí zdroje

Společnost Silnice Horšovský Týn a. s. eviduje k 30.4.2016 neprovozní úročené závazky ve výši 10 740 tis. Kč.

Dále Společnost eviduje závazek ve výši – 5 426 tis.Kč. K této položce nám bylo pověřenými osobami Společnosti poskytnuto následující vyjádření:

- „Byly vyplaceny dividendy majoritnímu akcionáři COLAS SA, ale vzhledem ke skutečnosti, že Společnost má i minoritní akcionáře a neproběhla valná hromada, tak nebylo zaúčtováno rozdělení zisku, protože prozatím nebylo schváleno, čili v účetnictví chybí předpis závazku, proto je na závazcích částka s mínusem, protože je odúčtován závazek, který nebyl předepsán.“

Na základě výše uvedeného konstatujeme, že se jedná de facto o neprovozní pohledávku, o kterou bude snížena nominální hodnota neprovozních závazků a to do výše 5 426 tis.Kč.

K datu ocenění eviduje Společnost rovněž položku Odložený daňový závazek a to v účetní výši 1 422 tis. Kč. S ohledem na její 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	4/2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1/10 ODZ	142	142	142	142	142	142	142	142	142	142
diskont	5,75%	5,86%	5,86%	5,86%	5,86%	6,86%	6,86%	6,86%	6,86%	6,86%
<b>NPV</b>	<b>1 043</b>	<b>961</b>	<b>875</b>	<b>784</b>	<b>687</b>	<b>585</b>	<b>483</b>	<b>374</b>	<b>258</b>	<b>133</b>

Společnost Silnice Horšovský Týn a. s. eviduje k 30.4.2016 položku Odložený daňový závazek po přecenění ve výši 1 043 tis. Kč.

Odložený daňový závazek .....1 043 tis. Kč

**Celková hodnota odečitatelných cizích zdrojů k datu ocenění tedy činí 6 357 tis. Kč.**

### 3.4.3.3. 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 .....144 839 tis. Kč

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

Neprovozní (volná) hotovost .....2 751 tis. Kč

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

Hodnota odečitatelných cizích zdrojů .....-6 357 tis. Kč

**Hodnota společnosti ..... 141 223 tis. Kč**

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

Tabulka – výnosové ocenění DCF (tis. Kč)

Rok	2021	2022	2023	2024	2025	Perpetuita
Cash-flow pro ocenění	8 956	9 003	9 050	8 982	9 010	7 888
Diskontní sazba	6,86%	6,86%	6,86%	6,86%	6,86%	5,50%
NPV	139 978	140 618	141 256	141 890	142 636	143 405

Tabulka – výnosové ocenění DCF (tis. Kč)

Rok	4/2016	2017	2018	2019	2020
Cash-flow pro ocenění	10 030	7 531	8 188	8 722	8 907
Diskontní sazba	5,75%	5,86%	5,86%	5,86%	5,86%
NPV	144 839	140 350	141 038	141 108	140 650
Hodnota dluhů	-6 357				
Neprovozní aktiva	0				
Volná hotovost	2 751				
<b>Hodnota podniku</b>	<b>141 233</b>				

**Hodnota čistého obchodního majetku, resp. jmění, společnosti Silnice Horšovský Týn a. s., stanovená výnosovou metodou DCF, činí ke dni ocenění, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, částku 141 223 tis. Kč.**

### 3.5. Majetkové ocenění na principu historických cen

Majetkové ocenění na principu historických cen stanovuje hodnotu čistého obchodního majetku dle účetní výše položky Vlastní kapitál Společnosti k datu ocenění, tj. k 30.4.2016. Účetní výše vlastního kapitálu činila dle rozvahy k 30.4.2016 hodnotu 35 185 tis. Kč, příslušná rozvaha Společnosti je nedílnou součástí příloh tohoto Posudku.

**Hodnota čistého obchodního majetku, resp. jmění, společnosti Silnice Horšovský Týn a. s., stanovená majetkovou metodou ocenění na principu historických cen, činí ke dni ocenění, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, částku 35 185 tis. Kč.**

### 3.6. Rekapitulace ocenění 100% jmění společnosti Silnice Horšovský Týn a. s.

Hodnotu jmění společnosti Silnice Horšovský Týn a. s. jsme stanovili následujícími metodami.

Tabulka – Přehled metod ocenění (tis. Kč)

metoda ocenění	ocenění jmění Společnosti (v tis. Kč)
Metoda komparace	30 638
<b>Výnosová metoda ocenění DCF</b>	<b>141 223</b>
Majetkové ocenění na principu hist. cen	35 185

V souladu s informacemi uvedenými v rámci předchozí kapitoly 3.2 Použitý způsob ocenění preferujeme výnosovou metodu ocenění (DCF Entity).

**Hodnotu jmění, resp. hodnotu 100% podílu vzhledem k celku na Společnosti stanovenou za účelem zjištění hodnoty za kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1000 Kč, emitované společností Silnice Horšovský Týn a. s., IČ 453 59 164, pro účely dražby, po přiměřeném zaokrouhlení zohledňujícím zvolenou metodu ocenění, stanovujeme celkem na částku 141 223 tis. Kč.**

### 3.7. Stanovení hodnoty akcií

Hodnotu 100% jmění Společnosti lze přepočítat na její akcie následovně:

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

počet kusů akcií	nominální hodnota akcie	nominální h. akcií celkem	tržní hodnota akcií celkem	tržní hodnota akcie
18 390	1 000	18 390 000	141 223 000	7 680

#### 3.7.1. Stanovení diskontů za minoritu a nelikviditu

U společností u nichž je předmětem ocenění pouze minoritní podíl, je vhodné jejich hodnotu dále korigovat diskontem, nebo v případě majoritního podílu naopak premií z hodnoty akcií stanovené znalcem. Tyto úpravy vhodněji zachycují dopad kontroly vlastnictví v konkrétní společnosti.

V praxi se jedná o případy, kdy ocenění hodnoty vlastního kapitálu společnost odpovídající 100% emitovaných akcií není hledaným výsledkem, neboť úkolem znalce je zjistit hodnotu vztahujícímu se ke konkrétnímu podstatně menšímu podílu, přičemž hodnota akcie je relativně nižší nebo vyšší než v rámci 100% balíku a neodpovídá tedy oproti základnímu předpokladu alikvotnímu podílu na vlastním kapitálu společnosti.

Diskonty a premie se tedy aplikují na základnu zjištěnou běžným výnosovým oceněním společnosti. Diskonty a premie aplikované dodatečně jen na určitý počet akcií zohledňují dodatečná rizika či užitek související s faktory nezohledněnými v celkovém ocenění, neboť se nevztahují k celku a působí tedy nerovnoměrně.

Výhody, nevýhody a rizika plynoucí ze stupně kontroly oceňovaných akcií nejsou zachycena přímo diskontní sazbou při ocenění výnosovou metodou diskontovaného cash-flow, neboť je nelze vztáhnout na podnik jako celek, resp. netýkají se celého balíku akcií. Dalo by se tedy říci, že se

jedná o specifickou přírážku aplikovatelnou pouze na vybraný objem akcií. Diskont za minoritu by tak měl odrážet sníženou atraktivnost akcií vzhledem k možnostem akcionáře kontrolovat a ovlivňovat podnik s daným objemem akcií v držení akcionáře. Jedná se ovšem v případě prodeje v dražbě o aspekt nezhodňující osobu kupujícího, jeho strategické záměry a případné synergické efekty, které by mu pořízení předmětných akcií přineslo.

Prémie za minoritu by měla odrážet atraktivitu akcií ve vztahu k:

- Legislativním podmínkám v ČR související s pravomocemi od určité hranice akciového podílu – dosáhne-li výše akciového podílu 3% (na základním kapitálu > 100 mil Kč) resp. 5% (< 100 mil Kč na základním kapitálu) má akcionář podle platného znění obchodního zákoníku možnost svolat valnou hromadu a navrhnout body jednání.
- Konkrétní akcionářské strukturu - za určitých okolností, kdy bude podnik bez majoritního akcionáře, se může i např. 10% akcií jevit jako majorita se kterou jsou spojeny výrazně vyšší rozhodovací pravomoci než kterými disponují ostatní akcionáři
- Počtu vydaných akcií a celkovém počtu oceňovaných akcií – při stejné hodnotě celku může být relativně snazší dosáhnout 3, nebo 5% hranici pro svolání valné hromady, bude – li hodnota rozložena na menší počet akcií, které si může akcionář obstarat na trhu relativně snáze, než bude-li tatáž hodnota rozdrobena na stovky akcií.

Prémie za minoritu by naopak neměla odrážet:

- Velikost obratu společnosti, neboť tato skutečnost je zohledněna již přímo v diskontní sazbě v podobě přírážky za velikost
- Dopad kurzových změn vzhledem k tomu že kalkulace často závisí na přepočtu do USD
- Synergické efekty konkrétního kupujícího – zde záleží na účelu ocenění a hladině hledaných hodnot, kterým by ocenění z pohledu konkrétním kupujícím bezesporu bylo

Majoritní podíl dává akcionáři možnost podílet se na kontrole společnosti, určovat dividendovou politiku, personální obsazení, a provádět strategické řízení společnosti. Vztah mezi přírážkou a srážkou s ohledem na oceňovaný objem akcií je následující:

Diskont za minoritu =  $(1 - 1 / (1 + \text{prémie za kontrolu}))$

V praxi bylo provedeno několik studií vycházejících z porovnání ceny akvizic kontrolních podílů s cenou menšinových podílů před provedením akvizice. Jednou z uvedených studií je Mergerstat Control Premium Study (poslední volně dostupná za rok 2012) zkoumající uskutečněné transakce např. v rozdělní na jednotlivá tržní odvětví. Bohužel studie vykazuje vyšší míru volatility premií a tudíž menší míru spolehlivosti. Např. pro oblast zemědělství a lesnictví, vychází z amerického trhu ze tří uskutečněných transakcí na přelomu roku 2011 a 2012 dvě z transakcí se zápornou premií a jednou s premií ve výši 295%. Podotýkáme, že ve věci diskontů za minoritu navíc nebyla provedena žádná česká studie, zohledňující odpovídajícím způsobem legislativní prostředí. Určité vodítko tedy dává kalkulace prof. A. Damodarana z Stern School of Business při New York University. Daný výpočet jsme přiměřeně a aplikovali na námi oceňovaný akciový podíl na Společnosti a tato hodnota byla dále upravena o faktické skutečnosti, které se vztahují k obecným specifikům a také právním aspektům tuzemského trhu.

**V návaznosti na velikost draženého podílu, jsme se rozhodli uplatnit diskont za minoritu ve výši 15%.**

Dále jsme se také rozhodli uplatnit diskontní srážku za nelikviditu, vzhledem ke skutečnosti, že předmětné akcie nejsou veřejně obchodované. Pro tento výpočet výhradně využíváme kalkulaci prof. A. Damodarana z Stern School of Business při New York University ([www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)). Po dosažení do vzorce, je výstup následující:

<b>Vstupy</b>	Hodnoty pro privátní společnost
Obrat (tis.Kč)	206 709
Kladný nebo záporný hospodářský výsledek ve sledovaném období	1
Hotovost/Hodnota Společnosti	9%
Veřejně obchodovaný objem/ Hodnota Společnosti	0%
<b>Výstup</b>	
<b>Diskont za nelikviditu</b>	<b>12,43%</b>

Podrobná kalkulace je uložena v archivu znaleckého ústavu Kreston A&CE Consulting, s.r.o.

Níže je uvedena hodnota předmětných akcií určených k dražbě po aplikaci diskontu za minoritu i nelikviditu:

Účetní hodnota VK ke dni ocenění (Kč)	35 185 000
Základní kapitál (Kč)	18 390 000
Výnosová hodnota podniku (Kč)	141 233 274
Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 1 000 Kč	7 680
Diskont za minoritu	15,00%
Diskont za nelikviditu	12,43%
<b>Hodnota jedné akcie o nominální hodnotě 1 000 Kč</b>	<b>5 573,00</b>

#### 4. ZÁVĚR

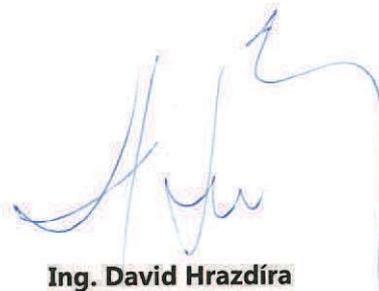
Jsme názoru, že při splnění všech uvedených předpokladů činí hodnota kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1000 Kč, emitované společností Silnice Horšovský Týn a. s., IČ 453 59 164, na základě hodnoty Společnosti zjištěné výnosovou metodou, po zaokrouhlení na celé Kč, částku:

**5 573,-Kč za jednu kmenovou akcii na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě  
1 000,- Kč**

slovy: pět tisíc pět set sedmdesát tři korun českých

V Brně dne 6. června 2016

**Kreston A&CE Consulting, s.r.o.**  
Znalecký ústav  
Ptašínského 4, 602 00 Brno



**Ing. David Hrazdára**  
jednatel společnosti

## 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, správu národního majetku, 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 zákonem o přeměnách obchodních společností a družstev z ekonomického hlediska, přezkoumávání transferových cen.

**Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 2818-88/16 znaleckého deníku.**



**Otisk znalecké pečete**

---

**Podpis za znalecký ústav**



---

Seznam příloh:

- 1) Výpis z obchodního rejstříku společnosti Silnice Horšovský Týn a. s., vedeného Krajským soudem v Plzni, oddíl B, vložka 201, pořízený prostřednictvím Internetu
- 2) Finanční výkazy (rozvaha a výkaz zisků a ztrát) Společnosti k 30.4.2016

Příloha č. 1

Výpis z obchodního rejstříku společnosti Silnice Horšovský Týn a. s., vedeného Krajským soudem v Plzni, oddíl B, vložka 201, pořízený prostřednictvím Internetu

## Výpis

z obchodního rejstříku, vedeného  
Krajským soudem v Plzni  
oddíl B, vložka 201

<b>Datum zápisu:</b>	1. května 1992
<b>Spisová značka:</b>	B 201 vedená u Krajského soudu v Plzni
<b>Obchodní firma:</b>	Silnice Horšovský Týn a. s.
<b>Sídlo:</b>	Nad rybníčkem 40, Velké Předměstí, 346 01 Horšovský Týn
<b>Identifikační číslo:</b>	453 59 164
<b>Právní forma:</b>	Akciová společnost
	založena rozhodnutím Fondu národního majetku České republiky se sídlem v Praze 1, Gorkého náměstí 32, a přijetím zakladatelské listiny ve formě notářského zápisu Státního notářství pro Prahu 1 č. j. 1 NZ 421/92, 1 N 461/92 ze dne 21. 4. 1992.

### 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

Projektová činnost ve výstavbě

Provádění staveb, jejich změn a odstraňování

Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Opravy silničních vozidel

### Statutární orgán - představenstvo:

**Předseda**

**představenstva:**

ÉRIC BIGUET, dat. nar. 10. ledna 1970

U panské zahrady 753/11, Jinonice, 158 00 Praha 5

Den vzniku funkce: 15. července 2014

Den vzniku členství: 15. dubna 2014

### Člen představenstva:

BENOIT CLÉMENT DE GIVRY, dat. nar. 10. října 1962

Saint-Cyr l'École, 10 rue Mansart, Francouzská republika

Den vzniku členství: 15. dubna 2014

### Člen představenstva:

MARTIN STENGL, dat. nar. 20. srpna 1971

č.p. 65, 586 01 Čížov

Den vzniku členství: 15. dubna 2014

### Člen představenstva:

PATRICK PUJALTE, dat. nar. 6. ledna 1965

Bukurešť, Soseaua Nordului 74J LOT B, Rumunsko

Den vzniku členství: 18. května 2016

**Počet členů:**

4

**Způsob jednání:**

Společnost zastupují navenek ve všech záležitostech vždy dva členové představenstva společně.

### Dozorčí rada:

**Předseda dozorčí**

**rady:**

THIERRY LE ROCH, dat. nar. 27. února 1966  
Vídeň 1180, Dr. Heinrich Maier Straße 20, Rakouská republika  
Den vzniku funkce: 15. července 2014  
Den vzniku členství: 15. dubna 2014

---

**Člen dozorčí rady:**

MATHIEU NAPPEZ, dat. nar. 21. května 1972  
Vídeň 1090, Währingerstrasse 15/1/20, Rakouská republika  
Den vzniku členství: 15. dubna 2014

---

**Místopředseda  
dozorčí rady:**

AURÉLIEN DELAVENNE, dat. nar. 20. května 1980  
Suresnes 921 50, 21 Boulevard Henri Sellier, Francouzská republika  
Den vzniku funkce: 15. července 2014  
Den vzniku členství: 15. dubna 2014

---

**Počet členů:** 3

---

**Akcie:**

18 390 ks kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě  
1 000,- Kč

---

**Základní kapitál:**

18 390 000,- Kč  
Základní jmění: 18 390 000 Kčs, slovy  
osmnáctmilionůtřistadevadesáttisíc korun československých  
Splaceno zakladatelem v plné výši, přičemž toto je představováno  
cenou majetku uvedenou v zakladatelské listině. Ocenění tohoto  
majetku je obsaženo v privatizačním projektu státního podniku  
Silnice s. p. Plzeň o. z. 08 Horšovský Týn schváleném MSNMP pod  
č.j. 40/518/43/92 ze dne 10. 4. 1992.

---

**Ostatní skutečnosti:**

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

---

Příloha č. 2

Finanční výkazy (rozvaha a výkaz zisků a ztrát) Společnosti k 30.4.2016

Zpracováno v souladu s vyhláškou č.  
500/2002 Sb. ve znění pozdějších  
předpisů

## ROZVAHA (BALANCE)

Obchodní korporace nebo jiný název  
účetní jednotky  
Silnice Horšovský Týn a.s.

30.4.2016

IČ

45359164

Sídlo, bydliště nebo místo podnikání  
účetní jednotky

Nad rybníčkem 40

HORŠOVSKÝ TÝN

346 01

Označ. a	AKTIVA b	Číslo řádku c	Běžné účetní období			Minulé úč. období
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 4
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	001	135 974	-76 616	59 358	71 116
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	002				
B.	<b>Dlouhodobý majetek</b>	003	93 785	-66 676	27 110	28 332
B. I.	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	004	97	-97		
1.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	005				
2.	Ocenitelná práva	006	97	-97		
2.1	Software	007	97	-97		
2.2	Ostatní ocenitelná práva	008				
3.	Goodwill	009				
4.	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	010				
5.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	011				
5.1	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	012				
5.2	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	013				
B. II.	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	014	93 688	-66 579	27 110	28 332
1.	Pozemky a stavby	015	16 242	-9 143	7 099	7 339
1.1	Pozemky	016	419		419	419
1.2	Stavby	017	15 823	-9 143	6 680	6 920
2.	Hmotné movité věci a jejich soubory	018	75 592	-57 435	18 156	10 671
3.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	019				
4.	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	020				
4.1	Pěstitelské celky trvalých porostů	021				
4.2	Dospělá zvířata a jejich skupiny	022				
4.3	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	023				
5.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	024	1 855		1 855	10 321
5.1	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	025				
5.2	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	026	1 855		1 855	10 321
B. III.	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	027				
1.	Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	028				
2.	Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba	029				
3.	Podíly - podstatný vliv	030				
4.	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	031				
5.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	032				
6.	Zápůjčky a úvěry - ostatní	033				
7.	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	034				
7.1	Jiný dlouhodobý finanční majetek	035				
7.2	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	036				

Označ. a	AKTIVA b	Číslo řádku c	Běžné účetní období			Minulé úč. období
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 4
C.	<b>Oběžná aktiva</b>	037	42 161	-9 941	32 221	41 981
C. I.	<b>Zásoby</b>	038	8 046	- 653	7 393	11 614
C. I. 1.	<b>Materiál</b>	039	6 156	- 653	5 503	6 088
2.	Nedokončená výroba a polotovary	040	1 890		1 890	5 526
3.	Výrobky a zboží	041				
3.1.	Výrobky	042				
3.2.	Zboží	043				
4.	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	044				
5.	Poskytnuté zálohy na zásoby	045				
C. II.	<b>Pohledávky</b>	046	25 998	-9 287	16 710	23 897
C. II. 1.	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	047	1 779		1 779	2 921
1.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	048	1 779		1 779	2 921
1.2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	049				
1.3.	Pohledávky - podstatný vliv	050				
1.4.	Odložená daňová pohledávka	051				
1.5.	Pohledávky - ostatní	052				
1.5.1.	Pohledávky za společníky	053				
1.5.2.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	054				
1.5.3.	Dohadné účty aktivní	055				
1.5.4.	Jiné pohledávky	056				
C. II. 2.	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	057	24 218	-9 287	14 931	20 976
2.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	058	22 656	-9 287	13 369	18 999
2.2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	059				
2.3.	Pohledávky - podstatný vliv	060				
2.4.	Pohledávky - ostatní	061	1 562		1 562	1 977
2.4.1.	Pohledávky za společníky	062				
2.4.2.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	063				
2.4.3.	Stát - daňové pohledávky	064	806		806	1 567
2.4.4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	065	754		754	409
2.4.5.	Dohadné účty aktivní	066				
2.4.6.	Jiné pohledávky	067	3		3	1
C. III.	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	068				
1.	Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	069				
2.	Ostatní krátkodobý finanční majetek	070				
C. IV.	<b>Peněžní prostředky</b>	071	8 117		8 117	6 470
1.	Peněžní prostředky v pokladně	072	163		163	214
2.	Peněžní prostředky na účtech	073	7 955		7 955	6 255
D. I.	<b>Časové rozlišení aktiv</b>	074	28		28	803
1.	Náklady příštích období	075	28		28	38
2.	Komplexní náklady příštích období	076				
3.	Příjmy příštích období	077				766

Označ.	PASIVA	Č.řádku	Běžné účetní období	Minulé účetní období
a	b	c	5	6
	<b>PASIVA CELKEM</b>	078	59 358	71 116
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	079	35 185	25 689
<b>A. I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	080	18 390	18 390
1.	Základní kapitál	081	18 390	18 390
2.	Vlastní podíly (-)	082		
3.	Změny základního kapitálu	083		
<b>A. II.</b>	<b>Ážio a kapitálové fondy</b>	084		
1.	Ážio	085		
2.	Kapitálové fondy	086		
2.1.	Ostatní kapitálové fondy	087		
2.2.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	088		
2.3.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)	089		
2.4.	Rozdíly z přeměn obchodních korporací (+/-)	090		
2.5.	Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)	091		
<b>A. III.</b>	<b>Fondy ze zisku</b>	092	15 243	15 243
1.	Ostatní rezervní fondy	093	3 678	3 678
2.	Statutární a ostatní fondy	094	11 565	11 565
<b>A. IV.</b>	<b>Výsledek hospodáření minulých let (+/-)</b>	095	8 868	- 284
1.	Nerozdělený zisk minulých let	096	32 344	9 110
2.	Neuhrazená ztráta minulých let (-)	097	-14 083	
3.	Jiný výsledek hospodáření minulých let (+/-)	098	-9 394	-9 394
<b>A. V.</b>	<b>Výsledek hospodáření běžného účetního období (+/-)</b>	099	-7 316	-7 659
<b>A. VI.</b>	<b>Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)</b>	100		
<b>B.+C.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	101	24 173	45 427
<b>B.</b>	<b>Rezervy</b>	102	1 229	2 362
1.	Rezerva na důchody a podobné závazky	103		
2.	Rezerva na daň z příjmů	104		
3.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	105		
4.	Ostatní rezervy	106	1 229	2 362
<b>C.</b>	<b>Závazky</b>	107	22 945	43 064
<b>C. I.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	108	1 422	1 680
1.	Vydané dluhopisy	109		
1.1.	Vyměnitelné dluhopisy	110		
1.2.	Ostatní dluhopisy	111		
2.	Závazky k úvěrovým institucím	112		
3.	Dlouhodobé přijaté zálohy	113		
4.	Závazky z obchodních vztahů	114		
5.	Dlouhodobé směnky k úhradě	115		
6.	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	116		
7.	Závazky - podstatný vliv	117		
8.	Odložený daňový závazek	118	1 422	1 680

Označ.	PASIVA	Č.řádku	Běžné účetní období	Minulé účetní období
a	b	c	5	6
9.	Závazky - ostatní	119		
9.1.	Závazky ke společníkům	120		
9.2.	Dohadné účty pasivní	121		
9.3.	Jiné závazky	122		
<b>C. II.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	123	21 523	41 385
1.	Vydané dluhopisy	124		
1.1.	Vyměnitelné dluhopisy	125		
1.2.	Ostatní dluhopisy	126		
2.	Závazky k úvěrovým institucím	127		
3.	Krátkodobé přijaté zálohy	128		
4.	Závazky z obchodních vztahů	129	8 453	13 449
5.	Krátkodobé směnky k úhradě	130		
6.	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	131	10 740	20 740
7.	Závazky - podstatný vliv	132		
8.	Závazky ostatní	133	2 330	7 195
8.1.	Závazky ke společníkům	134	-5 426	
8.2.	Krátkodobé finanční výpomoci	135		
8.3.	Závazky k zaměstnancům	136	1 223	1 330
8.4.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	137	690	738
8.5.	Stát - daňové závazky a dotace	138	148	199
8.6.	Dohadné účty pasivní	139	5 652	4 855
8.7.	Jiné závazky	140	42	73
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení pasiv</b>	141		
1.	Výdaje příštích období	142		
2.	Výnosy příštích období	143		

Právní forma účetní jednotky :	
Předmět podnikání nebo jiné činnosti :	
Okamžik sestavení:	

Podpisový záznam osoby odpovědné za sestavení účetní závěrky	Podpisový záznam statutárního orgánu nebo fyzické osoby, která je účetní jednotkou

Zpracováno v souladu s vyhláškou  
č.500/2002 Sb., ve znění pozdějších  
předpisů

## VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

30.4.2016

Obchodní korporace nebo jiný název účetní jednotky

Silnice Horšovský Týn a.s.

Sídlo, bydliště nebo místo podnikání účetní jednotky

Nad rybníčkem 40

HORŠOVSKÝ TÝN

346 01

<b>IČ</b>
45359164

Označ. a	TEXT b	Číslo řádku c	Skutečnost v účetním období	
			běžném 1	minulém 2
I.	Tržby z prodeje výrobků a služeb	01	10 290	22 294
II.	Tržby za prodej zboží	02		
A.	Výkonová spotřeba	03	12 914	23 738
1.	Náklady vynaložené na prodané zboží	04		
2.	Spotřeba materiálu a energie	05	5 298	9 722
3.	Služby	06	7 616	14 016
B.	Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	07	-1 890	-3 813
C.	Aktivace (-)	08	- 356	- 162
D.	Osobní náklady	09	4 985	6 944
1.	Mzdové náklady	10	3 601	5 122
2.	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	11	1 384	1 822
2.1	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	12	1 335	1 768
2.2	Ostatní náklady	13	49	54
E.	Úpravy hodnot v provozní oblasti	14	1 873	1 759
1.	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	15	1 873	1 759
1.1	-Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku-trvalé	16	1 873	1 759
1.2	-Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku-dočasné	17		
2.	Úpravy hodnot zásob	18		
3.	Úpravy hodnot pohledávek	19		
III.	Ostatní provozní výnosy	20	1 065	1 427
1.	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	21	235	26
2.	Tržby z prodaného materiálu	22	279	434
3.	Jiné provozní výnosy	23	552	967
F.	Ostatní provozní náklady	24	1 186	2 917
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	25		
2.	Zůstatková cena prodaného materiálu	26	187	456
3.	Daně a poplatky v provozní oblasti	27	24	271
4.	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	28	666	1 776
5.	Jiné provozní náklady	29	309	414
*	Provozní výsledek hospodaření	30	-7 356	-7 662

Označ. a	TEXT b	Číslo řádku c	Skutečnost v účetním období	
			sledovaném 1	minulém 2
IV.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	31		
1.	Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládající osoba	32		
2.	Ostatní výnosy z podílů	33		
G.	Náklady vynaložené na prodané podíly	34		
V.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	35		
1.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku - ovládaná nebo ovládající osoba	36		
2.	Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	37		
H.	Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	38		
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy	39		
1.	Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládající osoba	40		
2.	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	41		
I.	Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti	42		
J.	Nákladové úroky	43	39	3
1.	Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba	44		
2.	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	45	39	3
VII.	Ostatní finanční výnosy	46		230
K.	Ostatní finanční náklady	47	-80	224
*	Finanční výsledek hospodaření (+/-)	48	40	3
**	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	49	-7 316	-7 659
L.	Daň z příjmů	50		
1.	Daň z příjmů splatná	51		
2.	Daň z příjmů odložená (+/-)	52		
**	Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	53	-7 316	-7 659
M.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	54		
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	55	-7 316	-7 659
*	Čistý obrát za účetní období = I.+II.+III.+IV.+V.+VI.+VII.	56	11 355	23 951

Právní forma účetní jednotky :	
Předmět podnikání nebo jiné činnosti :	
Okamžik sestavení:	

Podpisový záznam osoby odpovědné za sestavení účetní závěrky	Podpisový záznam statutárního orgánu nebo fyzické osoby, která je účetní jednotkou



**KRESTON**  
A&CE

Faint, illegible text from the reverse side of the page is visible through the paper.