



# ZNALECKÝ POSUDEK

č. 2780-110/2016

Stanovení hodnoty 100 % akcií vydaných  
společností TIPGAMES a.s.

*Datum ocenění: 31/05/2016*

<b>Znalecký posudek</b> č. 2780-110/2016	
Předmět ocenění	Stanovení hodnoty 100% akcií vydaných společností TIPGAMES a.s.
Účel ocenění	Prodej v nedobrovolné veřejné dražbě investičních cenných papírů.
Ocenění k datu	31. května 2016
Objednavatel znaleckého posudku	<b>CYRRUS CORPORATE FINANCE, a. s.</b> sídlem Veveří 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	<b>Grant Thornton Valuations, a.s.</b> 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 a v elektronické formě PDF. Posudek je v elektronické formě archivován ve znaleckém ústavu
Posudek obsahuje celkem	54 stran textu včetně titulní strany a příloh
ID projektu	3773
Datum a místo zpracování	28. června 2016, Praha
Zpracovali	Jiří Köhler, Přemysl Krch, Liudmyla Solodilova
Kontrola postupu ocenění a závěrů	Jiří Kadrman

# Obsah

<b>Obsah</b> .....	<b>3</b>
<b>1 Znalecký úkol</b> .....	<b>4</b>
1.1 Zadání znaleckého posudku.....	4
1.2 Účel vypracování znaleckého posudku.....	7
1.3 Datum vypracování znaleckého posudku .....	7
1.4 Objednatel znaleckého posudku .....	7
1.5 Zhotovitel znaleckého posudku .....	7
1.6 Prohlášení zhotovitele znaleckého posudku .....	7
1.7 Obecné předpoklady a omezení.....	8
1.8 Základní zásady aplikované při zpracování posudku .....	8
1.9 Důvěrnost znaleckého posudku .....	9
1.10 Platnost a použitelnost znaleckého posudku.....	9
1.11 Základní vymezení .....	9
1.12 Metody ocenění .....	10
1.13 Počet stran, příloh a vyhotovení znaleckého posudku.....	15
1.14 Podklady pro zpracování znaleckého posudku .....	15
<b>2 Nález</b> .....	<b>16</b>
2.1 Základní informace.....	16
2.2 Strategická analýza.....	17
2.3 Finanční analýza.....	26
2.4 Metodologie a volba metod ocenění.....	39
2.5 Ocenění 100 % akcií společnosti.....	42
<b>3 Posudek</b> .....	<b>48</b>
3.1 Rekapitulace výsledků .....	48
3.2 Závěrečný výrok.....	49
<b>4 Znalecká doložka</b> .....	<b>50</b>
<b>5 Přílohy</b> .....	<b>51</b>
5.1 Příloha 1 – projekce Diskontovaného Cash Flow.....	51
5.2 Příloha 2 – projection of the Discounted Cash Flow .....	52
5.3 Příloha 3 – Výpis z obchodního rejstříku .....	53

# 1 Znalecký úkol

## 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 identifikační údaje o akciích a společnosti TIPGAMES a.s. jsou uvedeny v následujících tabulkách.

Tabulka 1: Základní identifikační údaje o společnosti TIPGAMES a.s.

Název společnosti	<b>TIPGAMES a.s.</b>
Sídlo společnosti	Václavské náměstí 802/56, Nové Město, 110 00 Praha 1
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"><li>• pronájem nemovitostí bez poskytování jiných než základních služeb</li><li>• pořádání kulturních produkcí, zábav a provozování zařízení sloužících zábavě</li><li>• specializovaný maloobchod</li><li>• provoz výherních hracích přístrojů</li><li>• provozování sázkové hry podle § 50 odst. 3 zák.č. 202/1990 Sb. o loteriích a jiných podobných hrách</li></ul> Společnost provozuje jako svou hlavní činnost hazardní činnost.

Statutární orgán - představenstvo	<p><b>Předseda představenstva</b>  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</p> <p><b>Člen představenstva</b>  PETR VONDRUS, dat. nar. 27. listopadu 1969  Dvořákova 158/3, Beroun-Závodí, 266 01 Beroun  den vzniku členství: 31. prosince 2013</p> <p><b>Člen představenstva</b>  Mgr. RADEK VACHTL, dat. nar. 9. března 1973  Jeseniova 500/8, Žižkov, 130 00 Praha 3  den vzniku členství: 27. října 2015</p> <p><b>Počet členů: 3</b></p> <p>Jednání za společnost, stav ke konci roku 2015: Za představenstvo jednal navenek jménem společnosti předseda představenstva samostatně nebo společně vždy dva jeho členové.</p> <p>Jednání za společnost, stav od 9. 2. 2016: Za představenstvo jedná navenek jménem společnosti každý člen představenstva samostatně v plném rozsahu.</p>
Dozorčí rada	<p><b>Členové dozorčí rady</b>  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	<b>TIPGAMES a.s.</b>
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"> <li>• 2 000 ks kmenových listinných akcií o jmenovité hodnotě jedné akcie 10 000 Kč, č. 1 až 2 000;</li> <li>• 2 000 kusů kmenových listinných akcií o jmenovité hodnotě jedné akcie 40 000 Kč, č. 2 001 až 4 000;</li> </ul> <p>které byly nahrazeny hromadnou listinou č. 1 série B, o celkové jmenovité hodnotě 100 000 000 Kč</p>

Tabulka 3: Základní identifikační údaje o společnosti TG Holding, a.s.

Název společnosti	<b>TG Holding, a.s.</b>
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	<p><b>Člen představenstva</b>  Mgr. RADEK VACHTL, dat. nar. 9. března 1973  Jeseniova 500/8, Žižkov, 130 00 Praha 3  Den vzniku členství: 16. září 2015</p>

## **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. 2015 za výsledky hospodaření společnosti a k 31.5.2016 za veřejně dostupné údaje o výsledcích provozování hazardních her a loterií.

## **1.4 Objednatel znaleckého posudku**

Objednatelem znaleckého posudku je společnost Cyrrus Corporate Finance, a.s., IČO: 277 58 419, sídlem Veverčí 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.;
- 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 nevyplnuly 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, přičemž výsledek ocenění je platný pouze k datu ocenění.

## 1.11 Základní vymezení

Základnou pro odhad hodnoty kmenových akcií vydaných společnostmi, 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 prodejkách stejného, případně obdobného majetku, nebo

při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku, a to ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní oblíby. Mimořádnými okolnostmi se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalami. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládána 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 úroveň 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 2005<sup>1</sup>:

„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 nezávislymi partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

#### Pojmy v definici tržní hodnoty dle IVS<sup>2</sup>:

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 nezávislymi 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.

Pro následující kategorie hodnoty platí definice tržní hodnoty buď jen omezeně, nebo neplatí vůbec, výsledné hodnoty odpovídající této úrovni nemají obecnou platnost, mají omezenou

---

<sup>1</sup>International Valuation Standards 2005, str. 82 - 83.

<sup>2</sup> MAŘÍK, 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.

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 nepřenosná. 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 57 stran vč. titulní strany a příloh. Znalecký posudek je vypracován ve 3 vyhotoveních s platností originálu a v elektronické verzi PDF, Objednateli se předává v počtu 3 vyhotovení. Posudek je archivován ve znaleckém ústavu v elektronické verzi.

### **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 – 2015
- 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](http://www.tipgames.cz), [www.justice.cz](http://www.justice.cz), [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com), [www.patria.cz](http://www.patria.cz), [www.mfcr.cz](http://www.mfcr.cz), [www.czso.cz](http://www.czso.cz) apod.

Veškeré podklady, které byly předány od Objednatele nebo z veřejných zdrojů, byly přijaty bez dalšího ověřování.

# 2 Nález

## 2.1 Základní informace

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 došlo ke stabilizaci v oblasti provozování vícemístných elektronických zařízení, na trhu však panoval značný přetlak konkurence. V oblasti výherních hracích přístrojů pokračoval rozvoj dceřiných společností a byl zahájen pilotní projekt v oblasti provozování videoloterních terminálů (dále jen VLT). Dále byla rozšiřována vlastní síť sportbarů. To s sebou neslo zvýšené náklady v podobě investic a s tím souvisejícího dopadu do hospodářského výsledku společnosti. Rok 2008 proběhl ve znamení expanze VLT, kterých provozovala společnost několik stovek. Díky přetlaku na trhu, který pokračoval v oblasti elektronických zařízení, došlo postupně ke snižování jejich počtu. V oblasti sportbarů, jejichž počet se pohyboval celorepublikově kolem sedmdesáti, došlo ke konsolidaci z důvodu saturace českého loterijního trhu. V témže roce došlo také ke snížení nákladů z důvodu ukončení leasingových smluv, což se dále projevilo pozitivním dopadem do hospodářského výsledku. V dalším období docházelo 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 promítly do hospodaření dceřiných společností. Počet sportbarů klesl na šedesát pět. V roce 2010 pokračoval negativní vývoj hospodaření u dceřiných společností, a to ze stejných důvodů jako v předchozích obdobích. Došlo k zániku pěti dceřiných společností a jejich fúzi s mateřskou společností. Negativní trend pokračoval i u zbývajících dceřiných společností. Pokles počtu sportbarů pokračoval a na konci roku se jejich počet pohyboval kolem šedesáti. V ostatních oblastech činnosti pokračoval obdobný trend 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 došlo 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 pohyboval kolem jednoho tisíce kusů. V oblasti sportbarů došlo díky akvizici ke zvýšení jejich počtu na šedesát sedm. Negativní vývoj u dceřiných společnostích a v oblasti výherních hracích přístrojů nicméně pokračoval.

Rok 2012 proběhl pro společnost především ve znamení minimalizace vlivu novely loterního zákona. Zmíněná novela znamenala pro společnost zvýšení zákonných odvodů ve formě daní zhruba ve výši 60 mil. Kč. Konkrétně novela zavedla 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 téhož roku odvádí 19% daň z příjmu z loterní činnosti. Zmíněné negativní dopady se společnost snažila řešit zvýšením obrátu, 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 dosáhl jejich počet na konci roku sedmdesát. Snahou do dalších období bylo dle vyjádření představenstva společnosti zvýšení podílu vlastních provozoven na celkových tržbách. I přes zmíněné dopady novely zákona a související skutečnosti dosahovala společnost 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% ani později schválené 28% zatížení daní z hazardu není do budoucna udržitelné. Proto je v projekci předpokládané zdanění hazardu ve výši 28 % jako nejpravděpodobnější varianta zdanění pro rok 2016, pro další roky nicméně s ohledem na shodu vládní koalice na výši zdanění 35% předpokládáme tuto sazbu..

Bilanční suma společnosti k 31. 12. 2015 činila celkem 292 057 tisíc Kč, vlastní kapitál byl evidován v záporné hodnotě 38 241 tisíc Kč, základní kapitál byl ve výši 100 000 tisíc Kč, výsledek hospodaření minulých let činil -201 264 tisíc Kč, výsledek hospodaření za účetní období roku 2015 dosahoval 43 023 tisíc Kč.

## 2.2 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.

### 2.2.1 Vymezení relevantního trhu

Pro oceňovanou část obchodního závodu je relevantním trhem z hlediska věcného trhu 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.

### 2.2.2 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.

### 2.2.3 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.

Rok 2015 byl pro českou ekonomiku výjimečný, její ekonomický růst byl nejrychlejší od roku 2007 a svou dynamikou patřil k nejvyšším v celé EU28. Kladný vliv na ekonomický růst mělo zejména využití prostředků z fondů EU. V roce 2015 byla poslední šance vyčerpat prostředky z programového období let 2007 až 2013, což se projevilo zejména v infrastrukturních investicích. Hlavním protiinflačním faktorem byl pozitivní nabídkový šok v podobě výrazného meziročního poklesu ceny ropy, protiinflačně však působí také klesající ceny výrobců v eurozóně a pokles jednotkových nákladů práce. Propad cen ropy, a tedy i cen pohonných hmot, ve výsledku znamenal více volných prostředků v držení domácností i firem, což povzbudilo spotřebitelské i investiční výdaje. Zlepšení na trhu práce se prozatím projevilo zejména v rekordní zaměstnanosti, jejíž meziroční růst o 1,4 % byl nejvyšší od roku 2008.

Základní makroekonomické ukazatele České republiky včetně predikce jsou uvedeny v následující tabulce:

Tabulka 4: Makroekonomické ukazatele ČR

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

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	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<i>mld. Kč, b.c.</i>	3 954	4 023	4 042	4 077	4 261	4 472	4 629	4 812	5 009	5 222
<i>mld. Kč, s.c.</i>	3 954	4 031	3 995	3 974	4 053	4 223	4 326	4 439	4 548	4 659
<i>%, b.c.</i>	0,8	1,7	0,5	0,9	4,5	5,0	3,5	4,0	4,1	4,2
<i>%, s.c.</i>	2,3	2,0	-0,9	-0,5	2,0	4,2	2,5	2,6	2,4	2,4

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

V letech 2010-2013 měl HDP v běžných cenách mírně kolísavý charakter. K rapidnímu růstu na 4,5 % došlo v roce 2014. V následujícím roce HDP předběžně dosáhl nejvyššího tempa růstu 5,0 % a objemu 4 472 mld. Kč. V budoucích letech se předpokládá mírný růst HDP na úrovni cca 2,4 % ročně.

Inflace je definována jako růst 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.

#### Vývoj a výhled inflace v ČR

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
%, průměr	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,6	1,4	1,8	1,9

Zdroj: Ministerstvo Financí ČR

Relativně vysoké míry inflace bylo dosaženo v roce 2012, kdy míra inflace dosáhla 3,3 %. Od roku 2013 se tempo růstu cenové hladiny snižuje, přičemž meziroční růst spotřebitelských cen v roce 2015 činil 0,3 %. Za rok 2016 je odhadován cenový nárůst téměř na nulové úrovni, což je rovněž příčinou pokračujících měnových intervencí České národní banky. Růst inflace nadále stlačuje pokles ceny ropy, i když méně, než tomu bylo v roce 2015.

V roce 2016 by průměrná míra inflace měla, podobně jako v předchozích dvou letech, dosáhnout velmi nízké úrovně. Jedná se zejména o dovezenou inflaci, proto se odhaduje, že inflace postupně začne vzrůstat. Proinflačně bude působit též kurz CZK/USD. Průměrná míra inflace by v roce 2016 měla dosáhnout 0,6 %, v roce 2017 by se inflace měla dále zvýšit na 1,4 %. V celém horizontu predikce i výhledu bude na zvyšování výdajů domácností na konečnou spotřebu příznivě působit zlepšování situace na trhu práce a růst objemu mezd a platů. Růst objemu mezd a platů by měl v celém horizontu predikce i výhledu mírně přesahovat 4 %, a to nejen díky předpokládanému zlepšování situace soukromého sektoru, ale i vlivem růstu platů v sektoru vládních institucí. Investiční aktivita bude pozitivně ovlivněna růstem hrubého provozního přebytku a dynamikou domácí poptávky.

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 6: Míra nezaměstnanosti v ČR a vývoj nominálních mezd

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Míra nezaměstnanosti, v %	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1	5,1	4,4	4,3	4,2	4,2
Nominální mzda v tis. Kč	23,9	24,4	25,1	25,0	25,6	26,5	27,6	28,8	30,1	31,5

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Situace na trhu práce v roce 2014 korespondovala se zlepšující se celkovou situací české ekonomiky, takže v roce 2015 došlo k poklesu míry nezaměstnanosti na 5,1 %. Nezaměstnanost v ČR je jedna z nejnižších v Evropě. Průměrná míra nezaměstnanosti v EU v březnu 2016 byla 8,8 %. Poptávka po pracovní síle v ČR je velká, aktuálně je k dispozici více než 100 tisíc volných míst.

Po ekonomické krizi v letech 2008 – 2009 se růst příjmu zmírnil. Z vývoje hrubé mzdy je patrný nepřetržitý růst průměrné měsíční nominální mzdy, kdy v roce 2015 průměrná hrubá mzda činila 26,5 tis. Kč. Průměrná mzda (podniková, přepočtená na plný úvazek) ve 4. čtvrtletí 2015 vzrostla o 3,9 %. Některé obory vykázaly velice silný růst mezd, zejména ubytování a stravování (o 7,4 %) a činnosti v oblasti nemovitostí (o 6,3 %).

Predikce dalšího vývoje hrubých mezd je ovlivněna pozitivním ekonomickým výhledem a proto se očekává růst nominálních i reálných mezd tak, že v roce 2018 by mohla průměrná hrubá mzda dosahovat 30 tis. Kč. V delším horizontu nominální růst mezd a platů pravděpodobně bude brzdit velice nízká míra inflace, naopak ve směru vyšších mezd by měl

působit očekávaný solidní růst reálné produktivity práce. S růstem mezd rovněž lze předpokládat růst disponibilního důchodu obyvatelstva v budoucnu.

Účet domácností v ČR

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Náhrady zaměstnancům, mld. Kč	1 585	1 626	1 668	1 690	1 737	1 818	1 898	1 982
<i>růst v %</i>	2,0	2,6	2,6	1,3	2,8	4,7	4,4	4,5
Disponibilní důchod, mld. Kč	2 182	2 187	2 210	2 211	2 260	2 314	2 385	2 465
<i>růst v %</i>	0,7	0,2	1,0	0,0	2,2	2,4	3,1	3,3

Zdroj: Ministerstvo Financí ČR

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 7: Vývoj kurzu CZK vůči EUR a USD

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CZK/EUR	25,29	24,59	25,14	25,97	27,53	27,28	27,0	26,9	26,2	25,6
CZK/USD	19,11	17,69	19,58	19,56	20,75	24,65	24,6	24,4	23,8	23,3

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

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. Na základě dostupných informací (vyjádření ČNB) pro období do 2. čtvrtletí 2017 očekává se technický předpoklad stability kurzu na hladině 27 CZK/EUR. Předpokládá se, že poté začne koruna proti euru znovu mírně posilovat, a to přibližně o 0,6 % mezičtvrtletně.

Tabulka 8: Vývoj sazby 3M PRIBOR a výnosu do splatnosti 10letých SD

Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
3M PRIBOR v %	2,19	1,31	1,19	1,00	0,46	0,36	0,31	0,3	0,3
Výnos 10letých SD v %	4,67	3,71	3,71	2,80	2,11	1,58	0,58	0,6	0,8

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 přírázky podle rizikovosti klienta. V roce 2015 dosáhla tato sazba 0,31 %.. Na této úrovni měl 3M PRIBOR setrvat i během let 2016 a 2017.

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 v roce 2015 úrovně 0,58 %. S ohledem na stále nízkou inflaci je predikováno pro rok 2016 výše dlouhodobých sazeb na obdobné úrovni 0,6 %.

Tabulka 9: Vývoj 2T repo sazby a diskontní sazby ČNB

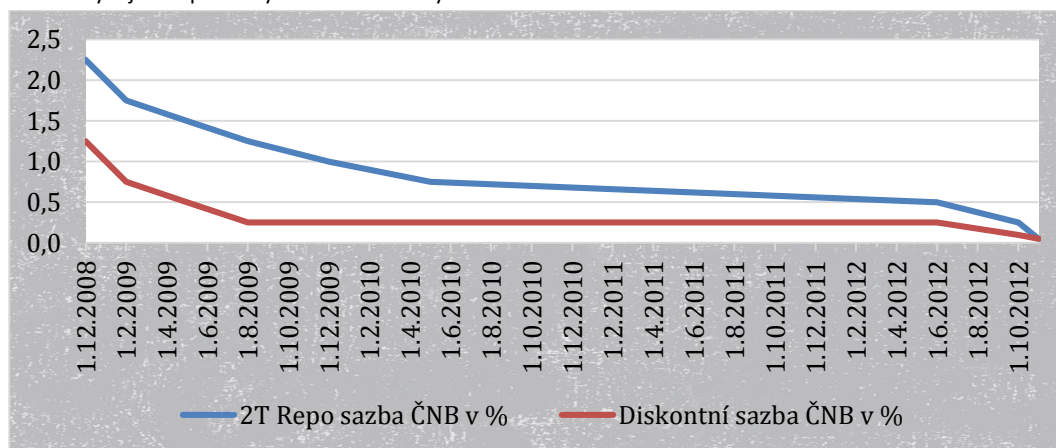
Rok	18.12. 2008	6.2. 2009	11.5. 2009	7.8. 2009	17.12. 2009	6.5. 2010	29.6. 2012	1.10. 2012	2.11. 2012
2T repo sazba ČNB v %	2,25	1,75	1,50	1,25	1,00	0,75	0,50	0,25	0,05
Diskontní sazba ČNB v %	1,25	0,75	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,10	0,05

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 1: 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 % ze 45,1 % v roce 2013. Meziročně tak došlo k jeho poklesu jak v absolutním, tak relativním vyjádření, a to především díky dalšímu využití řízení likvidity státní pokladny. Podle předběžných údajů se v roce 2015 veřejný dluh mírně snížil na 41,1 %.

V roce 2016 by měl dluh v relativním vyjádření setrvat na úrovni loňského roku.

Tabulka 10: Vývoj vládního dluhu

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Vládní dluh v mld. Kč	1065,5	1150,7	1335,7	1508,5	1604,0	1803,6	1839,7	1816,1	1 836	1 900
Vládní dluh v % k HDP	27,8	28,7	34,1	38,2	39,9	44,7	45,1	42,7	41,1	41,1

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

## 2.2.4 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.

Ve 4. čtvrtletí 2015 se tempo hospodářského růstu USA dále zpomalilo, když mezičtvrtletní růst HDP dosáhl 0,3 % (proti 0,7 %). Růst byl tažen domácí poptávkou, a to výhradně spotřebou domácností, jejíž tempo růstu však rovněž zpomalilo. Čisté vývozy však růst HDP mírně tlumily, neboť silná domácí měna spolu se zpomalujícím ekonomickým růstem důležitých vývozních trhů vedly k mírnému poklesu vývozu. Předpokládá se, že se růst hospodářské aktivity nepatrně zpomalí, přičemž hlavním tahounem ekonomiky by i nadále měla zůstat spotřeba domácností. V roce 2015 vzrostla ekonomika o 2,4 %. Pro roky 2016 a 2017 se počítá s tempem hospodářského růstu ve výši 2,2 %. Růst hospodářské aktivity by měl nepatrně zpomalit, přičemž hlavním tahounem ekonomiky by i nadále měla zůstat spotřeba domácností a investice.

V 4. čtvrtletí 2015 mezičtvrtletní růst HDP v EU28 i EA12 navázal na celoroční dynamiku a dosáhl úrovně 0,4 %. V meziročním srovnání pak HDP EU28 vzrostl o 1,8 %, zatímco HDP EA12 se zvýšil o 1,6 %. Ve vývoji v jednotlivých zemích přetrvává značná diferencovanost, v řadě z nich přitom oživení stále brzdí strukturální problémy ekonomik, ztráta konkurenceschopnosti, nízké tempo růstu investic či vysoká zadluženost veřejného a soukromého sektoru. 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 geopolitickými riziky. Rizikem s potenciálně významným dopadem na ČR je také plánované červnové referendum o setrvání Spojeného království v EU.

Očekává se, že se v roce 2016 HDP EA12 zvýší o 1,3 %, pro rok 2017 se počítá se zrychlením růstu na 1,5 %.

Cena barelu ropy Brent v průměru za 1. čtvrtletí 2016 dosáhla 35 USD. Příčinou pozvolna rostoucí ceny je mírně zrychlující globální poptávka a indikace poklesu produkce v USA. 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 íránské 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 41 USD/barel, v roce 2017 by mohla dále vzrůst na 47 USD/barel.

Na základě výše uvedených skutečností lze výhled makroekonomického vývoje hodnotit jako stabilizovaný a postupně se zlepšující. Případná rizika pro českou ekonomiku souvisejí zejména s vnějšími vlivy. Pokud nedojde k opětovné eskalaci krize bankovního sektoru v eurozóně nebo k razantnímu vyostření ukrajinského konfliktu s možnými dopady na dodávky ropy a zemního plynu do Evropské unie, neměla by být domácí ani evropská ekonomika v budoucnu postižena výraznými negativními vlivy a měla by se vrátit k růstu.

### 2.2.5 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 republice 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 11: 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 částí svých aktivit přesahuje i do jiných segmentů, lze přibližný podíl společnosti na trhu dle údajů z roku 2014 vyčíslit na úrovni zhruba 3,2%. 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 by měly růst po roce 2015 obdobným tempem růstu.

Činnost společnosti TIPGAMES je především regulována zákonem č. 202/1990 Sb., o loteriích a jiných podobných hrách, ve znění pozdějších předpisů.

V současné době Ministerstvem financí ČR je připravována nová právní úprava hazardních her, která zahrnuje návrh zákona o hazardních hrách a návrh zákona o dani z hazardních her.

Nová právní úprava má za cíl odstranit současný neudržitelný stav na internetovém trhu sázkových her. Nově by podnikání zahraničních on-line sázkových společností mělo být legalizováno, což umožní jeho regulaci a řádné zdanění. Součástí zákona je také vybudování centrálního informačního systému. Zajištění datového spojení s tímto monitorovacím systémem bude podmínkou provozu všech typů technických zařízení a internetových her. Tím bude zajištěna efektivnost státní správy a dozoru nad dodržováním zákona, ochrana účastníků hazardní hry a veřejného zájmu.

Cílem návrhu zákona o dani z hazardních her je zároveň přiblížení sazeb daní z hazardu stavu v okolních zemích. Toto zdanění navýší příjmy státního rozpočtu při zachování příjmů rozpočtu obcí.

Již od 1. 1. 2016 se zvýšilo zdanění hazardních her, a to na základě novelizace stávajícího loterijního zákona: u všech her kromě elektronických herních zařízení (EHZ) se má sazba daně zvýšit ze současných 20 na 23 % a na 28 % u EHZ, u nichž se má zvýšit i denní poplatek za každé zařízení z 55 Kč na 80 Kč.

Sazby daně z provozování hazardních her vyplývající z následující předložené novely zákona jsou uvedeny v následující tabulce.

Sazby daně	2015	2016	od 2017
Kurzové sázky	20 %	23 %	25 %
Loterie, živé hry	20 %	23 %	30 %
Technické hry	20 %	28 %	35 %
	+ 55 Kč/den/přístroj	+80 Kč/den/přístroj	

Plná účinnost nové právní úpravy je navrhována od 1.1.2017. S ohledem na skutečnost, že návrhy obou zákonů již byly schváleny vládou ČR a nad jejich schvalováním panoval k datu ocenění většinový konsensus, máme za to, že lze tyto předpoklady zdanění s přiměřenou mírou přesnosti považovat za směrodatné pro ocenění, a to zejména s ohledem na vysoký konsensus ohledně míry zdanění technických her, které tvoří většinu zařízení provozovaných společností Tipgames.

## 2.3 Finanční analýza

Finanční analýza společnosti TIPGAMES a.s. byla provedena za období 2010 až 2015 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 - 2015 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 31.12.2015 celková aktiva ve výši 292 057 tis. Kč.

Tabulka 12: Zkrácená rozvaha společnosti – aktiva (v tisících Kč)

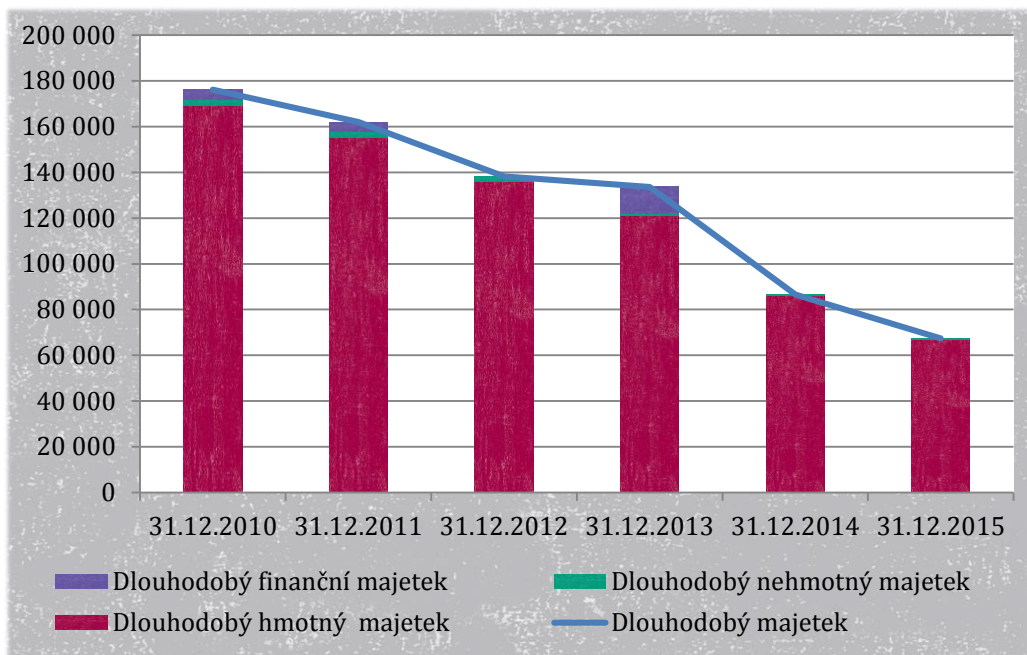
	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>176 194</b>	<b>161 974</b>	<b>138 267</b>	<b>133 624</b>	<b>86 531</b>	<b>67 369</b>
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	169 334	155 230	136 055	120 891	86 295	67 062
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	2 660	2 544	2 212	1 056	236	307
<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	4 200	4 200	0	11 677	0	0
	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>241 107</b>	<b>229 813</b>	<b>349 985</b>	<b>478 190</b>	<b>346 857</b>	<b>145 498</b>
<i>Zásoby</i>	189	14	1	7	0	563
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	47 604	106 395	198 434	275 150	227 396	60 311
<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	1 679	8 699	7 015	65 772	5 035	5 259
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	191 635	114 705	144 535	137 261	114 426	79 365

### 2.3.1 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 2: Vývoj dlouhodobého majetku (v tisících Kč)

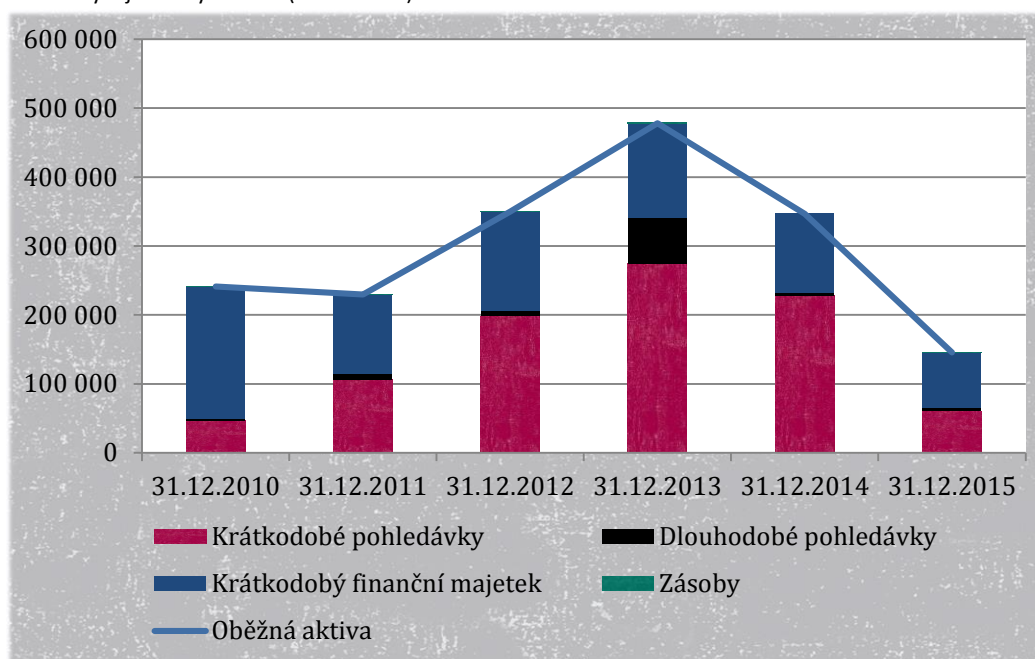


Dlouhodobý majetek společnosti tvořil přibližně 30 % z celkových aktiv společnosti. Dlouhodobý majetek společnosti dosahoval počátkem sledovaného období hodnoty 176 194 tis. Kč, což představovalo 39 % celkových aktiv společnosti. Postupně však podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech klesal, přičemž k nejvýraznějšímu poklesu došlo v roce 2014, kdy podíl dlouhodobého majetku klesl na necelých 20 % celkových aktiv. K datu ocenění se podíl dlouhodobého hmotného majetku na celkových aktivech zvýšil na 31 %, jeho hodnota dosáhla 67 062 tis. Kč. 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.

### 2.3.2 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 3: Vývoj oběžných aktiv (v tisících Kč)



Oběžný majetek k 31.12.2015 byl evidován v celkové výši 145 498 tis. Kč. Jednalo se především o krátkodobé pohledávky v celkové výši 60 311 tis. Kč. Druhou nejvýznamnější položkou oběžných aktiv byl soubor peněz a peněžních ekvivalentů v celkové výši 79 365 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. 2014 až k 52 % na celkových aktivech, a to navzdory poklesu absolutní výše (pokles o pohledávky za ovládající osobou). K datu ocenění se hodnota krátkodobých pohledávek snížila na 60 311 tis. Kč, což představovalo 28 % z celkových aktiv. Zásoby byly ve sledovaném 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 ztatečně 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.

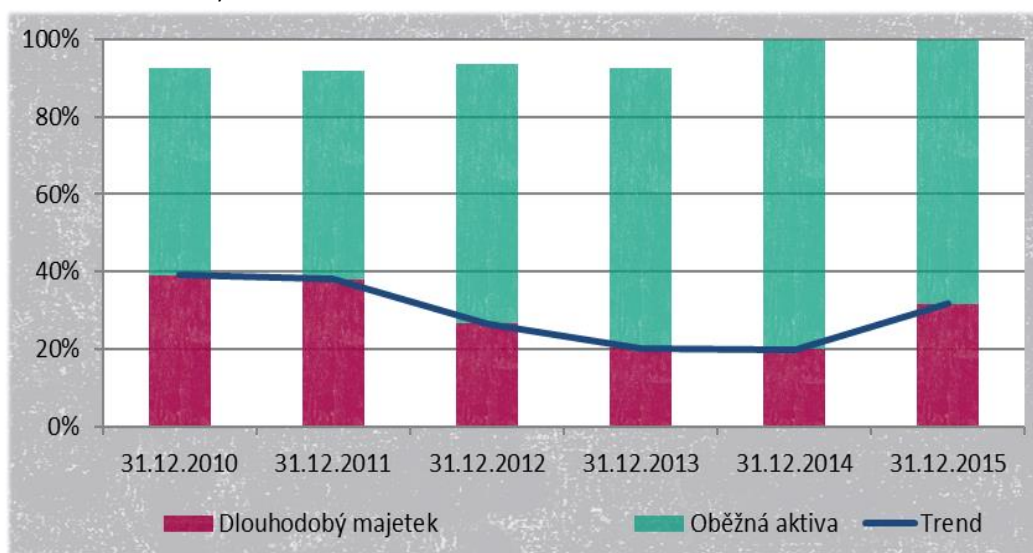
Analýza bude dále zaměřena na podrobnější analýzu aktivních rozvahových položek pomocí vertikální analýzy. Poskytuje informace o skladbě rozvahy a významnosti jednotlivých položek na bilanční sumě.

Tabulka 13: Vertikální analýza aktiv

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>39,10%</b>	<b>38,02%</b>	<b>26,53%</b>	<b>20,21%</b>	<b>19,97%</b>	<b>31,65%</b>
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	37,58%	36,43%	26,11%	18,28%	19,91%	31,50%
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	0,59%	0,60%	0,42%	0,16%	0,05%	0,14%
<i>Ostatní dlouhodobý majetek</i>	0,93%	0,99%	0,00%	1,77%	0,00%	0,00%
	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>53,50%</b>	<b>53,94%</b>	<b>67,16%</b>	<b>72,32%</b>	<b>80,03%</b>	<b>68,35%</b>
<i>Zásoby</i>	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,26%
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	10,56%	24,97%	38,08%	41,62%	52,47%	28,33%
<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	0,37%	2,04%	1,35%	9,95%	1,16%	2,47%
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	42,53%	26,92%	27,74%	20,76%	26,40%	37,28%

Z realizované analýzy vyplývá, že podíl dlouhodobého majetku na bilanční sumě klesal do roku 2014 a následně se mírně zvýšil v roce 2015. 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 4: Vertikální analýza aktiv



Podíl oběžných aktiv se ke konci roku 2015 podílel na bilanční sumě z více než 68 %. Podíl dlouhodobého majetku společnosti TIPGAMES a.s. se navzdory růstu celkových aktiv postupně snižoval do roku 2014 na téměř 20 %. K datu ocenění činil jeho podíl na aktivech 31 %.

### 2.3.3 Vlastní kapitál

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

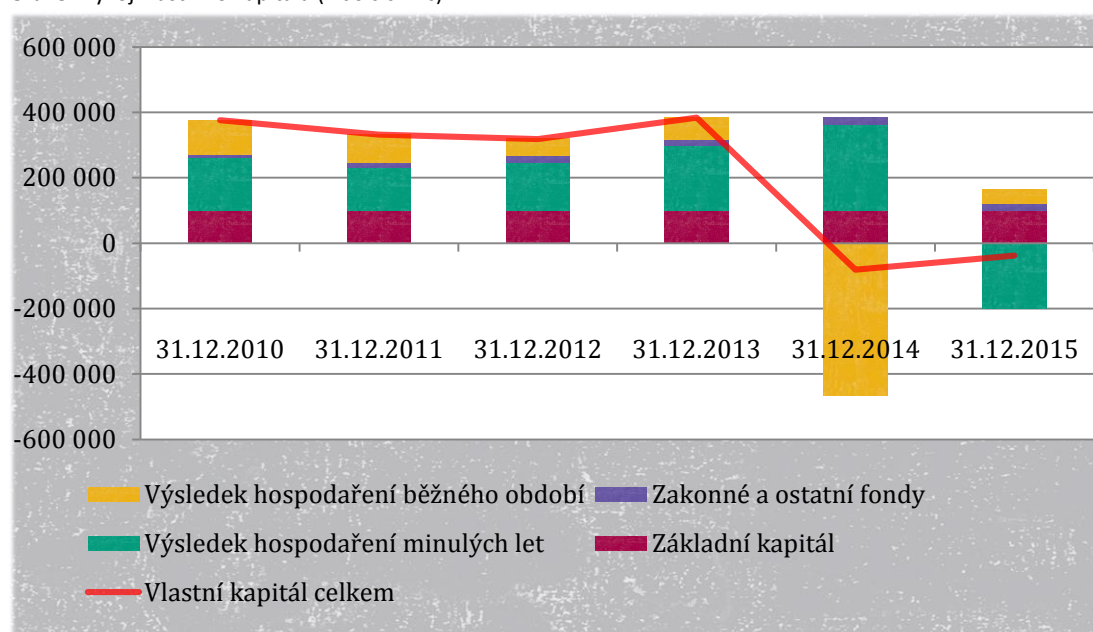
Hodnota vlastního kapitálu společnosti 31.12.2015 byla záporná, ve výši 38 241 tis. Kč, základní kapitál ve výši 100 tis. Kč. Společnost neevidovala žádný závazek za účelem splacení základního kapitálu (splaceno 100 %).

Tabulka 14: Struktura vlastního kapitálu (v tisících Kč)

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
<b>Vlastní kapitál celkem</b>	<b>376 344</b>	<b>332 361</b>	<b>318 593</b>	<b>383 564</b>	<b>-81 265</b>	<b>-38 241</b>
Základní kapitál	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Výsledek hospodaření minulých let	162 360	132 015	147 720	197 436	263 564	-201 264
Zakonné a ostatní fondy	9 085	14 330	19 081	20 000	20 000	20 000
Výsledek hospodaření běžného období	104 899	86 016	51 792	66 128	-464 829	43 023

Nerozdělený zisk minulých let byl k 31.12.2015 evidován v záporné výši -201 264 tis. Kč. Zásadní událostí z tohoto pohledu bylo vykázání mimořádných nákladů společnosti v roce 2014 ve výši 549 836 tis. Kč. Z podkladů, které jsme měli k dispozici, nám nicméně nejsou známy příčiny, které vedly k vykázání těchto nákladů. Zakonné a ostatní fondy byly evidovány v celkové výši 20 000 tis. Kč. Výsledek hospodaření běžného období byl v roce 2015 vykázán v celkové výši 43 023 tis. Kč.

Graf 5: 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 2014 zvýšil téměř o 100 000 tis. Kč, poté již byl ovlivněn výše uvedenými mimořádnými náklady. Zakonné a ostatní fondy zaznamenaly nárůst o necelých 11 000 tis. Kč.

Záporný výsledek hospodaření v roce 2014 snížil vlastní kapitál na zápornou hodnotu 81 265 tis. Kč, čímž výrazně ovlivnil kapitálovou strukturu společnosti. Ve sledovaném období, jak lze vysledovat z grafu, došlo k výrazným změnám poměrů jednotlivých složek vlastního kapitálu společnosti a z tohoto hlediska se struktura vlastního kapitálu společnosti nejeví jako stabilní.

### 2.3.4 Cizí zdroje

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

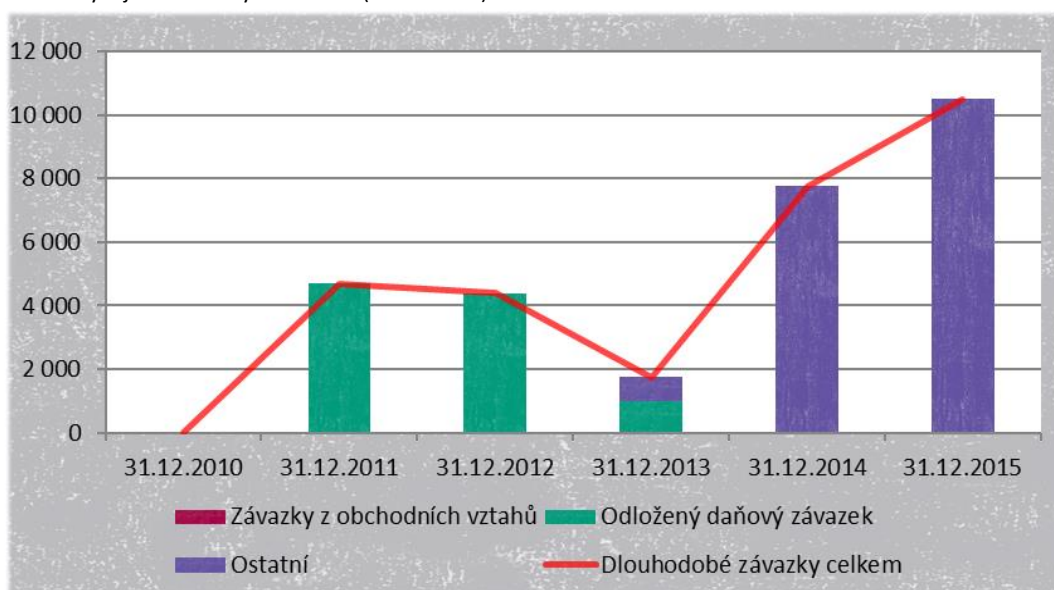
Cizí zdroje byly v evidenci k 31.12.2015 vykázány v celkové výši 276 567 tis. Kč. Dlouhodobé závazky tvoří na rozdíl od krátkodobých závazků zanedbatelnou část cizích zdrojů společnosti.

Tabulka 15: Struktura dlouhodobých závazků (v tisících Kč)

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
<b>Dlouhodobé závazky celkem</b>	<b>0</b>	<b>4 688</b>	<b>4 390</b>	<b>1 760</b>	<b>7 752</b>	<b>10 500</b>
Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0
Odložený daňový závazek	0	4 688	4 390	985	0	0
Ostatní	0	0	0	775	7 752	10 500

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

Graf 6: Vývoj dlouhodobých závazků (v tisících Kč)



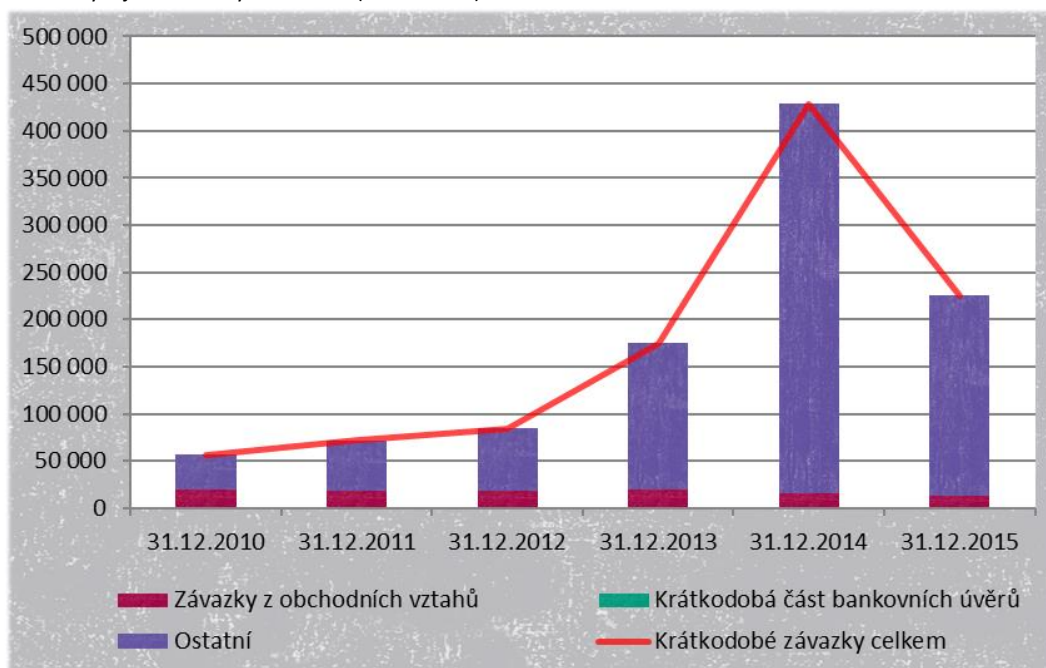
Dlouhodobé závazky k 31.12.2015 dosáhly celkové hodnoty 10 500 tis. Kč a od roku 2013 se tak výrazně zvýšily. Dlouhodobé závazky z obchodních vztahů pak společnost během sledovaného období neměla žádné.

Tabulka 16: Struktura krátkodobých závazků (v tisících Kč)

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
<b>Krátkodobé závazky celkem</b>	<b>56 280</b>	<b>71 900</b>	<b>84 741</b>	<b>175 097</b>	<b>428 784</b>	<b>225 409</b>
Závazky z obchodních vztahů	19 956	18 376	18 040	19 483	15 674	13 031
Krátkodobá část bankovních úvěrů	0	0	0	0	0	0
Ostatní	36 324	53 524	66 701	155 614	413 110	212 378

Krátkodobé závazky jsou součástí prakticky každého provozovaného 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 7: Vývoj krátkodobých závazků (v tisících Kč)



Krátkodobé závazky byly k 31.12.2015 evidovány v celkové výši 225 409 tis. Kč. Nejvýraznější položkou byla položka ostatní v celkové výši 212 378 tis. Kč, z níž nejvýznamnější položky tvořily státní daňové závazky a jiné závazky. Krátkodobé závazky do roku 2013 vykazovaly pozvolný růst, zlom pak přišel v roce 2014, kdy vzrostly jiné závazky o více než 257 milionů Kč. K datu ocenění jejich výše stále dosahovala 160 872 tis. Kč.

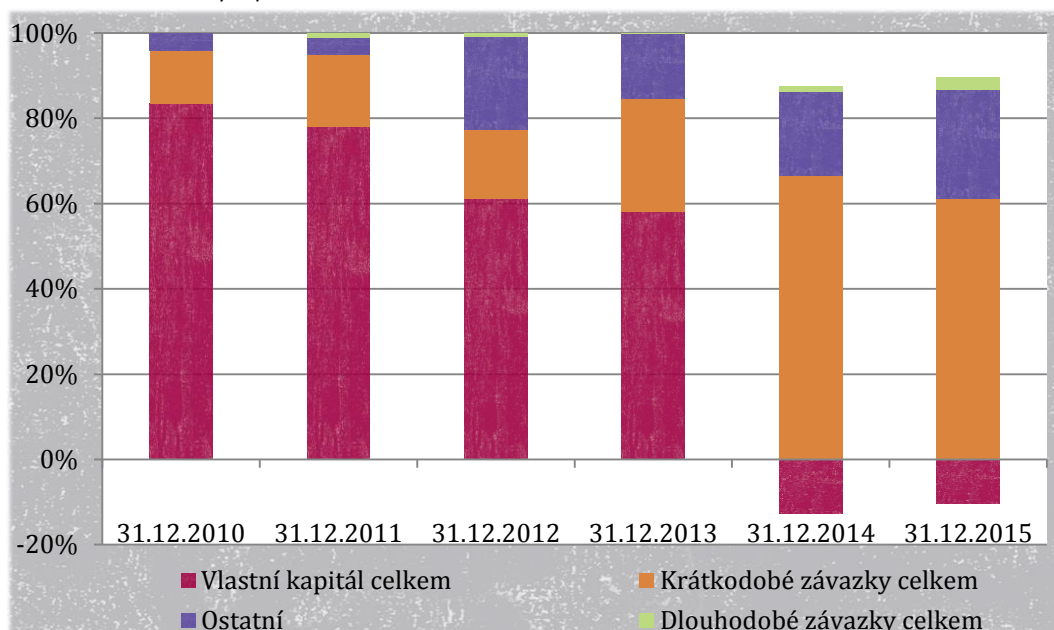
Tabulka 17: Vertikální analýza pasiv

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
<b>Vlastní kapitál celkem</b>	<b>83,51%</b>	<b>78,01%</b>	<b>61,14%</b>	<b>58,01%</b>	<b>-16,86%</b>	<b>-13,09%</b>
Základní kapitál	22,19%	23,47%	19,19%	15,12%	20,75%	34,24%
Nerozdělený zisk	36,03%	30,98%	28,35%	29,86%	54,68%	-68,91%
Zakonné a ostatní fondy	2,02%	3,36%	3,66%	3,02%	4,15%	6,85%
Kurzové rozdíly	23,28%	20,19%	9,94%	10,00%	-96,43%	14,73%
<b>Dlouhodobé závazky celkem</b>	<b>0,00%</b>	<b>1,10%</b>	<b>0,84%</b>	<b>0,27%</b>	<b>1,61%</b>	<b>3,60%</b>
Dlouhodobé úvěry a dluhopisy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Odložený daňový závazek	0,00%	1,10%	0,84%	0,15%	0,00%	0,00%
Ostatní	0,00%	0,00%	0,00%	0,12%	1,61%	3,60%
<b>Krátkodobé závazky celkem</b>	<b>12,49%</b>	<b>16,88%</b>	<b>16,26%</b>	<b>26,48%</b>	<b>88,95%</b>	<b>77,18%</b>
Závazky z obchodních vztahů	4,43%	4,31%	3,46%	2,95%	3,25%	4,46%
Krátkodobá část bankovních úvěrů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní	8,06%	12,56%	12,80%	23,54%	85,70%	72,72%
<b>Ostatní</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,02%</b>	<b>21,75%</b>	<b>15,24%</b>	<b>26,30%</b>	<b>32,32%</b>

Z uvedené tabulky vyplývá, že vývoj poměru vlastního kapitálu na bilanční sumě vykazoval ve sledovaném období klesající tendenci, přičemž v posledních letech podíl vlastního kapitálu na bilanční sumě dosáhl záporných hodnot. Ve sledovaném období došlo k nárůstu významu financování cizími zdroji. K datu ocenění 31.12.2015 se na cizích zdrojích podílely nejvíce krátkodobé závazky, a to z více než 77 %.



Graf 8: Vertikální analýza pasiv



### 2.3.5 Výkaz zisku a ztráty – Provozní VH

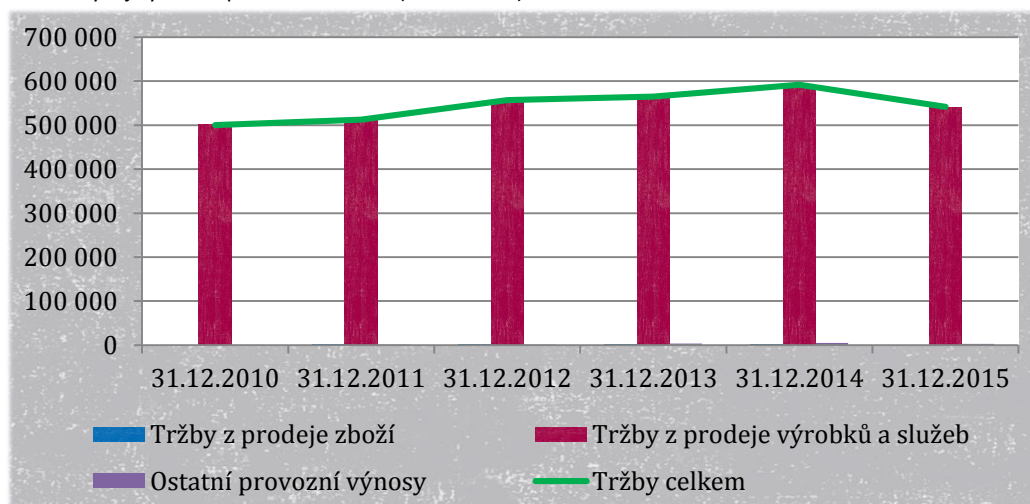
Analýza výkazu zisku a ztrát byla provedena za účetní období 2010 - 2015 a k 31.12.2015.

Tabulka 18: Výnosy z provozní činnosti (v tisících Kč)

Skutečnost	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Tržby z prodeje zboží	0	38	4	1	45	0
Tržby z prodeje výrobků a služeb	500 339	511 964	555 255	561 336	586 712	539 179
Ostatní provozní výnosy	75	900	1 417	3 512	5 041	2 878
<b>Tržby celkem</b>	<b>500 414</b>	<b>512 902</b>	<b>556 676</b>	<b>564 849</b>	<b>591 798</b>	<b>542 057</b>

Celkové tržby společnosti TIPGAMES a.s. zaznamenaly od roku 2010 do roku 2014 mírný růst. K nejvýraznějšímu růstu tržeb, více než 8% tempem, došlo v roce 2012. Nejvýznamnější pokles byl zaznamenán v posledním sledovaném roce, a to o více než 8%. K 31.12.2015 byly vykázány celkové tržby v celkové výši 542 057 tis. Kč.

Graf 9: 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 19: Struktura výnosů a nákladů z prodeje zboží (v tisících Kč)

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
<b>Obchodní marže</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
Tržby za prodej zboží	0	38	4	1	45	0
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	38	4	1	45	0

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

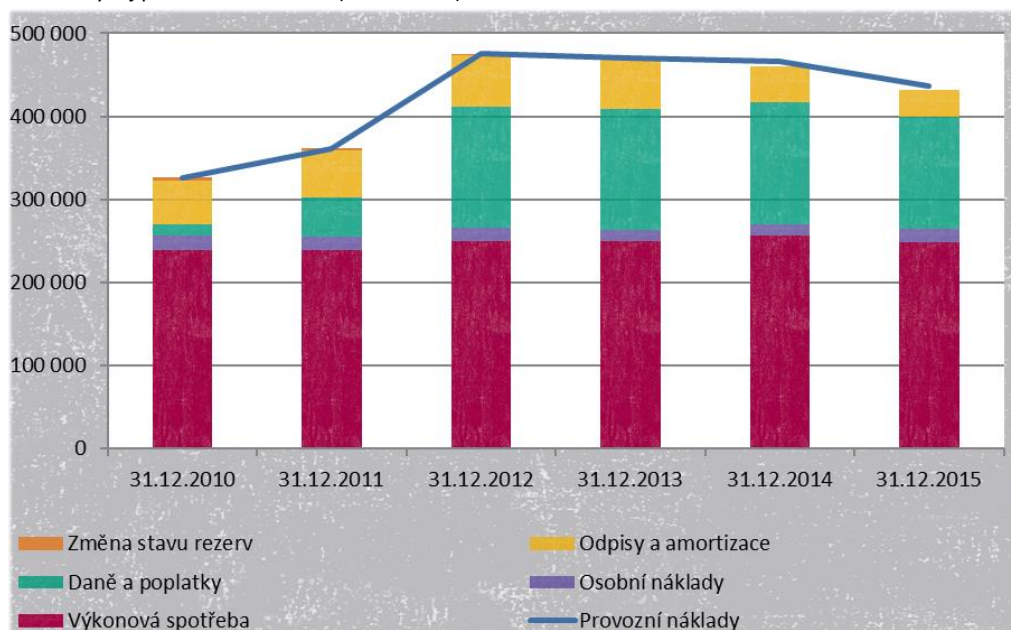
Společnosti do roku 2014 mírně vzrostl prodej vlastních výrobků a služeb, k datu ocenění však došlo k mírnému poklesu. Ukazuje se, že i přes negativní legislativní změny se společnosti dařilo nejen rozvíjet VLT terminály a sportbary, ale také minimalizovat negativní dopady novely loterijního zákona. 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 20: Struktura provozních nákladů (v tisících Kč)

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
<b>Provozní náklady</b>	<b>326 193</b>	<b>361 232</b>	<b>475 447</b>	<b>469 749</b>	<b>466 221</b>	<b>436 118</b>
Výkonová spotřeba	238 771	238 399	249 914	249 913	256 036	248 018
Osobní náklady	18 129	16 515	15 449	13 482	13 513	16 995
Daně a poplatky	13 221	47 279	146 199	145 134	147 471	134 851
Odpisy a amortizace	52 662	56 263	62 695	59 540	43 036	32 338
Změna stavu rezerv	3 410	2 776	1 190	1 680	6 165	3 916

Společnost TIPGAMES a.s. evidovala ke 31.12.2015 provozní náklady ve výši 436 118 tis. Kč. Nejzásadnější položku provozních nákladů představovala výkonová spotřeba v celkové výši 248 018 tis. Kč a daně a poplatky ve výši 134 851 tis. Kč.

Graf 10: 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 stejného 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 vykazovaly mírný růst do konce roku 2012, v roce 2013 pak začaly mírně klesat. Změny stavů rezerv představovaly zanedbatelnou položku nákladů, ve sledovaném období jejich podíl na nákladech klesal.

### 2.3.6 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 provozní 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 31.12.2015 dosahovala míra zadlužení více než 113 %. Tento aspekt dle našeho názoru vyžaduje ve střednědobém až dlouhodobém horizontu řešení, nicméně společnost jím z dostupných podkladů nebyla k datu ocenění akutně ohrožena. Vzhledem k intenzivnější regulaci loterijní činnosti se další výrazný růst společnosti jeví jako nepravděpodobný, očekávatelná je spíše mírný růst.

Finanční analýza společnosti neodhalila žádný strukturální problém, který by do budoucna zabraňoval společnosti v dosavadní činnosti a který by vylučoval předpokládanou skutečnost „going concern“.

## 2.3.7 Analýza poměrových ukazatelů

### 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.

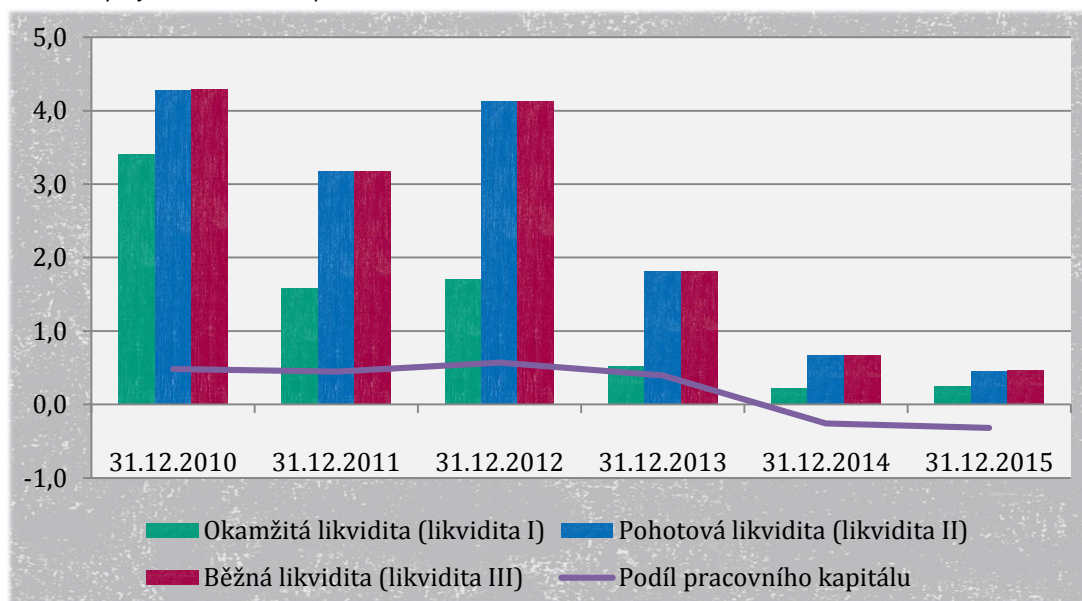
Tabulka 21: Ukazatel likvidity a pracovního kapitálu

Ukazatele likvidity	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Okamžitá likvidita (likvidita I)	3,41	1,59	1,71	0,52	0,22	0,25
Pohotová likvidita (likvidita II)	4,28	3,18	4,13	1,80	0,67	0,46
Běžná likvidita (likvidita III)	4,28	3,18	4,13	1,80	0,67	0,46
Podíl pracovního kapitálu	0,48	0,45	0,57	0,40	-0,26	-0,32

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. Společnost TIPGAMES a.s. se od začátku sledovaných účetních období do roku 2012 pohybuje na stabilních úrovních. 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 letech 2013 - 2015 se okamžitá likvidita pohybovala v přiměřených hodnotách zejména vlivem 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. 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 ke stabilním úrovním opět zejména díky nárůstu krátkodobých závazků. Hodnota závazků se v letech 2014 – 2015 relativně zvýšila a značně převyšovala hodnotu krátkodobých pohledávek a finančního majetku. V posledních dvou letech se tak likvidita společnosti na jedné straně rapidně zhoršila, zároveň však stále zůstala v přiměřených mezích pro udržení provozuschopnosti.

Graf 11: Vývoj ukazatele likvidity



Vývoj podílu čistého pracovního kapitálu na celkových aktivech osciluje okolo hodnoty 0,5násobku. V posledních dvou letech pracovní kapitál společnosti je záporný, k datu ocenění činil -93 907 tis. Kč.

Z hlediska likvidity společnost TIPGAMES a.s. do roku 2013 neměla problémy se splácením svých závazků. V roce 2014 rapidně stouply krátkodobé závazky (zejména jiné závazky), narůst finančních prostředků byl ale mírný, což způsobilo propad likvidity II. a III. stupně.

### Ukazatel zadluženosti

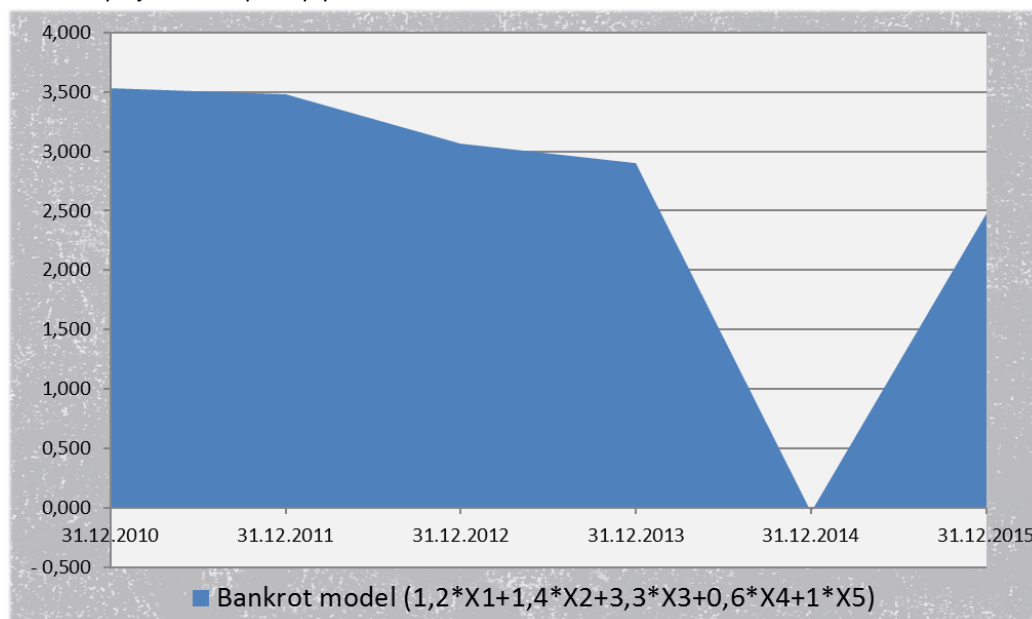
Pro potřeby zadluženosti byla zvolena Altmanova analýza (též bankrot model či Z-Score model) a úrokové krytí. Altmanova analýza je bankrotní model založený na poměrových ukazatelích využívaných ve finanční analýze. Cílem toho modelu je vyjádřit finanční stav firmy pomocí jediné hodnoty, která hodnotí 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 22: Vývoj Altmanovy analýzy

Altmanova analýza	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Aktiva celkem	450 632	426 062	521 083	661 171	482 039	292 057
EBIT	106 077	93 873	67 810	83 094	-405 846	95 244
X1 (Pracovní kapitál/Aktiva celkem)	0,54	0,54	0,67	0,72	0,72	0,50
X2 (Nerozdělený zisk/Aktiva celkem)	0,36	0,31	0,28	0,30	0,55	-0,69
X3 (EBIT/Aktiva celkem)	0,24	0,22	0,13	0,13	-0,84	0,33
X4 (účetní hodnota vlastního kapitálu/Aktiva celkem)	0,83	0,78	0,61	0,58	-0,17	-0,13
X5 (Tržby/Aktiva celkem)	1,11	1,20	1,07	0,85	1,22	1,85
<b>Bankrot model</b> <b>(1,2*X1+1,4*X2+3,3*X3+0,6*X4+1*X5)</b>	3,533	3,476	3,065	2,898	-0,033	2,477

Za bankrotní hodnoty Altmanovy analýzy jsou považovány ty hodnoty, které jsou menší než 1,81. V případě TIPGAMES a.s. bylo těchto bankrotních hodnot ve sledovaných obdobích dosaženo pouze v roce 2014. 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, v roce 2013 a 2015 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 12: Vývoj Altmanovy analýzy



## 2.4 Metodologie a volba metod 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.

### 2.4.1 Metody založené na analýze výnosů

Tvoří-li hodnotu oceňovaného majetku především výnosy a užitky 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.

## 2.4.2 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 zaplacená, 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.

## 2.4.3 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 čítec použitého násobitele by měl být vždy konzistentní.

#### 2.4.4 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.

#### 2.4.5 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 určování 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 společností. 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.

#### 2.4.6 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.

Hodnota z pohledu investora je dána zejména hodnotou budoucích peněžních toků, které mu investice přináší. Historické údaje dostupné za období končící rokem 2015 umožnily sestavit rámcový finanční plán a provést 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 2010 - 2015 ;
- na obecných ekonomických vyhlídkách ekonomiky a odvětví, pravděpodobném regulatorním 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 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.

## **2.5 Ocenění 100 % akcií společnosti**

Hodnotu 100 % akcií společnosti jsme stanovili prostřednictvím ocenění jejího obchodního závodu (dříve podniku).

### **2.5.1 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).

## 2.5.2 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*

### 2.5.3 Predikce tržeb

Pravděpodobný vývoj tržeb po roce 2015 je založen na předpokladu, že tržby společnosti budou stoupat obdobným 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 v předchozích letech. 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 od roku 2016 pro budoucí roky.

Tabulka 23: 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
<b>CAGR 8Y</b>	<b>0,75%</b>	<b>2,34%</b>

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Ostatní provozní výnosy byly předpokládány na úrovni roku 2015 s každoročním nárůstem o 2,34 % (předpokládané tempo růstu tržeb).

Projekce výnosů a nákladů je uvedena v příloze tohoto posudku.

## 2.5.4 Predikce nákladů

Pro výpočet daňového základu a následně volného cash-flow (FCF) jsou kalkulovány položky nákladů. Při jejich stanovení jsme vycházeli z výchozí úrovně roku 2015. Jednotlivé nákladové položky od roku 2016 byly projektovány následujícím způsobem:

- spotřeba materiálu a energií a služby byly projektovány s předpokládaným ročním nárůstem o predikovanou MF mírou inflaci, tedy o 1,5 % v roce 2016 a o 1,9 % v letech 2017-2018. Od roku 2019 byl predikován růst o dlouhodobou míru inflace 2% ročně;
- 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. K datu ocenění byl návrh zákona o dani z hazardních her stále předmětem projednávání zákonodárními orgány, nicméně již byl schválen vládou ČR a byla zahájena jeho notifikace. S ohledem na vysokou míru konsensu nad cílem zvýšit zdanění zejména výherních automatů a technických her jsme proto v projekci předpokládali zdanění hazardu ve výši 28 % pro rok a 35 %j od roku 2017 jako nejvíce pravděpodobnou variantu zdanění. V této výši aplikované na výnosy byly zároveň také použity v ocenění;
- odpisy společnosti byly stanoveny na základě úrovně roku 2015, která je od roku 2016 postupně navyšována o inflaci;
- 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 výnosů a nákladů je uvedena v příloze tohoto posudku.

## 2.5.5 Investice do dlouhodobého majetku

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

Tabulka 24: Investice do dlouhodobého majetku – základní předpoklady

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

## 2.5.6 Investice do provozního kapitálu

Provozní kapitál byl pro období projekce stanoven ve výši 24,9% tržeb. Tato úroveň odpovídá průměrné úrovni upraveného provozního kapitálu v letech 2010 – 2015.

## 2.5.7 Kalkulace FCF pro období 2016 - 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 25: Výpočet FCF

	Účetní data					Forecast					II. Fáze	
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (01-05)	2016 (06-12)	2016	2017	2018	2019
<b>Celkové tržby</b>	<b>500 414</b>	<b>512 902</b>	<b>556 676</b>	<b>564 849</b>	<b>591 798</b>	<b>542 057</b>	<b>231 143</b>	<b>323 601</b>	<b>554 744</b>	<b>567 728</b>	<b>581 016</b>	<b>594 615</b>
Tržby z prodeje zboží	0	38	4	1	45	0	0	0	0	0	0	0
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	500 339	511 964	555 255	561 336	586 712	539 179	229 916	321 883	551 799	564 714	577 931	591 458
Ostatní příjmy	75	900	1 417	3 512	5 041	2 878	1 227	1 718	2 945	3 014	3 085	3 157
Sazba daně z hazardních her	3%	9%	26%	26%	25%	25%	28%	28%	28%	35%	35%	35%
Daně a poplatky	13 221	47 279	146 199	145 134	147 471	134 851	64 377	90 127	154 504	197 650	202 276	207 010
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>100 761</b>	<b>74 667</b>	<b>61 549</b>	<b>72 786</b>	<b>83 768</b>	<b>85 542</b>	<b>33 131</b>	<b>46 383</b>	<b>79 514</b>	<b>42 707</b>	<b>44 578</b>	<b>Il. Fáze</b>
Ostatní finanční náklady	1 870	940	1 348	624	9 273	791	335	468	803	818	834	850
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>100 761</b>	<b>74 667</b>	<b>61 549</b>	<b>72 786</b>	<b>83 768</b>	<b>85 542</b>	<b>32 796</b>	<b>45 915</b>	<b>78 711</b>	<b>41 888</b>	<b>43 744</b>	<b>45 469</b>
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Daň	19 145	14 187	11 694	13 829	15 916	16 253	0	14 955	14 955	7 959	8 311	8 639
KPVH po dani	81 616	60 480	49 855	58 957	67 852	69 289	26 565	37 191	63 756	33 930	35 433	36 830
Odписy	52 662	56 263	62 695	59 540	43 036	32 338	12 676	17 746	30 422	31 088	31 769	32 465
Změna rezerv	-3 410	2 776	-1 190	-1 680	-6 165	0	0	0	0	0	0	0
Investice do dlouhodobého majetku	0	42 043	43 188	43 220	7 620	13 176	15 452	21 632	37 084	37 896	38 726	39 574
Investice do provozního kapitálu	0	45 511	95 440	69 595	-411 080	63 352	0	3 229	3 229	3 304	3 382	3 382
<b>FCF (tis. Kč)</b>	<b>137 688</b>	<b>26 413</b>	<b>-24 888</b>	<b>7 362</b>	<b>520 493</b>	<b>25 099</b>	<b>23 789</b>	<b>30 076</b>	<b>53 865</b>	<b>23 817</b>	<b>25 094</b>	<b>26 339</b>

Zdroj: Vlastní propočty

## 2.5.8 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:

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

$Rf(\check{C}R)$  = pro dlouhodobé prognózy byla aplikována aktuální výnosnost 10letých státních obligací USA dle údajů publikovaných americkou centrální bankou Federal Reserve Board ve výši **1,85 % p.a.**,

$\beta$  = Beta byla stanovena na základě průměrné beta dle údajů publikovaných profesorem Damodaranem pro Evropu za odvětví Hotel/Gaming dle dat k lednu 2016. Nezadlužená beta za tuto odvětví dosahuje 0,70.

$RPKT(\text{USA})$  = 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, Decile 9-10, beta-adjusted premium ve výši **3,74 %**.

$RPZ$  = 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 **0,92 %**, www.damodaran.com. z ledna 2016.

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 **2,54 % p.a.**

Pro výpočet diskontní míry byla použita optimální kapitálová struktura trhu dle údajů zjištěných z databází profesora Damodarana za odvětví Hotel/Gaming.

Tabulka 26: Kalkulace diskontní míry

Položky	Hodnoty
Rf = bezriziková míra ČR	1,85% p.a.
Beta nezadlužená	0,70
RKPT = riziková prémie kap. trhu USA	6,0 % p.a.
RPZ = riziková prémie ČR	0,92 % p.a.
Poměr CK/VK	46,32 %
Náklady vlastního kapitálu (Nvk)	12,78% p.a.
Poměr CK/K	31,7 %
Náklady na cizí zdroje	2,06 % p.a.
<b>WACC</b>	<b>9,03 % p.a.</b>

Zdroj: vlastní propočty

## 2.5.9 Výpočet výnosové hodnoty 100 % akcií

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

- kalkulace současné hodnoty budoucích FCF při vypočtené diskontní míře 9,03 % p.a.
- kalkulace provozní hodnoty majetku na výstupu, tj, v roce 2019 a její oddiskontování na současnou hodnotu

Tabulka 27: Výpočet výnosové hodnoty společnosti

	Účetní data						Forecast					II. Fáze
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (01-05)	2016 (06-12)	2016	2017	2018	2019
<b>FCF (tis. Kč)</b>	137 688	26 413	-24 888	7 362	520 493	25 099	23 789	30 076	53 865	23 817	25 094	26 339
CAPM I. Fáze								9,03%		9,03%	9,03%	9,03%
DCF I. Fáze								28 590		20 766	20 067	
II. Fáze												374 808
<b>DCF II. Fáze</b>												299 731

Ocenění výnosou metodou	tis. Kč
Hodnota první fáze (2016-2018)	69 423
Hodnota druhé fáze (2019)	299 731
Neprovozní aktiva	0
<b>Celková hodnota podniku CZK</b>	<b>369 154</b>
Úročené cizí zdroje	92 370
<b>EQUITY hodnota</b>	<b>281 819</b>



- Hodnota první fáze (2016-2018)
- Hodnota druhé fáze (2019)

Zdroj: vlastní propočty

**Celková hodnota obchodního závodu (podniku) TIPGAMES a.s.** indikovaná výnosovou metodou DCF datu 31. 05. 2016 odpovídá částce **369 154 tis. Kč**. Pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti a 100 % akcií je dále třeba odečíst hodnotu úročených cizích zdrojů. Po odečtení krátkodobých bankovních úvěrů ve výši 92 370 tis. Kč **hodnota 100 % akcií společnosti TIPGAMES a.s. odpovídala částce 281 819 tis. Kč**.

# 3 Posudek

## 3.1 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 2015 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 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 31. 05. 2016 stanovena **na základě v posudku popsáných předpokladů na 281 819 tis. Kč.**



### 3.2 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 31. 05. 2016 na:

**281 819 000 Kč**

(slovy: dvě stě osmdesát jeden milion osm set devatenáct tisíc korun českých).

Cena je uvedena bez DPH

#### *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 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 28. června 2016



Grant Thornton Valuations, a.s.

znalecký ústav

Ing. Michal Beneš

Per prokura

# 4 Znalecká doložka

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 2780-110/2016 do znaleckého deníku znaleckého ústavu Grant Thornton Valuations, a.s..

V Praze dne 28. června 2016



A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Michal Beneš".

Grant Thornton Valuations, a.s.

znalecký ústav

Ing. Michal Beneš

Per prokura

# 5 Přílohy

## 5.1 Příloha 1 – projekce Diskontovaného Cash Flow

	Účetní data						Forecast					II. Fáze
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (01-05)	2016 (06-12)	2016	2017	2018	2019
<b>Celkové tržby</b>	<b>500 414</b>	<b>512 902</b>	<b>556 676</b>	<b>564 849</b>	<b>591 798</b>	<b>542 057</b>	<b>231 143</b>	<b>323 601</b>	<b>554 744</b>	<b>567 728</b>	<b>581 016</b>	<b>594 615</b>
Tržby z prodeje zboží	0	38	4	1	45	0			0	0	0	0
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	500 339	511 964	555 255	561 336	586 712	539 179	229 916	321 883	551 799	564 714	577 931	591 458
Ostatní příjmy	75	900	1 417	3 512	5 041	2 878	1 227	1 718	2 945	3 014	3 085	3 157
<b>Sazba daně z hazardních her</b>	<b>3%</b>	<b>9%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>28%</b>	<b>28%</b>	<b>28%</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>
Daně a poplatky	13 221	47 279	146 199	145 134	147 471	134 851	64 377	90 127	154 504	197 650	202 276	207 010
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>100 761</b>	<b>74 667</b>	<b>61 549</b>	<b>72 786</b>	<b>83 768</b>	<b>85 542</b>	<b>33 131</b>	<b>46 383</b>	<b>79 514</b>	<b>42 707</b>	<b>44 578</b>	<b>II. Fáze</b>
Ostatní finanční náklady	1 870	940	1 348	624	9 273	791	335	468	803	818	834	850
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>100 761</b>	<b>74 667</b>	<b>61 549</b>	<b>72 786</b>	<b>83 768</b>	<b>85 542</b>	<b>32 796</b>	<b>45 915</b>	<b>78 711</b>	<b>41 888</b>	<b>43 744</b>	<b>45 469</b>
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Daň	19 145	14 187	11 694	13 829	15 916	16 253	0	14 955	14 955	7 959	8 311	8 639
KPVH po dani	81 616	60 480	49 855	58 957	67 852	69 289	26 565	37 191	63 756	33 930	35 433	36 830
Odpisy	52 662	56 263	62 695	59 540	43 036	32 338	12 676	17 746	30 422	31 088	31 769	32 465
Změna rezerv	-3 410	2 776	-1 190	-1 680	-6 165	0	0	0	0	0	0	0
Investice do dlouhodobého majetku	0	42 043	43 188	43 220	7 620	13 176	15 452	21 632	37 084	37 896	38 726	39 574
Investice do provozního kapitálu	0	45 511	95 440	69 595	-41 060	63 352	0	3 229	3 229	3 304	3 382	3 382
<b>FCF (tis. Kč)</b>	<b>137 688</b>	<b>26 413</b>	<b>-24 888</b>	<b>7 362</b>	<b>520 493</b>	<b>25 099</b>	<b>23 789</b>	<b>30 076</b>	<b>53 865</b>	<b>23 817</b>	<b>25 094</b>	<b>26 339</b>
CAPM I. fáze								9,03%		9,03%	9,03%	9,03%
DCF I. fáze								28 590		20 766	20 067	
II. fáze												374 808
<b>DCF II. fáze</b>												<b>299 731</b>
Růst tržeb		2,50%	8,53%	1,47%	4,77%							
AVG tržby												
Růst I. fáze				2,00%								
Růst II. fáze				2,00%								
	20,14%	14,56%	11,06%	12,89%	14,15%	15,78%			14,19%	7,38%	7,53%	

Ocenění výnosovou metodou	tis. Kč
Hodnota první fáze (2016-2018)	69 423
Hodnota druhé fáze (2019)	299 731
Neprovozní aktiva	0
<b>Celková hodnota podniku CZK</b>	<b>369 154</b>
Úročené cizí zdroje	92 370
<b>EQUITY hodnota</b>	<b>281 819</b>



- Hodnota první fáze (2016-2018)
- Hodnota druhé fáze (2019)

## 5.2 Příloha 2 – projection of the Discounted Cash Flow

	Historical data						Forecast					II. Phase
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (01-05)	2016 (06-12)	2016	2017	2018	2019
<b>Total Revenues</b>	500 414	512 902	556 676	564 849	591 798	542 057	231 143	323 601	554 744	567 728	581 016	594 615
Sales of Goods	0	38	4	1	45	0			0	0	0	0
Sales of own products and services	500 339	511 964	555 255	561 336	586 712	539 179	229 916	321 883	551 799	564 714	577 931	591 458
Other revenues	75	900	1 417	3 512	5 041	2 878	1 227	1 718	2 945	3 014	3 085	3 157
Tax rate on gambling	3%	9%	26%	26%	25%	25%	28%	28%	28%	35%	35%	35%
Taxes and fees	13 221	47 279	146 199	145 134	147 471	134 851	64 377	90 127	154 504	197 650	202 276	207 010
<b>Operational Profit</b>	<b>100 761</b>	<b>74 667</b>	<b>61 549</b>	<b>72 786</b>	<b>83 768</b>	<b>85 542</b>	<b>33 131</b>	<b>46 383</b>	<b>79 514</b>	<b>42 707</b>	<b>44 578</b>	<b>Il. Fáze</b>
Other financial costs	1 870	940	1 348	624	9 273	791	335	468	803	818	834	850
<b>Adjusted Operational Profit</b>	<b>100 761</b>	<b>74 667</b>	<b>61 549</b>	<b>72 786</b>	<b>83 768</b>	<b>85 542</b>	<b>32 796</b>	<b>45 915</b>	<b>78 711</b>	<b>41 888</b>	<b>43 744</b>	<b>45 469</b>
Tax Rate	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Tax	19 145	14 187	11 694	13 829	15 916	16 253	0	14 955	14 955	7 959	8 311	8 639
After-Tax Adjusted Profit	81 616	60 480	49 855	58 957	67 852	69 289	26 565	37 191	63 756	33 930	35 433	36 830
Depreciation	52 662	56 263	62 695	59 540	43 036	32 338	12 676	17 746	30 422	31 088	31 769	32 465
Change in Reserves	-3 410	2 776	-1 190	-1 680	-6 165	0	0	0	0	0	0	0
CAPEX	0	42 043	43 188	43 220	7 620	13 176	15 452	21 632	37 084	37 896	38 726	39 574
Working Capital Requirement	0	45 511	95 440	69 595	-411 060	63 352	0	3 229	3 229	3 304	3 382	3 382
<b>FCF (CZK '000)</b>	<b>137 688</b>	<b>26 413</b>	<b>-24 888</b>	<b>7 362</b>	<b>520 493</b>	<b>25 099</b>	<b>23 789</b>	<b>30 076</b>	<b>53 865</b>	<b>23 817</b>	<b>25 094</b>	<b>26 339</b>
CAPM 1st Period								9,03%		9,03%	9,03%	9,03%
DCF 1st Period								28 590		20 766	20 067	
Terminal FCF												374 808
<b>DCF Terminal Value</b>												299 731
Revenue Growth		2,50%	8,53%	1,47%	4,77%							
Growth 1st Period				2,00%								
Terminal Year Growth				2,00%								
	20,14%	14,56%	11,06%	12,89%	14,15%	15,78%			14,19%	7,38%	7,53%	

DCF Summary	ths.CZK
Value of 1st Period (2014-2018)	69 423
Terminal Value (2019)	299 731
Non-Operational Assets	0
<b>Enterprise Value '000 CZK</b>	<b>369 154</b>
Interest Bearing Debt	92 370
<b>EQUITY Value</b>	<b>281 819</b>



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

Tento dokument je určen výhradně pro potřeby společnosti CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.

Žádná jeho část nesmí být zveřejněna, citována nebo reprodukována bez předchozího písemného souhlasu společnosti CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s. a Zpracovatele znaleckého posudku.

### 5.3 Příloha 3 – Výpis z obchodního rejstříku

#### Výpis

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

<b>Datum zápisu:</b>	3. července 2002
<b>Spisová značka:</b>	B 7765 vedená u Městského soudu v Praze
<b>Obchodní firma:</b>	TIPGAMES a.s.
<b>Sídlo:</b>	Václavské náměstí 802/56, Nové Město, 110 00 Praha 1
<b>Identifikační číslo:</b>	267 09 112
<b>Právní forma:</b>	Akciová společnost
<b>Předmět podnikání:</b>	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
<b>Statutární orgán - představenstvo:</b>	
<b>předseda představenstva:</b>	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
<b>člen představenstva:</b>	PETR VONDRUS, dat. nar. 27. listopadu 1969 Dvořákova 158/3, Beroun-Závodí, 266 01 Beroun Den vzniku členství: 31. prosince 2013
<b>člen představenstva:</b>	Mgr. RADEK VACHTL, dat. nar. 9. března 1973 Jeseniova 500/8, Žižkov, 130 00 Praha 3 Den vzniku členství: 27. října 2015
<b>Počet členů:</b>	3
<b>Způsob jednání:</b>	Za představenstvo jedná navenek jménem společnosti každý člen představenstva samostatně v plném rozsahu.
<b>Prokura:</b>	samostatná prokura s oprávněním dle zákona vyjma zcizování nebo zatěžování nemovitostí
<b>Dozorčí rada:</b>	
<b>člen dozorčí rady:</b>	PETR MACHOVSKÝ, dat. nar. 1. června 1970 Lhotákova 2314/14, Libeň, 182 00 Praha 8 Den vzniku členství: 27. května 2013
<b>člen dozorčí rady:</b>	MILOSLAV JAKUB, dat. nar. 26. ledna 1954 Havlíčkova 6, Beroun-Město, 266 01 Beroun Den vzniku členství: 27. května 2013
<b>člen dozorčí rady:</b>	

*Tento dokument je určen výhradně pro potřeby společnosti CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.*

*Žádná jeho část nesmí být zveřejněna, citována nebo reprodukována bez předchozího písemného souhlasu společnosti CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s. a Zpracovatele znaleckého posudku.*

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.