



ZNALECKÝ POSUDEK

č. 2667-132/2015

Stanovení hodnoty akcií vydaných
společností TIPGAMES a.s.

9/12/2015

Znalecký posudek č 2667-132/2015 Stanovení hodnoty 100 % akcií společnosti TIPGAMES a.s.	
Účel ocenění	Stanovení hodnoty akcií vydaných společností TIPGAMES a.s. pro účely jejich prodeje v nedobrovolné veřejné dražbě investičních cenných papírů
Ocenění k datu	30. listopadu 2015
Objednavatel znaleckého posudku	CYRRUS CORPORATE FINANCE, a. s. sídlem Veverí 111 (PLATINIUM), 616 00 Brno IČ 277 58 419 zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Brně, sp. zn. B 5249
Zhotovitel znaleckého posudku	Grant Thornton Valuations, a.s. znalecký ústav sídlem Žatecká 55/14, 110 00 Praha 1 IČ 630 79798 zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 3223
Počet výtisků	posudek je vyhotoven ve třech výtiscích
Posudek obsahuje celkem	55 stran textu včetně titulní strany ve formě A4 a 4 strany příloh
Datum a místo zpracování	9. prosince 2015, Praha
Výtisk číslo	1
Zpracovali	Jiří Köhler, Přemysl Krch a Nicolas Fanta

Obsah

Obsah	3
1 Úvodní informace	5
1.1 Zadání znaleckého posudku.....	5
1.2 Ú el vypracování znaleckého posudku.....	8
1.3 Datum vypracování znaleckého posudku	8
1.4 Objednatel znaleckého posudku	8
1.5 Zhotovitel znaleckého posudku	8
1.6 Prohlá-ení zhotovitele znaleckého posudku	8
1.7 Obecné p edpoklady a omezení.....	9
1.8 Základní zásady aplikované p i zpracování posudku	9
1.9 D v rnost znaleckého posudku	10
1.10 Platnost a poufitelnost znaleckého posudku.....	10
1.11 Základní vymezení	10
1.12 Metody ocen ní.....	11
1.13 Po et stran, p íloh a vyhotovení znaleckého posudku.....	16
1.14 Podklady pro zpracování znaleckého posudku	16
2 Identifikace p edm tu ocen ní	17
2.1 Základní identifikace.....	17
3 Strategická analýza	19
3.1 Vymezení relevantního trhu	19
3.2 Vn j-í potenciál podniku.....	19
3.3 Finan ní analýza.....	30
3.4 Pom rové ukazatele.....	40
4 Metodologie a volba ocen ní	43
4.1 Metody založené na analýze výnos	43
4.2 Metody založené na analýze majetku.....	44
4.3 Metody založené na analýze trhu	45

4.4	Metody kombinované	45
4.5	P ednosti a nedostatky jednotlivých metod.....	45
4.6	Volba relevantní metody pro ocen ní.....	46
5	Ocen ní podniku.....	47
5.1	V ýnosové ocen ní.....	47
6	Záv r znaleckého posudku	53
6.1	Rekapitulace výsledk	53
6.2	Záv re ný výrok.....	54
7	Znalecká dolofka	54
8	P ílohy.....	55
8.1	P íloha 1 ó projekce Diskontovaného Cash Flow.....	56
8.2	P íloha 2 ó projection of the Discounted Cash Flow	57
8.3	P íloha 3 ó Výpis z obchodního rejst íku	58

1 Úvodní informace

1.1 Zadání znaleckého posudku

Předmětem tohoto posudku je stanovit reálnou hodnotu 100 % akcií společnosti TIPGAMES a.s., jejímž jediným akcionářem je společnost TG Holding, a.s., se sídlem Beroun, Politických vězňů 156/21, PSČ 266 01, IČ 241 30 524, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 17280, a to pro účely jejich prodeje v nedobrovolné veřejné dražbě investičních cenných papírů ve smyslu § 33 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. Základní identifikace akcií a společnosti TIPGAMES a.s. je uvedena v následujících tabulkách.

Tabulka 1: Základní identifikace společnosti TIPGAMES a.s.

Název společnosti	TIPGAMES a.s.
Sídlo společnosti	Praha 1, Václavské náměstí 56/802, PSČ 110 00
Identifikační číslo	267 09 112
Obchodní rejstřík	zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 7765
Základní kapitál	100 000 000,- Kč, splaceno: 100 %
Akcie	2 000 ks akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč podoba: listinná 2 000 ks akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 40 000,- Kč v listinné podobě
Předmět podnikání	<ul style="list-style-type: none">• pronájem nemovitostí bez poskytování jiných než základních služeb• pořádání kulturních produkcí, zábav a provozování zařízení sloužících zábavě• specializovaný maloobchod• provoz výherních hracích přístrojů• provozování sázkové hry podle § 50 odst. 3 zák.č. 202/1990 Sb.• o loteriích a jiných podobných hrách

Statutární orgán - představenstvo	<p>Předseda představenstva ADRIANUS LEONARDUS FRANCISCUS KRUF, dat. nar. 15. listopadu 1968 č.p. 119, 252 10 Čermolice den vzniku funkce: 31. prosince 2013 den vzniku členství: 31. prosince 2013</p> <p>Člen představenstva PETR VONDRUS, dat. nar. 27. listopadu 1969 Dvořákova 158/3, Beroun-Závodí, 266 01 Beroun den vzniku členství: 31. prosince 2013</p>
Dozorčí rada	<p>Členové dozorčí rady PETR MACHOVSKÝ, dat. nar. 1. června 1970 Lhotákova 2314/14, Libeň, 182 00 Praha 8 den vzniku členství: 27. května 2013</p> <p>MILOSLAV JAKUB, dat. nar. 26. ledna 1954 Havlíčková 6, Beroun-Město, 266 01 Beroun den vzniku členství: 27. května 2013</p> <p>KATEŘINA KELLNEROVÁ, dat. nar. 18. února 1972 Orlické nábřeží 1218/9, 500 03 Hradec Králové den vzniku členství: 27. května 2013</p>
Jediný akcionář	<p>TG Holding, a.s. Beroun, Politických vězňů 156/21, PSČ 266 01 IČ 241 30 524</p>

Tabulka 2: Základní popis akcií společnosti TIPGAMES a.s.

Emitent	TIPGAMES a.s.
Identifikační číslo	267 09 112
Typ	Akcie
Druh	Kmenová
Forma	Na jméno
Podoba	Listinná
Kotace	Nekótovaná
Celková jmenovitá hodnota	100 000 000,- Kč
Počet akcií	<ul style="list-style-type: none"> 2 000 ks kmenových listinných akcií o jmenovité hodnotě jedné akcie 10 000 Kč, č. 1 až 2 000;

- 2 000 kusů kmenových listinných akcií o jmenovité hodnotě jedné akcie 40 000 Kč, č. 2 001 až 4 000; které byly nahrazeny hromadnou listinou č. 1 série B, o celkové jmenovité hodnotě 100 000 000 Kč

Tabulka 3: Základní identifikace společnosti TG Holding, a.s.

Název společnosti	TG Holding, a.s.
Sídlo společnosti	Beroun, Politických vězňů 156/21, PSČ 266 01
Identifikační číslo	241 30 524
Obchodní rejstřík	zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 17280
Základní kapitál	2 000 000,- Kč, splaceno: 100 %
Akcie	20 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 100 000,- Kč
Předmět podnikání	pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor
Statutární orgán - představenstvo	Člen představenstva Mgr. RADEK VACHTL, dat. nar. 9. března 1973 Jeseniova 500/8, Žižkov, 130 00 Praha 3 Den vzniku členství: 16. září 2015

1.2 Účel vypracování znaleckého posudku

Účelem zpracování posudku je stanovení hodnoty 100 % akcií vydaných společností **TIPGAMES a.s.**, se sídlem Praha 1, Václavské náměstí 56/802, PSČ 110 00, IČ 267 09 112, a to pro účely jejich prodeje v nedobrovolné veřejné dražbě investičních cenných papírů ve smyslu § 33 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

1.3 Datum vypracování znaleckého posudku

Ocenění je provedeno na základě podkladů poskytnutých společností Objednavatele a informací získaných z veřejně dostupných zdrojů, přičemž poslední poskytnuté informace mající vliv na ocenění byly získány k datu 31. 12. 2013 za výsledky hospodaření společnosti a k 31. 12. 2014 za veřejně dostupné údaje o výsledcích provozování hazardních her a loterií.

1.4 Objednatel znaleckého posudku

Objednatel znaleckého posudku je společnost **Cyrrus Corporate Finance, a.s.**, IČO: 277 58 419, sídlem Veverí 111 (PLATINIUM), 616 00 Brno, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Brně, sp. zn. B 5249.

1.5 Zhotovitel znaleckého posudku

Zhotovitelem znaleckého posudku je znalecký ústav **Grant Thornton Valuations, a.s.**, IČO: 630 79 798, se sídlem Žatecká 55/14, 110 00 Praha 1, jmenovaný pro obor ekonomika, odvětví ceny a odhady s rozsahem znaleckého oprávnění pro oceňování majetku pro věci movité, nemovité, nehmotný a finanční majetek, podnik.

1.6 Prohlášení zhotovitele znaleckého posudku

Zhotovitel prohlašuje, že:

- není podjatý ve smyslu ust. § 11 odst. 1 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, v platném znění;
- nebyla mu přiznána při stanovení výše odměny za provedená ocenění žádná zvláštní výhoda;
- je znalcem nezávislým na společnostech **Cyrrus Corporate Finance, a.s.**, **TIPGAMES a.s.**, **TG Holding, a.s.** a **BDY Czech, a.s.**;
- v současné době ani v blízké budoucnosti nebude mít prospěch z předmětu ocenění, honoráře ani odměny nezávisejí na propočtených hodnotách ani na závěrech tohoto ocenění.

Zhotovitel upozorňuje, že znalecký posudek může být použit pouze pro výše uvedený účel. Posudek nesmí být ani jako celek, ani jeho jednotlivé části kopírován nebo rozmnožován pro jiné účely bez předchozího písemného souhlasu znalce. Interpretace a použití výsledku tohoto ocenění souvisí výhradně s účelem jeho zpracování, výsledek ocenění je z metodických důvodů obecně nepřenosný.

1.7 Obecné předpoklady a omezení

Ocenění je zpracováno v souladu s následujícími obecnými předpoklady a omezujícími podmínkami:

- Zhotovitel vychází z vlastních databází, obecně dostupných informací a z informací a prohlášení o pravosti a platnosti všech podkladů předložených Objednatelem. Zhotovitel tudíž neodpovídá zejména za:
 - a. pravost a platnost vlastnických nebo jiných věcných práv k oceňovaným movitým i nemovitým věcem;
 - b. pravost a platnost práv k cizím věcem a nájemním vztahům k nim, jejichž existence měla nebo mohla mít vliv na provedené tržní ocenění.
- Zhotovitel vychází z toho, že informace získané z podkladů předložených Objednatelem jsou věrohodné a správné, a nejsou tudíž ve všech případech ověřovány z hlediska jejich přesnosti a úplnosti.
- Zhotovitel zpracovává ocenění podle podmínek na trhu v době k datu ocenění a neodpovídá za případné změny tržní situace, ke kterým by došlo po dni ocenění.
- Hodnota v tomto ocenění stanovená respektuje právní předpisy v oblasti cen, financování, účetnictví a daní platné ke dni ocenění.
- Hodnoty v provedeném ocenění stanovené jsou určeny pouze pro Objednatele ocenění a jsou platné pouze pro uvedený účel. Zhotovitel nenese odpovědnost za použití těchto údajů jinou osobou, případně jiný účel.
- Zhotovitel nepodnikal žádná šetření minulých ani současných způsobů použití předmětného majetku a v případě ocenění nemovitostí ani sousedních pozemků za účelem stanovení kontaminace. Hodnota je stanovena za předpokladu, že žádná kontaminace předmětného majetku ani jeho okolí neexistuje.
- Zhotovitel zachovává vůči třetím osobám mlčenlivost o všech skutečnostech, o nichž se při zpracování tohoto ocenění dozvěděl.
- Předpokládá se plný soulad se všemi aplikovatelnými zákony a předpisy, pokud by hlubším šetřením nad rámec této expertízy nevyplýnuly jiné skutečnosti.

1.8 Základní zásady aplikované při zpracování posudku

Při zpracování tohoto posudku Zpracovatel aplikoval základní zásady podporující objektivitu ocenění, nezávislost znalce a transparentnost použitých postupů. Jedná se především o následující zásady:

- dle názoru Zpracovatele ocenění nezávisle, nestranně a komplexně přihlíží ke všem známým relevantním skutečnostem, ke kterým mohlo být při jeho zpracování přihlédnuto (*zásada komplexnosti*);
- ocenění Zpracovatel považuje za úplné, neboť dle jeho mínění obsahuje veškeré náležitosti, které zabezpečují jednoznačně transparentní a plně použitelný výstup (*zásada úplnosti*);

- ocenění je vnitřně konzistentní. Dle názoru Zpracovatele byly při zpracování tohoto posudku použity postupy a metody v souladu s obecnými předpoklady a principy (*zásada vnitřní konzistence*);
- Zpracovatel konstatuje, že není žádným způsobem závislý na výsledku ocenění (*zásada nezávislosti a nestrannosti, viz prohlášení*);
- dle mínění Zpracovatele je ocenění opakovatelné, což znamená, že je kýmkoliv přezkoumatelné. Vzhledem k transparentním a obecně známým postupům může Objednatel tohoto posudku přezkoumat použitý postup při ocenění (*zásada opakovatelnosti ocenění*);
- v tomto posudku byly důvodně a odůvodněně použity takové metodické postupy, které byly vhodné, přiměřené a plně vyhovující relevantním informacím, které měl Zpracovatel k dispozici (*zásada důvodnosti a odůvodněnosti*);
- v rámci tohoto posudku byly v souladu s nepřímým požadavkem zákoníku použity alespoň dva metodické postupy. Obě metody tak umožňují vzájemnou kontrolu dosažených dílčích výsledků (*zásada vzájemné kontroly*);
- zdroje, z nichž bylo čerpáno pro účely tohoto posudku, považuje Zpracovatel za věrohodné (*zásada spolehlivosti*).

1.9 Důvěrnost znaleckého posudku

Veškeré podklady využití pro předmětný znalecký posudek, postupy zpracování, dílčí propočty a výsledky jsou považovány za důvěrné a z tohoto důvodu nesmí být reprodukovány, zneužívány nebo využívány ve prospěch třetích osob bez souhlasu Zhotovitele, majitelů a vedení společnosti Objednatele.

1.10 Platnost a použitelnost znaleckého posudku

Zpracovatel podotýká, že případné odchylky, které mohou v budoucnosti nastat částečně z důvodu určitých nejistot v tuzemském podnikatelském prostředí, celkového rámcového vývoje české ekonomiky a z dalších rizik vztahujících se k předmětu ocenění, si mohou časem vyžádat odpovídající korekce. Z toho důvodu považuje Zpracovatel tento znalecký posudek za platný po dobu 6 měsíců od data vyhotovení znaleckého posudku.

1.11 Základní vymezení

Základnou pro odhad hodnoty kmenových akcií vydaných společností, resp. stanovení reálné hodnoty 100 % akcií společnosti v tomto znaleckém posudku je objektivizovaná hodnota ("tržní hodnota"), vyjádřená v peněžních jednotkách (v české právní terminologii obvyklá cena). Tato objektivizovaná hodnota je definována v souladu s doporučením Evropského sdružení odhadců majetku TEGoVA (The European Group Of Valuers Of Fixed Assets) jako „finanční částka, která může být směněna mezi dobrovolně jednajícím potenciálním kupujícím a prodávajícím, aniž by byl činěn nátlak na koupi nebo prodej. Přitom obě zúčastněné strany si plně uvědomují a znají všechna relevantní fakta o dané věci“.

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

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

Podnikem, nově závodem se rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K závodu náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování závodu nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Závod je věc hromadná.

Obchodním majetkem se rozumí veškerý majetek obchodní společnosti. Obchodním jměním (dále jen "jmění") je soubor jeho veškerého majetku a závazků. Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou. Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.

Od 1. 1. 2014 platí nový občanský zákoník č. 89/2012 Sb., který vymezuje a definuje změny v pojetí věci a částečně novou terminologii při oceňování majetku. Současně platí i zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, který používá pro stanovení pojmu věci jinou terminologii. Vzniká zde tak určitý nesoulad a nejednotnost v názvosloví a definování pojmů hlavně vůči jiným zákonům, např. zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, v platném znění, kde se používá původní terminologie, dále v terminologii na veřejných portálech, např. na justice.cz apod. Z tohoto důvodu může v přechodovém období vzniknout určitý nesoulad v používaném názvosloví a definování pojmů, proto tam, kde je to relevantní, se používá původní terminologie a názvosloví.

1.12 Metody ocenění

Následující pojmy jsou ve zpracovaném ocenění použity ve významu uváděném v obecně uznávaných mezinárodních publikovaných metodikách tržního oceňování Mezinárodní organizace pro oceňování (IVSC – International Valuation Standards Committee) a v navazujících publikacích tuzemských autorů.

Tržní úrovně hodnoty - tržní hodnotové báze

Tržní hodnotové báze zahrnují zpravidla tři hodnotové úrovně, kdy nejčastěji užívanou je tzv. tržní hodnota.

Tržní hodnota je výrazem trhem uznané použitelnosti aktiva. Je to odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejčtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. Tomuto pojmu v podstatě obsahově odpovídá i pojem v současnosti již neužívaný, jako byla např. „obecná cena“.

Do tržní hodnotové úrovně patří dále i obvyklá cena, která je však zjištěna statisticky v místě a čase na relevantním trhu. Tuto hodnotovou bázi lze však zjistit pouze tržním porovnáním

a u podniků ji prakticky nelze zjistit. Obvyklou cenu lze zpravidla zjistit pouze u zboží s charakterem komodity nebo u zboží, které se charakterem prodeje tomuto typu blíží.

Do tržní hodnotové báze náleží i tzv. objektivizovaná hodnota podniku (užívaná zejména v německých zemích), která v rámci této hodnotové báze představuje pro podnik určité tržní minimum. Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby - vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku (srov. IDW S1 2008).

Definice tržní hodnoty dle Standardu 1 IVS 2005¹:

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

Pojmy v definici tržní hodnoty dle IVS²:

Definice tržní hodnoty dle International Valuation Standards používá následující pojmy:

„...odhadnutá částka...“ - odpovídá ceně vyjádřené v penězích, která by byla zaplacená za aktivum v transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery,

„...by měl být majetek směněn...“ - odráží skutečnost, že hodnota majetku je odhadnutá částka, nikoli předem určená částka nebo skutečná prodejní cena,

„...k datu ocenění...“ - požaduje, aby stanovená tržní hodnota byla časově omezena,

„... mezi ochotným kupujícím...“ - kupující není příliš dychtivý ani nucený kupovat za každou cenu,

„...ochotným prodávajícím...“ - prodávající není příliš dychtivý ani nucený prodávat za každou cenu,

„...při transakci samostatných a nezávislých partnerů...“ - určuje transakci mezi osobami, které nemají mezi sebou blízké či zvláštní vztahy (např. dceřiná společnost, vlastník - nájemce),

„...po náležitém marketingu...“ - majetek by měl být na trhu vystaven nejvhodnějším způsobem, aby za něj byla získána nejlepší cena přicházející v úvahu,

„...ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně...“ - kupující i prodávající byli k datu ocenění dostatečně informováni o podstatě a vlastnostech majetku, jeho využití a stavu trhu k datu ocenění,

„...a bez nátlaku...“ - žádná ze stran nebyla nucena ani tlačena do realizace.

¹International Valuation Standards 2005, str. 82 - 83.

²MARŠÍK, Miloš, et al. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. Tržní hodnota, s. 22 - 24.

Pro následující kategorie hodnoty platí definice tržní hodnoty buď jen omezeně, nebo neplatí vůbec, výsledné hodnoty odpovídající této úrovni nemají obecnou platnost, mají omezenou vypovídací schopnost či platí jen pro zúžený okruh účastníků transakce. Podle tzv. subjektivního oceňovacího principu může výsledek takového ocenění plnit určitou předem definovanou funkci (tzv. Kolínská škola), nejčastěji arbitrážní nebo poradenskou.

Investiční hodnota (investment value) je hodnota aktiva pro stávajícího nebo předpokládaného investora pro jeho individuální investiční nebo provozní cíle. Investiční hodnota je báze hodnoty specifická pro konkrétní subjekt. Tato báze hodnoty odráží užítky plynoucí danému subjektu z držení aktiva, a proto není nutně spojena s předpokladem hypotetické směny aktiva.

V některých případech může mít podnik pro daného investora investiční hodnotu na úrovni tržní hodnoty podniku, ale obecně může být investiční hodnota vyšší nebo nižší než tržní hodnota daného podniku. Investiční hodnota může obsahovat speciální hodnotu.

Investiční hodnotu lze považovat za synonymum německých pojmů hraniční hodnota a hodnota pro rozhodování.

Speciální hodnota (special value) je částka, která odráží konkrétní vlastnosti aktiva, které mají hodnotu pouze pro speciálního kupujícího. Tato hodnota vzniká, když má aktivum vlastnosti, které jej činí pro konkrétního kupujícího přitažlivějším než pro ostatní kupující na trhu. Tyto vlastnosti mohou zahrnovat fyzické, geografické, ekonomické nebo právní charakteristiky aktiva.

Spravedlivá hodnota (férová hodnota, „fair value“) je odhadovaná cena pro převod aktiva nebo závazku mezi konkrétními, informovanými a ochotnými stranami, která odráží příslušné zájmy těchto stran. Tato hodnotová báze reprezentuje cenu, která by byla rozumně odsouhlasena mezi dvěma specifickými stranami při směně majetku. Mezi stranami nemusí existovat propojení a strany mohou vyjednávat nezávisle, ale majetek není nezbytně vystaven na širším trhu a odsouhlasená cena může odrážet specifické výhody (nebo nevýhody) vlastnictví pro zúčastněné strany a nikoli pro trh obecně. Jedná se o širší pojem než tržní hodnota. V některých případech může být spravedlivá hodnota právě na úrovni tržní hodnoty, ale v jiných případech může zahrnovat prvky speciální hodnoty, které se v tržní hodnotě vyskytovat nesmějí. Spravedlivou hodnotu lze považovat za synonymum německého pojmu rozhodčí hodnota a velmi často plní arbitrážní oceňovací funkci.

Jde o netržní úroveň hodnoty, která je platná pouze pro účastníky transakce, a je tak většinou obecně nepřenositelná. I přes uvedené by však přesto měla být ekonomicky odůvodněná, protože by neměla poškozovat žádného z účastníků transakce anebo by poškozovala všechny účastníky stejnou mírou. V Mezinárodních standardech pro oceňování EVS 2000 Evropské skupiny asociací odhadců (The European Group of Valuers' Associations, TEGoVA) je ve Standardu 4 – oceňovací základny definována tzv. „fair value“ (reálná hodnota). Podle definice těchto Mezinárodních standardů je fair value částkou, za kterou by mohl být majetek směněn mezi znalými, nezávislými a koupěchtivými stranami“, tzn., že má jen do určité míry definičně charakter tržní hodnoty. Přesněji množina tržní hodnoty se do určité míry může překrývat s množinou reálné hodnoty. Existuje však definiční rozdíl mezi fair value podle Mezinárodních oceňovacích standardů a Mezinárodních účetních standardů.

Hodnota pokračujícího podniku (going concern value) popisuje situaci, kde je celý podnik převáděn jako funkční jednotka. Alternativní oceňovací scénáře ke „going concern“ by měly

zahrnovat převod veškerého majetku jako celku, ale s předpokladem uzavření provozu podniku, nebo převod specifického majetku aktuálně používaného v podniku jako jednotlivé položky.

Likvidační hodnota podniku, respektive obchodního majetku společnosti spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, kdy se předpokládá, že společnost ukončí svoji činnost a z tohoto pohledu budou jednotlivá aktiva rozprodána a veškeré závazky společnosti splaceny, a to i mimobilanční včetně nákladů na likvidaci.

Likvidační hodnota podniku, resp. podnikového majetku může být odhadnuta jak na úrovni netržní (promptní tísňový prodej), tak v úrovni tržní hodnoty, pokud bude probíhat zejména s náležitým marketingovým obdobím – majetková hodnota bude vystavena na trhu nejvhodnějším způsobem, aby se uskutečnil prodej za nejlepší cenu rozumně dosažitelnou.

Likvidační hodnota tvoří dolní hranici hodnoty společnosti – pokud hodnota společnosti vypočtená pomocí ostatních metod je nižší než likvidační hodnota, měla by být za hodnotu společnosti označena hodnota likvidační.

U definice pro hodnotu podniku je třeba si povšimnout výrazu „očekávané budoucí příjmy“. U většiny podniků předpokládáme při oceňování prakticky neomezené trvání. Příjmy v dlouhém budoucím časovém horizontu lze však pouze odhadovat, nikoliv „objektivně“ určit. Při ocenění jde pak o to, kterou prognózu budeme považovat za věrohodnou. Tato skutečnost nás pak vede k závěru, že hodnota podniku není vlastně nic jiného než určitá víra v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích.

Z uvedeného pak podle našeho názoru plynou následující závěry:

Hodnota podniku není objektivní vlastnost celku zvaného podnik – věci hromadné, protože je založena na projekci budoucího vývoje. Jedná se tedy o odhad.

Pokud hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožňoval hledanou hodnotu určit.

Hodnota bude závislá jednak na účelu ocenění a jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována.

Uvedené náhledy v podstatě odpovídají stanoviskům k základním pojmům, jako jsou hodnota, cena, náklady a trh tak, jak je obsahují mezinárodní oceňovací standardy.

Trh je systém a/nebo místo, kde jsou zboží a služby směňovány mezi kupujícími a prodávajícími prostřednictvím cenového mechanismu. Představuje schopnost zboží a/nebo služeb být směňováno mezi kupujícími a prodávajícími bez přílišných omezení jejich činnosti.

Cena je výrazem pro požadovanou, nabízenou, nebo placenou částku za zboží nebo službu. Je to fakt veřejně známý, nebo udržovaný v soukromí. Může, nebo nemusí mít nějaký vztah k hodnotě, která je zboží nebo službám připisována jinými, a proto je obecným údajem o relativní hodnotě přiřazené zboží nebo službám jednotlivými kupujícími a/nebo prodávajícími v jednotlivých situacích.

Hodnota je ekonomický pojem týkající se peněžního vztahu mezi zbožím a službami, které lze koupit, a těmi, kdo je kupují a prodávají. Na rozdíl od ceny hodnota není skutečností,

ale odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase podle konkrétní definice hodnoty. Ekonomická koncepce reálné hodnoty odráží objektivizovaný názor na prospěch plynoucí tomu, kdo vlastní zboží nebo obdrží služby k datu platnosti takto stanovené hodnoty.

Hodnota podniku tedy závisí na budoucím užítku, který můžeme z držení podniku očekávat. Tyto užítky mohou mít v obecné rovině nejrůznější podobu a v zásadě je můžeme rozdělit na užitek povahy finanční a užitek, který ve finanční podobě bezprostředně vyjádřen není (společenské postavení, moc atd.).

Z praktických důvodů je nutno omezovat se pouze na užitek vyjádřený v penězích. Pokud je předmětem ocenění určitý balík akcií veřejně neobchodovatelných, má na hodnotu tohoto balíku určitý vliv akcionářská struktura emitenta těchto akcií. Čím je akcionářů méně, tím více tento vliv získává na významu, neboť praktické rozhodování a řízení společnosti se více přibližuje praxi uplatňované ve společnostech s ručením omezeným. Z daného důvodu pak nabývá významu, zda jde o akciové balíky majoritní, minoritní nebo zbytkové (do 10 % na ZK), kdy jejich hodnotu nejvíce ovlivňuje faktická ovladatelnost společnosti a zvolená strategie ovládajících osob. Vliv vlastnické struktury je neutrální pouze v případě existence dvou akcionářů (50/50) v rovnocenném postavení, kdy pak hodnotu balíku zásadně ovlivňuje pouze výnosový potenciál společnosti.

Výnosová hodnota („kapitalizovaná míra zisku“, „kapitalizovaný zisk“) představuje takovou jistinu, kterou je nutné při stanovené úrokové sazbě uložit, aby úroky z této jistiny byly stejné jako čistý výnos z podniku, nebo je nutné tuto jistinu investovat na kapitálovém trhu s obdobnou sazbou výnosové míry.

Věcná hodnota („substanční hodnota“, „časová cena“) je reprodukční cena věci, snížená o přiměřené opotřebení, odpovídající průměrně opotřeбенé věci stejného stáří a přiměřené intenzity používání, ve výsledku pak snížená o náklady na opravu vážných závad, které znemožňují okamžité užívání věci. Obdobou této ceny je podle zákona č. 151/1997 Sb. „cena zjištěná nákladovým způsobem“.

Cena zjištěná („cena administrativní“, „cena úřední“) je cena zjištěná podle cenového předpisu, v současné době podle zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku a prováděcí vyhlášky č. 8/2013 Sb. o provedení některých ustanovení zákona č. 151/1997 Sb.

Cena pořizovací („cena historická“) je cena, za kterou bylo možno pořídit věc v době jejího pořízení, bez odpočtu opotřebení.

Cena reprodukční („reprodukční pořizovací cena“) je cena, za kterou by bylo možno stejnou nebo porovnatelnou novou věc pořídit v době ocenění, bez odpočtu opotřebení.

Hodnota brutto („obchodní majetek“) vyjadřuje hodnotu podniku jako celku, tzn. jak pro vlastníky, tak i pro věřitele.

Hodnota netto („čistý obchodní majetek“, dále „ČOM“) představuje hodnotu podniku pouze na úrovni vlastníků, tzn. vlastní kapitál.

Pro upřesnění je třeba uvést, že podle nové terminologie Zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (NOZ), je od 1. 1. 2014 podnik chápán v témže smyslu jako obchodní závod. Dle § 495 NOZ tvoří jmění osoby souhrn jejího majetku a jejích dluhů a majetkem je souhrn všeho, co osobě patří. Jak uvádí odborná literatura, na podnik je nezbytné z ekonomického pohledu nahlížet jako na funkční celek. Dle § 501 NOZ je podnik hromadná věc, kterou

tvoří soubor jednotlivých věcí náležejících téže osobě, považovaný za jeden předmět a jako takový nesoucí společné označení, pokládá se tedy za celek. Podle § 502 NOZ je obchodním závodem organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu. Základním účelem podniku je dosahování zisku. Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.

Rozdíl mezi ČOM a vlastním kapitálem:

Vlastní kapitál je postaven na oceňování podle účetních pravidel, kde rozhodující úlohu hrají historické pořizovací ceny. Je to souhrn jednotlivých položek majetku v účetnictví snížený o cizí pasiva. ČOM by měl být postaven na ocenění odpovídajícím ekonomické realitě, tj. v „reálných“ hodnotách. Je to také souhrn jednotlivých položek majetku v účetnictví snížený o cizí pasiva (v případě likvidace, či pokud lze opravdu ocenit veškeré jeho majetkové složky) nebo na ocenění podniku jako celku (výnosové metody, metody tržního porovnání).

1.13 Počet stran, příloh a vyhotovení znaleckého posudku

Tento znalecký posudek obsahuje 55 stran vč. titulní strany a 4 strany příloh. Znalecký posudek je vypracován ve 3 vyhotoveních s platností originálu, Objednateli se předává v počtu 3 vyhotovení.

1.14 Podklady pro zpracování znaleckého posudku

- Výpis z obchodního rejstříku společnosti TIPGAMES a.s. pořízený dálkovým přístupem
- Výpis z obchodního rejstříku společnosti TG Holding, a.s. pořízený dálkovým přístupem
- Účetní závěrky společnosti TIPGAMES a.s. za účetní roky 2010 – 2013
- Zprávy nezávislého auditora o ověření účetní závěrky 2011 a 2013
- Další doplňující informace ke společnosti a předmětu ocenění
- Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech, v platném znění
- Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, v platném znění
- Obecné metody oceňování
- Odborná literatura: M. Mařík, Metody oceňování podniku I a II (pro pokročilé)
- Internetové zdroje: www.tipgames.cz, www.justice.cz, www.damodaran.com, www.patria.cz, www.mfcr.cz, www.czso.cz apod.

Veškeré podklady, které byly předány od Objednatele, byly přijaty bez dalšího ověřování.

2 Identifikace předmětu ocenění

2.1 Základní identifikace

Společnost TIPGAMES a.s. (dále také jen „TIPGAMES“ nebo jen „společnost“) byla založena v roce 2002 s níže uvedeným předmětem podnikání.

Upřesněný předmět podnikání:

- pronájem nemovitostí bez poskytování jiných než základních služeb;
- pořádání kulturních produkcí, zábav a provozování zařízení sloužících zábavě;
- specializovaný maloobchod;
- provoz výherních hracích přístrojů;
- provozování sázkové hry podle § 50 odst. 3 zák.č. 202/1990 Sb. o loteriích a jiných podobných hrách.

Společnost TIPGAMES a.s. prošla od svého založení dynamickým vývojem, především v oblasti provozování vícemístných elektronických zařízení a provozu výherních hracích přístrojů, včetně rozvoje a zakládání dceřiných společností. Od roku 2006 dochází ke stabilizaci v oblasti provozování vícemístných elektronických zařízení, na trhu je neúnosný přetlak. V oblasti výherních hracích přístrojů pokračuje rozvoj dceřiných společností a je zahájen pilotní projekt v oblasti provozování videoloterních terminálů (dále jen VLT). Dále dochází k rozšiřování vlastní sítě sportbarů. To s sebou nese zvýšené náklady v podobě investic a s tím související dopad do hospodářského výsledku společnosti. Rok 2008 je ve znamení expanze VLT, kterých provozuje společnost několik stovek. Díky přetlaku na trhu, který pokračuje v oblasti elektronických zařízení, dochází k snižování jejich počtu. V oblasti sportbarů, jejichž počet se pohybuje celorepublikově kolem sedmdesáti, dochází ke konsolidaci z důvodu saturace českého loterijního trhu. V tomto roce dochází také ke snížení nákladů z důvodu ukončení leasingových smluv, což se dále projevuje pozitivním dopadem do hospodářského výsledku. V dalším období dochází k celkovému nasycení ve všech klíčových oblastech činnosti společnosti TIPGAMES, a to včetně oblasti VLT, kam bylo značně investováno (cca devadesát miliónů korun). Nasycenost trhu v oblasti výherních hracích automatů a přetlak z oblasti VLT se negativně promítaly do hospodaření dceřiných společností. Počet sportbarů klesá na šedesát pět. V roce 2010 pokračuje negativní vývoj

hospodaření u dceřiných společností, ze stejných důvodů jako v předchozích obdobích. Dochází k zániku pěti dceřiných společností a jejich fúzi s mateřskou společností. Negativní trend pokračuje i u zbývajících dceřiných společností. Pokles počtu sportbarů pokračuje a na konci roku se jejich počet pohybuje kolem šedesáti. V ostatních oblastech činnosti je trend obdobný jako v minulých letech. I přes tyto negativní tendence dosáhla společnost rekordního hospodářského výsledku, který v tomto roce činil přes 100 mil. Kč. Důvodem tohoto nárůstu hospodářského výsledku bylo snížení nákladů, resp. ukončení závazků spojených z dříve uzavřených leasingových smluv a investování do vlastních herních zařízení.

V roce 2011 dochází ke zvýšení místních poplatků, resp. ke zvýšení odvodů z herních zařízení provozovaných podle § 50 odst. 3 zákona o loteriích, a to na základě tzv. Kuberova přílepku, který vstoupil v platnost 1. 7. 2010. S přihlédnutím k této situaci společnost zpomalila rozvoj VLT, jejich počet se na konci období pohybuje kolem jednoho tisíce kusů. V oblasti sportbarů došlo díky akvizici ke zvýšení jejich počtu na šedesát sedm. Negativní vývoj u dceřiných společností a v oblasti výherních hracích přístrojů pokračuje.

Rok 2012 je pro společnost především ve znamení minimalizace vlivu novely loterního zákona. Zmíněná novela znamená pro společnost zvýšení zákonných odvodů ve formě daní zhruba ve výši 60 mil. Kč. Konkrétně novela zavádí povinnost provozovatelů loterií odvádět daň ve výši 20 % z částky tržeb a pevnou část ve výši 55,- Kč denně za herní zařízení, resp. za jednotlivé hrací místo. Nově se od tohoto roku odvádí 19% daň z příjmu z loterní činnosti. Zmíněné negativní dopady se společnost snaží řešit zvýšením obratu, dalším snižováním nákladů, optimalizací investic v oblasti VLT a tzv. lokálními systémy. V oblasti vícemístných elektronických zařízení pokračoval klesající trend počtu zařízení. Utlumení v oblasti výherních hracích přístrojů včetně novely zákona mělo za následek fúzi zbývajících dceřiných společností do mateřské společnosti. V oblasti sportbarů pokračovala konsolidace počtu vlastních provozoven a díky akvizici je jejich počet na konci roku sedmdesát. Snahou do dalších období je dle vyjádření představenstva společnosti zvýšení podílu vlastních provozoven na celkových tržbách. I přes zmíněné dopady novely zákona a související skutečnosti dosahuje společnost dobrého hospodářského výsledku ve výši 64 mil. Kč před zdaněním.

Cílem společnosti pro rok 2013 byla především konsolidace související s legislativou a změnami, kdy na základě nálezu Ústavního soudu se umožňuje obcím zrušit provoz VLT bez ohledu na přechodné období, které platilo dle zákona o loteriích do konce roku 2014. Očekávání ohledně výhledu tržeb v budoucích letech nebyla známa, hospodářský výsledek nicméně bude ovlivněn očekávaným navýšením zdanění hazardu. Jeho definitivní podoba k datu ocenění nebyla známa, s ohledem na napříč politickým spektrem všeobecně převládající záměr zvýšit zdanění hazardu je pravděpodobné, že dřívější 20% zatížení daní z hazardu není do budoucna udržitelné. Proto je v projekci předpokládané zdanění hazardu ve výši 28 % jako nejpravděpodobnější varianta zdanění.

Bilanční suma společnosti k 31. 12. 2013 činila celkem 661 171 tisíc Kč, evidovaný vlastní kapitál dosahoval 383 564 tisíc Kč, základní kapitál byl ve výši 100 000 tisíc Kč, výsledek hospodaření minulých let činil 197 436 tisíc Kč, výsledek hospodaření za účetní období dosahoval 66 128 tisíc Kč.

3 Strategická analýza

Strategická analýza se zabývá situací podniku z pohledu jeho vnějšího potenciálu, finančního zdraví a stavu technické základny. Obecně je potenciál podniku dán skutečnostmi externě nebo interně působícími na generátory jeho hodnoty, mezi které řadíme tržby (výkony), provozní ziskovou marži, provozně nutný pracovní kapitál, investice do provozně nutného investičního majetku, diskontní míru, způsob financování a dobu předpokládané existence podniku.

3.1 Vymezení relevantního trhu

Pro oceňovanou část obchodního závodu je relevantním trhem z hlediska věcného trh provozování sázkových her podle § 50 odst. 3 zák. č. 202/1990 Sb. o loteriích a jiných podobných hrách, z hlediska lokalizace je relevantním trhem Česká republika.

3.2 Vnější potenciál podniku

Vnější potenciál je výsledkem působení faktorů makroekonomického prostředí a postavení podniku na relevantním trhu, avšak v nekonkurenčním lokálním prostředí, což následně ovlivňuje hospodaření podniku.

3.2.1 Makroekonomický vývoj ČR

Česká ekonomika je malou otevřenou a proexportně orientovanou ekonomikou se silnou závislostí na vývoji evropských ekonomik. Většina exportu směřuje do členských zemí Evropské unie. Hlavním obchodním partnerem České republiky je Německo, Rakousko, Polsko, Slovensko, Francie, Itálie a Rusko. Více než polovinu svého zahraničního obchodu realizuje ČR se sousedními zeměmi. Základní makroekonomické ukazatele České republiky včetně predikce jsou uvedeny v následující tabulce:

Tabulka 4: Makroekonomické ukazatele ČR

Makroekonomické ukazatele ČR	Jednotky	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2015	2016
							Aktuální predikce	Minulá predikce		
Hrubý domácí produkt	mld. Kč	3 954	4 023	4 042	4 077	4 261	4 469	4 647	4 467	4 644
Hrubý domácí produkt	růst v %, s.c.	2,3	2,0	-0,9	-0,5	2,0	3,9	2,5	2,7	2,5
Spotřeba domácností	růst v %, s.c.	1,0	0,3	-1,5	0,7	1,5	2,9	2,4	2,8	2,3
Spotřeba vlády	růst v %, s.c.	0,4	-3,0	-1,8	2,3	1,8	2,0	1,6	1,7	1,6
Tvorba hrubého fixního kapitálu	růst v %, s.c.	1,3	1,1	-3,2	-2,7	2,0	6,4	3,1	5,3	4,2
Příspěvek ZO k růstu HDP	p.b., s.c.	0,5	1,9	1,3	0,0	-0,2	-0,4	0,3	-0,3	0,0

Makroekonomické ukazatele ČR	Jednotky	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2015	2016
							Aktuální predikce	Minulá predikce		
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	0,8	0,2	-0,2	-0,6	0,6	0,9	-0,1	0,0	0,0
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	-1,5	-0,2	1,4	1,4	2,5	1,0	1,5	1,9	1,4
Průměrná míra inflace	<i>%</i>	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,5	1,5	0,3	1,5
Zaměstnanost (VŠPS)	<i>růst v %</i>	-1,0	0,4	0,4	1,0	0,8	1,0	0,2	0,7	0,2
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	<i>průměr v %</i>	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1	5,7	5,5	5,7	5,5
Objem mezd a platů (<i>dom. koncept</i>)	<i>růst v %, b.c.</i>	0,6	2,2	2,5	0,4	1,9	4,2	4,1	4,0	4,1
Saldo běžného účtu	<i>% HDP</i>	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,6	0,5	0,2	1,3	0,9
Saldo vládního sektoru	<i>% HDP</i>	-4,4	-2,7	-3,9	-1,2	-2,0	-1,9	-1,2	-1,9	.
<u>Předpoklady:</u>										
Směnný kurz CZK/EUR		25,3	24,6	25,1	26,0	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p.a.</i>	3,7	3,7	2,8	2,1	1,6	0,8	1,3	0,6	0,8
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	80	111	112	109	99	61	68	60	68
HDP eurozóny (EA12)	<i>růst v %, s.c.</i>	2,0	1,6	-0,8	-0,4	0,8	1,4	1,8	1,4	1,8

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Hrubý domácí produkt (HDP) je peněžním vyjádřením celkové hodnoty statků a služeb nově vytvořených v daném období na určitém území a používá se jako hlavní ukazatel celkové výkonnosti ekonomiky.

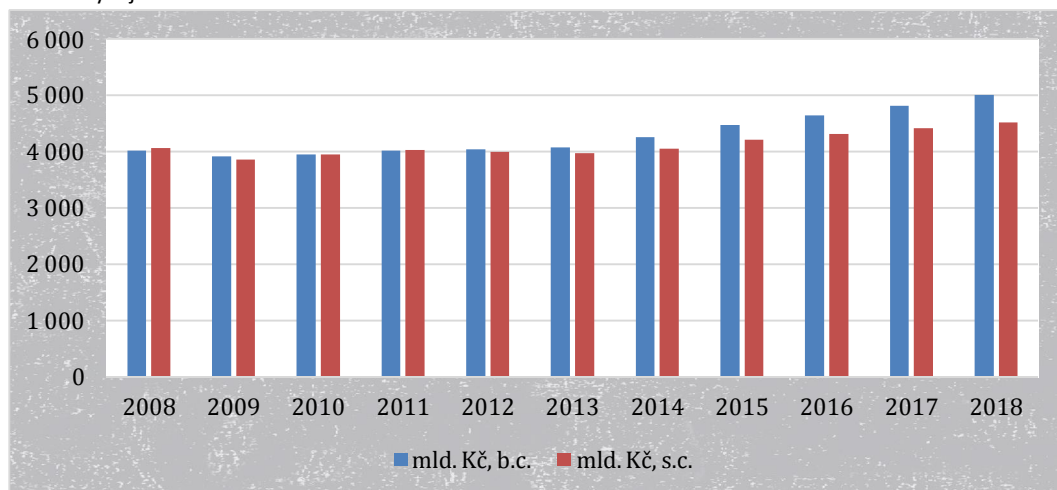
Tabulka 5: Vývoj HDP v ČR

Rok / jednotky	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>mld. Kč, b.c.</i>	4 015	3 922	3 954	4 023	4 042	4 077	4 261	4 469	4 647	4 821	5 006
<i>mld. Kč, s.c.</i>	4 062	3 865	3 954	4 031	3 995	3 974	4 053	4 211	4 314	4 414	4 516
<i>%, b.c.</i>	4,8	-2,3	0,8	1,7	0,5	0,9	4,5	4,9	4,0	3,7	3,8
<i>%, s.c.</i>	2,7	-4,8	2,3	2,0	-0,9	-0,5	2,0	3,9	2,5	2,3	2,3

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

HDP v běžných cenách v roce 2009 poklesl o 2,3 %, což lze přičíst doznívání celosvětové hospodářské krize. V následujících letech HDP v běžných cenách mírně rostl, přičemž v roce 2014 dosáhl nejvyššího tempa růstu 4,5 % a objemu 4 261 mld. Kč.

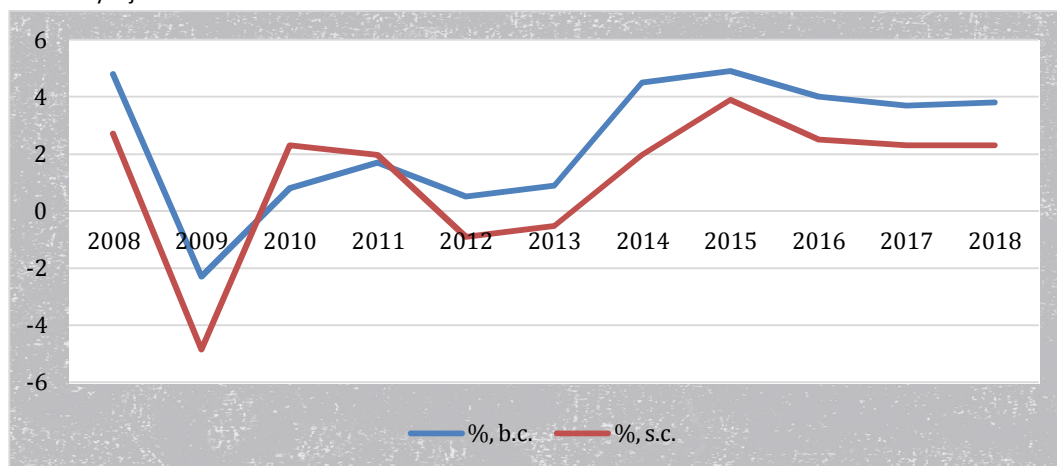
Graf 1: Vývoj HDP



Zdroj: Ministerstvo financí ČR

HDP ve stálých cenách významně poklesl v roce 2009 a další pokles byl zaznamenán v letech 2012 a 2013. V roce 2014 došlo k růstu reálného HDP o 2 % a objemu na 4 053 mld. Kč. Růst byl dán jak výdaji na konečnou spotřebu, tak i tvorbou hrubého kapitálu. Čisté vývozy růst HDP velmi mírně tlumily.

Graf 2: Vývoj HDP



Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Výkonnost ekonomiky měřená reálným HDP v 1. čtvrtletí 2015 meziročně vzrostla o 4,0 %, sezónně očištěný HDP se mezičtvrtletně zvýšil o 2,5 %. Meziroční zvýšení HDP v daném období odráželo rostoucí domácí i zahraniční poptávku. Vlivem již zmíněné změny zásob byla hlavním faktorem růstu tvorba hrubého kapitálu.

Očekává se, že HDP v letošním roce reálně vzroste o 3,9 %, v roce 2016 o 2,5 % a v dalších letech o 2,3 %. Zvýšení predikce vývoje HDP vychází z vývoje v 1. čtvrtletí 2015, kdy byla dynamika podpořena jednorázovými faktory v podobě vysokého příspěvku nepřímých daní, resp. na straně užití růstem zásob nedokončené výroby. Předpokládá se, že část těchto zásob bude později klasifikována jako tvorba hrubého fixního kapitálu.

Inflace je většinou ekonomů definována jako nárůst všeobecné cenové hladiny zboží a služeb v ekonomice v určitém časovém období. Ekvivalentně lze inflaci definovat jako snížení kupní síly peněz. Změnu cenové hladiny za určité období udává míra inflace, která se vypočítává jako poměr vybraného cenového indexu na konci a na začátku období.

Nejpoužívanějšími cenovými indexy jsou index spotřebitelských cen, index cen výrobců a deflátor HDP.

Tabulka 6: Vývoj inflace v ČR

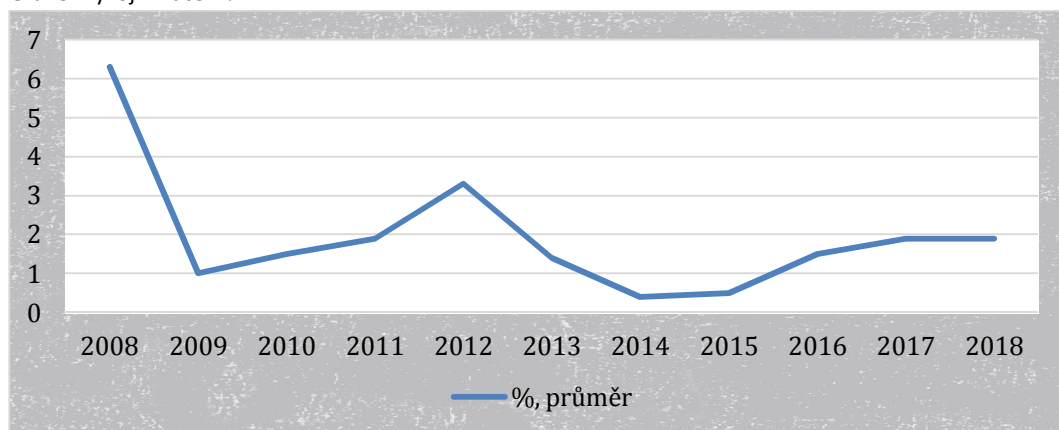
Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
%, průměr	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,5	1,5	1,9	1,9

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Relativně vysoké míry inflace bylo dosaženo v roce 2012 a pak zejména v roce 2008, kdy míra inflace dosáhla 6,3 %. Od roku 2013 se růst cenové hladiny snižuje, přičemž meziroční růst spotřebitelských cen v roce 2014 činil 0,4 %. V květnu 2015 dosáhla meziroční inflace 0,7 %. Příspěvek administrativních opatření činil 0,3 p. b. a byl převážně dán zvýšením spotřební daně z tabákových výrobků.

Meziroční inflaci nadále stlačuje pokles ceny ropy, i když méně než na počátku roku. To je dobře patrné i na příspěvcích jednotlivých oddílů spotřebního koše. Při květnovém meziročním zlevnění pohonných hmot o 9,6 % dosáhl příspěvek oddílu doprava -0,3 p. b., tento oddíl tak nejvýrazněji tlumil inflaci. K růstu cen nejvíce (0,5 p. b.) přispěl oddíl alkoholické nápoje, tabák.

Graf 3: Vývoj inflace v %



Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Rok 2015 by se měl především vlivem příznivého nabídkového šoku v podobě výrazného poklesu ceny ropy vyznačovat velmi nízkou inflací, jejíž průměrná míra bude pravděpodobně skoro stejná jako v minulém roce. Průměrná míra inflace by v roce 2015 měla dosáhnout 0,5 %, v roce 2016 by inflace měla po odeznění příznivého nabídkového šoku zrychlit na 1,5 %, v dalších letech by se meziroční inflace měla po dvou letech vrátit do tolerančního pásma 2% cíle ČNB (predikce činí 1,9 % pro 2017 - 2018).

V České republice jsou zjišťovány dva ukazatele míry nezaměstnanosti - obecná a registrovaná. Obecná míra nezaměstnanosti - jedná se o ukazatel míry nezaměstnanosti zjišťovaný Českým statistickým úřadem. Tato míra je vypočítána na základě výběrového šetření pracovních sil - vychází tedy z reprezentativního vzorku společnosti. Registrovaná míra nezaměstnanosti - tento ukazatel je v kompetenci Ministerstva práce a sociálních věcí ČR a je vypočítáván na základě údajů úřadů práce.

Tabulka 7: Míra nezaměstnanosti v ČR a vývoj nominálních mezd

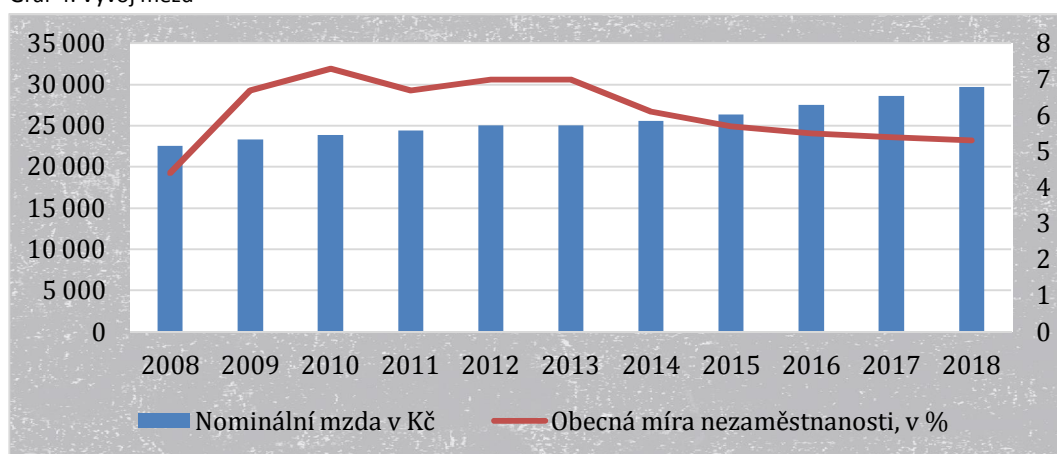
Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Míra nezaměstnanosti, v %	4,4	6,7	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1	5,7	5,5	5,4	5,3
Nominální mzda v tis. Kč	22,6	23,3	23,9	24,4	25,1	25,0	25,6	26,4	27,5	28,6	29,7

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Od 4. čtvrtletí roku 2008 počet nezaměstnaných postupně narůstal a zastavil se až v roce 2010, kdy míra nezaměstnanosti dosáhla 7,3 %. V roce 2011 došlo k mírnému poklesu na 6,7 %, avšak v dalších dvou letech opět narostla na úroveň 7 %. Situace na trhu práce v roce 2014 korespondovala se zlepšující se celkovou situací české ekonomiky, takže v roce 2014 došlo k poklesu míry nezaměstnanosti na 6,1 %.

Z vývoje hrubé mzdy je patrný nepřetržitý růst průměrné měsíční nominální mzdy, kdy v roce 2014 průměrná hrubá mzda činila 25,6 tis. Kč.

Graf 4: Vývoj mezd



Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Situace na trhu práce v 1. čtvrtletí 2015 v zásadě odpovídala zlepšující se pozici české ekonomiky v hospodářském cyklu. Zatímco zaměstnanost se nadále zvyšovala a pokles nezaměstnanosti pokračoval, růst průměrné nominální mzdy lze v současné fázi cyklu považovat spíše za umírněný.

S ohledem na zlepšující se ekonomickou situaci ČR by míra nezaměstnanosti v průměru za rok 2015 měla dosáhnout 5,7 %, pro rok 2016 je predikce v návaznosti mj. na očekávanou vyšší úroveň nepatrně snížena na 5,5 % a v dalších dvou letech potom další pokles každoročně o 0,1 %. Také predikce vývoje hrubých mezd je ovlivněna pozitivním ekonomickým vývojem, a proto se očekává růst nominálních i reálných mezd tak, že v roce 2018 by mohla hrubá mzda dosahovat téměř 30 000 Kč.

Měnovou politiku ČNB lze charakterizovat jako velmi uvolněnou. Dvoutýdenní repo sazba je od listopadu 2012 nastavena na úrovni 0,05 %, tedy technické nuly. ČNB také od listopadu 2013 jako další nástroj měnové politiky používá měnový kurz, a to prostřednictvím závazku nepřipustit posílení pod hladinu 27 CZK/EUR.

Systémem měnových kurzů se rozumí soubor pravidel, úmluv a institucí, podle nichž se provádějí a inkasují platby v rámci transakcí, které přesahují hranice země.

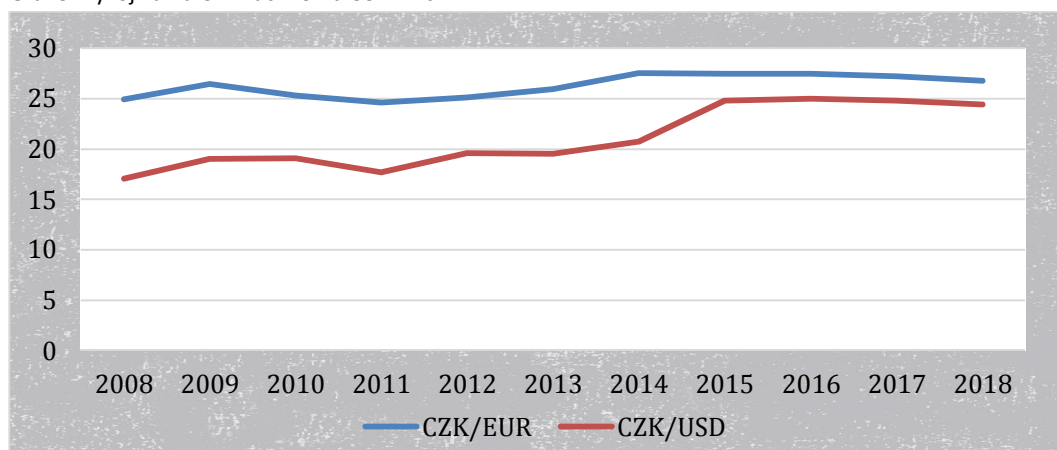
Tabulka 8: Vývoj kurzu CZK vůči EUR a USD

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CZK/EUR	24,90	26,45	25,29	24,59	25,14	25,97	27,53	27,5	27,5	27,2	26,8
CZK/USD	17,03	19,06	19,11	17,69	19,58	19,56	20,75	24,8	25,0	24,8	24,4

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

V roce 2009 došlo k oslabení kurzu koruny vůči euru na 26,45 korun za euro. V roce 2010 a 2011 koruna posilovala až k 24,59 korun za euro. Počátkem listopadu 2013 ČNB oznámila, že kurz koruny vůči euru začne využívat jako další nástroj monetární politiky a koruna následně skokově oslabila tak, že v závěru roku 2013 byl kurz v porovnání s úrovní před intervencí až o 7 % slabší. Měnový kurz koruny vůči euru se po většinu roku 2014 pohyboval v těsné blízkosti hladiny 27,50 CZK/EUR, v průběhu 1. pololetí 2015 se pohyboval stejně tak. Kurz byl s výjimkou dočasných výkyvů nad 28 CZK/EUR v srpnu 2014 a na začátku roku 2015 velmi stabilní, jen s malými fluktuacemi. Za celé 1. pololetí 2015 koruna k euru meziročně oslabila v průměru o 0,2 %. Kurz koruny vůči dolaru v podstatě až do roku 2011 kopíroval vývoj koruny vůči euru, poté však začal oslabovat až na 20,75 korun za dolar za rok 2014.

Graf 5: Vývoj kurzu CZK vůči EUR a USD v Kč



Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Zatím není určeno, kdy a jakým způsobem ČNB upustí od používání kurzového nástroje. Na základě dostupných informací (zejména vyjádření ČNB, že používání kurzu jako nástroje měnové politiky neukončí dříve než ve 2. pololetí 2016) byl pro období do konce roku 2016 zvolen technický předpoklad stability kurzu na hladině 27,5 CZK/EUR. Očekává se, že poté začne koruna proti euru znovu mírně posilovat, a to zhruba o 0,4 % mezičtvrtletně. Předpokládaný vývoj je v souladu s vyjádřením ČNB, že nepřipustí výraznou apreciaci koruny poté, co ustoupí od kurzového závazku.

Tabulka 9: Vývoj sazby 3M PRIBOR a výnosu do splatnosti 10letých SD

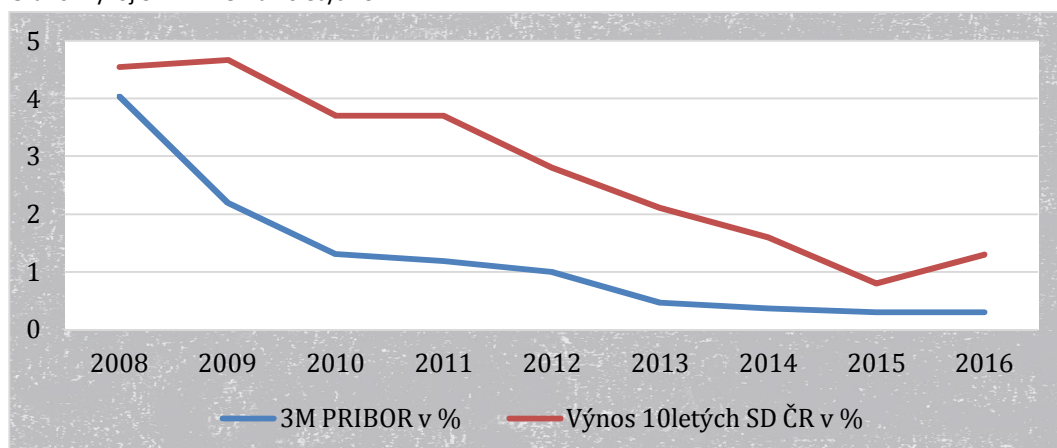
Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
3M PRIBOR v %	4,04	2,19	1,31	1,19	1,00	0,46	0,36	0,3	0,3
Výnos 10letých SD v %	4,55	4,67	3,71	3,71	2,80	2,11	1,6	0,8	1,3

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Výše sazeb na mezibankovním trhu určuje sazba PRIBOR podle délky splatnosti. Jde o sazbu, za kterou si banky mezi sebou půjčují. Z mezibankovních sazeb určují banky výši úrokových sazeb pro klienty, u úvěrů k nim připočítávají sazbu nákladů banky a další přírážky podle rizikovosti klienta. V roce 2014 dosáhla tato sazba 0,36 %, v průměru

za 1. čtvrtletí 2015 dosáhla 3M sazba PRIBOR 0,31 %. Na této úrovni by měl 3M PRIBOR setrvat i během let 2015 a 2016.

Graf 6: Vývoj 3M PRIBOR a 10letých SD



Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Dlouhodobé úrokové sazby se vzhledem k absenci inflačních tlaků a prakticky nulovým primárním úrokovým sazbám pohybují na extrémně nízkých hodnotách. Výnos do splatnosti 10letých státních dluhopisů pro konvergenční účely dosáhl ve 2. čtvrtletí 2015 úrovně 0,62 %. Pro 3. čtvrtletí 2015 se počítá se zvýšením na 1,0 %, za celý rok 2015 by pak dlouhodobé sazby mohly v průměru činit 0,8 %. S ohledem na rostoucí inflaci je predikováno pro rok 2016 zvýšení dlouhodobých sazeb na 1,3 %. Poslední vývoj okolo Řecka se zatím na výnosech českých státních dluhopisů prakticky neprojevil.

Tabulka 10: Vývoj 2T repo sazby a diskontní sazby ČNB

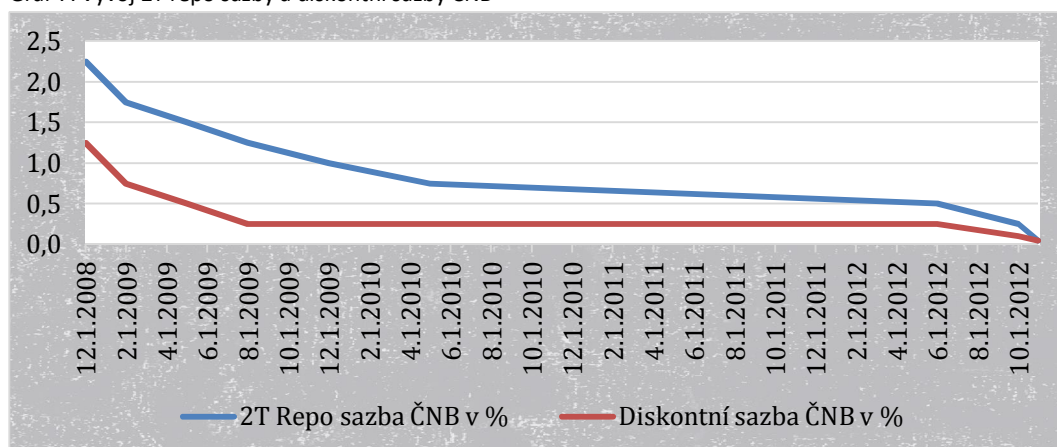
Rok	18.12. 2008	6.2. 2009	11.5. 2009	7.8. 2009	17.12. 2009	6.5. 2010	29.6. 2012	1.10. 2012	2.11. 2012
2T repo sazba ČNB v %	2,25	1,75	1,50	1,25	1,00	0,75	0,50	0,25	0,05
Diskontní sazba ČNB v %	1,25	0,75	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,10	0,05

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Hlavní měnový nástroj má podobu repo operací prováděných formou tendrů. Při repo operacích ČNB přijímá od bank přebytečnou likviditu a bankám předává jako kolaterál dohodnuté cenné papíry. Obě strany se zároveň zavazují, že po uplynutí doby splatnosti proběhne reverzní transakce, v níž ČNB jako dlužník vrátí věřitelské bance zapůjčenou jistinu zvýšenou o dohodnutý úrok a věřitelská banka vrátí ČNB poskytnutý kolaterál. Základní doba trvání těchto operací je stanovena na 14 dní, proto je z hlediska měnové politiky chápána jako klíčová dvoutýdenní repo sazba (2T repo sazba). Vzhledem k systémovému přebytku likvidity v bankovním sektoru slouží repo tendry především k odčerpávání likvidity.

Depozitní facilita poskytuje bankám možnost uložit přes noc u ČNB bez zajištění svou přebytečnou likviditu. Depozita jsou úročena diskontní sazbou. Diskontní sazba proto zpravidla představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu.

Graf 7: Vývoj 2T repo sazby a diskontní sazby ČNB



Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Obě sazby jsou od 2. 11. 2012 nastaveny na minimální úrovni 0,05 %.

Dluh vládních institucí zahrnuje dle definice závazky sektoru vládních institucí vyplývající z emise oběživa, přijatých vkladů, vydaných úvěrových cenných papírů jiných než účasti, přijatých půjček a hodnotu zajišťovacích měnových swapů ke konci roku. Dluh sektoru vládních institucí v procentech HDP = podíl vládního dluhu k objemu hrubého domácího produktu v běžných cenách (v %). Podle maastrichtských kritérií by výše dluhu vládních institucí neměla překročit 60 % HDP.

Celkový veřejný dluh v poměru k HDP klesl v roce 2014 na 42,6 % z předloňských 45,1 %. Meziročně tak došlo k jeho poklesu jak v absolutním, tak relativním vyjádření, a to především díky dalšímu využití řízení likvidity státní pokladny.

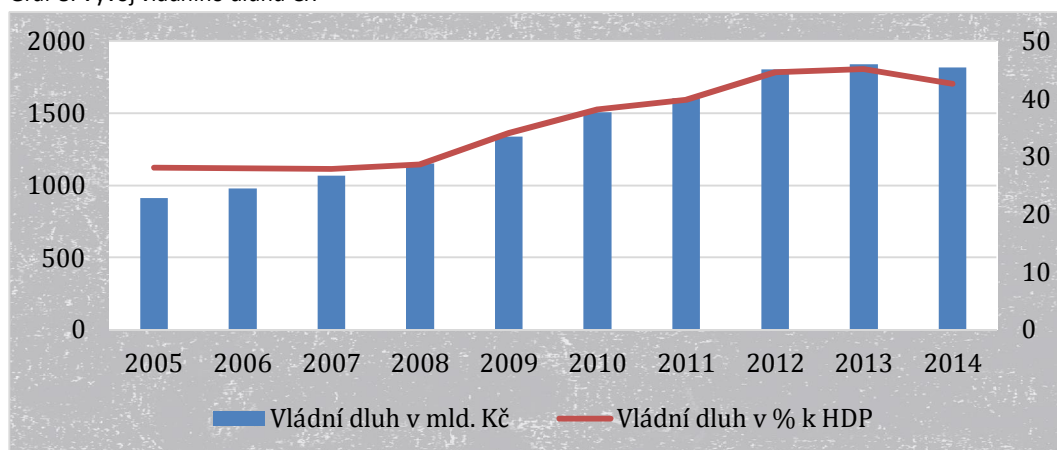
I v roce 2015 se očekává další stabilizace zadlužení státního rozpočtu. Mírné navýšení úrovně dluhu vládního sektoru bude způsobeno především jednorázovou imputací závazků z důvodu nákupu nadzvukových letadel. Dluh by měl dosáhnout 40,9 % HDP, a jeho pokles v poměru k HDP tak bude v letošním roce pokračovat. V roce 2016 by měl dluh v relativním vyjádření setrvat na úrovni letošního roku.

Tabulka 11: Vývoj vládního dluhu

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Vládní dluh v mld. Kč	912,8	978,9	1065,5	1150,7	1335,7	1508,5	1604,0	1803,6	1839,7	1816,1
Vládní dluh v % k HDP	28,0	27,9	27,8	28,7	34,1	38,2	39,9	44,6	45,1	42,6

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Graf 8: Vývoj vládního dluhu ČR



Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Státní dluh je tvořen souhrnem státních finančních pasiv (závazky státu vzniklé ze státem přijatých zahraničních půjček, úvěrů od bank a z vydaných státních dluhopisů a jiné závazky státu). $\text{Státní dluh/HDP} = \text{podíl státního dluhu k objemu hrubého domácího produktu v běžných cenách (v \%)}.$

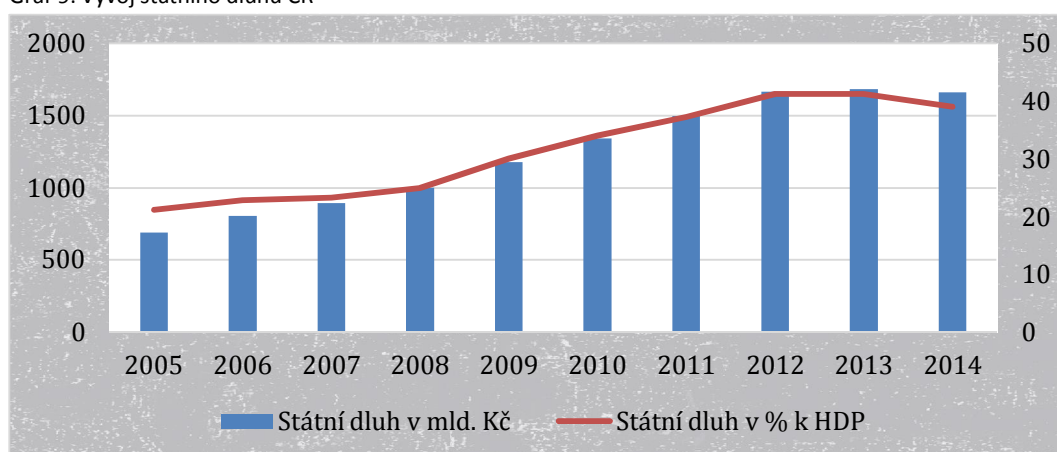
Během celého roku 2014 státní dluh klesl meziročně o zhruba 20 miliard na 1663,7 miliardy Kč, šlo o první pokles dluhu od roku 1995. Na každého Čecha tak připadá dluh téměř 160 tis. Kč. V poměru k HDP tak státní dluh v roce 2014 klesl ze 41,3 % na 39 % k HDP.

Tabulka 12: Vývoj státního dluhu

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Státní dluh v mld. Kč	691,2	802,5	892,3	999,8	1178,2	1344,1	1499,4	1667,6	1683,3	1663,7
Státní dluh v % k HDP	21,2	22,9	23,3	24,9	30,0	34,0	37,3	41,3	41,3	39,0

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Graf 9: Vývoj státního dluhu ČR



Zdroj: Ministerstvo financí ČR

3.2.2 Světová ekonomika

Oživení globální ekonomiky pokračuje, vývoj v jednotlivých regionech však zůstává různorodý. Výhled je nadále charakterizován spíše nižší dynamikou růstu světového HDP. Nízké ceny ropy, zpomalení tempa fiskální konsolidace a expanzivní měnové politiky centrálních bank pro světové hospodářství představují pozitivní impulzy, nicméně geopolitická rizika přetrvávají. V rozvinutých zemích lze pozorovat pokračující upevnění růstové dynamiky.

Ekonomika USA v 1. čtvrtletí 2015 ve srovnání s předchozím čtvrtletím stagnovala, nic však nenavědčuje tomu, že by zpomalení mělo mít trvalejší charakter. Ekonomika byla nadále tažena především spotřebou, negativně naopak působilo nepříznivé počasí, zahraniční obchod a pokles nerezidenčních investic (zejména v těžebním průmyslu) a výdajů místních vlád. Předpověď růstu HDP pro rok 2015 byla v důsledku stagnace v 1. čtvrtletí snížena na 2,2 %, v roce 2016 se počítá se zrychlením růstu na 2,9 %. Nadále je předpoklad, že by k růstu měla přispívat zejména soukromá spotřeba a investice.

V 1. čtvrtletí 2015 mezičtvrtletní růst HDP v EU28 i EA12 navázal na dynamiku z konce minulého roku; v EU28 i EA12 dosáhl úrovně 0,4 %. V meziročním srovnání pak HDP EU28 vzrostl o 1,5 %, zatímco HDP EA12 se zvýšil o 1,0 %. Vývoj v jednotlivých zemích EA12 zůstává dosti rozdílný, v řadě z nich přitom oživení stále brzdí strukturální problémy ekonomik. Růst ekonomické aktivity by měl pokračovat i ve 2. polovině roku 2015, přičemž ve srovnání s rokem 2014 se počítá s mírně rychlejší dynamikou. K růstu by měla kladně přispívat domácí poptávka podpořená nízkou mírou inflace (pozitivní dopad na dynamiku reálných mezd), dalším zlepšováním situace na trhu práce a velmi uvolněnou měnovou politikou, z níž by měly těžit také investice. Oslabené euro by mělo podpořit růst vývozu, posilující domácí poptávka však zároveň bude zvyšovat dovozy. V některých ekonomikách eurozóny však růst bude brzdit vysoká míra nezaměstnanosti. Predikce je zatížena riziky souvisejícími s dalším vývojem v Řecku a nejistotou, která je spojena s odkladem nutných reforem v některých zemích eurozóny a možností eskalace geopolitického napětí. Očekává se, že se v roce 2015 HDP EA12 zvýší o 1,4 %, pro rok 2016 se počítá se zrychlením růstu na 1,8 %.

Cena barelu ropy Brent v průměru za 2. čtvrtletí 2015 dosáhla 62 USD. Příčinou pozvolna rostoucí ceny je mírně zrychlující globální poptávka a indikace poklesu produkce v USA, kde již 5 měsíců v řadě klesá celkový počet vrtů. V USA také došlo k razantnímu poklesu investic v těžebním odvětví a snižuje se také průměrná denní produkce největších amerických nalezišť. Producenti přehodnotili své investiční záměry a postupně se přizpůsobují cenovým podmínkám. Aktuální jsou také rizika neplánovaných výpadků těžby na Blízkém východě a v severní Africe. Nabídka na trhu s ropou však v současné době stále převyšuje poptávku a zásoby dosahují vysokých úrovní. Stejným směrem na cenu působí i možný návrat iránské ropy na světové trhy. V predikci očekávaný pozvolný nárůst ceny je v souladu se situací na trzích s futures. V průměru za celý letošní rok by mohla cena ropy Brent dosáhnout 61 USD/barel, v roce 2016 by mohla dále vzrůst na 68 USD/barel.

3.2.3 Analýza odvětví

Odvětví kasin a hazardu v zemích regionu střední a východní Evropy (CEE) vykazovalo od roku 2010 proměnlivá tempa růstu a celkově vykázalo za období 2009 – 2013 pokles o 7,2 %. Oproti tomuto vývoji se český hazardní průmysl udržel v tomto období na nulovém růstu. Výhled růstu v regionu CEE v období 2013 - 2018 byl předpokládán na průměrné úrovni 6,7 % ročně. Na rozdíl od dynamicky rostoucího trhu v Polsku se nicméně v České

republiky očekává stagnace s ročním tempem růstu okolo 0,7 %. Do roku 2018 je velikost českého trhu (měřená objemem výher poskytovatele) dle analýz společnosti Marketline odhadována ve výši 1 313,9 mil. USD (zhruba 32 mld. Kč – rozsahem zahrnutých odvětví se jeví analýza Marketline jako zaměřená pouze na část relevantních segmentů).

Odvětví jako takové se vyznačuje střední intenzitou konkurence – tlak ze strany zákazníků i dodavatelů herních zařízení je vyrovnaný, konkurence mezi jednotlivými poskytovateli není příliš intenzivní. S ohledem na státní regulaci, nepříliš pozitivní image oboru ve společnosti a omezené možnosti růstu poptávky nečelí odvětví významnější hrozbě v podobě nástupu nových konkurentů. Jistou výjimkou je segment online sportovního sázení a online hazardu, v němž lze v posledním desetiletí pozorovat výrazný nástup zahraničních sázkových serverů. Domácí poskytovatelé v tomto segmentu nastupují teprve v posledních zhruba 5 letech, přičemž jde prakticky bez výjimky o online divize tradičních řetězců sázkových kanceláří. Za potenciální substituty lze považovat prakticky jakoukoliv volnočasovou aktivitu.

Podle dat o českém hazardním trhu publikovaných Ministerstvem financí ČR se v jednotlivých letech výrazně mění podíl jednotlivých typů loterií a hazardních her. Celkový objem vsazených peněz vzrostl v roce 2014 ze 124 mld. Kč na 138 mld. Kč při vyplacených výhrách 107 mld. Kč. Největší část z této sumy tvořily interaktivní VLT s objemem sázek 59 mld. Kč a vyplacenými výhrami 43 mld. Kč a dynamicky rostoucí internetové kurzové sázky (objem sázek 29 mld. Kč při vyplacených výhrách 26 mld. Kč). Naproti tomu dříve dominantní segment výherních hracích přístrojů po razantním nástupu VLT vykazuje v posledních letech strmý pokles z 24 mld. Kč na 16 mld. Kč.

Z pohledu oceňované společnosti jsou považovány za nejrelevantnější pro její zaměření segmenty výherních hracích přístrojů, interaktivních VLT, v menší míře pak i elektromechanických rulet. První dva segmenty jsou nicméně klíčové. Historický vývoj obou segmentů naznačuje, že v souvislosti s nástupem moderních technologií a zároveň postupně sílící místní i centrální regulací hazardního průmyslu v segmentu tradičních výherních hracích přístrojů byly tyto přístroje masivně nahrazovány přístroji VLT.

Tabulka 13: Přehled vsazených částek a výnosů provozovatelů výherních hracích přístrojů a interaktivních VLT za období let 2007 – 2014

Rok	Celkem vsazeno mil. Kč	Výnos provozovatelů mil. Kč
2007	79 325,1	16 852,6
2008	99 250,6	21 796,8
2009	102 145,4	24 469
2010	102 143,5	24 337
2011	107 607,5	25 413,3
2012	89 322,76	20 498,75
2013	78 345,66	19 130,61
2014	84 219,29	20 279,12

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Jak je z výše uvedené tabulky patrné, objem sázek v posledních třech letech klesl zhruba o pětinu, obdobně poklesl i výnos provozovatelů. Přestože společnost TIPGAMES menší část svých aktivit přesahuje i do jiných segmentů, lze přibližný podíl společnosti na trhu dle údajů z roku 2013 vyčíslit na úrovni zhruba 3,4 %. Společnost tak patří k větším hráčům na trhu, který se jinak vyznačuje značně atomizovanou strukturou.

Celkově vykazovaly výnosy provozovatelů složenou roční míru růstu 2,34 %. Dle názoru Zpracovatele je pravděpodobné, že výkony společnosti TIPGAMES mohly růst v roce 2014, pro nějž při ocenění nebyly dostupné jiné relevantní podklady ani hospodářské výsledky, rovněž tímto tempem.

3.3 Finanční analýza

Finanční analýza společnosti TIPGAMES a.s. byla provedena za období 2010 až 2013 dle účetních výkazů z výročních zpráv. Finanční analýza se věnuje analýze účetních výkazů a analýze základních ukazatelů společnosti, kde je provedeno i časové srovnání.

Účetní závěrky společnosti TIPGAMES a.s. byly sestaveny za období 2010 - 2013 v souladu a podle zákona číslo 563/1991 Sb., o účetnictví. Dle výroku auditorky Ing. Blanky Lukešové, č. oprávnění 1875, na základě provedené kontroly a posouzení předložených účetních záznamů zobrazují účetní závěrky ve všech významných ohledech věrně a poctivě majetek, závazky, vlastní kapitál, výsledek hospodaření za účetní a finanční situaci účetní jednotky TIPGAMES a.s., a to v souladu se zákonem o účetnictví a příslušnými předpisy České republiky, a proto jsou výroky bez výhrad.

Popis majetku a závazků

Společnost TIPGAMES a.s. evidovala k 31.12.2013 celková aktiva ve výši 661 171 tis. Kč.

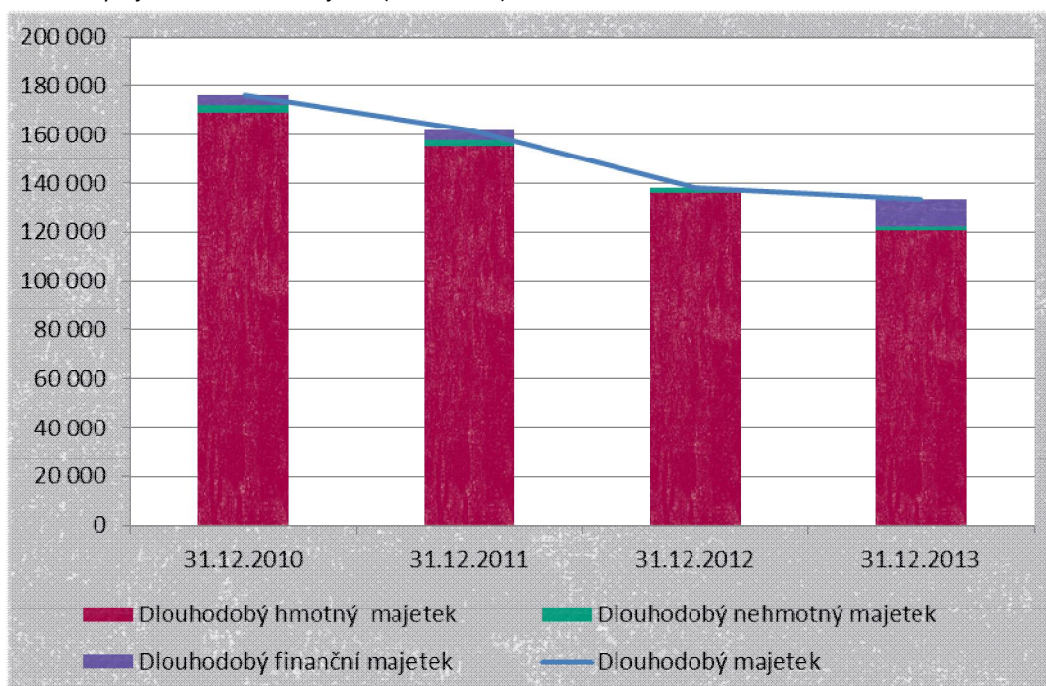
Tabulka 14: Zkrácená rozvaha společnosti – aktiva (v tisících Kč)

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Dlouhodobý majetek	176 194	161 974	138 267	133 624
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	169 334	155 230	136 055	120 891
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	2 660	2 544	2 212	1 056
<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	4 200	4 200	0	11 677
	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Oběžná aktiva	241 107	229 813	349 985	478 190
<i>Zásoby</i>	189	14	1	7
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	47 604	106 395	198 434	275 150
<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	1 679	8 699	7 015	65 772
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	191 635	114 705	144 535	137 261

3.3.1 Dlouhodobý majetek

Dlouhodobým majetkem se rozumí zpravidla takový majetek, kde doba použitelnosti přesahuje jeden rok. Jedná se o dlouhodobá (stálá, fixní) aktiva, která předávají svou hodnotu do hodnoty vyráběné produkce postupně. Tento dlouhodobý majetek se nespotřebovává najednou, ale opotřebovává se postupně během doby své životnosti, a poskytuje tedy ekonomický prospěch dlouhodobě. Dlouhodobý hmotný majetek vlastní výroby je oceňován ve výši vlastních nákladů.

Graf 10: Vývoj dlouhodobého majetku (v tisících Kč)

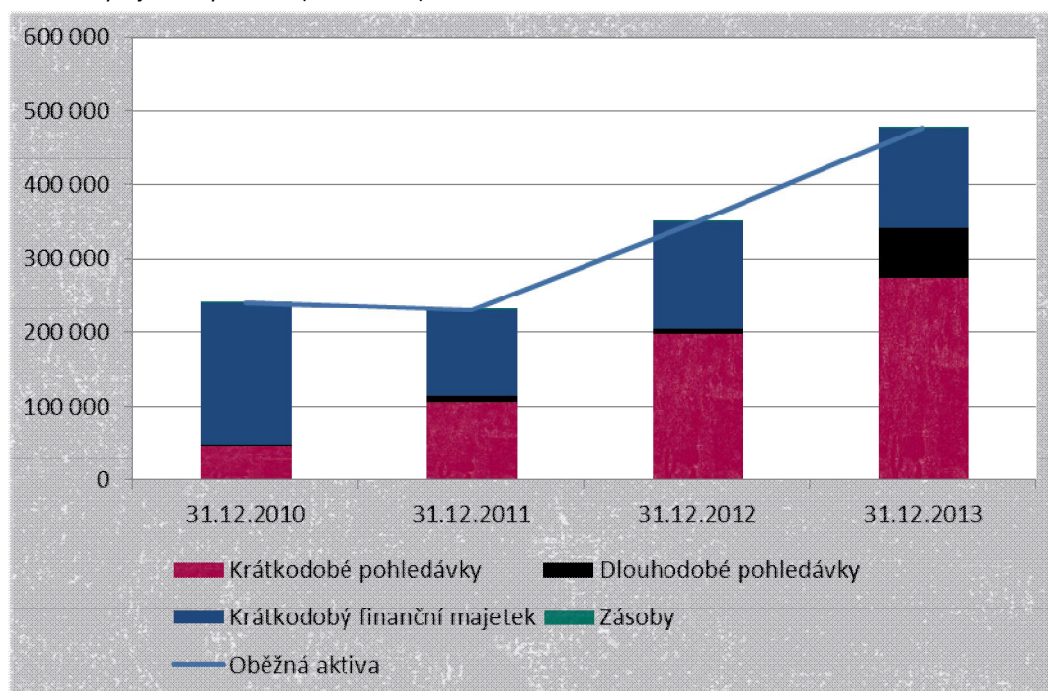


Dlouhodobý majetek společnosti tvořil přibližně 20 % z celkových aktiv společnosti. Dlouhodobý majetek společnosti dosahoval počátkem sledovaného období hodnoty 176 194 tis. Kč, což představovalo 39 % celkových aktiv společnosti. Postupně však podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech klesal, přičemž k nejvýraznějšímu poklesu došlo mezi lety 2011 a 2012 – z 38 % na necelých 29 % celkových aktiv. Dlouhodobý nehmotný majetek, jak lze z grafu vyzorovat, se společně s dlouhodobým finančním majetkem podílel na celkových aktivech pouze zanedbatelně, výjimku pak představoval rok 2013, kde byl patrný výrazný nárůst dlouhodobého finančního majetku, jehož hodnota dosahovala výše 11 677 tis. Kč.

3.3.2 Oběžná aktiva

Za oběžná aktiva se považuje krátkodobý majetek (majetek s krátkodobým reprodukčním cyklem), do něhož se zpravidla zahrnují zásoby, pohledávky a krátkodobý finanční majetek. Krátkodobý majetek je charakteristický zejména svou délkou použitelnosti, která není vyšší než 1 rok, a taktéž i svou jednorázovou spotřebou.

Graf 11: Vývoj oběžných aktiv (v tisících Kč)



Oběžný majetek k 31. 12. 2013 byl evidován v celkové výši 478 190 tis. Kč. Jednalo se především o krátkodobé pohledávky v celkové výši 275 150 tis. Kč. Druhou nejvýznamnější položkou oběžných aktiv byl soubor peněz a peněžních ekvivalentů v celkové výši 137 261 tis. Kč. Ve sledovaném období byl patrný postupný nárůst podílu krátkodobých pohledávek na celkových aktivech: z 11 % v roce 2010 vzrostl podíl k 31. 12. 2013 až k necelým 45 % na celkových aktivech. Zásoby byly pro sledované období zanedbatelné, podobně i dlouhodobé pohledávky s výjimkou v roce 2013, kdy výrazně narostly dlouhodobé pohledávky.

Mezi lety 2010 a 2011 zaznamenala oběžná aktiva mírný pokles, ovšem od roku 2011 docházelo opět k jejich růstu, který byl tažený zejména růstem krátkodobých pohledávek, přičemž v roce 2013 také znatelně přispěl i nárůst dlouhodobých pohledávek.

Vývoj oběžných aktiv tedy oproti dlouhodobému majetku vykazoval růst. Kombinace poklesu dlouhodobého majetku a růstu pohledávek (jak krátkodobých tak dlouhodobých) vzhledem k charakteru podnikání společnosti mohla naznačovat nepříznivé okolnosti v posledních letech způsobené novou legislativou, ovšem tento fakt částečně vyvracel nárůst celkových aktiv ve sledovaném období.

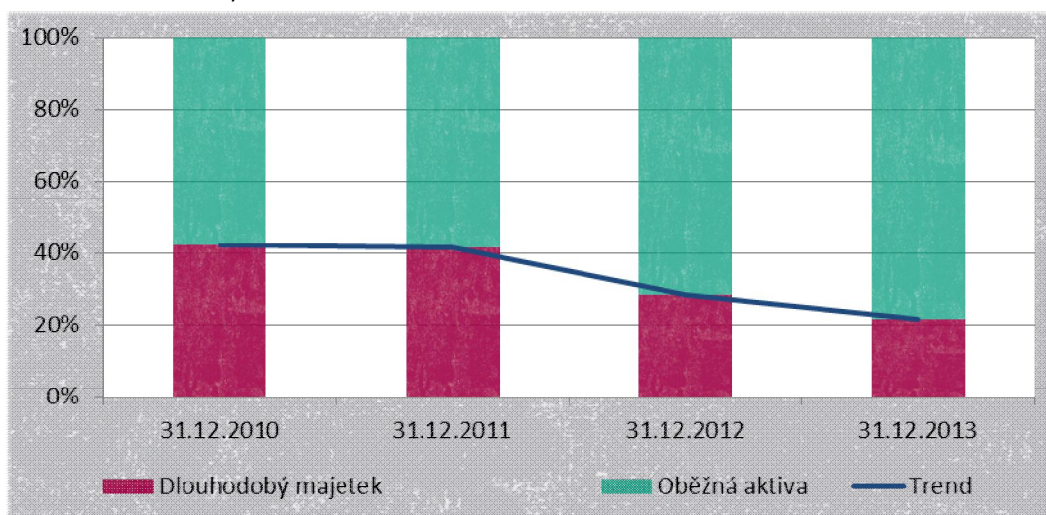
Analýza bude dále zaměřena na podrobnější analýzu aktivních rozvahových položek pomocí vertikální analýzy. Poskytuje informace o skladbě rozvahy a významnosti jednotlivých položek na bilanční sumě.

Tabulka 15: Vertikální analýza aktiv

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Dlouhodobý majetek	39,10%	38,02%	26,53%	20,21%
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	37,58%	36,43%	26,11%	18,28%
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	0,59%	0,60%	0,42%	0,16%
<i>Ostatní dlouhodobý majetek</i>	0,93%	0,99%	0,00%	1,77%
	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Oběžná aktiva	53,50%	53,94%	67,16%	72,32%
<i>Zásoby</i>	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	10,56%	24,97%	38,08%	41,62%
<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	0,37%	2,04%	1,35%	9,95%
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	42,53%	26,92%	27,74%	20,76%

Z realizované analýzy vyplývá, že podíl dlouhodobého majetku na bilanční sumě klesal. Naopak podíl oběžných aktiv se ve sledovaném období znatelně zvýšil. Tento trend byl způsoben dvěma faktory: mírným poklesem dlouhodobého majetku (v absolutních číslech) a znatelným nárůstem pohledávek (též v absolutních číslech).

Graf 12: Vertikální analýza aktiv



Podíl oběžných aktiv se ke konci roku 2013 podílel na bilanční sumě z více než 78 %. Dlouhodobý majetek společnosti TIPGAMES a.s. na rozdíl od celkových aktiv klesal, a tak se jeho podíl na celkových aktivech také snižoval.

3.3.3 Vlastní kapitál

Vlastní kapitál společnosti charakterizoval stav vlastních zdrojů a byl tvořen z položek vyjmenovaných v níže uvedené tabulce.

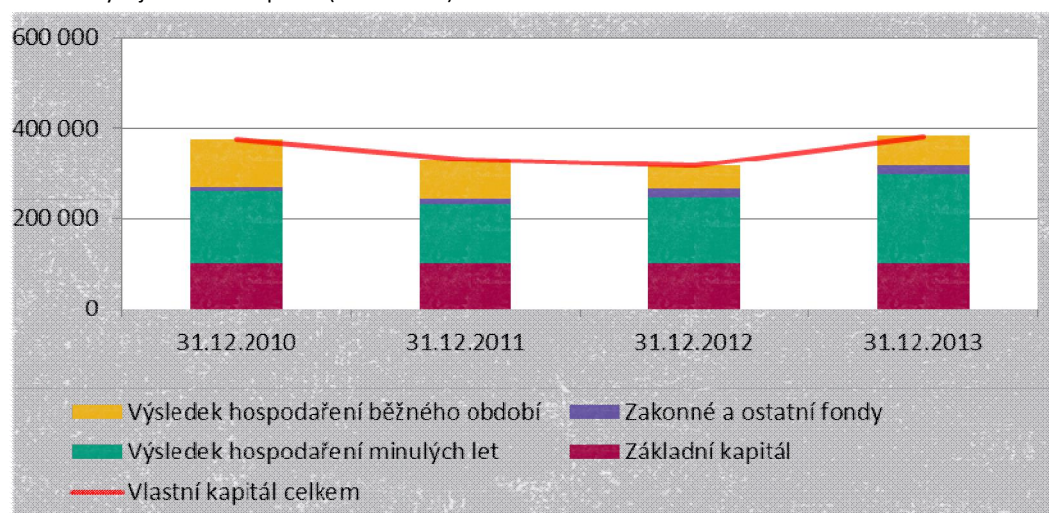
Hodnota vlastního kapitálu společnosti 31.12.2013 byla kladná, ve výši 383 564 tis. Kč, základní kapitál ve výši 100 tis. Kč. Společnost neevidovala žádný závazek za účelem splacení základního kapitálu (splaceno 100 %).

Tabulka 16: Struktura vlastního kapitálu (v tisících Kč)

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Vlastní kapitál celkem	376 344	332 361	318 593	383 564
Základní kapitál	100 000	100 000	100 000	100 000
Výsledek hospodaření minulých let	162 360	132 015	147 720	197 436
Zakonné a ostatní fondy	9 085	14 330	19 081	20 000
Výsledek hospodaření běžného období	104 899	86 016	51 792	66 128

Nerozdělený zisk minulých let byl k 31.12.2013 evidován ve výši 197 436 tis. Kč. Zákonné a ostatní fondy byly evidovány v celkové výši 20 000 tis. Kč. Výsledek hospodaření běžného období byl vykázán v celkové výši 66 128 tis. Kč.

Graf 13: Vývoj vlastního kapitálu (v tisících Kč)



Ve sledovaném období nedošlo k navýšení základního kapitálu. Hodnota základního kapitálu tedy zůstala stabilní v celkové výši 100 tis. Kč. Položkou vlastního kapitálu, která zaznamenala nejvyšší nárůst, byl nerozdělený zisk, který se z roku 2010 do roku 2013 zvýšil téměř o 35 tis. Kč. Zákonné a ostatní fondy zaznamenaly nárůst o necelých 11 000 tis. Kč. Ve sledovaném období, jak lze vysledovat z grafu, nedocházelo k výrazným změnám poměrů jednotlivých složek vlastního kapitálu společnosti a z tohoto hlediska se kapitálová struktura společnosti jeví jako stabilní.

3.3.4 Cizí zdroje

Cizí zdroje jsou veškeré závazky vůči dodavatelům, finančnímu úřadu, zdravotním pojišťovněm a sociálním institucím, vůči zaměstnancům a bance v případě, že si vezme kapitálová společnost úvěr.

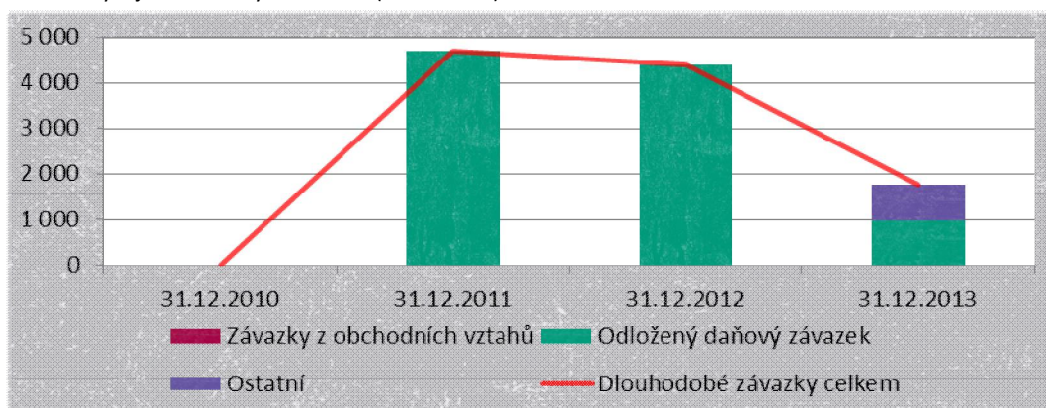
Cizí zdroje byly v evidenci k 31.12.2013 vykázány v celkové výši 276 567 tis. Kč. Dlouhodobé závazky tvoří na rozdíl od krátkodobých závazků zanedbatelnou část cizích zdrojů společnosti.

Tabulka 17: Struktura dlouhodobých závazků (v tisících Kč)

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Dlouhodobé závazky celkem	0	4 688	4 390	1 760
Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0
Odložený daňový závazek	0	4 688	4 390	985
Ostatní	0	0	0	775

Dlouhodobé závazky tvoří cizí kapitál, který společnost využívá déle než jeden rok a který generuje významnou míru rizika. V případě společnosti TIPGAMES a.s. bylo však dané riziko minimální. Nakládání s tímto zdrojem financování je spojeno s patřičným naplánováním podnikových aktivit do budoucna.

Graf 14: Vývoj dlouhodobých závazků (v tisících Kč)



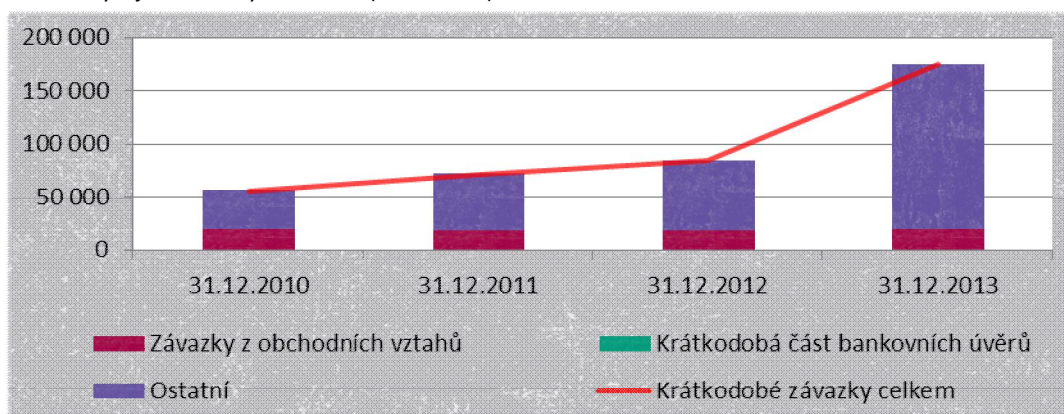
Dlouhodobé závazky k 31.12.2013 dosáhly celkové hodnoty 1 760 tis. Kč a od roku 2011 výrazně klesaly. Závazky z obchodních vztahů pak společnost během sledovaného období neměla žádné.

Tabulka 18: Struktura krátkodobých závazků (v tisících Kč)

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Krátkodobé závazky celkem	56 280	71 900	84 741	175 097
Závazky z obchodních vztahů	19 956	18 376	18 040	19 483
Krátkodobá část bankovních úvěrů	0	0	0	0
Ostatní	36 324	53 524	66 701	155 614

Krátkodobé závazky jsou součástí každého podniku a napomáhají s operativním řízením podniku. Je třeba sledovat, zda společnost disponuje dostatečnými finančními zdroji na včasné pokrytí krátkodobých závazků. Níže uvedený graf zachycuje, že společnost využívala k zajišťování krátkodobých zdrojů převážně dodavatelských závazků z obchodní činnosti.

Graf 15: Vývoj krátkodobých závazků (v tisících Kč)



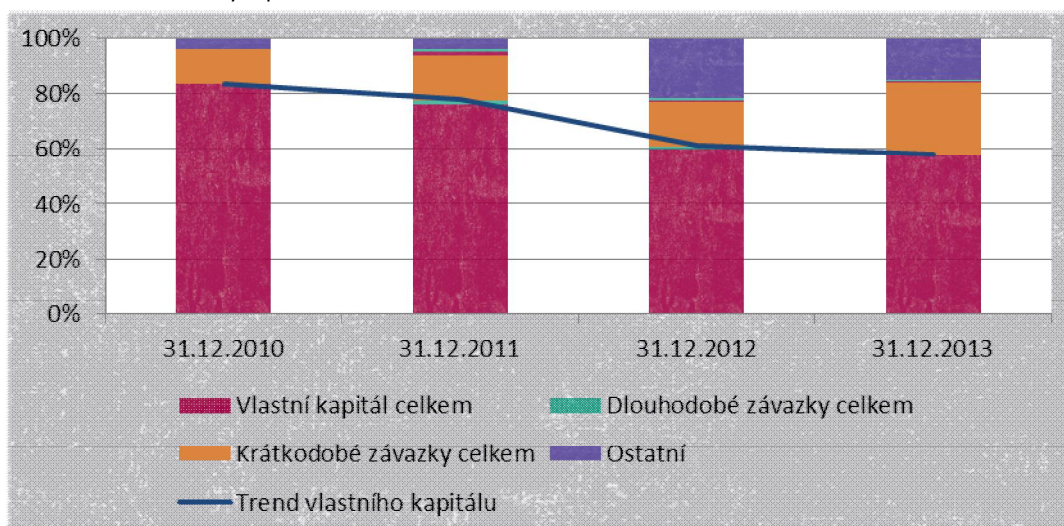
Krátkodobé závazky byly k 31.12.2013 evidovány v celkové výši 175 097 tis. Kč. Nejvýraznější položkou byla položka ostatní v celkové výši 155 614 tis. Kč, z níž nejvýznamnější položky tvořily státní daňové závazky a jiné závazky. Krátkodobé závazky do roku 2012 vykazovaly pozvolný růst, zlom pak přišel v roce 2013, kdy vzrostly jiné závazky o více než 99 milionů. Kč.

Tabulka 19: Vertikální analýza pasiv

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Vlastní kapitál celkem	83,51%	78,01%	61,14%	58,01%
Základní kapitál	22,19%	23,47%	19,19%	15,12%
Nerozdělený zisk	36,03%	30,98%	28,35%	29,86%
Zakonné a ostatní fondy	2,02%	3,36%	3,66%	3,02%
Kurzové rozdíly	23,28%	20,19%	9,94%	10,00%
Dlouhodobé závazky celkem	0,00%	1,10%	0,84%	0,27%
Dlouhodobé úvěry a dluhopisy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Odložený daňový závazek	0,00%	1,10%	0,84%	0,15%
Ostatní	0,00%	0,00%	0,00%	0,12%
Krátkodobé závazky celkem	12,49%	16,88%	16,26%	26,48%
Závazky z obchodních vztahů	4,43%	4,31%	3,46%	2,95%
Krátkodobá část bankovních úvěrů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní	8,06%	12,56%	12,80%	23,54%
Ostatní	4,00%	4,02%	21,75%	15,24%

Z uvedené tabulky vyplývá, že vývoj poměru vlastního kapitálu na bilanční sumě vykazoval ve sledovaném období klesající tendenci, přičemž v posledních letech bylo patrné částečné ustálení podílu vlastního kapitálu na bilanční sumě a v dle posledních dostupných dat dosáhla společnost hodnoty 58 %. Ve sledovaném období došlo k nárůstu významu financování cizími zdroji. Z posledních dostupných údajů z 31.12.2013 se na cizích zdrojích podílely nejvíce krátkodobé závazky, a to z více než 63 %.

Graf 16: Vertikální analýza pasiv



Finanční analýza naznačovala, že společnost při rozhodování o realizaci nových projektů a plánování do budoucna začala využívat cílovou kapitálovou strukturu, která se postupně upevňovala a snižovala poměr cizích a vlastních zdrojů využívaných pro realizaci podnikových aktivit.

3.3.5 Výkaz zisku a ztráty – Provozní VH

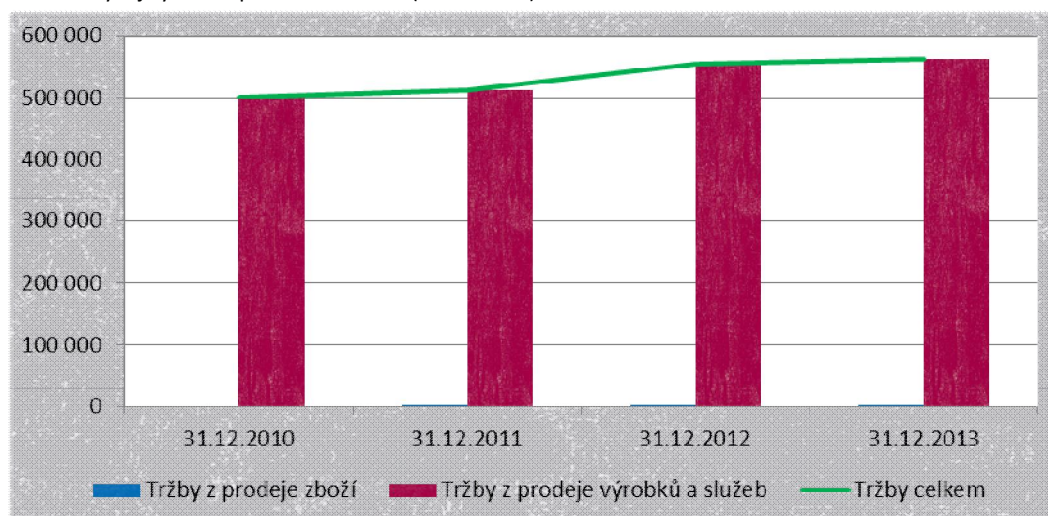
Analýza výkazu zisku a ztrát byla provedena za účetní období 2010 - 2013 a k 31.12.2013.

Tabulka 20: Výnosy z provozní činnosti (v tisících Kč)

Skutečnost	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Tržby z prodeje zboží	0	38	4	1
Tržby z prodeje výrobků a služeb	500 339	511 964	555 255	561 336
Tržby celkem	500 339	512 002	555 259	561 337

Celkové tržby společnosti TIPGAMES a.s. zaznamenaly od roku 2010 do roku 2013 mírný růst. K nejvýraznějšímu růstu tržeb, více než 8% tempem, došlo v roce 2012. K 31.12.2013 byly vykázány celkové tržby v celkové výši 561 337 tis. Kč.

Graf 17: Vývoj výnosů z provozní činnosti (v tisících Kč)



Uvedená data dokládají, že hlavní příjmy společnosti TIPGAMES a.s. byly realizovány skrze prodej služeb. Na grafu je patrný mírný růst tržeb za sledované období. Překvapivý je nečekaný růst v roce 2013 navzdory restriktivním legislativním změnám upravujícím provoz VLT terminálů. Zdá se tedy, že se společnosti podařilo konsolidace související s novou legislativou.

Tabulka 21: Struktura výnosů a nákladů z prodeje zboží (v tisících Kč)

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Obchodní marže	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tržby za prodej zboží	0	38	4	1
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	38	4	1

Z tabulky je patrné, že tržby z prodeje zboží mají zanedbatelnou úlohu v prodejních aktivitách společnosti.

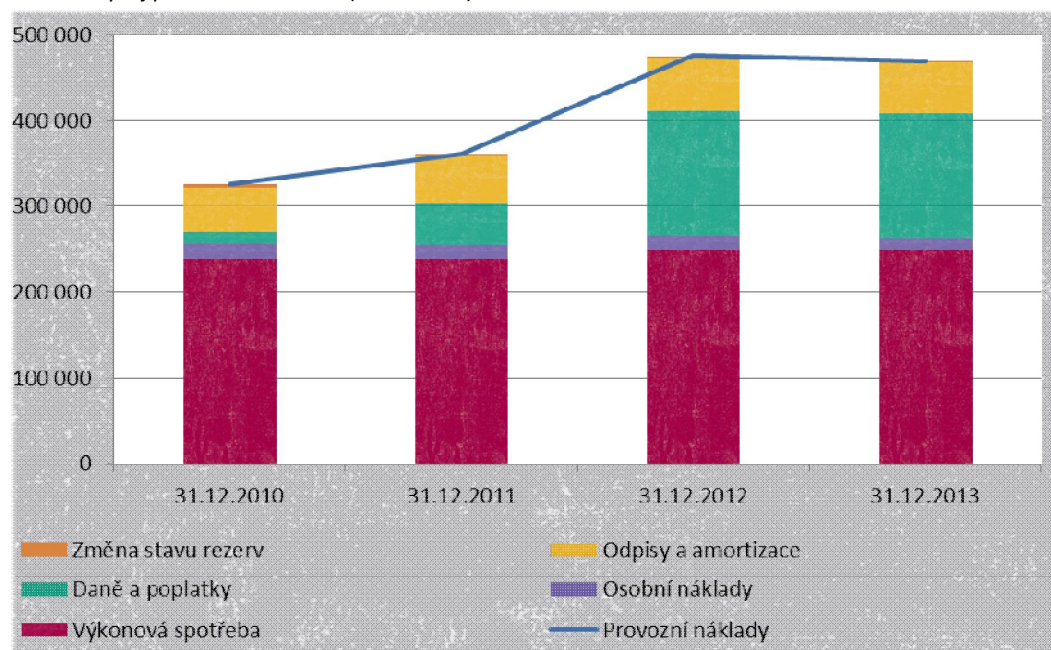
Společnosti v posledních letech sledovaného období mírně vzrostl prodej vlastních výrobků a služeb. Zdá se, že i přes negativní legislativní změny se společnosti dařilo nejen rozvíjet VLT terminály a sportbary, ale také minimalizovat negativní dopady novely loterijního zákona. Změny v chodu společnosti související s adaptací na novou legislativu jsou viditelnější z pohledu nákladů, které v roce 2012 výrazně vzrostly. Strukturu provozních nákladů zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 22: Struktura provozních nákladů (v tisících Kč)

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Provozní náklady	326 193	361 232	475 447	469 749
Výkonová spotřeba	238 771	238 399	249 914	249 913
Osobní náklady	18 129	16 515	15 449	13 482
Daně a poplatky	13 221	47 279	146 199	145 134
Odpisy a amortizace	52 662	56 263	62 695	59 540
Změna stavu rezerv	3 410	2 776	1 190	1 680

Společnost TIPGAMES a.s. evidovala ke 31. 12. 2013 provozní náklady ve výši 469 749 tis. Kč. Nejzásadnější položku provozních nákladů představovala výkonová spotřeba v celkové výši 249 913 tis. Kč a daně a poplatky ve výši 145 134 tis. Kč.

Graf 18: Vývoj provozních nákladů (v tisících Kč)



Společnosti se dlouhodobě daří držet ustálenou výkonovou spotřebu navzdory proměnlivému počtu provozovaných sportbarů a VLT terminálů. V roce 2012 výrazně narostly náklady na daně a poplatky důsledkem novely loterijního zákona, která zavedla povinnost provozovatelů loterií odvádět daň ve výši 20 % z částky tržeb a pevnou část ve výši 55,- Kč denně za herní zařízení. Od daného roku se pak také začala odvádět 19 % daň z příjmů z loterijní činnosti. V rovině osobních nákladů ve sledovaném období je patrné, že se společnosti úspěšně dařilo snižovat náklady. Odpisy a amortizace ve sledovaném období vykázaly mírný růst do konce roku 2012, v roce 2013 pak zase mírně klesly. Změny stavů rezerv představovaly zanedbatelnou položku nákladů, ve sledovaném období jejich podíl na nákladech klesal.

3.3.6 Shrnutí finanční analýzy

Finanční analýza společnosti TIPGAMES a.s. prokázala, že společnost byla schopna dosahovat zisku a udržet se na trhu, a nebyly odhaleny žádné větší komplikace ovlivňující budoucí chod společnosti. Společnosti se dařilo optimalizovat investice a zároveň nenavýšovat některé položky nákladů, případně je i snižovat. Kapitálová struktura za sledované období se postupně vyvíjela s důrazem na vyšší míru zadlužení, zejména

krátkodobého, čímž k 31.12.2013 dosahovala míra zadlužení více než 42 % (oproti 16 % z roku 2010). Vzhledem k intenzivnější regulaci loterijní činnosti se další výrazný růst společnosti jeví jako nepravděpodobný, očekávatelná je spíše stagnace na úrovni z roku 2013 až mírný růst. Přesnější závěry nelze vyvodit z důvodu omezenosti dat a podkladů o společnosti.

Finanční analýza za období, za něž byly dostupné finanční výkazy společnosti, neodhalila žádný strukturální problém, který by do budoucna zabraňoval společnosti v dosavadní činnosti a který by vylučoval předpokládanou skutečnost „going concern“.

3.4 Poměrové ukazatele

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity si kladou za cíl vyjádřit, jaká je platební schopnost podniku, tedy jak je podnik aktuálně schopen uhradit splatné závazky.

Pro analýzu likvidity byly zvoleny ukazatele okamžité, pohotovové a běžné likvidity.

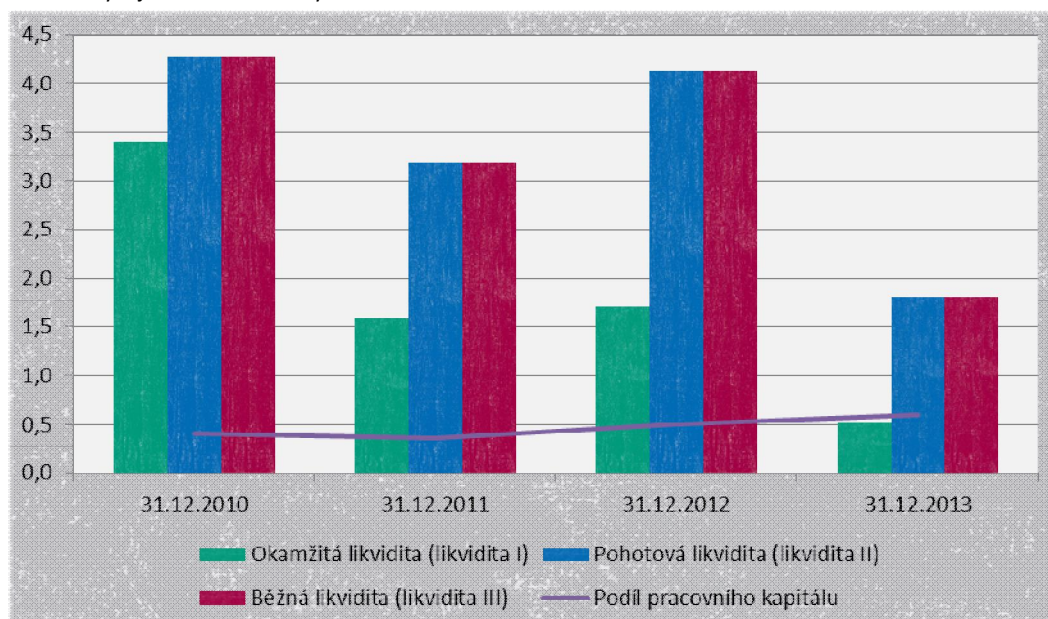
Tabulka 23: Ukazatel likvidity a pracovního kapitálu

Ukazatele likvidity	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Okamžitá likvidita (likvidita I)	3,41	1,59	1,71	0,52
Pohotová likvidita (likvidita II)	4,28	3,18	4,13	1,80
Běžná likvidita (likvidita III)	4,28	3,18	4,13	1,80
Pracovní kapitál	184 827	157 455	166 047	213 096
Podíl pracovního kapitálu	0,41	0,37	0,51	0,59

Okamžitá likvidita je ukazatel, který vyjadřuje okamžitou schopnost kapitálové společnosti uhradit své krátkodobé závazky. Pro úhradu těchto závazků může být použit finanční majetek – tj. hotovost v pokladnách, na běžných účtech kapitálové společnosti a hotovost uložená v krátkodobě obchodovatelných cenných papírech. Doporučená hodnota se pohybuje mezi 0,2 až 0,5. Společnost TIPGAMES a.s. se od začátku sledovaných období do roku 2012 pohybuje vysoko nad doporučenou hranicí. Vysoký ukazatel likvidity v letech 2010 – 2012 dokládá vysoký poměr neprovozních aktiv, a to převážně v peněžních prostředcích, který vznikl kumulací zisku minulých let. V roce 2013 se okamžitá likvidita razantně přiblížila doporučenému pásmu zejména díky nárůstu krátkodobých závazků.

Pohotová likvidita teoreticky nabývá obecně nižších hodnot než likvidita běžná (protože z čitatele vylučuje zásoby). Lze ji spočítat jako poměr mezi krátkodobými aktivy (bez zásob, jak už bylo zmíněno) a krátkodobými závazky. Doporučená hodnota pro tento ukazatel je přibližně kolem 1,0 až 1,5. Společnost TIPGAMES a.s. se od počátku sledovaného období pohybuje vysoko nad doporučenou hranicí, ovšem stejně jako u okamžité likvidity se v roce 2013 pohotová likvidita přiblížila doporučenému pásmu opět zejména díky nárůstu krátkodobých závazků.

Graf 19: Vývoj ukazatele likvidity



Vývoj podílu čistého pracovního kapitálu na celkových aktivech osciluje okolo hodnoty 0,5. Růst nemůže být razantní z důvodu, že každá investice do pracovního kapitálu musí být doprovázena i investicemi do majetku dlouhodobého.

Z hlediska likvidity společnost TIPGAMES a.s. k 31.12.2013 neměla problémy se splácením svých závazků. Současně vysoké hodnoty okamžité likvidity do roku 2012 dokládají vysoký poměr neprovozních peněžních prostředků.

Ukazatel zadluženosti

Pro potřeby zadluženosti byla zvolena Altmanova analýza (též bankrot model či Z-Score model) a úrokové krytí. Altmanova analýza je bankrotní model založený na poměrových ukazatelích využívaných ve finanční analýze. Cílem toho modelu je vyjádřit finanční stav firmy pomocí jediné hodnoty, která hodnotí s jistou úrovní pravděpodobnosti, že se společnost dostane ve střednědobém horizontu do bankrotního stavu. Hodnota se stává jakýmsi indexem důvěryhodnosti zdraví firmy. Pro ukazatel X4 byla zvolena účetní hodnota namísto tržní, a to z důvodu potvrzení finančních výkazů auditorem. Potřebné proměnné je možno nalézt v následující tabulce.

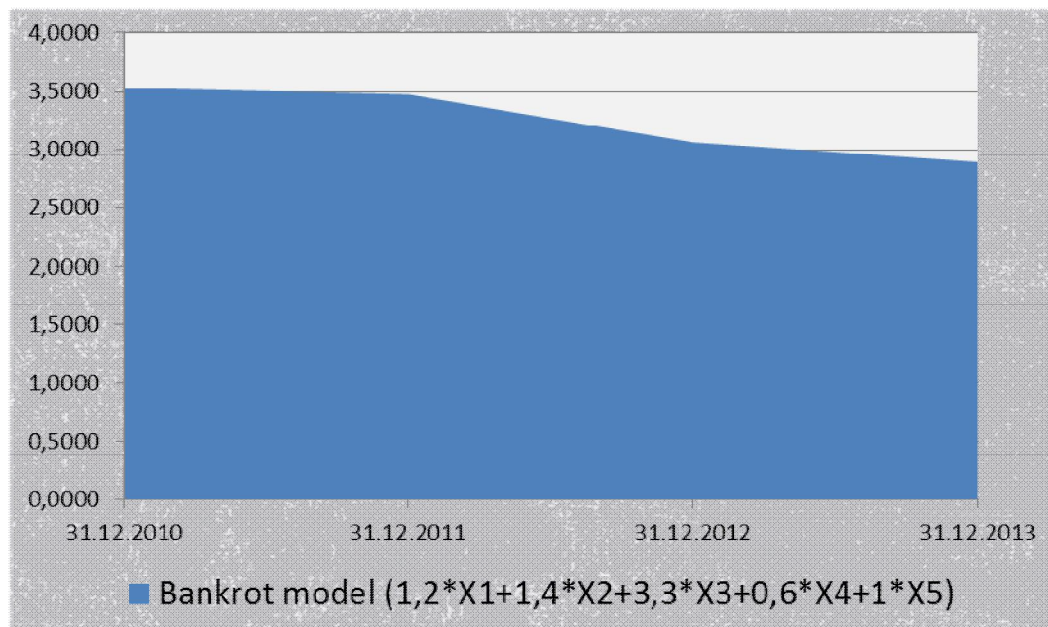
Tabulka 24: Vývoj Altmanovy analýzy

Altmanova analýza	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Aktiva celkem	450632,00	426062,00	521083,00	661171,00
EBIT	106077,00	93873,00	67810,00	83094,00
X1 (Pracovní kapitál/Aktiva celkem)	0,54	0,54	0,67	0,72
X2 (Nerozdělený zisk/Aktiva celkem)	0,36	0,31	0,28	0,30
X3 (EBIT/Aktiva celkem)	0,24	0,22	0,13	0,13
X4 (účetní hodnota vlastního kapitálu/Aktiva celkem)	1	1	1	1
X5 (Tržby/Aktiva celkem)	1,11	1,20	1,07	0,85
Bankrot model $(1,2*X1+1,4*X2+3,3*X3+0,6*X4+1*X5)$	3,5328	3,4759	3,0647	2,8978

Za bankrotní hodnoty Altmanovy analýzy jsou považovány ty hodnoty, které jsou menší než 1,81. V případě TIPGAMES a.s. nebylo těchto bankrotních hodnot ve sledovaných obdobích dosaženo. Za pomyslnou šedou zónu jsou považovány hodnoty v rozmezí

od 1,81 do 2,99. Společnost TIPGAMES a.s. se do roku 2012 pohybuje nad hodnotou 2,99, ovšem v roce 2013 se dostává lehce pod ni, což ovšem může být z části způsobeno nahrazením tržní hodnoty účetní hodnotou v koeficientu X4. Pomocí Altmanovy analýzy je tedy TIPGAMES a.s. hodnocena jako solventní společnost.

Graf 20: Vývoj Altmanovy analýzy



4 Metodologie a volba ocenění

Současná teorie i praxe v oceňování společností používá řadu metod, které lze začlenit do několika základních principů. Protože v obecné rovině budou pro odhad ceny obchodních podílů či akcií aplikovány fundamentální metody, bude jejich základem ocenění podniku potažmo základem pro odhad hodnoty podniku úroveň tržní hodnoty. Pro odhad hodnoty čistého obchodního majetku, resp. majetku lze použít více různých metod, jež lze rozdělit do skupin podle toho, k čemu se přihlíží nejvíce:

- metody založené na analýze výnosů
- metody založené na analýze majetku
- metody založené na analýze trhu
- metody kombinované

Existuje mnoho možných způsobů výpočtů podle výše uvedených metod, vždy je však nutné:

- aby pro odhad tržní hodnoty byly v maximálně možné míře objektivizované vstupní parametry,
- aby byly navzájem konzistentní s účelem ocenění i jemu odpovídající volbou úrovně hodnoty,
- aby se v rámci objektivizace postupovalo s předpokladem nejlepšího možného a právně přípustného využití.

4.1 Metody založené na analýze výnosů

Tvoří-li hodnotu oceňovaného majetku především výnosy a užítky z něj plynoucí, pak je na místě použít metody založené na analýze výnosů. V rámci této skupiny lze rozlišit několik metod, z nichž každá je vhodná pro podnik v určité fázi životního cyklu, resp. pro podnik jiného typu.

Ve fázi, kdy existuje záměr anebo podnik již funguje, ale nelze ještě alespoň přibližně odhadnout budoucí růst poptávky po jeho výrobcích či službách, cenu, za kterou tyto výrobky či služby bude prodávat nebo oboje, se používá tzv. **metoda reálných opcí**. Je-li podnik ve fázi zralosti, poklesu anebo naopak růstu, lze využít **metody diskontovaných peněžních toků** (DCF). Podstata této metody spočívá v odúročení očekávaných peněžních toků na současnou hodnotu zvolenou diskontní mírou. Očekávané peněžní toky jsou zjišťovány jako tzv. volné peněžní toky (pro akcionáře a věřitele nebo pouze pro akcionáře), které lze odebrat z podniku při zachování jeho potenciálu, s nímž se počítá ve finančním plánu. Metoda diskontovaných peněžních toků se používá zpravidla dvoufázová. V první fázi

se provede explicitní odhad vývoje hospodaření a sestaví finanční plán, který je podkladem pro zjištění volných peněžních toků. Ve druhé fázi se pak předpokládá stabilizace hospodaření oceňovaného podniku a odhadne se očekávané dlouhodobé tempo růstu peněžního toku, ideálně v nekonečném časovém horizontu – postup s tzv. pokračující hodnotou nebo se provede odhad čistého likvidačního zůstatku na konci předpokládaného ukončení provozování podniku v případě, kdy není splněn předpoklad jeho nekonečného trvání. Peněžní toky takto zjištěné jsou odúročeny (diskontovány) odhadnutou úrokovou mírou, která zahrnuje bezrizikový výnos a rizikovou přírážku, zohledňující nestabilitu peněžních toků.

Další skupinou výnosových metod jsou **metody založené na analýze zisku**. Mohou být používány v analytické podobě (tj. opět je sestaven v 1. fázi finanční plán a poté odhadnuta hodnota 2. fáze) nebo v paušální podobě, kdy se vychází z hospodaření několika posledních let a předpokládá se, že zisk a provozní charakteristiky jsou již stabilizované.

4.2 Metody založené na analýze majetku

Jde o statický přístup (princip) ke zjištění hodnoty podniku, který je založen na ocenění jednotlivých složek majetku a závazků společnosti. Hodnota podniku se získá jako součet hodnot všeho jejího majetku, od něhož se odečte hodnota závazků.

Při analýze majetku lze v zásadě vycházet z toho, jakou hodnotu má oceňovaný majetek pro kupujícího, což vede k zjištění jeho substanční hodnoty, anebo z toho, jakou hodnotu má pro prodávajícího při prodeji majetku po částech, což vede ke zjištění likvidační hodnoty. Pokud je zjišťována **likvidační hodnota**, vychází se z toho, že daný majetek je nejvýhodnější rozprodat po částech anebo je nutno tento majetek zlikvidovat (např. z rozhodnutí státního orgánu). V případě ocenění podniku likvidační hodnotou jde o odhad současné hodnoty částek získaných prodejem jednotlivých složek majetku, po snížení o náklady likvidace, včetně odměny likvidátora. Samozřejmě je nutno počítat s daněmi. Při zjištění likvidační hodnoty podniku nelze z podstaty likvidační metody počítat s hodnotou některých nehmotných složek podniku, které existují pouze ve fungujícím podniku. Jde především o hodnotu know-how, hodnotu firmy (jména společnosti) a fungující organizační struktury podniku, v řadě případů i lidský kapitál. V případě jiných složek nehmotného majetku, jako jsou patenty, licence, ochranné známky a autorská práva, jež jsou samostatně zcizitelné, tyto složky hodnotu mají, avšak zřejmě nižší než v případě fungujícího podniku.

Substanční hodnota je optimálním odhadem hodnoty podniku v případě, že se potenciální kupující rozhoduje, zda postavit podnik na zelené louce anebo jej koupit. Technicky se provede ocenění tak, že se zjistí cena pořizovaných složek majetku, která by byla zaplácena, kdyby byl majetek nový. Tato cena se pak sníží o vliv opotřebení fyzického i morálního. Výsledkem takového ocenění je zpravidla neúplná substanční hodnota podniku na principu reprodukčních cen, jedná se však jen o doplňkovou veličinu, která zpravidla nemůže sloužit pro samostatné ocenění (viz Evropské oceňovací standardy, Německé oceňovací standardy IDW S1). V případě, že by postup byl doplněn odhadem hodnoty nehmotného majetku, resp. goodwillu, jednalo by se o metodu úplné substanční hodnoty podniku a výsledek by byl srovnatelný s výsledky výnosových metod, např. DCF.

Účetní hodnota vlastního kapitálu nám dává informaci především o takzvané vnitřní hodnotě, tedy nominálním vyjádření původního rozsahu investovaného kapitálu. Východiskem při tomto přístupu je zpravidla auditovaná rozvaha společnosti. Pro účely

ocenění společnosti je potřeba zkontrolovat, zda byly vytvořeny všechny nezbytné opravné položky. Výslednou hodnotou společnosti je rozdíl mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou veškerých cizích zdrojů pasiv. Účetní hodnotu jedné akcie společnosti se získá vydělením účetní hodnoty akcií počtem akcií společnosti. Nedostatkem metody účetní hodnoty je skutečnost, že opomíjí ocenění většiny nehmotných složek majetku (know-how, ochranné známky, pracovní síla, síť dodavatelů a odběratelů atd.), její vypovídací schopnost je determinována platným zákonem o účetnictví a mírou snahy účetní jednotky o zobrazení reálné hodnoty položek.

4.3 Metody založené na analýze trhu

První z metod založených na analýze trhu je použití **tržní kapitalizace**. K této metodě pouze tolik, že je nevhodná v případě nelikvidního trhu a problémem s ní spojeným je zejména volba období, k němuž se má tržní kapitalizace vztahovat.

V některých případech je natolik obtížné odhadnout hodnotu jednotlivých složek majetku, očekávaný vývoj výnosů, peněžních toků anebo tržní úrokovou míru, že je vhodné spolehnout se na ocenění na základě **tržního srovnání**, najdeme-li srovnatelný podnik anebo srovnatelnou transakci, tj. známe realizovanou cenu vč. transakčních nákladů. Mimo to je výhodou metod založených na tržním srovnání, že jsou tržně konformní. Samotný výpočet ocenění pomocí násobitelů sestává ze zjištění srovnatelných podniků nebo transakcí s podíly ve srovnatelných podnicích. Dále je nutné provést určení relevantních veličin, které představují pro podnik hodnotu. Může jít o aktiva (v případě dolů), počet zákazníků (mobilní operátoři), hospodářský výsledek za účetní období, peněžní toky, provozní hospodářský výsledek, dividendy, tržby, hospodářský výsledek před daněmi, úroky a odpisy atd. Vztahovou veličinu za daný podnik pak násobíme zvolenou výší tzv. násobitele (resp. dělitele). Násobitel (dělitel) je poměrem tržní hodnoty vlastního kapitálu (nebo aktiv) bez neprovozních aktiv a použité vztahové veličiny, a to za vybrané srovnatelné podniky. Jmenovatel a číselník použitého násobitele by měl být vždy konzistentní.

4.4 Metody kombinované

Na závěr zbývá zmínit metody kombinované, jež jsou zpravidla aritmetickým průměrem majetkového (substančního) ocenění a výnosového ocenění. Vzhledem k tomu, že se jedná o praxi používanou především v německy mluvících zemích, jedná se v případě výnosového ocenění především o metody založené na analýze zisku. Podle našeho názoru jsou metody kombinované k odhadu hodnoty podniku nevhodné, mají omezenou a problematickou vypovídací schopnost, pokud nejsou při majetkovém ocenění oceněny i nehmotné složky podniku, protože průměrují principiálně nesrovnatelné oceňovací postupy.

4.5 Přednosti a nedostatky jednotlivých metod

Žádná ze známých metod není univerzální, tzn. použitelná pro jakýkoli typ společnosti. Každá metoda má jak své přednosti, tak i omezení, a záleží tak na situaci společnosti, jaká z uvedených metod bude pro její ocenění optimální. Před výběrem metody oceňování je třeba dále zvážit vypovídací schopnosti metod v podmínkách ČR, účel ocenění a dále specifické okolnosti úkolu znalce. Jak již bylo řečeno, **za nejobjektivnější metodu oceňování fungujících a vcelku perspektivních podniků je obvykle považována metoda DCF, patřící do skupiny výnosových metod oceňování. Tato metoda je doporučována i pro české podmínky jako ústřední metoda oceňování.**

Oproti výnosové lze neúplnou substanční hodnotu na principu reprodukčních cen zjistit bez ohledu na podmínky na kapitálovém trhu. Korektní analýza této substanční hodnoty je

ovšem založena na znalosti situace na trhu s reálnými aktivy, přičemž u aktiv specifických, neobchodovaných může určení jejich reprodukčních cen narážet na poměrně značné obtíže. Další nevýhodou neúplné substanční hodnoty je skutečnost, že opomíjí hodnotu většiny nehmotných složek – zejména goodwill, který metodicky neřeší. I přes tyto nedostatky je metoda neúplné substanční hodnoty jednou ze základních metod odhadu hodnoty společnosti, ale její význam pro fungující podniky by měl být pouze kontrolní (pomocný) či orientační.

Metody stavějící na tržním porovnání se týkají především společností, které jsou běžně obchodovány na burze, tj. akciových společnostích. Předpokládají rozvinutý kapitálový trh, trh se společnostmi a dostatečné informace o transakcích na nich probíhajících. Disponibilita těchto informací, resp. existence dostatečně reprezentativní srovnávací základny je v našich podmínkách zatím hlavní příčinou nízké vypovídací schopnosti této metody.

4.6 Volba relevantní metody pro ocenění

Pro ocenění pro výše uvedený účel, tj. dražba obchodního podílu, byly brány v potaz níže popsané přístupy:

Majetková metoda neúplné substanční hodnoty na principu reprodukčních cen - s ohledem na nedostupnost jakýchkoliv aktuálních dat o majetku a pasivech oceňované společnosti je tento způsob ocenění nevhodný.

Srovnatelné společnosti jsou výrazně větší a diverzifikované do činností kasin a hotelů. Z tohoto důvodu nebyla metoda tržního porovnání vyhodnocena jako použitelná pro ocenění.

Výnosová metoda diskontovaných peněžních toků DCF je ve svém použití rovněž výrazně limitována dostupností použitelných informací o stavu podniku k datu ocenění. Historické údaje dostupné za období končící rokem 2013 nicméně umožňují alespoň sestavení rámcového finančního plánu a ocenění za předpokladu pokračování podnikání v obdobném rozsahu a s obdobnou výkonností jako v historických letech.

Tato expertíza je obecně založena na:

- zadání předmětu a účelu ocenění;
- na veřejně dostupných podkladech a účetních závěrkách za období končící rokem 2013 a jejich extrapolaci jako pravděpodobného následného i z pohledu data ocenění budoucího vývoje společnosti;
- na obecných ekonomických vyhlídkách ekonomiky a odvětví, pravděpodobném regulačním vývoji v odvětví a dalších podmínkách na současném trhu v ČR;
- na odhadu výnosové hodnoty společnosti.

V této souvislosti je třeba upozornit na možné odchylky od předpokládaného vývoje, které mohou nastat z důvodů skutečného vývoje společnosti po 31. 12. 2013, určitých nejistot v budoucím vývoji ekonomiky, legislativních změn a z dalších rizik vztahujících se na podmínky daného odvětví. Z těchto důvodů je platnost takového typu ocenění vždy časově omezena.

5 Ocenění podniku

5.1 Výnosové ocenění

Výnosové modely DCF patří v současnosti k modelům, které mají v tržním oceňování fungujících podniků největší užití. Těchto modelů existuje velké množství. Jejich společným znakem je, že hodnotu podniku odvozují od očekávaných výnosů, které se převádějí (z pohledu investora) na současnou hodnotu. Základem stanovení hodnoty podniku je tedy budoucí peněžní tok, který bude společnost generovat.

Tento princip vychází z poznatku, že hodnota společnosti je určena očekávaným užitekem pro její akcionáře. Tyto metody jsou založeny na koncepci „časové hodnoty peněz a relativního rizika investice“. Nejznámějšími a nejpoužívanějšími výnosovými metodami jsou metody kapitalizace zisku a metody diskontovaného cash flow (entity a equity). Mezi moderní metody tohoto typu patří metoda EVA (economic value added).

Za teoreticky nejčistší z výnosových metod je považována metoda diskontovaných peněžních toků (dále DCF), která je založena na zjišťování současné hodnoty očekávaného peněžního toku plynoucího ze společnosti diskontováním určitou diskontní sazbou odrážející riziko spojené s tímto peněžním tokem. Tímto očekávaným peněžním tokem se nerozumí účetní cash flow, nýbrž tzv. volné cash flow (FCF).

Ocenění akcií společnosti je v tomto případě odvozeno od ocenění vlastního kapitálu společnosti, které je založeno na metodě diskontovaných budoucích peněžních toků (DCFE - Discounted Cashflow to Entity) používající volný peněžní tok do firmy (FCFF - Free Cashflow To The Firm).

5.1.1 Metodologie diskontovaných peněžních toků

Metodologie diskontovaných peněžních toků zakládá ocenění na projektovaných peněžních tocích ve dvou fázích, které jsou převedeny na jejich současnou hodnotu pomocí takové diskontní sazby, která odráží inherentní riziko spojené s těmito peněžními toky. Matematický výpočet současné hodnoty budoucích peněžních toků je následující:

$$NPV = \sum_{i=1}^N \frac{C_i}{(1+r)^i} + \frac{R}{(1+r)^n}$$

kde:

C_i cash flow projektované od prvního roku plánu do posledního roku plánu

r náklady kapitálu neboli diskontní sazba

R residuální (zbytková) neboli terminální hodnota, která je hodnotou podniku na konci projektovaného období
i jeden každý rok prognózy do celkového počtu N

Terminální hodnota R je počítána samostatně a reflektuje hodnotu peněžních toků v časovém horizontu po období, pro které nebyla vypracována podrobná projekce. Ačkoliv tato hodnota může být vypočítána podle různých metod, nejčastěji je s ohledem na princip nekonečného trvání podniku („going concern princip“) používána metoda používající normalizované peněžní toky v nekonečně dlouhém časovém horizontu s použitím konstantní míry růstu dle Gordonova vzorce:

$$R = \frac{C * (1 + g)}{r - g}$$

kde:

C normalizovaný peněžní tok pro nekonečně dlouhý časový horizont

r náklady kapitálu neboli diskontní sazba

g míra růstu normalizovaného peněžního toku

Tímto přístupem se oceňuje podnik jako celek ve vztahu ke všem finančním zdrojům, které podnik používá, tj. vlastnímu kapitálu a cizím zdrojům. Proto se v tomto přístupu používají tzv. volné peněžní toky, tj. toky před zahrnutím vlivu peněžních toků týkajících se jeho financování, které jsou následně diskontovány sazbou průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC – Weighted Average Cost Of Capital).

Tato sazba odráží vážený naklad kapitálu všech poskytovatelů finančních zdrojů podniku, tj. vlastního kapitálu a cizích zdrojů, což vede k výsledku hodnoty všech aktiv generujících peněžní toky. Odečte-li se poté tržní hodnota cizích zdrojů, získáme jako výsledek tržní hodnotu vlastního kapitálu.

Od výsledku diskontování je nutné odečíst anebo k nim připočítat současnou hodnotu položek, jejichž vliv není zahrnut v projekci budoucích peněžních toků. Takovými položkami mohou být např. nepotřebná aktiva, cenné papíry, přebytek hotovosti na počátku projektovaného období, hodnota dluhu apod.

Disponibilní (volné) peněžní toky C1 až Cn nezahrnují žádné splátky úvěrů ani úroků a jsou vypočteny takto:

+ Provozní zisk před úroky a daněmi
 - Upravená daň z příjmů
 = Provozní zisk po daních

+ Odpisy
 + Nepeněžní položky (náklady započtené v provozním zisku, které nejsou výdaji v běžném období)
 = Předběžný provozní tok

- Investice do provozně nutného investičního majetku
 - Investice do provozně nutného pracovního kapitálu

= FCFF = *Disponibilní provozní peněžní tok*

5.1.2 Predikce tržeb

Pravděpodobný vývoj tržeb po roce 2013 je s ohledem na absenci přesnějších údajů založen na předpokladu, že tržby společnosti rostly tempem, jakým rostly výnosy z provozování hazardních her v segmentech výherních hracích přístrojů, interaktivních VLT terminálů a elektromechanických rulet jako segmentech nejbližších předmětu podnikání společnosti. Za období let 2007 – 2014, za něž byly dostupné údaje o výši vsazených částek a výnosech provozovatelů po vyplacení výher, dosahovala složená roční míra růstu výnosů provozovatelů 2,34 %. V této výši Zpracovatel předpokládal nárůst i u tržeb společnosti z poskytování služeb jak po roce 2013 do data ocenění, tak i pro budoucí roky.

Tabulka 25: Vývoj výnosů trhu v relevantních segmentech, 2007 - 2014

Rok	Celkem vsazeno mil. Kč	Výnos provozovatelů mil. Kč
2007	79 325	16 853
2008	99 251	21 797
2009	102 145	24 469
2010	102 144	24 337
2011	107 608	25 413
2012	89 323	20 499
2013	78 346	19 131
2014	84 219	20 279
CAGR 8Y	0,75%	2,34%

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Ostatní provozní výnosy byly předpokládány na úrovni roku 2013 s každoročním nárůstem o 2 % (předpokládaná dlouhodobá míra inflace).

Projekce výnosů a nákladů je uvedena v příloze tohoto posudku.

5.1.3 Predikce nákladů

Pro výpočet daňového základu a následně volného cash-flow (FCF) jsou kalkulovány položky nákladů. Při jejich stanovení se vycházelo z výchozí úrovně roku 2013. Pro období od konce roku 2013 do konce roku 2015 bylo předpokládáno zachování poměru jednotlivých nákladových položek k tržbám. Počínaje rokem 2016 byly jednotlivé nákladové položky projektovány následujícím způsobem:

- spotřeba materiálu a energií a služby byly projektovány s předpokládaným ročním nárůstem o dlouhodobou míru inflace 2%;
- osobní náklady byly projektovány s ročním nárůstem o 4,1 % v roce 2016 (předpokládaný nárůst objemu mezd a platů dle výhledu MF ČR) a o 4 % od roku 2017;
- daně a poplatky představují u oceňované společnosti zásadní položku vzhledem k tomu, že společnost podléhá zdanění hazardních her. Zároveň se jedná o položku, která je z pohledu projekce zatížena vysokou mírou nejistoty, neboť míra zdanění v budoucích letech byla k datu ocenění i k datu zpracování posudku předmětem projednávání zákonodárnými orgány. S ohledem na napříč politickým spektrem všeobecně převládající záměr zvýšit zdanění hazardu nicméně bere Zhotovitel za to, že dřívější 20% zatížení daní z hazardu není do budoucna udržitelné. Proto Zhotovitel v projekci předpokládal zdanění hazardu ve výši 28 % jako nejvíce pravděpodobnou variantu zdanění. V této výši aplikované na výnosy byl zároveň také použit v ocenění;
- odpisy společnosti byly stanoveny na základě úrovně roku 2013, která je od roku 2016 postupně navyšována o 1/10 z dodatečných investic nad rámec dosavadních odpisů;
- poměr ostatních provozních nákladů k tržbám byl předpokládán jako stabilní po celé období projekce;
- ostatní finanční náklady byly projektovány s 2% ročním nárůstem.

Pro konečný rok bylo předpokládáno zachování poměrů jednotlivých nákladových položek k tržbám z roku 2018. Celá projekce nákladů je uvedena v příloze tohoto posudku.

5.1.4 Investice do dlouhodobého majetku

Investice do dlouhodobého majetku byly předpokládány ve výši 122 % odpisů navýšených daného roku. Tato výše reflektuje cenový nárůst aktiv po dobu předpokládané desetileté životnosti dlouhodobého majetku.

Tabulka 26: Investice do dlouhodobého majetku – základní předpoklady

Předpoklad	Hodnota
Předpokládaná inflace	2%
Předpokládaná životnost investic, let	10
Cenový index za dobu životnosti investic	122%

5.1.5 Investice do provozního kapitálu

Provozní kapitál byl pro období projekce stanoven ve výši 51,8 % tržeb. Tato úroveň odpovídá úrovni upraveného provozního kapitálu ke konci roku 2013 jako poslední známé úrovni společnosti.

5.1.6 Kalkulace FCF pro období 2015 (12) - 2018

Kalkulace daňového základu pro výpočet daně z příjmů a následně volného peněžního toku společnosti je provedena v následující tabulce, přičemž daň z příjmu je uvažována stabilní ve výši 19 %.

Tabulka 27: Výpočet FCF

	Účetní data a forecast roku 2014			Pre-forecast		Forecast			II. Fáze
	2013	2014	1-11/2015	12/2015	2015	2016	2017	2018	2019
Celkové tržby	561 337	574 474	542 299	49 300	591 599	603 431	615 499	627 809	640 365
Tržby z prodeje zboží	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	561 336	574 474	538 927	48 983	587 920	599 679	611 672	623 906	636 384
Ostatní příjmy	3 512	3 594	3 372	307	3 678	3 752	3 827	3 903	3 982
Provozní výsledek hospodaření	72 786	74 164	70 617	6 420	77 037	66 747	69 062	71 441	72 870
Ostatní finanční náklady	674	312	319	300	619	667	680	694	707
Provozní výsledek hospodaření	72 786	74 164	70 617	6 120	76 737	66 081	68 382	70 747	72 870
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Daň	13 829	14 091	0	14 580	14 580	12 555	12 993	13 442	13 845
KPVH po dani	58 957	60 073	57 200	-8 460	48 740	53 525	55 389	57 305	59 025
Odpisy	59 540	59 540	54 578	6 048	60 627	60 759	62 090	63 449	64 839
Změna rezerv	-1 680	0	0	0	0	0	0	0	0
Investice do dlouhodobého majetku	43 220	-62 407	54 578	7 373	61 951	74 065	75 687	77 344	79 038
Investice do provozního kapitálu	48 268	6 801	8 864	6 125	14 989	6 247	6 372	6 500	6 500
FCF (tis. Kč)	28 689	175 219	48 335	-15 909	32 426	33 972	35 420	36 911	38 325

Zdroj: Vlastní propočty

5.1.7 Kalkulace diskontní míry

V daném ocenění byla použita diskontní míra odhadnutá modelem CAPM bez použití přírážky za středně velké podnikatelské uskupení na poměry ČR. Základní náklady kapitálu pro investora v ČR s určitou možností vytvářet diverzifikované kapitálové portfolio jsou podle vztahu:

$$nVK = R_f(\check{C}R) + \beta(\text{EURO}) \times RPKT(\text{USA}) + RS + RPZ(\check{C}R), \text{ kde}$$

$R_f(\check{C}R)$ = pro dlouhodobé prognózy byla aplikována aktuální výnosnost 10letých státních obligací ČR dle údajů Patria Finance ve výši 0,43 % p.a.),

β = Beta byla stanovena na základě průměrné beta dle údajů publikovaných profesorem Damodaranem pro Evropu a Emerging Markets za odvětví Entertainment a Hotel/Gaming dle dat k lednu 2015. Průměrná nezadlužená beta za tato odvětví dosahuje 0,81.

$RPKT(\text{USA})$ = riziková prémie kapitálového trhu (hodnota = 6 %) vychází z analytických dat společnosti American Appraisal Associates, která pravidelně publikuje analýzy vývoje rizikové prémie trhu

RS = riziková přírážka za velikost podniku stanovená na základě dat společnosti Duff & Phelps publikovaných v Size Premia Report 2015, 3,74 % Decile 9-10, beta-adjusted premium

RPZ = riziková prémie země (podle srovnání ratingu země s výnosností stejně hodnocených CP). Riziková prémie země (RPZ) vyjadřuje zvýšenou míru rizika na daném kapitálovém trhu, v případě ČR se jedná o 1,0 %, www.damodaran.com. z ledna 2015

Daňová sazba pro dlouhodobou prognózu byla ponechána v současné úrovni a činí 19 %.

Úroková sazba cizích zdrojů byla zjištěna jako sazba dlouhodobých úvěrů nefinančním podnikům dle statistik ČNB ve výši 2,97 % p.a. .

Kapitálová struktura byla s ohledem na nedostupnost dat o přesné výši vlastního a cizího kapitálu k datu ocenění určena jako průměrná kapitálová struktura v relevantních odvětvích dle databází profesora Damodarana v poměru 25,14 % cizí kapitál, 74,86 % vlastní kapitál.

Tabulka 28: Kalkulace diskontní míry

Položky	Hodnoty
Rf = bezriziková míra ČR	0,43 % p.a.
Beta nezadlužená	0,81
RKPT = riziková prémie kap. trhu USA	6,0 % p.a.
RPZ = riziková prémie ČR	1,00 % p.a.
Poměr CK/VK	33,59 %
Náklady vlastního kapitálu (Nvk)	10,99% p.a.
Poměr CZ/K	25,1 %
Náklady na cizí zdroje	2,97 % p.a.
WACC	8,83 % p.a.

Zdroj: vlastní propočty

5.1.8 Výpočet výnosové hodnoty části obchodního závodu

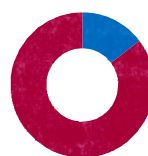
Závěrečná fáze výpočtu výnosové hodnoty části obchodního závodu se skládá z:

- kalkulace současné hodnoty budoucích FCF při vypočtené diskontní míře 8,83 % p.a.
- kalkulace provozní hodnoty majetku na výstupu, tj, v roce 2019 a její oddiskontování na současnou hodnotu

Tabulka 29: Výpočet výnosové hodnoty společnosti

	Účetní data a forecast roku 2014			Pre-forecast	Forecast			II. Fáze
	2013	2014	1-11/2015	12/2015	2016	2017	2018	2019
FCF (tis. Kč)	28 689	175 219	48 335	-15 909	33 972	35 420	36 911	38 325
CAPM I. Fáze				8,83%	8,83%	8,83%	8,83%	8,83%
DCF I. Fáze				-15 467	30 347	29 073	27 839	
II. Fáze								561 073
DCF II. Fáze								423 169

Ocenění výnosovou metodou	tis. Kč
Hodnota první fáze (2014-2018)	71 792
Hodnota druhé fáze (2019)	423 169
Neprovozní aktiva	0
Celková provozní hodnota podniku CZK	494 962
Úročené cizí zdroje	89 997
EQUITY hodnota	404 965



■ Hodnota první fáze (2014-2018)

Zdroj: vlastní propočty

Hodnota společnosti TIPGAMES a.s. indikovaná výnosovou metodou DCF na základě extrapolace historických výsledků do roku 2013 a jejich úpravy o pravděpodobný tržní vývoj činí k datu 30. 11. 2015 **494 962 tis. Kč**. Pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti je dále třeba odečíst hodnotu úročených cizích zdrojů. Přesná výše úročených cizích zdrojů nebyla k datu ocenění vzhledem k nedostupnosti aktuálních účetních výkazů známa. **Při aplikaci předpokladu, že výše úvěrů by zůstala stejná jako ke konci roku 2013, by hodnota vlastního kapitálu společnosti TIPGAMES a.s. odpovídala částce 404 965 tis. Kč.**

6 Závěr znaleckého posudku

6.1 Rekapitulace výsledků

Zadání:

Účelem zpracování posudku je stanovení hodnoty akcií vydaných společností **TIPGAMES a.s.**, se sídlem Praha 1, Václavské náměstí 56/802, PSČ 110 00, IČ 267 09 112, a to pro účely jejich prodeje v nedobrovolné veřejné dražbě investičních cenných papírů ve smyslu § 33 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Ocenění je provedeno na základě informací z veřejně dostupných zdrojů známých k datu ocenění.

Výpočet:

Ocenění bylo provedeno výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků DCF, při jejímž použití se vycházelo z údajů o historických výsledcích hospodaření společnosti do roku 2013 a známého vývoje relevantního trhu k datu ocenění. Pro vyloučení pochybností a za účelem neuvedení zájemců o dražbu v omyl by Zhotovitel chtěl znovu upozornit na fakt (který vyplývá z posudku), že stanovená odhadní cena nemusí nutně odrážet skutečnou současnou hodnotu dotčených cenných papírů. Odhadní cena byla stanovena jako equity value výnosovou metodou na tzv. cash-free-debt-free bázi. Díky neposkytnutí aktuálních dat o bilanci společnosti Tipgames a.s. proto nezahrnuje potenciálně významné položky aktuální hodnoty společnosti (dluhy/úvěry, neprovozní hotovost, závazky, pohledávky). Zároveň Zhotovitel upozorňuje na významnou nejistotu ohledně budoucího vývoje hospodaření společnosti v souvislosti s probíhající novelizací legislativního rámce a míry zdanění, v níž lze v České republice provozovat hazardní hry. Tyto skutečnosti mohou mít na výsledek ocenění významný vliv a v ocenění jsou zohledněny do té míry, do jaké byly k datu ocenění a zpracování posudku známy z veřejně dostupných zdrojů.

Indikovaná reálná hodnota 100 % akcií vydaných společností **TIPGAMES a.s.** je podle stavu k datu 30. 11. 2015 stanovena **na základě v posudku popsaných předpokladů na 404 965 tis. Kč.**

6.2 Závěrečný výrok

Na základě propočtů a provedených analýz, s použitím metod a s aplikací předpokladů a omezujících podmínek uvedených v kapitolách 2 – 5 znaleckého posudku je stanovena hodnota 100 % akcií vydaných společností TIPGAMES a.s. podle pravděpodobného předpokládaného stavu k datu 30. 11. 2015 na:

404 965 000 Kč


(slovy: čtyři sta čtyři miliony devět set šedesát pět tisíc korun českých)

Upozornění:

Pro vyloučení pochybností a za účelem neuvedení zájemců o dražbu v omyl bychom chtěli znovu upozornit na fakt (který vyplývá z posudku), že stanovená odhadní cena nemusí nutně odrážet skutečnou současnou hodnotu dotčených cenných papírů. Odhadní cena byla stanovena jako equity value výnosovou metodou na tzv. cash-free-debt-free bázi. Díky neposkytnutí aktuálních dat o bilanci společnosti Tipgames a.s. proto nezahrnuje potenciálně významné položky aktuální hodnoty společnosti (dluhy/úvěry, neprovozní hotovost, závazky, pohledávky). Zároveň upozorňujeme na významnou nejistotu ohledně budoucího vývoje hospodaření společnosti v souvislosti s probíhající novelizací legislativního rámce a míry zdanění, v níž lze v České republice provozovat hazardní hry. Tyto skutečnosti mohou mít na výsledek ocenění významný vliv a v ocenění jsou zohledněny do té míry, do jaké byly k datu ocenění a zpracování posudku známy z veřejně dostupných zdrojů. Toto ocenění je účelově vázáno a je obecně nepřenosné k jiným účelům bez vyjádření zhotovitele, neboť by se výsledná hodnota mohla dostat mimo definiční obor platnosti.

V Praze dne 9. prosince 2015




Grant Thornton Valuations, a.s.
znalecký ústav
Ing. Jiří Kadrman
člen představenstva

7 Znalecká doloflka

Znalecký posudek jsme podali jako ústav, který byl Ministerstvem spravedlnosti ČR dne 7. 3. 1997 pod čj. 43/97-OOD zapsán do prvního oddílu seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění pro oceňování nemovitostí, oceňování podniků a jejich částí, regulace cen a kalkulace energií, oceňování pohledávek, strojů a nehmotného majetku, oceňování cenných papírů, ceny a odhady informačních systémů.

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 2667-132/2015 do znaleckého deníku a je vyhotoven v souladu s ustanovením § 127a zákona č. 99/1963 Sb. v platném znění. V souladu s tímto ustanovením zákona znalecký ústav Grant Thornton Valuations, a.s. prohlašuje, že si je vědom následků vědomě nepravdivého znaleckého posudku.

V Praze dne 9. prosince 2015



Handwritten signature in blue ink.

Grant Thornton Valuations, a.s.

znalecký ústav

Ing. Jiří Kadrman

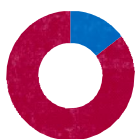
člen představenstva

8P ílohy

8.1 Příloha 1 – projekce Diskontovaného Cash Flow

	Účetní data a forecast roku 2014			Pre-forecast	Forecast			II. Fáze
	2013	2014	1-11/2015	12/2015	2016	2017	2018	2019
Celkové tržby	561 337	574 474	542 299	49 300	603 431	615 499	627 809	640 365
Tržby z prodeje zboží		0	0	0	0	0	0	0
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	561 336	574 474	538 927	48 993	599 679	611 672	623 906	636 384
Ostatní příjmy	3 512	3 594	3 372	307	3 752	3 827	3 903	3 982
Provozní výsledek hospodaření	72 786	74 164	70 617	6 420	66 747	69 062	71 441	II. Fáze
Ostatní finanční náklady	674	312	319	300	667	680	694	707
Provozní výsledek hospodaření	72 786	74 164	70 617	6 120	66 081	68 382	70 747	72 870
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Daň	13 829	14 091	0	14 580	12 555	12 993	13 442	13 845
KPVH po dani	58 957	60 073	57 200	-8 460	53 525	55 389	57 305	59 025
Odpisy	59 540	59 540	54 578	6 048	60 759	62 090	63 449	64 839
Změna rezerv	-1 680	0	0	0	0	0	0	0
Investice do dlouhodobého majetku	43 220	-62 407	54 578	7 373	74 065	75 687	77 344	79 038
Investice do provozního kapitálu	48 268	6 801	8 864	6 125	6 247	6 372	6 500	6 500
FCF (tis. Kč)	28 689	175 219	48 335	-15 909	33 972	35 420	36 911	38 325
CAPM I. Fáze				8,83%	8,83%	8,83%	8,83%	8,83%
DCF I. Fáze				-15 467	30 347	29 073	27 839	
II. Fáze								561 073
DCF II. Fáze								423 169
Růst tržeb	1,09%	2,34%						
Růst I. Fáze	2,00%							
Růst II. Fáze	2,00%							
	12,97%	12,91%	13,02%	12,41%	10,95%	11,11%	11,27%	

Ocenění výnosovou metodou	tis. Kč
Hodnota první fáze (2014-2018)	71 792
Hodnota druhé fáze (2019)	423 169
Neprovozní aktiva	0
Celková provozní hodnota podniku CZK	494 962
Úročené cizí zdroje	89 997
EQUITY hodnota	404 965

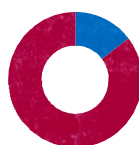


■ Hodnota první fáze (2014-2018)

8.2 Příloha 2 – projection of the Discounted Cash Flow

	Historical and 2014-2015 estimate			Pre-forecast	Forecast			II. Fáze
	2013	2014	1-11/2015	12/2015	2016	2017	2018	2019
Total Revenues	561 337	574 474	542 299	49 300	603 431	615 499	627 809	640 365
Sales of Goods	0	0	0	0	0	0	0	0
Sales of own products and services	561 336	574 474	538 927	48 993	599 679	611 672	623 906	636 384
Other revenues	3 512	3 594	3 372	307	3 752	3 827	3 903	3 982
Operational Profit	72 786	74 164	70 617	6 420	66 747	69 062	71 441	II. Fáze
Other financial costs	674	312	319	300	667	680	694	707
Adjusted Operational Profit	72 786	74 164	70 617	6 120	66 081	68 382	70 747	72 870
Tax Rate	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Tax	13 829	14 091	0	14 580	12 555	12 993	13 442	13 845
After-Tax Adjusted Profit	58 957	60 073	57 200	-8 460	53 525	55 389	57 305	59 025
Depreciation	59 540	59 540	54 578	6 048	60 759	62 090	63 449	64 839
Change in Reserves	-1 680	0	0	0	0	0	0	0
CAPEX	43 220	-62 407	54 578	7 373	74 065	75 687	77 344	79 038
Working Capital Requirement	48 268	6 801	8 864	6 125	6 247	6 372	6 500	6 500
FCF (CZK '000)	28 689	175 219	48 335	-15 909	33 972	35 420	36 911	38 325
CAPM 1st Period				8,83%	8,83%	8,83%	8,83%	8,83%
DCF 1st Period				-15 467	30 347	29 073	27 839	
Terminal FCF								561 073
DCF Terminal Value								423 169
Revenue Growth	1,09%	2,34%						
Growth 1st Period	2,00%							
Terminal Year Growth	2,00%							
AVG	12,97%	12,91%	13,02%	12,41%	10,95%	11,11%	11,27%	

DCF Summary	CZK '000
Value of 1st Period (2014-2018)	71 792
Terminal Value (2019)	423 169
Non-Operational Assets	0
Enterprise Value '000 CZK	494 962
Interest Bearing Debt	89 997
EQUITY Value	404 965



■ Value of 1st Period (2014-2018)
■ Terminal Value (2019)

8.3 Příloha 3 – Výpis z obchodního rejstříku

Výpis

z obchodního rejstříku, vedeného
Městským soudem v Praze
oddíl B, vložka 7765

Datum zápisu:	3. července 2002
Spisová značka:	B 7765 vedená u Městského soudu v Praze
Obchodní firma:	TIPGAMES a.s.
Sídlo:	Václavské náměstí 802/56, Nové Město, 110 00 Praha 1
Identifikační číslo:	267 09 112
Právní forma:	Akciová společnost
Předmět podnikání:	pronájem nemovitostí bez poskytování jiných než základních služeb pořádání kulturních produkcí, zábav a provozování zařízení sloužících zábavě specializovaný maloobchod provoz výherních hracích přístrojů provozování sázkové hry podle § 50 odst. 3 zák.č. 202/1990 Sb. o loteriích a jiných podobných hrách
Statutární orgán - představenstvo:	
předseda představenstva:	ADRIANUS LEONARDUS FRANCISCUS KRUF, dat. nar. 15. listopadu 1968 Všenorská 119, 252 10 Černolice Den vzniku funkce: 31. prosince 2013 Den vzniku členství: 31. prosince 2013
člen představenstva:	PETR VONDRUS, dat. nar. 27. listopadu 1969 Dvořákova 158/3, Beroun-Závodí, 266 01 Beroun Den vzniku členství: 31. prosince 2013
člen představenstva:	Mgr. RADEK VACHTL, dat. nar. 9. března 1973 Jeseniova 500/8, Žižkov, 130 00 Praha 3 Den vzniku členství: 27. října 2015
Počet členů:	3
Způsob jednání:	Za představenstvo jedná navenek jménem společnosti předseda představenstva samostatně nebo společně vždy dva jeho členové.
Prokura:	samostatná prokura s oprávněním dle zákona vyjma zcizování nebo zatěžování nemovitostí
Dozorčí rada:	
člen dozorčí rady:	PETR MACHOVSKÝ, dat. nar. 1. června 1970 Lhotákova 2314/14, Libeň, 182 00 Praha 8 Den vzniku členství: 27. května 2013
člen dozorčí rady:	MILOSLAV JAKUB, dat. nar. 26. ledna 1954 Havlíčkova 6, Beroun-Město, 266 01 Beroun Den vzniku členství: 27. května 2013

člen dozorčí rady:

KATEŘINA KELLNEROVÁ, dat. nar. 18. února 1972
 Orlické nábřeží 1218/9, 500 03 Hradec Králové
 Den vzniku členství: 27. května 2013

Jediný akcionář:

TG Holding, a.s., IČ: 241 30 524
 Beroun, Politických vězňů 156/21, PSČ 26601

Akcie:

2 000 ks akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč
 podoba: listinná

2 000 ks akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 40 000,- Kč
 v listinné podobě

Základní kapitál:

100 000 000,- Kč
Splaceno: 100%

Ostatní skutečnosti:

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

Na společnost TIPGAMES a.s. přešlo na základě sloučení jmění zanikajících společností Tipgame-3 s.r.o. se sídlem Beroun, Politických vězňů 156, PSČ 266 01, IČ 271 99 142, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, v oddíle C, vložce 103857, Tipgame-4 s.r.o. se sídlem Beroun, Politických vězňů 156, PSČ 266 01, IČ 272 58 904, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, v oddíle C, vložce 108229, Tipgame-5 s.r.o. se sídlem Beroun, Centrum, Politických vězňů 156, PSČ 266 01, IČ 274 22 011, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, v oddíle C, vložce 116118, Tipgame-7 s.r.o. se sídlem Beroun, Politických vězňů 156, PSČ 266 01, IČ 276 17 084, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, v oddíle C, vložce 119209, Tipgame-8 s.r.o. se sídlem Beroun, Politických vězňů 156, PSČ 266 01, IČ 283 99 749, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, v oddíle C, vložce 138783.

Na společnost TIPGAMES a.s. přešlo na základě sloučení jmění zanikajících společností, a to Tipgame-1 s.r.o., se sídlem: Beroun, Husovo nám. 64, PSČ 266 01, IČ: 271 33 192, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze v oddíle C, vložce 98756, Tipgame-2 s.r.o., se sídlem: Beroun, Husovo nám. 64, PSČ 266 01, IČ: 271 33 206, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze v oddíle C, vložce 98757 a Tipgame-6 s.r.o., se sídlem: Beroun - Centrum, Politických vězňů 156, PSČ 266 01, IČ: 274 21 937, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze v oddíle C, vložce 116116.