

# **ZNALECKÝ POSUDEK**

**Zjištění ceny (hodnoty) akcií  
společnosti TZP, a.s.**

**pro účely veřejné nedobrovolné dražby**

*Výtisk č. 3*

<b>Účel znaleckého posudku:</b>	<b>Zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti TZP, a.s. pro účely veřejné nedobrovolné dražby</b>
<b>Objednatel znaleckého posudku:</b>	<b>CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.,</b> sídlem Brno, Žabovřesky, Veveří 3163/111, PSČ 616 00, IČ 277 58 419
<b>Číslo znaleckého posudku:</b>	<b>375-23/2014</b>
<b>Znalecký posudek vyhotovil:</b>	Ing. Rastislav Machů, znalec v oboru ekonomika, odvětví ceny a odhady se zvláštní specializací podniků, jmenovaný rozhodnutím Městského soudu v Praze ze dne 24.11.2005 č.j. Spr. 500/2005
<b>Jmenování Znalce soudem k provedení znaleckého úkonu:</b>	Pro zpracování tohoto znaleckého posudku nevznikla povinnost jmenování Znalce soudem
<b>Ocenění provedeno ke dni:</b>	<b>30.9.2014</b>
<b>Počet listů znaleckého posudku:</b>	<i>81 stran textu bez příloh (přílohy jsou řazeny samostatně)</i>
<b>Počet vyhotovených výtisků znaleckého posudku:</b>	3 (výtisky s pořadovými čísly 1 až 2 pro Objednatele, výtisk s pořadovým číslem 3 pro archiv Znalce)
<b>Datum vyhotovení znaleckého posudku:</b>	<b>17.12.2014</b>

## Obsah

<b>1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE .....</b>	<b>7</b>
1.1. Předmět znaleckého posudku .....	7
1.2. Objednatel a Znalec .....	7
1.3. Zdroje informací a ověření vstupních dat.....	7
1.4. Předpoklady a omezující podmínky .....	9
1.5. Hodnotová báze.....	10
1.6. Základní zásady aplikované při zpracování posudku .....	10
1.7. Faktory zohledněné posudkem.....	11
1.8. Den ocenění .....	12
1.9. „Kontrolní prémie“, resp. „srážka za minoritu“ .....	12
1.10. Zásada „Stand-alone basis“ a „Going concern“ .....	12
1.11. Platnost a použitelnost znaleckého posudku .....	13
1.12. Obtíže při oceňování.....	13
<b>2. POPIS PŘEDMĚTU OCENĚNÍ (AKCIÍ SPOLEČNOSTI TZP, A.S.) .....</b>	<b>14</b>
<b>3. STRATEGICKÁ ANALÝZA.....</b>	<b>16</b>
3.1. Společnost TZP, a.s.....	16
3.2. Vznik a stručná historie společnosti TZP, a.s. ....	16
3.3. Základní kapitál, struktura akcionářů, dispozice s akciemi.....	16
3.4. Podnikatelské zaměření Cílové společnosti .....	17
3.1. Organizační struktura společnosti TZP, a.s.....	18
3.2. Zaměstnanci .....	18
3.3. Dlouhodobý hmotný nemovitý majetek .....	19
3.4. Dlouhodobý finanční majetek .....	20
3.5. Nehmotná práva .....	21
3.6. Daňová ztráta společnosti TZP, a.s. ....	21
3.7. Spory, neprovozní majetek a závazky.....	22
3.8. Účetnictví společnosti.....	22
3.8.1. Vymezení účetní jednotky.....	22
3.8.2. Audit.....	22
3.8.3. Účetní metody, zásady, způsoby oceňování a odepisování.....	23
<b>4. MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA, ANALÝZA ODVĚTVÍ, FINANČNÍ ANALÝZA .....</b>	<b>25</b>
4.1. Stručná makroekonomická analýza .....	25
4.1.1. Česká republika.....	25
4.1.2. Eurozóna .....	28
4.2. Stručný náhled na situaci v odvětví.....	29
4.2.1. Vymezení oboru .....	29

4.2.2.	Vývoj skladování v evropském kontextu.....	29
4.2.3.	Obecné trendy ve skladování .....	30
4.2.4.	Situace na trhu .....	30
4.2.5.	Co bude ovlivňovat vývoj oboru v budoucnu? .....	31
4.3.	Finanční analýza společnosti.....	31
4.3.1.	Časový horizont a cíl finanční analýzy .....	31
4.3.2.	Finanční analýza za roky 2009 až 2013 .....	31
4.3.3.	Stručné vyhodnocení hospodaření k 30.9.2014.....	39
4.3.4.	Závěr z finanční analýzy.....	39
<b>5.</b>	<b>POUŽITÉ ZPŮSOBY OCENĚNÍ .....</b>	<b>41</b>
5.1.	Substanční (majetková) metoda.....	41
5.2.	Účetní hodnota vlastního kapitálu .....	44
5.3.	Důvody použití vybraných metod.....	45
<b>6.</b>	<b>POSUDEK .....</b>	<b>47</b>
6.1.	Substanční (majetková) metoda.....	47
6.1.1.	Dlouhodobý nehmotný majetek .....	47
6.1.2.	Dlouhodobý hmotný nemovitý majetek .....	47
6.1.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí.....	53
6.1.4.	Dlouhodobý finanční majetek .....	56
6.1.5.	Krátkodobé pohledávky .....	58
6.1.6.	Krátkodobý finanční majetek .....	61
6.1.7.	Časové rozlišení aktivní .....	61
6.1.8.	Mimobilanční aktiva.....	61
6.1.9.	Rekapitulace ocenění majetku .....	63
6.1.10.	Dlouhodobé závazky .....	63
6.1.11.	Krátkodobé závazky .....	64
6.1.12.	Časové rozlišení pasivní .....	65
6.1.13.	Mimobilanční pasiva .....	65
6.1.14.	Rekapitulace ocenění závazků (cizí zdroje + časové rozlišení + mimobilanční pasiva) 66	
6.1.15.	Hodnota čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s. na bázi substanční (majetkové) metody .....	66
6.2.	Účetní hodnota vlastního kapitálu .....	68
<b>7.</b>	<b>ROZPRAVA K DOSAŽENÝM VÝSLEDKŮM .....</b>	<b>69</b>
7.1.	Stanovení hodnoty čistého obchodního majetku Cílové společnosti .....	69
7.2.	Zjištění ceny (hodnoty) akcií bez vlivu srážky za minoritu .....	70
7.3.	Aplikace srážky za minoritu .....	71
7.4.	Hodnota versus cena.....	72
<b>8.</b>	<b>ČÁSTKA, KTEROU SE OCEŇUJÍ AKCIE SPOLEČNOSTI TZP, A.S., KTERÉ BUDOU PŘEDMĚTEM DRAŽBY.....</b>	<b>74</b>

9. CELKOVÁ REKAPITULACE .....	75
10. PROHLÁŠENÍ O NEZÁVISLOSTI.....	78
11. ZNALECKÁ DOLOŽKA.....	79
12. POUŽITÁ LITERATURA .....	80
13. PŘÍLOHY .....	81

## Seznam tabulek

Tabulka č. 1: Základní identifikace společnosti TZP, a.s. ....	16
Tabulka č. 2: Vymezení daňové ztráty Cílové společnosti .....	22
Tabulka č. 3: HDP ve stálých cenách .....	25
Tabulka č. 4: HDP v běžných cenách .....	25
Tabulka č. 5: Inflace .....	26
Tabulka č. 6: Míra nezaměstnanosti.....	26
Tabulka č. 7: Státní dluhopisy 10Y .....	26
Tabulka č. 8: Sazba PRIBOR.....	26
Tabulka č. 9: Směnné kurzy .....	27
Tabulka č. 10: Hrubý domácí produkt ve stálých cenách a inflace Eurozóny .....	28
Tabulka č. 11: Relativní struktura dlouhodobého majetku .....	32
Tabulka č. 12: Relativní struktura oběžných aktiv .....	32
Tabulka č. 13: Absolutní struktura oběžných aktiv .....	33
Tabulka č. 14: Výkony (tržby za prodej vlastních výrobků a služeb).....	34
Tabulka č. 15: Výkony (tržby za prodej vlastních výrobků a služeb).....	34
Tabulka č. 16: Výkonová spotřeba.....	35
Tabulka č. 17: Ukazatele výkonové spotřeby .....	35
Tabulka č. 18: Provozní a finanční výsledky hospodaření .....	36
Tabulka č. 19: EBIT a EBITDA .....	36
Tabulka č. 20: Ostatní provozní a finanční výnosy a náklady.....	37
Tabulka č. 21: Výsledek hospodaření .....	37
Tabulka č. 22: Ukazatelé rentability .....	37
Tabulka č. 23: Ukazatelé likvidity.....	38
Tabulka č. 24: Doby obratu krátkodobých pohledávek a závazků z obchodních vztahů .....	38
Tabulka č. 25: Pozemky v katastrálním území Hlinsko v Čechách.....	48
Tabulka č. 26: Stavby v katastrálním území Hlinsko v Čechách .....	49
Tabulka č. 27: Výkony (tržby za prodej vlastních výrobků a služeb).....	50
Tabulka č. 28: Samostatné movité věci a soubory movitých věcí .....	53

Tabulka č. 29: Rekapitulace ocenění dlouhodobého finančního majetku.....	58
Tabulka č. 30: Rekapitulace ocenění krátkodobých pohledávek .....	60
Tabulka č. 31: Rekapitulace ocenění majetku.....	63
Tabulka č. 32: Rekapitulace ocenění závazků.....	66
Tabulka č. 33: Hodnota čistého obchodního majetku společnosti na bázi substanční (majetkové) metody .....	66
Tabulka č. 34: Účetní hodnota vlastního kapitálu .....	68
Tabulka č. 35: Srážka za minoritu .....	72
Tabulka č. 36: Základní identifikace společnosti TZP, a.s. ....	75

## **Seznam vzorců**

Vzorec č. 1: Výpočet technické hodnoty .....	55
--	----

# 1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE

## 1.1. Předmět znaleckého posudku

Objednatel tohoto znaleckého posudku jsem byl požádán o zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti TZP, a.s., sídlem Hlinsko, Třebízského 92, PSČ 539 01, IČ 481 71 581, zapsané do Obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Hradci Králové, oddíl B, vložka 958 (*dále také jen „Cílová společnost“*), a to pro účely veřejné nedobrovolné dražby.

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

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

## 1.2. Objednatel a Znalec

Objednatel znaleckého posudku je společnost **CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.**, sídlem Brno, Žabovřesky, Veveří 3163/111, PSČ 616 00, IČ 277 58 419, zapsaná do Obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 958 (*dále také jen „Objednatel“*).

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

Pro zpracování tohoto znaleckého posudku nevznikla povinnost jmenování Znalce soudem.

## 1.3. Zdroje informací a ověření vstupních dat

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

- Výpis z Obchodního rejstříku společnosti TZP, a.s. s údaji platnými ke dni 22.10.2014 (*zdroj: webové stránky <https://or.justice.cz/> v sekci pro Obchodní rejstřík*);
- Výpis z Obchodního rejstříku společnosti PRIMONA, a.s. s údaji platnými ke dni 22.10.2014 (*zdroj: webové stránky <https://or.justice.cz/> v sekci pro Obchodní rejstřík*);
- Výpis z Obchodního rejstříku společnosti KAROSERIA a.s. s údaji platnými ke dni 22.10.2014 (*zdroj: webové stránky <https://or.justice.cz/> v sekci pro Obchodní rejstřík*);
- Výpis z Obchodního rejstříku společnosti EA Invest, spol. s r.o. s údaji platnými ke dni 22.10.2014 (*zdroj: webové stránky <https://or.justice.cz/> v sekci pro Obchodní rejstřík*);
- Výpis z Obchodního rejstříku společnosti BENAR a.s. s údaji platnými ke dni 22.10.2014 (*zdroj: webové stránky <https://or.justice.cz/> v sekci pro Obchodní rejstřík*);
- Seznam akcionářů společnosti TZP, a.s. ke dni 13.11.2014 včetně informace o akcionářích jednajících ve shodě;
- Rozvaha, výkaz zisku a ztráty a obrátová předvaha společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014;

- Výroční zpráva společnosti TZP, a.s. za rok 2013 (zdroj: *webové stránky* <https://or.justice.cz/> v sekci pro *Sbírku listin*);
- Výroční zpráva společnosti TZP, a.s. za rok 2012 (zdroj: *webové stránky* <https://or.justice.cz/> v sekci pro *Sbírku listin*);
- Výroční zpráva společnosti TZP, a.s. za rok 2011 (zdroj: *webové stránky* <https://or.justice.cz/> v sekci pro *Sbírku listin*);
- Výroční zpráva společnosti TZP, a.s. za rok 2010 (zdroj: *webové stránky* <https://or.justice.cz/> v sekci pro *Sbírku listin*);
- Zpráva nezávislého auditora společnosti TZP, a.s. o ověření účetní závěrky k 31.12.2013;
- Stanovy společnosti TZP, a.s. ze dne 29.5.2014 (zdroj: *webové stránky* <https://or.justice.cz/> v sekci pro *Sbírku listin*);
- Výroční zpráva společnosti KAROSERIA a.s. za rok 2013 (zdroj: *webové stránky* <https://or.justice.cz/> v sekci pro *Sbírku listin*);
- Pololetní zpráva společnosti KAROSERIA a.s. k 30.6.2014 (zdroj: *webové stránky* <http://www.karoseria.cz/> v sekci pro *akcionáře*);
- Ověřená účetní závěrka společnosti EA Invest s.r.o. za rok 2013 (zdroj: *webové stránky* <https://or.justice.cz/> v sekci pro *Sbírku listin*);
- Ověřená účetní závěrka společnosti EA Invest s.r.o. za rok 2012 (zdroj: *webové stránky* <https://or.justice.cz/> v sekci pro *Sbírku listin*);
- Inventurní soupis dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014;
- Materiál „Souhrn informací o objektu Hlinsko“, zpracovaný realitní kanceláří RE/MAX dne 25.1.2013;
- Věková struktura pohledávek a závazků společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014;
- Přiznání k dani z příjmů právnických osob společnosti e-gaming Slovakia s.r.o. za zdaňovací období od 1.1.2013 do 31.3.2013;
- Informace o nehmotných právech, sporech, mimobilančním a neprovozním majetku a závazcích;
- Informace o úročených pohledávkách a závazcích společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014;
- Popisné údaje;
- Další doplňkové podklady, ústní komentáře a vysvětlení.

Při zpracování znaleckého posudku jsem použil také další zdroje:

- Vlastní obhlídka nemovitostí v majetku Cílové společnosti;
- Operativní konzultace s Objednatelem posudku a s účetní Cílové společnosti;
- Právní předpisy;
- Vlastní archiv;



- Materiál „Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE)“ – verze 1.0 z července 2010 (*viz webové stránky <http://www.cnb.cz/>*);
- Metodický materiál „Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL)“ s přílohami „Obsahové náležitosti znaleckého posudku (ZNAL Příl. 1)“ a „Nedostatky znaleckých posudků (ZNAL Příl. 2)“, který aktualizovala Komise pro cenné papíry v roce 2004 (*viz webové stránky <http://www.cnb.cz/>*);
- Prezentace Komise pro cenné papíry s označením „Zkušenosti KCP se znaleckými posudky“ z října 2005 (*viz webové stránky <http://www.cnb.cz/>*);
- Internet a veřejné databáze;
- Sbírká listin Městského soudu v Praze;
- Neveřejná databáze zpravodajského serveru hospodářských novin (*webová stránka <http://www.vybledavani.ibned.cz/>*);
- Materiál „Makroekonomická predikce České republiky“ vydávaný Ministerstvem financí ČR, odborem Finanční politiky s aktualizací 10/2014 (*webové stránky <http://www.mfcr.cz/>*);
- Materiál „Economic Forecast – Spring 2014“, který publikovala European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs na webových stránkách <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>;
- Materiál „Analýza vývoje ekonomiky ČR za rok 2013“, který vydává Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (*zdroj: <http://www.mpo.cz/>*);
- Materiál „Analýza vývoje ekonomiky ČR za 1. čtvrtletí 2014“, který vydává Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (*zdroj: <http://www.mpo.cz/>*);
- Další média (zejména periodika, literatura uvedená v kapitole č. 12 - *Použitá literatura*, apod.);
- Další zdroje.

#### 1.4. Předpoklady a omezující podmínky

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

- Údaje o skutečnostech obsažených ve znaleckém posudku považuji za pravdivé a správné.
- Při zpracování tohoto znaleckého posudku jsem vycházel ze zdrojů uvedených v kapitole č. 1.3 - *Zdroje informací a ověření vstupních dat*. Vzhledem k věrohodnosti těchto zdrojů jsem poskytnuté údaje dále neověřoval. Při zpracování tohoto znaleckého posudku jsem dále využil literaturu uvedenou v kapitole č. 12 - *Použitá literatura*.
- Analýzy, názory a závěry uvedené v tomto znaleckém posudku jsou platné jen za omezených podmínek a předpokladů, které jsou uvedeny v tomto posudku a jsou mými osobními, nezaujatými a dle mého názoru profesionálními analýzami, názory a závěry.

- V souladu s tím, co je uvedeno v kapitole č. 10 - *Prohlášení o nezávislosti*, konstatuji, že nemám žádné současné ani budoucí zájmy na předmětu ocenění v rámci tohoto znaleckého posudku ani na zúčastněných osobách a současně neexistuje osobní zájem nebo zaujatost vzhledem k výsledku znaleckého posudku.

## 1.5. Hodnotová báze

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

S touto definicí je v souladu i aktuální definice obvyklé ceny uvedená v zákoně č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů: „*obvyklou cenou se rozumí cena, která by byla dosažena při prodeji stejného, případně obdobného majetku, nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku, a to ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího, nebo kupujícího, ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládána majetku nebo službě, vyplývající z osobního vztahu k nim*“.

## 1.6. Základní zásady aplikované při zpracování posudku

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

### a) Komplexnost

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

### b) Úplnost

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

### c) Vnitřní konzistence

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

### d) Nezávislost, nestrannost

Konstatuji, že nejsem žádným způsobem závislý na výsledku ocenění (*viz prohlášení v kapitole č. 10 - Prohlášení o nezávislosti*).

e) Opakovatelnost ocenění

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

f) Důvodnost a odůvodněnost

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

g) Vzájemná kontrola

V rámci tohoto posudku bylo v souladu s přiměřeně aplikovaným nepřímým požadavkem *ust. § 143 odst. 3 zákona č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)*, ve znění pozdějších předpisů (dále také jen „**ZOK**“) použito **vícero metodických postupů**. Metody tak umožňují vzájemnou kontrolu dosažených dílčích výsledků.

h) Spolehlivost

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

i) Relevantnost

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

j) Transparentnost

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

## 1.7. Faktory zohledněné posudkem

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

- účel ocenění;
- vymezení předmětu ocenění;
- celkový počet akcií, které jsou předmětem dražby;
- celkový podíl oceňovaných akcií na hlasovacích právech;
- struktura akcionářů společnosti TZP, a.s.;
- případná jednání akcionářů ve shodě ve smyslu ust. § 78 ZOK;
- aktuální podnikatelské aktivity společnosti TZP, a.s.;
- odvětví, v němž podniká společnost TZP, a.s.;

- konkurence v oboru;
- majetková hodnota jmění společnosti TZP, a.s.;
- substanční majetková hodnota čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s.;
- předchozí úplatné transakce s akciemi společnosti TZP, a.s.;
- organizace společnosti TZP, a.s.;
- zaregistrovaná nehmotná práva;
- účetnictví Cílové společnosti;
- struktura financování Cílové společnosti;
- mimobilanční a neprovozní majetek a závazky společnosti TZP, a.s.;
- měnová, obchodní, provozní, finanční rizika podnikání v daném oboru;
- aktuální podnikatelská rizika v oboru;
- vlivy tzv. „globální ekonomické krize“, resp. „dluhové krize Eurozóny“ na podnikání v oboru.

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

## 1.8. Den ocenění

Zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti TZP, a.s. pro účely veřejné nedobrovolné dražby je prováděno ke dni **30.9.2014**. K tomuto datu jsem disponoval všemi podklady uvedenými v kapitole č. 1.3 - *Zdroje informací a ověření vstupních dat*.

## 1.9. „Kontrolní prémie“, resp. „srážka za minoritu“

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

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

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

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

## 1.11. Platnost a použitelnost znaleckého posudku

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

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

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

## 1.12. Obtíže při oceňování

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

## 2. POPIS PŘEDMĚTU OCENĚNÍ (AKCIÍ SPOLEČNOSTI TZP, A.S.)

Společnost TZP, a.s. měla k datu ocenění základní kapitál ve výši 62 600 400 Kč. Emitovala celkový počet 104 334 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč.

Měl jsem k dispozici Seznam akcionářů společnosti TZP, a.s. ke dni 13.11.2014. Podle tohoto seznamu byla struktura akcionářů k uvedenému datu následující (*podíly jsou přiměřeně zaokrouhleny*):

- Společnost PROSPERITA holding, a.s., IČ 258 20 192 => celkový počet 36 467 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč (podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 34,96%);
- Společnost ENERGOAQUA, a.s., IČ 155 03 461 => celkový počet 19 990 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč (podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 19,16%);
- Společnost AKCIA TRADE, spol. s r.o., IČ 633 21 351 => celkový počet 42 100 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč (podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 40,35%);
- Společnost CONCENTRA a.s., IČ 607 11 302 => celkový počet 4 339 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč (podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 4,16%);
- Společnost LAYPNUS HOLDINGS LIMITED, reg. č. 264274 => celkový počet 200 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč (podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 0,19%);
- Pan Aleš Hodina, nar. 29.11.1972 => celkový počet 4 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč (podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 0,00%);
- Menšinoví akcionáři => celkový počet 1 234 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč (podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 1,18%).

Od Objednatele tohoto znaleckého posudku jsem měl informaci v tom smyslu, že předmětem dražby by měl být celkový počet 1 234 ks kmenových akcií společnosti TZP, a.s., ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč. Úhrnná jmenovitá hodnota těchto akcií odpovídá podílu ve výši 1,18% na základním kapitálu společnosti.

**Předmětem ocenění v rámci tohoto znaleckého posudku je celkový počet 1 234 ks kmenových akcií společnosti TZP, a.s., ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč, které jsou předmětem veřejné nedobrovolné dražby. Souhrn jmenovitých hodnot těchto akcií odpovídá podílu na základním kapitálu ve výši 1,18%.**

V závěrečném výroku v rámci tohoto znaleckého posudku (*viz kapitola č. 8 - Částka, kterou se oceňují akcie společnosti TZP, a.s., které budou předmětem dražby*) jsem poté konstatoval hodnotu každé jedné dražené akcie společnosti TZP, a.s. a zároveň všech akcií společnosti TZP, a.s., které by měly být podle informací od Objednatele tohoto posudku předmětem dražby.

### 3. STRATEGICKÁ ANALÝZA

#### 3.1. Společnost TZP, a.s.

Společnost TZP, a.s. je zapsaná do Obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Hradci Králové, oddíl B, vložka 958. Její stručná identifikace je následující:

Tabulka č. 1: Základní identifikace společnosti TZP, a.s.

<b>Obchodní firma</b>	TZP, a.s.
<b>Sídlo</b>	Hlinsko, Třebízského 92, PSČ 539 01
<b>IČ</b>	481 71 581
<b>Právní forma</b>	Akciová společnost
<b>Den zápisu do Obchodního rejstříku</b>	1.10.1993
<b>Předmět podnikání</b>	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
<b>Způsob jednání za společnost</b>	Každý člen představenstva může společnost samostatně zastupovat ve všech záležitostech. Představenstvo pověří jednoho člena právním jednáním vůči zaměstnancům společnosti. Členové představenstva za společnost podepisují tak, že kterýkoliv z nich k názvu společnosti či otisku razítka společnosti připojí svůj podpis.

*Výpis z Obchodního rejstříku společnosti TZP, a.s. s údaji platnými ke dni 22.10.2014 (zdroj: webové stránky <https://or.justice.cz/> v sekci pro Obchodní rejstřík) je uveden v příloze č. 1 tohoto znaleckého posudku.*

#### 3.2. Vznik a stručná historie společnosti TZP, a.s.

Společnost TZP, a.s. **vznikla** dne 1.10.1993 zápisem do Obchodního rejstříku příslušného rejstříkového soudu.

Společnost byla založena bez výzvy k upsání akcií (*viz* [článek I odst. 1 Stanov](#)). Společnost byla založena na dobu neurčitou (*viz* [článek IV Stanov](#)).

Původně společnost TZP, a.s. podnikala v prostředí textilního průmyslu.

Dále jsem částečně čerpal informace z webových stránek <http://www.tzp.cz/>.

Cílová společnost ukončila svou výrobní činnost v roce 2009 a po přestavbě výrobního areálu na skladové a manipulační prostory se začala orientovat na pronájem těchto prostor. Areál se nachází v Hlinsku.

V současné době je areál v Hlinsku předmětem prodeje.

#### 3.3. Základní kapitál, struktura akcionářů, dispozice s akciemi

**Základní kapitál** společnosti TZP, a.s. činil k datu ocenění částku 62 600 400 Kč. Společnost emitovala celkem 104 334 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč.



Měl jsem k dispozici Seznam akcionářů společnosti TZP, a.s. ke dni 13.11.2014. Podle tohoto seznamu byla struktura akcionářů k uvedenému datu následující (*podíly jsou přiměřeně zaokrouhleny*):

- a) Společnost PROSPERITA holding, a.s., IČ 258 20 192 => celkový počet 36 467 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč (podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 34,96%);
- b) Společnost ENERGOAQUA, a.s., IČ 155 03 461 => celkový počet 19 990 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč (podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 19,16%);
- c) Společnost AKCIA TRADE, spol. s r.o., IČ 633 21 351 => celkový počet 42 100 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč (podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 40,35%);
- d) Společnost CONCENTRA a.s., IČ 607 11 302 => celkový počet 4 339 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč (podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 4,16%);
- e) Společnost LAYPNUS HOLDINGS LIMITED, reg. č. 264274 => celkový počet 200 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč (podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 0,19%);
- f) Pan Aleš Hodina, nar. 29.11.1972 => celkový počet 4 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč (podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 0,00%);
- g) Menšinová akcionáři => celkový počet 1 234 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč (podíl na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 1,18%).

Podle informací od Objednatele tohoto posudku jednají ve shodě (*ve smyslu ust. § 71 a násl. ZOK*) akcionáři uvedení pod písm. a) až f). Znamená to tedy, že tyto akcionáři disponují celkovým počtem 103 100 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč s celkovým podílem na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 98,82%.

**Dispozice s akciemi**, tak, jak jsem je identifikoval ve Stanovách ze dne 29.5.2014 Cílové společnosti, jsou následující:

- Listinné akcie jsou neomezeně převoditelné (*viz článek VI odst. 3) Stanov*);
- Společnost vede seznam akcionářů vlastnicích listinné akcie (*viz § VI odst. 4) Stanov*);
- Hlasovací právo je spojeno s akcií a řídí se jmenovitou hodnotou akcie. S jednou akcií o jmenovité hodnotě 600 Kč je spojen jeden hlas (*viz článek VII odst. 1) Stanov*).

### **3.4. Podnikatelské zaměření Cílové společnosti**

Podle Výpisu z Obchodního rejstříku, uvedeného *v příloze č. 1 tohoto posudku*, má společnost TZP, a.s. následující **podnikatelské oprávnění**:

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

Podle Výpisu z registru ekonomických subjektů (viz webové stránky <http://www.info.mfcr.cz>) a klasifikace ekonomických činností CZ-NACE vykazovala společnost T'ZP, a.s. následující podnikatelské činnosti:

- Pronájem vlastních nebo pronajatých nemovitostí s nebytovými prostory => klasifikace podle CZ-NACE 682020;
- Velkoobchod a maloobchod; opravy a údržba motorových vozidel => klasifikace podle CZ-NACE G;
- Správa nemovitostí na základě smlouvy nebo dohody => klasifikace podle CZ-NACE 683200;
- Poradenství v oblasti řízení => klasifikace podle CZ-NACE 702000;
- Překladačské a tlumočnické činnosti => klasifikace podle CZ-NACE 743000;
- Pronájem a leasing výrobků pro osobní potřebu a převážně pro domácnost => klasifikace podle CZ-NACE 772000;
- Činnosti cestovních agentur => klasifikace podle CZ-NACE 791100.

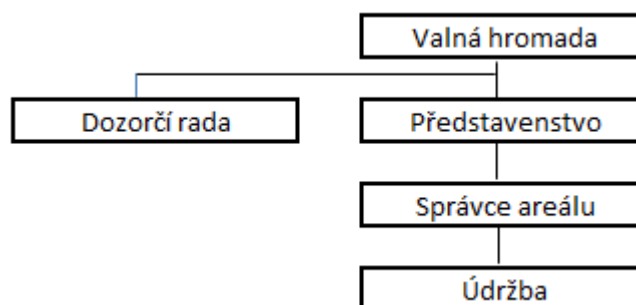
Podle webových stránek <http://www.tzp.cz/> se společnost T'ZP, a.s. zabývá **pronájmem skladových a manipulačních prostor** ve vlastním areálu v Hlinsku. Areál je aktuálně předmětem prodeje. Kromě těchto podnikatelských aktivit se Cílová společnost bezesporu věnuje správě svých majetkových účastí, kterými disponuje (viz kapitola č. 3.4 - Dlouhodobý finanční majetek).

### 3.1. Organizační struktura společnosti T'ZP, a.s.

Společnost T'ZP, a.s. nemá žádnou zvláštní organizační strukturu.

Podle Výroční zprávy Cílové společnosti za rok 2013 byla organizační struktura tato:

Schéma č. 1: Organizační struktura



### 3.2. Zaměstnanci

Podle Výpisu z registru ekonomických subjektů ARES (viz webové stránky <http://www.info.mfcr.cz> v sekci pro ARES) byla společnost T'ZP, a.s. z pohledu počtu zaměstnanců k datu ocenění zařazena do kategorie **1 až 5 zaměstnanců**.

Podle Přílohy k účetní závěrce společnosti T'ZP, a.s. měla Cílová společnost v roce 2013 celkem **2 zaměstnance** (z toho 1 řídicí osoba).

### 3.3. Dlouhodobý hmotný nemovitý majetek

Společnost TZP, a.s. vlastní nemovitý areál v Hlinsku na adrese Hlinsko, Třebízského 92, PSČ 539 01, v němž se nacházejí skladové a manipulační prostory. Podle webových stránek <http://www.tzp.cz/> jsou nemovitosti zapsány na Listu vlastnictví č. 3109 pro katastrální území Hlinsko, obec Hlinsko v Čechách, okres Chrudim.

Podle webových stránek <http://www.tzp.cz/> je zastavěná plocha areálu 5 831 m<sup>2</sup>, ostatní plocha pozemků je 33 192 m<sup>2</sup> (celkem tedy 39 023 m<sup>2</sup>). Tyto výměry také souhlasí se stavem v katastru nemovitostí (viz webové stránky <http://nabliizenidokn.cuzk.cz/>). Od Objednatele tohoto posudku jsem měl informaci o výměře skladových a manipulačních prostor ve výši 7 638 m<sup>2</sup> a o výměře venkovních ploch 10 107 m<sup>2</sup>.

Seznam pronajímaných budov a stav pronájmů k datu náhledu na webové stránky dne 8.11.2014 je následující:

- Bývalá úpravna – 2 343 m<sup>2</sup> – (pronajato) – volné kanceláře, část sociálního zařízení a prodejna.
- Bývalá barevna ( 2 podlaží) – 1 748 m<sup>2</sup> (pronajato)
- Bývalá kotelna – 627 m<sup>2</sup> - z části nepronajato (120 m<sup>2</sup> volná zpevněná plocha v přízemí s vlastním vchodem).
- Garáže, sklady, kanceláře – 1 069 m<sup>2</sup> - volná 1 garáž, 2 kanceláře a 2 sklady.
- Krytá hala – 522 m<sup>2</sup> (pronajato).
- Komín – 16 m<sup>2</sup> – pronajato.

Podle webových stránek <http://www.tzp.cz/> není aktuálně v areálu žádný volný prostor k pronájmu (náhled dne 8.11.2014).

Infrastruktura areálu je následující:

- Příjezdová i vnitřní komunikace areálu jsou zpevněné a s asfaltovým povrchem.
- Fungující kanalizace pro odvádění odpadních i srážkových vod z jednotlivých objektů závodu.
- Rozvody pitné vody do sociálních zařízení jednotlivých budov.
- Rozvody plynu do jednotlivých budov k individuálnímu samostatnému vytápění – osazeno plynovými kotli nebo plynovým ohřívačem vzduchu.
- Areál je oplocen, správa a údržba areálu je zajištěna vlastním zaměstnancem a dodavatelskými subjekty.

Pořizovací hodnota areálu nemovitostí v účetnictví Cílové společnosti byla k 30.9.2014 ve výši 45 975 tis. Kč (z toho 834 tis. Kč pozemky a 45 141 tis. Kč stavby). Účetní zůstatková hodnota téhož byla ke stejnému datu ve výši 15 264 tis. Kč (z toho 834 tis. Kč pozemky a 14 430 tis. Kč stavby).

### 3.4. Dlouhodobý finanční majetek

Cílová společnost disponovala k datu ocenění následujícím dlouhodobým finančním majetkem (zdroj: Příloha ke účetní závěrce společnosti TZP, a.s. k 31.12.2013):

1) **Společnost KAROSERIA a.s.**, IČ 463 47 453

Cílová společnost vlastní celkem 9 870 ks kmenových akcií, ve formě na majitele, v zaknihované podobě, ve jmenovité hodnotě každé jedné 1 tis. Kč. Základní kapitál společnosti KAROSERIA a.s. dle disponibilního Výpisu z Obchodního rejstříku této společnosti k 22.10.2014 činil 193 905 tis. Kč. Společnost emitovala celkem 193 905 ks kmenových akcií, ve formě na majitele, v zaknihované podobě, ve jmenovité hodnotě každé jedné 1 tis. Kč.

Souhrnná jmenovitá hodnota akcií společnosti KAROSERIA a.s. v majetku Cílové společnosti tak odpovídá podílu ve výši 5,09%.

Společnost disponuje následujícími předměty podnikání:

- hostinská činnost;
- opravy silničních vozidel;
- opravy ostatních dopravních prostředků a pracovních strojů;
- klempířství a oprava karoserií;
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 a 3 živnostenského zákona;
- zámečnictví, nástrojářství;
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence.

2) **Společnost PRIMONA, a.s.**, IČ 001 74 181

Cílová společnost vlastní celkem 10 005 ks kmenových akcií, ve formě na majitele, v listinné podobě, ve jmenovité hodnotě každé jedné 1 tis. Kč. Základní kapitál společnosti PRIMONA, a.s. dle disponibilního Výpisu z Obchodního rejstříku této společnosti k 22.10.2014 činil 178 841 tis. Kč. Společnost emitovala celkem 178 841 ks kmenových akcií, ve formě na majitele, v listinné podobě, ve jmenovité hodnotě každé jedné 1 tis. Kč.

Souhrnná jmenovitá hodnota akcií společnosti PRIMONA, a.s. v majetku Cílové společnosti tak odpovídá podílu ve výši 5,59%.

Společnost disponuje následujícími předměty podnikání:

- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej;
- výroba elektřiny;
- rozvod elektřiny;
- výroba tepla;
- rozvod tepla;
- barvení a chemická úprava textilií;
- výroba textilních vláken a tkanin;
- ubytovací služby

- správa a údržba nemovitostí
- realitní činnost;
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví;
- služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy u fyzických a právnických osob;
- instalace a opravy elektrických strojů a přístrojů;
- zámečnictví;
- kovoobráběčství;
- nástrojářství;
- silniční motorová doprava osobní příležitostná neveřejná vnitrostátní;
- silniční motorová doprava nákladní.

### 3) Společnost EA Invest, spol. s r.o., IČ 253 92 697

Společnost TZP, a.s. disponuje obchodním podílem na společnosti EA Invest, spol. s r.o. ve výši 158/1600. Tento obchodní podíl odpovídá původnímu vkladu ve výši 15 800 tis. Kč. Základní kapitál společnosti EA Invest, spol. s r.o. činí 160 000 tis. Kč.

Společnost disponuje následujícím předmětem podnikání:

- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 a 3 živnostenského zákona.

### 4) Společnost BENAR a.s., IČ 499 03 420

Cílová společnost vlastnila celkem 58 793 ks kmenových akcií společnosti BENAR a.s., ve formě na majitele, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 800 Kč. Tato společnost byla dne 17.11.2013 vymazána z Obchodního rejstříku a akcie v hodnotě 10 335 610 Kč byly dle přílohy k účetní závěrce Cílové společnosti k 31.12.2013 vyúčtovány do nedaňových nákladů.

## 3.5. Nehmotná práva

Podle databáze Úřadu průmyslového vlastnictví nebyla ve prospěch společnosti TZP, a.s. k datu provedení náhledu<sup>1</sup> zaregistrována žádná nehmotná práva (*ochranné známky, průmyslové vzory, užité vzory, patenty*).

## 3.6. Daňová ztráta společnosti TZP, a.s.

Měl jsem k dispozici Přiznání k dani z příjmů právnických osob za zdaňovací období od 1.1.2013 do 31.12.2013. Podle tohoto Přiznání vykazovala společnost TZP, a.s. k ultimu roku 2013 **souhrnnou daňovou ztrátu** ve výši 1 905 tis. Kč.

Tato daňová ztráta vznikla postupně v letech 2009 až 2012.

Daňová ztráta, která vznikla před účinností novely zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů s účinností k 1.1.2004, je uplatnitelná do sedmi zdaňovacích období od

---

<sup>1</sup> Náhled do databáze Úřadu průmyslového vlastnictví ČR (viz webové stránky <http://isdv.upv.cz/portal/>) byl proveden dne 8.11.2014.

období následujícího po jejím vzniku. Daňová ztráta, která vznikla po účinnosti *novely zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů* („ZDP“) k 1.1.2004, je uplatnitelná do pěti zdaňovacích období od období následujícího po jejím vzniku (*uplatnění této daňové ztráty proti základu daně je možné pouze při splnění určitých podmínek taxativně uvedených v ust. § 38na ZDP*<sup>2</sup>).

Vymezení daňové ztráty společnosti TZP, a.s. včetně její uplatnitelnosti je následující (*odhad uplatnitelnosti odpovídá výpočtům Znalce*):

Tabulka č. 2: Vymezení daňové ztráty Cílové společnosti

Období vzniku daňové ztráty	Daňová ztráta v tis. Kč	Období pro uplatnění daňové ztráty	Část daňové ztráty odečtená v daném období v tis. Kč	Uplatnitelná daňová ztráta celkem v tis. Kč
2009	242	možno uplatnit v roce 2014	0	242
2010	1 222	možno uplatnit v letech 2014 až 2015	0	1 222
2012	441	možno uplatnit v letech 2014 až 2017	0	441
<b>Celkem</b>	<b>x</b>	<b>x</b>	<b>x</b>	<b>1 905</b>

Dle našeho názoru může společnost TZP, a.s. uplatnit při splnění určitých podmínek taxativně uvedených v *ust. § 38na ZDP (viz poznámka pod čarou č. 2)* v minulosti vzniklé daňové ztráty až do výše **1 905 tis. Kč**.

### 3.7. Spory, neprovozní majetek a závazky

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

Podle informací od Objednatele tohoto posudku přihlásila Cílová společnost v roce 2013 u soudu pohledávky za společností MIRA Chairs a.s. v celkové výši 746 tis. Kč + úroky 74 tis. Kč.

### 3.8. Účetnictví společnosti

#### 3.8.1. Vymezení účetní jednotky

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

#### 3.8.2. Audit

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

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

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

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

Podle účetní závěrky k 31.12.2013 měla společnost TZP, a.s. k uvedenému datu aktiva nad 40 mil. Kč (tj. 56,0 mil. Kč), čistý obrat<sup>3</sup> pod 80 mil. Kč (tj. 2,9 mil. Kč) a průměrný přepočtený počet zaměstnanců pod 50 osob (*viz kapitola č. 3.2 - Zaměstnanci*). Dle mého názoru tedy přinejmenším s odkazem na účetní výkazy k 31.12.2013 splňuje společnost TZP, a.s. podmínky pro povinný audit účetní závěrky z pohledu výše uvedeného zákona. Tuto informaci mi také potvrdil Objednatel tohoto posudku.

Měl jsem k dispozici Zprávu nezávislého auditora o ověření řádné účetní závěrky společnosti TZP, a.s. k 31.12.2012 (jakožto součást Výroční zprávy za rok 2012). Audit účetní závěrky společnosti TZP, a.s. k 31.12.2012 provedl auditor Ing. Petr Skříšovský (číslo oprávnění KAČR 0253). Podle vyjádření auditora účetní závěrka podává věrný a poctivý obraz aktiv a pasiv společnosti TZP, a.s. k 31.12.2012, nákladů, výnosů a výsledku jejího hospodaření za rok končící 31.12.2012 v souladu s českými účetními předpisy.

Stejně tak jsem měl k dispozici Zprávu nezávislého auditora o ověření účetní závěrky společnosti TZP, a.s. k 31.12.2013. Audit účetní závěrky společnosti TZP, a.s. k 31.12.2013 provedl auditor Ing. Petr Skříšovský (číslo oprávnění KAČR 0253). Podle vyjádření auditora účetní závěrka podává věrný a poctivý obraz aktiv a pasiv společnosti TZP, a.s. k 31.12.2013, nákladů, výnosů a výsledku jejího hospodaření za rok končící 31.12.2013 v souladu s českými účetními předpisy.

### **3.8.3. Účetní metody, zásady, způsoby oceňování a odepisování**

Pro účely tohoto znaleckého posudku jsem měl k dispozici Přílohu k účetní závěrce společnosti TZP, a.s. za rok 2013. Součástí této Přílohy bylo také obecné vymezení účetních metod, zásad, způsobů oceňování a odepisování, které je ve společnosti aplikováno. Proto si na tomto místě dovoluji shrnout tyto základní účetní zásady a principy:

- Hmotný majetek kromě zásob, vytvořený vlastní činností je oceňován vlastními náklady. Pořízený hmotný majetek je oceňován pořizovacími cenami, příp. reprodukčními pořizovacími cenami (pokud nelze zjistit pořizovací cenu).
- Nehmotný majetek, který byl nakoupený, je oceňován pořizovacími cenami. Nehmotný majetek, vytvořený vlastní činností, je oceňován vlastními náklady.
- Peněžní prostředky a ceniny jsou oceňovány jejich jmenovitými hodnotami.
- Cenné papíry při jejich nákupu jsou oceňovány pořizovacími cenami.

---

<sup>3</sup> Součet tržeb za prodej zboží a tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb.

- Pohledávky a závazky při vzniku jsou oceňovány jejich jmenovitými hodnotami. Pohledávky při nabytí za úplatu pořizovací cenou, závazky jmenovitou hodnotou.
- Pro přepočet majetku a závazku v cizí měně je k okamžiku uskutečnění účetního případu používán denní kurz ČNB platný ke dni uskutečnění účetního případu. Pro přepočet ke konci rozvahového dne či k jinému okamžiku sestavení účetní závěrky je používán denní kurz vyhlášený ČNB v den, ke kterému se sestavuje účetní závěrka.
- Zjistí-li se při inventarizaci majetku a závazků nepřiměřené ocenění majetku nebo závazků v účetnictví proti jejich skutečnému stavu, provedou se účetně opravy zvyšující ocenění (u majetkovým účastí a podílů) nebo vyjadřující možná rizika, ztráty a znehodnocení. Zjištěné rozdíly se účtují ve prospěch nebo na vrub příslušných výnosových, resp. nákladových účtů.
- Zákonné opravné položky jsou vytvářeny *dle zákona č. 593/1992 Sb., o rezervách pro zjištění základu daně z příjmu, ve znění pozdějších předpisů.*
- Pro účely účetního odpisování je sestaven odpisový plán, ve kterém jsou uvedeny sazby účetních odpisů pro jednotlivé položky, případně druhy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku. Účetní odpisy jsou uplatňovány v následujícím měsíci po uvedení položky majetku do užívání. Ukončení účetního odpisování je v měsíci, kdy je buď odepsána celá pořizovací nebo jinak stanovená cena položky majetku nebo v měsíci, kdy je položka majetku trvale vyřazena z užívání.
- U dlouhodobého hmotného majetku je zvolen rovnoměrný způsob daňového odpisování s výjimkou odpisování vozidel osobní dopravy, kde je zvolen zrychlený způsob odpisování.
- V případě technického zhodnocení dlouhodobého hmotného majetku se o zjištěnou částku upravují jednotlivé položky tohoto majetku.
- Dlouhodobým finančním majetkem je obecně takový majetek, u kterého se předpokládá záměr jeho držení v aktivech déle než 12 měsíců.



## 4. MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA, ANALÝZA ODVĚTVÍ, FINANČNÍ ANALÝZA

### 4.1. Stručná makroekonomická analýza

#### 4.1.1. Česká republika

Makroekonomická analýza byla zpracována s využitím následujících materiálů:

- Materiál „Makroekonomická predikce České republiky“ vydávaný Ministerstvem financí ČR, odborem Finanční politiky s aktualizací 10/2014 (*webové stránky <http://www.mfcr.cz/>*);
- Materiál „Economic Forecast – Spring 2014“, který publikovala European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs na webových stránkách <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>;
- Veřejná periodika.

Stručnou makroekonomickou analýzu jsem pojal způsobem uvedeným níže, tj. konkrétním odhadem hodnot klíčových makroekonomických ukazatelů ČR do roku 2017 se stručným komentářem v závěru této analýzy. Údaje za roky 2014 až 2017 jsou převzaty z materiálu „Makroekonomická predikce České republiky“.

#### a) Ekonomický výkon (HDP) – stálé ceny

Projekci přírůstků hrubého domácího produktu (HDP) České republiky ve stálých cenách do roku 2017 odhaduji následovně:

Tabulka č. 3: HDP ve stálých cenách

Období	HDP
2014	2,4%
2015	2,5%
2016	2,5%
2017	2,5%

#### b) Ekonomický výkon (HDP) – běžné ceny

Projekci přírůstků hrubého domácího produktu (HDP) České republiky v běžných cenách do roku 2017 odhaduji následovně:

Tabulka č. 4: HDP v běžných cenách

Období	HDP
2014	4,8%
2015	4,3%
2016	3,8%
2017	3,8%

**c) Ceny zboží a služeb (inflace)**

Projekci roční průměrné míry inflace v České republice do roku 2017 předpokládám následovně:

Tabulka č. 5: Inflace

Období	Inflace
2014	0,5%
2015	1,5%
2016	1,9%
2017	2,0%

**d) Míra nezaměstnanosti**

Projekci míry nezaměstnanosti v České republice do roku 2017 předpokládám následovně:

Tabulka č. 6: Míra nezaměstnanosti

Období	Míra nezaměstnanosti
2014	6,3%
2015	6,1%
2016	5,9%
2017	5,7%

**e) Výnos státních dluhopisů (10Y) do doby splatnosti**

Výnos státních dluhopisů (10Y) do doby splatnosti v České republice do roku 2017 předpokládám následovně:

Tabulka č. 7: Státní dluhopisy 10Y

Období	Státní dluhopisy 10Y
2014	1,9%
2015 až 2017	2,4%

**f) Sazba PRIBOR**

Roční sazbu PRIBOR v České republice do roku 2017 předpokládám následovně:

Tabulka č. 8: Sazba PRIBOR

Období	Sazba PRIBOR
2014	0,4%
2015 až 2017	0,4%

### g) Směnné kurzy

Průměrné směnné kurzy do roku 2016 předpokládám následovně:

Tabulka č. 9: Směnné kurzy

Období	Kč / EUR	Kč / USD
2014	27,50	20,50
2015	27,50	21,20
2016	27,40	21,10
2017	26,90	20,70

Dále jsem čerpal z textové části materiálu „Makroekonomická predikce České republiky“ vydávaného Ministerstvem financí ČR, odborem Finanční politiky s aktualizací 7/2014 (*webové stránky <http://www.mfcr.cz/>*).

Podle aktuálních dat, která již vycházejí ze standardu národních účtů ESA 2010 a odrážejí i další metodické změny, reálný HDP ve 2. čtvrtletí 2014 mezičtvrtletně vzrostl o 0,3%. V porovnání s 1. čtvrtletím 2014 tak sice došlo k jistému zpomalení růstu, tento vývoj byl ale v souladu s očekáváními. Nadále se tak domníváme, že pozvolné oživování ekonomické aktivity bude pokračovat. Za celý letošní rok by reálný HDP mohl meziročně vzrůst o 2,4% a obdobnou dynamiku by HDP mohl vykazat i v roce 2015. Růst by měl být v obou letech tažen výhradně domácí poptávkou, příspěvek čistých vývozů by se měl pohybovat okolo nuly.

Navzdory oslabení koruny vlivem devizových intervencí ČNB by se rok 2014 měl vyznačovat velmi nízkou inflací. Na rozdíl od minulých let by totiž měly administrativní vlivy (zejména snížení cen elektřiny) během celého letošního roku působit protiinflačně. Průměrná míra inflace by tak letos mohla dosáhnout jen 0,5%. V roce 2015 by se sice růst spotřebitelských cen měl zrychlit, Ministerstvo financí ČR však očekává, že se inflace stále bude pohybovat pod inflačním cílem ČNB.

Predikce vývoje na trhu práce doznala oproti minulé Makroekonomické predikci jen nepatrných změn. Díky pozvolnému růstu ekonomické aktivity by se měla míra nezaměstnanosti postupně snižovat, zaměstnanost by naopak měla mírně růst.

Objem mezd a platů by se letos mohl zvýšit o 2,9%, pro rok 2015 pak Ministerstvo financí ČR počítá se zrychlením růstu na 3,9%. Kromě předpokládaného postupného zlepšování situace soukromého sektoru by na vývoj mezd a platů měl příznivě působit navrhovaný nárůst objemu platů v rozpočtové sféře.

Ministerstvo financí ČR očekává, že hospodaření vládního sektoru skončí v letošním roce deficitem ve výši 1,5% HDP. Saldo by se sice v absolutním vyjádření mělo oproti minulému roku mírně zhoršit, deficit ale stále bude výrazně pod 3% HDP. Dluh vládního sektoru by se měl díky kvalitnějšímu řízení likvidity snížit o 1,8 procentního bodu na 43,9% HDP. Pro příští rok je potom očekáván deficit ve výši 2,4% HDP, ten je ovšem ale z části dán jednorázovým zahrnutím pronájmu letounů JAS 39 Gripen.

Běžný účet platební bilance by letos měl být vyrovnaný, v roce 2015 by pak mohl vykázat velmi mírný schodek. Další zvyšování přebytku obchodní bilance přitom bude kompenzováno pokračujícím prohlubováním schodku bilance výnosů.

Rizika predikce považuje Ministerstvo financí ČR za vyrovnaná.

Osobně se domnívám, že Českou republiku čeká **v krátkodobém horizontu spíše pozvolné ožívání ekonomického růstu, resp. situace, jejíž ekonomické důsledky nebudou daleko od tohoto vývoje** (v roce 2014). Toto platí za předpokladu, že „nevypukne“ nová krize v Eurozóně, která doposavad dle mého názoru nevyřešila své problémy plynoucí z nadměrného zadlužení některých svých členů. Domnívám se, že došlo pouze k posunu problému do budoucna. Eurozóna i nadále zůstane nejpomaleji rostoucím regionem v celosvětovém měřítku. Jelikož export českých vývozců do zemí Eurozóny odpovídá cca 80% všech exportů, pro Českou republiku bude vývoj v Eurozóně klíčový. Pakliže Eurozóna ustojí tuto situaci, dovedu si představit ve střednědobém horizontu (v letech 2015 až 2017) rychlejší ekonomický růst v Česku, zhruba na úrovních odhadovaných Ministerstvem financí ČR (*viz výše*).

#### 4.1.2. Eurozóna

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

Tabulka č. 10: Hrubý domácí produkt ve stálých cenách a inflace Eurozóny

Období	Stav	Hrubý domácí produkt ve stálých cenách	Inflace	Celkem
2004 <sup>4</sup>	skutečnost	2,0%	2,2%	x
2005	skutečnost	1,7%	2,2%	x
2006	skutečnost	3,3%	2,2%	x
2007	skutečnost	3,0%	2,1%	x
2008	skutečnost	0,4%	3,3%	x
2009	skutečnost	-4,4%	0,3%	x
2010	skutečnost	2,0%	1,6%	x
2011	skutečnost	1,4%	2,7%	x
2012	skutečnost	-0,7%	2,5%	x
2013	odhad	-0,4%	1,3%	x
2014	predikce	1,2%	0,8%	x
2015	predikce	1,7%	1,2%	
<b>Průměr</b>	<b>x</b>	<b>0,93%</b>	<b>1,87%</b>	<b>2,80%</b>

Průměrné hodnoty hrubého domácího produktu ve stálých cenách (0,93%) a inflace (1,87%) představují prosté aritmetické průměry údajů z prostředí Eurozóny za roky 2004 až 2015

<sup>4</sup> ČR vstoupila do Evropské unie (nikoliv do Eurozóny) dne 1.5.2004.

(skutečnosti + předběžný odhad + predikce). Součet obou těchto průměrných hodnot ve výši 2,80% lze označit za zjednodušený výpočet hrubého domácího produktu v běžných cenách.

## 4.2. Stručný náhled na situaci v odvětví

*Náhled na odvětví byl zpracován na základě vlastního názoru Znalce.*

### 4.2.1. Vymezení oboru

Jak je uvedeno v kapitole č. 3.4 - Podnikatelské zaměření Cílové společnosti, společnost TZP, a.s. se společnost TZP, a.s. zabývá **pronájmem skladových a manipulačních prostor** ve vlastním areálu v Hlinsku. Areál je aktuálně předmětem prodeje.

### 4.2.2. Vývoj skladování v evropském kontextu

Obecně lze usuzovat, že rozvojem průmyslové výroby a zemědělství vznikly určité disparity, které bylo zapotřebí překonat. Mezi takové disparity lze zařadit odlišnost místa výroby (produkce) a místa konečné spotřeby, časový nesoulad mezi produkcí a konečnou spotřebou nebo také množstevní limity produkce a konečné spotřeby. Vytvořením skladového mezičlánku mezi místem produkce a místem konečné spotřeby se podařilo uvedené disparity vyřešit. V současnosti je sklad chápán nikoliv jako pouze úložiště vyrobených nebo odkladiště méně potřebných produktů, nýbrž tvoří důležitý prvek složitých logistických řetězců a umožňuje lepší uspokojení zákaznických potřeb i potřeb spojených se samotnou produkcí. Čím širší a hlubší sortiment výrobků se bude produkovat, tím bude úloha logistiky a skladování důležitější.

Z celoevropského pohledu skladování úzce souvisí s logistikou. V důsledku přeměn distribučních řetězců z národních na mezinárodní je také patrný tlak na vytváření jednotné evropské logistické sítě.

Z hlediska zaměstnanosti připadá v celoevropském měřítku na každých 10 tis. m<sup>2</sup> skladovací plochy 50 až 75 pracovníků.

V souvislosti s expanzí Evropské Unie začínají logističtí operátoři vytvářet jednotnou evropskou síť, neboť distribuční systémy se mění z národní na mezinárodní síť. Logistika je pro evropskou ekonomiku a její obyvatele důležitější než si asi většina z nich uvědomuje. V roce 2006 se celkový obrat logistického sektoru vyšplhal na 800 až 900 miliard EUR. Velikosti jednotlivých evropských trhů jsou dány především velikostí a významností příslušných zemí. Dlouhodobý růst logistického průmyslu se pohybuje mezi 4% až 8%, přičemž polovina tohoto růstu je koncentrována do pouhých tří zemí, které čítají 70 až 75% celového evropského trhu skladování: Německo (3 miliony m<sup>2</sup>), Velká Británie a Francie (každá 2,5 milionů m<sup>2</sup>).

Aktuálním se stává poptávka po velkých skladovacích komplexech s plochou přesahující 5 000 m<sup>2</sup>, nicméně v tomto segmentu stále poptávka převyšuje nabídku (očekává se však postupně vykrytí této tržní mezery). Dalším trendem je posun tzv. logistického středu Evropy z oblasti států Beneluxu do alpské oblasti Německa, což je způsobeno jednak rozšířením Evropské unie směrem na jihovýchod, ale také zvýšenou poptávkou a přesuny zboží do Ruska a zemí bývalého Sovětského svazu.

Z evropského hlediska považují za důležité uvést, že význam distribuce a logistiky roste (v rámci distribuce a logistiky jsou zahrnuty také služby dopravy, skladování a logistiky). Podle statistiky

Evropského statistického úřadu EUROSTAT<sup>5</sup>, jsou distribuce a logistika na první příčce mezi podpůrnými funkcemi podniku, které jsou nakupovány mimo samotný podnik<sup>6</sup>.

#### 4.2.3. Obecné trendy ve skladování

Současnou situaci ve skladování nelze souhrnně zhodnotit, neboť diferenciací jednotlivých skladů, ať ve stavebním provedení, technickém vybavení nebo lokalitě umístění, je natolik velká, že nalezení optimálního společného prvku, vhodného pro srovnání, se stává technicky obtížně proveditelné. Rovněž ani na internetových stránkách Českého statistického úřadu<sup>7</sup> není k dispozici žádná oficiální statistika tohoto odvětví v rámci ČR ani nižších územně-správních celků.

Z hlediska rozčlenění lze pro potřeby tohoto Ocenění sklady obecně rozdělit na univerzální a unikátní. Univerzální sklady by měly umožňovat širokou variabilitu jak vnitřního stavebního uspořádání a technického vybavení, tak by také měly disponovat dostatečně dimenzovaným vnějším prostředím (např. komunikace, parkovací plochy). Unikátní sklady představují speciálně budované objekty s takovými prvky, které umožňují co možná nejlepší skladovací podmínky pro velmi omezený sortiment skladovaných položek. Zatímco se subjekt - investor, který buduje sklad výhradně pro své potřeby, přikloní spíše k unikátnímu typu skladu, subjekt - investor, zabývající se pronájmem skladovacích ploch, upřednostní sklad univerzálního charakteru.

Domnívám se, že obecně je patrný trend přesunu logistických a skladovacích areálů z centra měst a obcí do okrajových částí nebo jejího těsného okolí s výbornou dopravní dostupností. Vzhledem k dopravní situaci v centrech měst a obcí nelze předpokládat, že by se v dohledné době tento trend změnil.

Vedle výše uvedených konkrétních trendů, je zde celá řada obecných trendů. Jako nejdůležitější z nich uvádím následující:

- zlepšování řízení průtoku zásob skladem, zvyšování rychlosti a přesnosti veškeré evidence<sup>8</sup>;
- snižování nákladů na skladování a průběh jednotlivých skladovacích procesů<sup>9</sup>;
- rostoucí důležitost vychystávání na úkor jiných činností v rámci skladovacího procesu<sup>10</sup>.

#### 4.2.4. Situace na trhu

Jak uvádí článek „O pronájem skladů je velký zájem“ publikovaný v Hospodářských novinách dne 6.8.2014, výstavba průmyslových hal a skladů nabrala letos (tj. v roce 2014) na obrátkách. Jejich developeři věří ekonomice a staví budovy nejen na zakázku pro firmy, které plánují expanzi na tuzemském trhu, ale i spekulativně. V prvním pololetí roku 2014 se v Česku pronajalo 570 tis.

---

<sup>5</sup> Blíže viz <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/> náhled na webové stránky dne 13.11.2014.

<sup>6</sup> Výraz „služby, které jsou nakupovány mimo samotný podnik“ je český překlad anglického termínu „outsourcing“.

<sup>7</sup> Viz internetové stránky <http://www.czso.cz>.

<sup>8</sup> Blíže viz např. <http://businessworld.cz/aktuality/rozeny-sklad-v-dodavatelskem-retezci-2785>.

<sup>9</sup> Blíže viz internetové stránky serveru idnes.cz, sekce Logistika: <http://vyhledavani.ihned.cz/>.

<sup>10</sup> Blíže viz [http://www.logisticnews.cz/pdf/09\\_2007/24\\_Cerny.pdf](http://www.logisticnews.cz/pdf/09_2007/24_Cerny.pdf).

m<sup>2</sup> ve skladech. Loni ve stejném období to bylo o 100 tis. m<sup>2</sup> méně. Velkou část poptávky táhnou firmy z automobilového průmyslu.

V dalším článku „Sklady se plní, Developeři si mohou nájemce vybírat“ uveřejněném v Hospodářských novinách dne 9.7.2014 je uvedeno, že o pronájem skladů a výrobních hal v Česku roste zájem. V nejžádanějších lokalitách dokonce přestávají být volné prostory. „Je obrovská poptávka po průmyslových nemovitostech“, potvrzuje Filip Kozák, vedoucí oddělení průmyslových nemovitostí v české pobočce poradenské společnosti CBRE.

Jak je patrné z výše uvedeného, o skladové prostory je v roce 2014 zvýšený zájem.

#### **4.2.5. Co bude ovlivňovat vývoj oboru v budoucnu?**

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

- situace na trhu komerčních nájmu;
- související legislativa;
- konkurenční prostředí;
- úroveň poptávky po nájemních skladových prostorách;
- inovativnost poskytovatelů služeb v oboru;
- podnikatelské příležitosti;
- síla tuzemské ekonomiky a hlavních odběratelských ekonomik;
- kurz Kč především k EUR a USD;
- podmínky pro podnikání a související legislativní prostředí;
- politická a ekonomická situace v ČR a v EU;
- apod.

### **4.3. Finanční analýza společnosti**

#### **4.3.1. Časový horizont a cíl finanční analýzy**

Finanční analýza společnosti TZP, a.s. byla provedena s využitím výsledků hospodaření za zdaňovací období let 2009 až 2013. K dispozici jsem také měl rozvahu a výkaz zisku a ztráty k 30.9.2014.

Cílem finanční analýzy společnosti bylo posouzení minulého a stávajícího stavu hospodaření Cílové společnosti a především identifikace eventuálních rizik (především provozních a finančních) souvisejících s fungováním společnosti a jejich využití při volbě metodických postupů k ocenění.

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

#### **4.3.2. Finanční analýza za roky 2009 až 2013**

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

- Objemy **bilanční sumy** Cílové společnosti v letech 2009 až 2013 spíše klesaly. V roce 2009 představovala bilanční suma objem 74,6 mil. Kč, v roce 2010 to bylo 73,4 mil. Kč, v roce 2011 se jednalo o 80,9 mil. Kč, v roce 2012 to bylo 62,6 mil. Kč a k ultimu roku 2013 činila bilanční suma 56,0 mil. Kč. Celkově došlo mezi lety 2009 až 2013 k poklesu bilanční sumy Cílové společnosti o cca 24,9%.
- **Relativní struktura dlouhodobého majetku** Cílové společnosti byla v letech 2009 až 2013 následující:

Tabulka č. 11: Relativní struktura dlouhodobého majetku

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Hmotný majetek	25,4%	24,8%	22,3%	27,9%	29,5%
Finanční majetek	74,6%	75,2%	77,7%	72,1%	70,5%
<b>Celkem</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Dlouhodobý majetek Cílové společnosti byl v letech 2009 až 2013 reprezentován především hmotným majetkem - nemovitostmi (*viz kapitola č. 3.3 - Dlouhodobý hmotný nemovitý majetek*) a finančním majetkem (*viz kapitola č. 3.4 - Dlouhodobý finanční majetek*).

- Vykazované **čisté investice**<sup>11</sup> do dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku (*tj. s vyloučením vlivů změn stavu dlouhodobého finančního majetku*) byly v Cílové společnosti následující (*kladná hodnota znamená, že v daném období Cílová společnost investovala do hmotného a nehmotného majetku v globálu více než činil objem odpisů daného období. Záporná hodnota vypovídá o opaku*):
  - v roce 2010 => -0,9 mil. Kč;
  - v roce 2011 => -0,1 mil. Kč;
  - v roce 2012 => -0,4 mil. Kč;
  - v roce 2013 => -1,1 mil. Kč.
- **Relativní struktura oběžných aktiv** Cílové společnosti byla následující (*údaje jsou přibližně zaokrouhleny*):

Tabulka č. 12: Relativní struktura oběžných aktiv

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Zásoby	6,4%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Dlouhodobé pohledávky	-5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Krátkodobé pohledávky	90,8%	69,2%	67,2%	56,7%	66,2%
Krátkodobý finanční majetek	8,4%	30,3%	32,8%	43,3%	33,8%
<b>Celkem</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

<sup>11</sup> Čisté investice představují rozdíl mezi konečnými celoročními stavy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku (tj. bez vlivu změn stavu dlouhodobého finančního majetku).



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

Tabulka č. 13: Absolutní struktura oběžných aktiv

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Zásoby	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dlouhodobé pohledávky	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Krátkodobé pohledávky	1,1	1,3	1,1	0,4	0,7
Krátkodobý finanční majetek	0,1	0,6	0,5	0,4	0,4
<b>Celkem</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>

- Cílová společnost vykazovala po celou sledovanou dobu **základní kapitál** ve výši 62 600 400 Kč.
- Cílová společnost vykazovala za rok 2013 **výsledek hospodaření běžného účetního období** ve výši -10,9 mil. Kč. **Neuhrazená ztráta minulých let** činila -25,8 mil. Kč.
- **Hodnoty ukazatele podíl cizích zdrojů na celkových pasivech** byly v uvedených obdobích následující:
  - v roce 2009 => 3,2%;
  - v roce 2010 => 2,4%;
  - v roce 2011 => 1,8%;
  - v roce 2012 => 1,7%;
  - v roce 2013 => 1,6%.

Zadluženost Cílové společnosti vykazovala v letech 2010 až 2013 relativně velmi nízké hodnoty řádově v jednotkách %.

- Objemy **vlastního kapitálu** Cílové společnosti byly v letech 2009 až 2013 kladné, a to:
  - v roce 2009 => +72,2 mil. Kč;
  - v roce 2010 => +71,6 mil. Kč;
  - v roce 2011 => +79,5 mil. Kč;
  - v roce 2012 => +61,5 mil. Kč;
  - v roce 2013 => +55,1 mil. Kč.

Cílová společnost vykazovala ve sledovaných obdobích každoročně ztrátu (vyjma roku 2010), proto se rok od roku snižovala hodnota vlastního kapitálu.

- Podle mých propočtů nevyplácela Cílová společnost ve sledovaných obdobích svým akcionářům žádné **dividendy**.
- Hodnoty **pracovního kapitálu** (rozdíl mezi krátkodobými aktivy<sup>12</sup> a krátkodobými pasivy<sup>13</sup>) Cílové společnosti byly v letech 2009 až 2013 následující:

<sup>12</sup> Zásoby + krátkodobé pohledávky + krátkodobý finanční majetek + časové rozlišení v aktivech.

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

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

- **Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb** vykazovaly v letech 2009 až 2013 následující průběh (*údaje jsou průměrně zaokrouhleny a jsou v mil. Kč*):

Tabulka č. 14: Výkony (tržby za prodej vlastních výrobků a služeb)

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	3,2	4,3	4,1	4,0	2,9
<i>meziroční index</i>	x	34,5%	-4,2%	-3,0%	-26,1%

Cílová společnost vykazovala od roku 2010 klesající trend objemů dosahovaných tržeb.

- Struktura **tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb** v letech 2010 až 2013 byla následující:

Tabulka č. 15: Výkony (tržby za prodej vlastních výrobků a služeb)

Období	Nájemné v tis. Kč	Ostatní služby v tis. Kč	Tržby celkem v tis. Kč
2010	3 356	905	4 261
2011	3 355	729	4 084
2012	3 239	724	3 963
2013	2 425	502	2 927

*Zdroj: Výroční zpráva společnosti TZP, a.s. za rok 2013*

<sup>13</sup> Krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci + časové rozlišení v pasivech.

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

Tabulka č. 16: Výkonová spotřeba

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Spotřeba materiálu a energie	1,1	0,7	0,6	0,8	0,6
<i>mezijroční index</i>	x	-35,1%	-14,2%	20,7%	-24,1%
Služby	1,2	0,8	0,7	0,6	0,6
<i>mezijroční index</i>	x	-34,7%	-14,2%	-11,4%	-4,4%
<b>Výkonová spotřeba celkem</b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>
<i>mezijroční index</i>	x	-34,9%	-14,2%	4,3%	-15,5%

Objemy výkonové spotřeby dle mého názoru více či méně kopírovaly průběh výkonů.

- Ukazatele **spotřeby materiálu a energie** (*spotřeba materiálu a energie / tržby za prodej vlastních výrobků a služeb*) a **spotřeby služeb** (*spotřeba služeb / tržby za prodej vlastních výrobků a služeb*) vykazovaly v letech 2009 až 2013 následující hodnoty (*údaje jsou průměrně zaokrouhleny*):

Tabulka č. 17: Ukazatele výkonové spotřeby

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Ukazatel spotřeby materiálu a energie	36,1%	17,4%	15,6%	19,4%	20,0%
Ukazatel spotřeby služeb	37,6%	18,2%	16,3%	14,9%	19,3%

Z výše uvedeného je patrné, že hodnoty relativních ukazatelů výkonové spotřeby v letech 2009 až 2013 zpravidla oscilovaly.

- Hodnoty ukazatele **tvorby přidané hodnoty**<sup>14</sup> v letech 2009 až 2013 oscilovaly. V roce 2009 činila hodnota tohoto ukazatele 26,3%, v roce 2010 to bylo 64,4%, v roce 2011 činila hodnota tohoto ukazatele 68,1%, v roce 2012 to bylo 65,7% a k ultimu roku 2013 to bylo 60,7%.
- Podíly **osobních nákladů na objemech přidané hodnoty** v letech 2009 až 2013 byly následující:
  - v roce 2009 => 193,3%;
  - v roce 2010 => 47,2%;
  - v roce 2011 => 58,4%;
  - v roce 2012 => 63,6%;
  - v roce 2013 => 61,0%.

Znamená to, že např. v roce 2013 bylo z každé 1 Kč vyprodukované přidané hodnoty vyplaceno zaměstnancům celkem 0,61 Kč v rámci osobních nákladů. Domnívám se, že

<sup>14</sup> Tvorba přidané hodnoty = přidaná hodnota / (obchodní marže + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb).

úrovně tohoto ukazatele jsou s ohledem na podnikatelskou náplň Cílové společnosti (*viz kapitola č. 3.4 - Podnikatelské zaměření Cílové společnosti*) relativně vysoké.

- Hodnoty **provozních a finančních výsledků hospodaření** v letech 2009 až 2013 byly následující (*údaje jsou průměreně zaokrouhleny a jsou v mil. Kč*):

Tabulka č. 18: Provozní a finanční výsledky hospodaření

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Provozní výsledek hospodaření	-0,9	0,7	0,1	-0,8	-0,5
Finanční výsledek hospodaření	-0,1	-0,1	-0,9	-0,1	-10,4

Ve sledovaných obdobích vykázala Cílová společnost buď nízký kladný nebo záporný objem provozního výsledku hospodaření.

- Hodnoty **ukazatelů EBIT** (*Earnings Before Interest and Taxes, resp. zisk před úroky a zdaněním*) a **EBITDA** (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, resp. zisk před úroky, zdaněním, odpisy a amortizací*) v letech 2009 až 2013 byly následující (*údaje jsou zaokrouhleny a jsou v mil. Kč*):

Tabulka č. 19: EBIT a EBITDA

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT	-1,0	0,6	-0,8	-0,9	-10,9
EBITDA	0,1	1,8	0,4	0,3	-9,7

- Cílová společnost uskutečňovala ve sledovaných obdobích **divestice** (odprodeje majetku), a to s následujícími divestičními saldy:
  - v roce 2009 => +0,4 mil. Kč;
  - v roce 2010 => -1,8 mil. Kč;
  - v roce 2011 => +0,1 mil. Kč;
  - v roce 2012 => +0,3 mil. Kč;
  - v roce 2013 => 0,0 mil. Kč.
- Vykázané **provozní výsledky** hospodaření byly v uvedených obdobích ovlivněny mimo jiné také **změnou stavu rezerv a opravných položek (ROP)**. V případě kladné tvorby ROP (v roce 2009 => +0,3 mil. Kč a v roce 2012 => +0,7 mil. Kč) byl provozní výsledek „negativně“ ovlivněn změnou stavu ROP (*jinými slovy, pokud by tento vliv nenastal, provozní výsledek hospodaření by byl „příznivější“*). V případě záporné tvorby ROP (v roce 2010 => -2,3 mil. Kč, v roce 2011 => -0,1 mil. Kč a v roce 2013 => -4,6 mil. Kč) byl provozní výsledek „pozitivně“ ovlivněn změnou stavu ROP (*jinými slovy, pokud by tento vliv nenastal, provozní výsledek hospodaření by byl „nepříznivější“*).
- Cílová společnost vykazovala ve sledovaných obdobích následující objemy **ostatních provozních a finančních výnosů a nákladů** (*údaje jsou průměreně zaokrouhleny a jsou v mil. Kč*):

Tabulka č. 20: Ostatní provozní a finanční výnosy a náklady

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Ostatní provozní výnosy	1,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Ostatní provozní náklady	0,0	0,0	0,0	0,0	4,7
Ostatní finanční výnosy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ostatní finanční náklady	0,1	0,1	0,1	0,1	10,4

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

Tabulka č. 21: Výsledky hospodaření

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
VH před zdaněním	-1,0	0,5	-0,8	-0,9	-10,9
VH po zdanění	-1,0	0,5	-0,8	-0,9	-10,9
Daň z příjmů za běžnou činnost - splatná	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Daň z příjmů za běžnou činnost - odložená	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Cílová společnost vykazovala zpravidla záporný daňový základ k dani z příjmů právnických osob (vyjma roku 2010).

- Jak je uvedeno v kapitole č. 3.6 - *Daňová ztráta společnosti TZP, a.s.*, měl jsem k dispozici Přiznání k dani z příjmů právnických osob za zdaňovací období od 1.1.2013 do 31.12.2013. Podle tohoto Přiznání vykazovala společnost TZP, a.s. k ultimu roku 2013 **souhrnnou daňovou ztrátu** ve výši 1 905 tis. Kč. Tato daňová ztráta vznikla postupně v letech 2009 až 2012.
- Hodnoty **ukazatelů rentability** vlastního kapitálu (ROE<sup>15</sup>), rentability obrátu<sup>16</sup> a rentability kapitálu (ROI<sup>17</sup>) byly v letech 2009 až 2013 následující:

Tabulka č. 22: Ukazatelé rentability

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
ROE	-1,4%	0,7%	-1,0%	-1,5%	-19,8%
Rentabilita obrátu	-27,2%	9,9%	-19,6%	-21,7%	-373,2%
ROI	-1,3%	0,9%	-1,0%	-1,3%	-18,7%

Hodnoty ukazatelů rentability byly dle mého názoru velmi nepříznivé.

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

<sup>15</sup> ROE = HV za účetní období / vlastní kapitál za účetní období.

<sup>16</sup> Rentabilita obrátu = HV za účetní období / (výkony + tržby za prodej zboží).

<sup>17</sup> ROI = (HV za běžnou činnost + daň z příjmu za běžnou činnost + nákladové úroky) / průměrný kapitál.

Tabulka č. 23: Ukazatelé likvidity

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Cash ratio	4,2%	32,2%	38,1%	33,0%	80,1%
Quick ratio	49,3%	105,8%	116,1%	76,2%	236,8%
Current ratio	52,5%	106,3%	116,1%	76,2%	236,8%

Domnívám se, že za **doporučované a uznávané limity** hodnot těchto ukazatelů jsou i podle odborné literatury považovány tyto<sup>18</sup>:

- likvidita 1. stupně (cash ratio<sup>19</sup>) > 20% (podle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR<sup>20</sup>);
- likvidita 2. stupně (quick ratio<sup>21</sup>) > 100%;
- likvidita 3. stupně (current ratio<sup>22</sup>) > 150%.

Hodnoty ukazatelů likvidity dle mého názoru v roce 2013 splňovaly požadovaná kritéria (viz poznámka pod čarou č. 18).

- Hodnoty ukazatelů **doby obratu krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů**<sup>23</sup> a ukazatelů **doby obratu krátkodobých závazků z obchodních vztahů**<sup>24</sup> byly následující:

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

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Doba obratu krátkodobých pohledávek	115	108	85	34	75
Doba obratu krátkodobých závazků	344	461	340	232	23

Záporný rozdíl mezi hodnotami doby obratu krátkodobých pohledávek a závazků v neprospěch závazků znamená, že Cílová společnost v daném období v průměru dříve hradila své závazky, než inkasovala své pohledávky. Hodnoty obou ukazatelů jsou dosti nesourodé.

<sup>18</sup> Viz str. 49 a 50 v publikaci Petra Růčková – Finanční analýza, metody, ukazatele, využití v praxi (GRADA Publishing, Praha 2007).

<sup>19</sup> Cash ratio = finanční majetek / cizí kapitál krátkodobý.

<sup>20</sup> Viz str. 49 v publikaci Petra Růčková – Finanční analýza, metody, ukazatele, využití v praxi (GRADA Publishing, Praha 2007).

<sup>21</sup> Quick ratio = (finanční majetek + krátkodobé pohledávky) / cizí kapitál krátkodobý.

<sup>22</sup> Current ratio = (finanční majetek + krátkodobé pohledávky + zásoby) / cizí kapitál krátkodobý.

<sup>23</sup> Doba obratu krátkodobých pohledávek = (krátkodobé pohledávky / (tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb)) \* počet dní v období.

<sup>24</sup> Doba obratu krátkodobých závazků = (krátkodobé závazky / (náklady vynaložené na prodej zboží + výkonová spotřeba)) \* počet dní v období.

#### 4.3.3. Stručné vyhodnocení hospodaření k 30.9.2014

Měl jsem k dispozici rozvahu a výkaz zisku a ztráty Cílové společnosti k 30.9.2014. Stručné vyhodnocení výsledků hospodaření za toto období je následující:

- Cílová společnost disponovala k 30.9.2014 **dlouhodobým finančním majetkem**. Detail tohoto majetku je proveden v kapitole č. 3.4 - *Dlouhodobý finanční majetek*.
- Absolutní objemy **dlouhodobého majetku** Cílové společnosti k 30.9.2014 byly následující (celkem 54,0 mil. Kč v účetních zůstatkových hodnotách):
  - pozemky => 0,8 mil. Kč;
  - stavby => 14,4 mil. Kč;
  - dlouhodobý finanční majetek (ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly) => 38,8 mil. Kč.
- **Zákonný rezervní fond** Cílové společnosti byl k datu ocenění nulový.
- Cílová společnost nevykazovala k 30.9.2014 **žádné bankovní úvěry**. Na druhou stranu, společnost evidovala **závazky – ovládací a řídicí osoba** (dlouhodobé i krátkodobé v souhrnu ve výši 0,5 mil. Kč). **Nákladové úroky** ke stejnému datu byly 13 tis. Kč.
- Za období 1-9/2014 docílila Cílová společnost **tržby za prodej vlastních výrobků a služeb** ve výši 2,5 mil. Kč. Dopočtem na celoročně by to bylo 3,3 mil. Kč (což je zhruba o 0,4 mil. Kč více, než v předchozím roce).
- **Provozní hospodářský výsledek** za období 1-9/2014 odpovídal záporné hodnotě -0,3 mil. Kč. Výsledek hospodaření běžného účetního období činil -0,3 mil. Kč.

#### 4.3.4. Závěr z finanční analýzy

Společnost TZP, a.s. dosahovala v letech 2009 až 2013 dle mého názoru nepříznivé výsledky hospodaření, a to včetně provozních výsledků hospodaření (vyjma roku 2010). Ve všech obdobích měla záporný daňový základ k dani z příjmů právnických osob.

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb měly od roku 2010 klesající tendenci (maximum byl dosažen v roce 2010 => 4,3 mil. Kč, minimum v roce 2013 => 2,9 mil. Kč). Odhad na rok 2014 na úrovni přepočtu skutečně dosažené hodnoty za 1-9/2014 ve výši 2,5 mil. Kč, odpovídá částečně zhruba 3,3 mil. Kč.

Společnost vykazovala v letech 2009 až 2013 zpravidla nepříznivé hodnoty ukazatelů rentability a odpovídající hodnoty ukazatelů likvidity.

Cílová společnost nevyplácela svým akcionářům v uplynulých letech dividendy. Objemy vlastního kapitálu vyjma roku 2011 (v důsledku zisku roku 2010 a přecenovacích rozdílů) klesaly vlivem dosahovaných záporných výsledků hospodaření.

Společnost TZP, a.s. disponovala k ultimu roku 2013 souhrnnou daňovou ztrátou ve výši 1 905 tis. Kč.

Za velmi pozitivní považuji skutečnost, že úroveň zadlužení Cílové společnosti byla k 30.9.2014 poměrně nízká. V porovnání s objemem pasiv se jednalo o podíl řádově v jednotkách %.

Jak je uvedeno v kapitole č. 4.3.1 - *Časový horizont a cíl finanční analýzy*, finanční analýza by měla dát odpověď na otázku, zda je budoucnost společnosti nějakým způsobem ohrožena problémy jejího finančního fungování. Musím konstatovat, že znepokojující na hospodaření Cílové společnosti jsou převážně záporné výsledky hospodaření. Na druhou stranu, má společnost poměrně vysoký objem vlastního kapitálu. Z pohledu struktury aktiv je bilance tvořena z 70% dlouhodobým finančním majetkem a z 27,5% nemovitostmi. Jak je uvedeno v kapitole č. 3.4 - *Podnikatelské zaměření Cílové společnosti*, areál v Hlinsku (představující nemovitý majetek) je aktuálně na prodej. Logicky přitom vyvstává otázka, v čem bude Cílová společnost podnikat po uskutečnění tohoto prodeje. Z tohoto pohledu perspektivu podnikání Cílové společnosti nevidím.



## 5. POUŽITÉ ZPŮSOBY OCENĚNÍ

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

- 1) Substanční (majetková) hodnota;
- 2) Účetní hodnota vlastního kapitálu;

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

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

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

Shrnutí a finální výpočty v rámci tohoto postupu jsou diskutovány *v kapitole č. 7 - Rozprava k dosaženým výsledkům*.

### 5.1. Substanční (majetková) metoda

Cílem této metody je zjištění reálné hodnoty čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s.

Tento způsob ocenění je založen na simulaci principu náhrady výdajů na pořízení majetkové podstaty (substance) podniku dané společnosti. Základním logickým předpokladem této metody je, že kupující majetkové substance by nezaplatil za předmětná aktiva (majetek) více, než činí náklady na jejich pořízení. Při použití tohoto způsobu jsou jednotlivé druhy aktiv individuálně

oceněny. Součet oceněných aktiv (majetku) po odpočtu dluhů (závazků) představuje hodnotu čistého obchodního majetku dané společnosti.

Substanční (majetková) metoda předpokládá **další „fungování“ oceňovaného subjektu**. V tomto se rozchází pojetí substanční (majetkové) metody a likvidační (majetkové) metody.

Pro jednotlivé části majetku a závazků jsou používány různé způsoby ocenění, které se vztahují ke konkrétnímu majetku, jeho druhu a formě, dostupným podkladům a účelu ocenění. Substanční hodnota společnosti (resp. její čistý obchodní majetek) je tvořena rozdílem souboru majetku a závazků.

Ocenění v tomto případě vychází z údajů uvedených v účetních výkazech **k 30.9.2014** (*viz kapitola č. 1.8 - Den ocenění*).

Jednotlivé složky majetku a závazků se prostřednictvím substanční metody oceňují zpravidla následovně:

### **1) Ocenění dlouhodobého nehmotného majetku**

U nehmotného majetku se používá obdobný postup jako při oceňování hmotného movitého majetku s tím, že hlavním kritériem při ocenění je uvažovaná úroveň použitelnosti majetku ve vztahu k morálnímu opotřebení, resp. dosažitelná cena při prodeji. Metodika ocenění software je shodná s metodikou ocenění výpočetní techniky.

### **2) Ocenění dlouhodobého hmotného movitého majetku**

Postup při oceňování dlouhodobého hmotného movitého majetku může být zpravidla následující:

- Dlouhodobý hmotný movitý majetek se oceňuje individuálně s přihlédnutím na charakter majetku.
- Znalec si vyžádá evidovaný soubor majetku a ověří návaznost účetních brutto a zůstatkových hodnot na účetnictví subjektu.
- Vychází se z účetních brutto hodnot.
- Dále je stanovena technická hodnota předmětů (TH) s přihlédnutím k odpisové skupině, využití zařízení, technickému stavu, vlivu opotřebení, úrovni údržby a technickému vývoji v dané skupině.
- Výchozí cenou (VCS) pro výpočet časové ceny movitého majetku je účetní brutto hodnota (historická pořizovací cena) předmětu, která je přepočtena na cenovou úroveň k datu ocenění. Přepočet pořizovací ceny je proveden inflací s využitím materiálu „Predikce vývoje základních makroekonomických indikátorů ČR“ vydávaný Ministerstvem financí ČR, odborem 31 (*aktualizace v 10/2014*).
- Časová cena (ČC) je součinem technické hodnoty (TH) a výchozí ceny (VCS).
- Věcná hodnota (obecná cena) se vypočte vynásobením časové ceny daného titulu koeficientem prodejnosti KP. Tento koeficient zohledňuje subjektivní názor Znalce na prodejnost daného konkrétního předmětu k datu ocenění.
- V případech, kdy jde převážně o zařízení nové (*a nepoužívané*) lze za objektivní využít i cenu účetní.

- Ocenění vozového parku bývá zpravidla prováděno individuálně, vždy s přihlédnutím k typu a charakteru vozidla a jeho stáří. Hodnoty jednotlivých titulů bývají často konfrontovány s prodejními cenami autobazarů v ČR (např. na webových stránkách <http://www.aaaauto.cz/>). Podle zvážení v některých případech lze vycházet i z ceny účetní, a to především v těch případech, kdy jde o předměty relativně nové.

### **3) Ocenění dlouhodobého hmotného nemovitého majetku**

Existence vlastnického práva k nemovitosti se ověřuje z listu vlastnictví vedeného příslušným katastrálním úřadem. Dlouhodobý hmotný nemovitý majetek se zpravidla oceňuje s individuálním přístupem ke každé jedné nemovitosti.

### **4) Ocenění dlouhodobého finančního majetku**

Jednotlivé položky dlouhodobého finančního majetku (podíly v ovládaných a řízených osobách, podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem, ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly, půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám s podstatným vlivem, jiný dlouhodobý finanční majetek, pořizovaný dlouhodobý finanční majetek a poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek) jsou oceňovány vždy s přihlédnutím k individuálním parametrům majetku.

### **5) Ocenění zásob**

Pro ocenění zásob se obvykle používá metoda jejich klasifikace do skupin podle druhu a u jednotlivých skupin se provádí odhad jejich využitelnosti a potenciální prodejnosti na základě obrátkovosti či opotřebení.

Objemy zásob se ověřují buď na základě inventarizačního soupisu nebo na základě předvahy společnosti k datu ocenění. Znalec může provést namátkovou prohlídku zásob.

### **6) Ocenění pohledávek**

Ocenění pohledávek probíhá ve třech krocích:

- a) V prvním kroku jsou prozkoumány hlavní kniha a obratová předvaha podle účtů a jejich analytik ve vztahu k položkám rozvahy. Zároveň jsou kontrolovány inventarizace pohledávek, smlouvy a další účetní doklady vztahující se k významným pohledávkám. V prvním kroku je zjištěn brutto stav existujících pohledávek.
- b) Ve druhém kroku se zkoumání zaměřuje na povahu a splatnost pohledávek.
- c) Ve třetím kroku je posuzována bonita jednotlivých kategorií pohledávek a je propočítáno jejich ocenění.

V případě nenalezení žádného důvodu vedoucího k předpokládanému snížení bonity pohledávek, mohou být pohledávky oceňovány účetní hodnotou.

### **7) Ocenění krátkodobého finančního majetku**

Ocenění se provádí podle charakteru krátkodobého finančního majetku v návaznosti na jeho inventarizaci.

Peníze v pokladně se oceňují účetní hodnotou, cizí měny se přepočítávají platným kurzem ČNB k datu ocenění. Peníze na běžných účtech se oceňují účetní hodnotou, cizí měny se přepočítávají platným kurzem ČNB k datu ocenění. Dále je výše jejich ocenění ovlivněna bonitou peněžního ústavu, který vede běžný účet.

### 8) Ocenění časového rozlišení v aktivech

Časové rozlišení se oceňuje podle obsahu jednotlivých položek a v návaznosti na jejich inventarizaci.

### 9) Ocenění rezerv a závazků

Závazky se prověřují podle inventarizací a do ocenění pasiv (závazků) podniku se zpravidla zahrnují v účetní hodnotě.

U rezerv se hodnotí, zda mají charakter závazku. Oceňují se stejně jako závazky.

### 10) Ocenění bankovních úvěrů a výpomocí

Bankovní úvěry a výpomoci jsou po prověření inventarizací zpravidla oceněny v účetní hodnotě.

### 11) Ocenění časového rozlišení v pasivech

Časové rozlišení podle jednotlivých účtů je po prověření inventarizací do ocenění zpravidla zahrnuto v účetní hodnotě.

### 12) Mimobilanční aktiva a pasiva

Do mimobilančních aktiv či pasiv patří takové tituly, jejichž hodnota není vyčíslena v rozvaze společnosti, přesto představují majetek či závazek společnosti. Podmínkou zahrnutí identifikovaných titulů do mimobilančních aktiv či pasiv je jejich ocenitelnost (*jinými slovy, zjištění jejich hodnoty*).

K mimobilančním aktivům patří předměty dlouhodobého drobného majetku, jejichž pořizovací hodnota byla před datem ocenění zaúčtována do nákladů (*pokud nejsou předměty dlouhodobého drobného majetku evidovány v účetnictví v rámci dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku*). Do kategorie mimobilančních aktiv dále patří předměty pořízené na leasing, které zároveň nejsou dosud účetně zařazené do souboru majetku a nepřešlo u nich vlastnické právo. Veškeré tyto tituly jsou zpravidla individuálně oceňovány v rámci ocenění dlouhodobého hmotného (příp. nehmotného) majetku.

Součástí mimobilančních aktiv může být i ochranná známka nebo obdobný druh nehmotných práv, který nebyl nabyt úplatně, ale vlastní činností. Pro účely ocenění jsou tyto položky do ocenění zpravidla zahrnuty v bloku nehmotného majetku.

U mimobilančních pasiv se zjišťuje, zda se jedná o závazek. Jde-li o závazek, zda je ověřena jeho reálná hodnota.

## 5.2. Účetní hodnota vlastního kapitálu

Cílem této metody je identifikovat účetní hodnotu vlastního kapitálu společnosti.

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

- základní kapitál;
- kapitálové fondy;
- rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku;

- výsledek hospodaření minulých let;
- výsledek hospodaření běžného účetního období.

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

Ocenění v tomto případě vychází z údajů uvedených v účetních výkazech **k 30.9.2014** (*viz kapitola č. 1.8 - Den ocenění*).

### 5.3. Důvody použití vybraných metod

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

- **Substanční (majetková) metoda** umožňuje identifikovat hodnotu čistého obchodního majetku společnosti na základě reálné hodnoty jednotlivých majetkových a závazkových titulů k datu ocenění. Ve skutečnosti se jedná o individuální přecenění každého majetkového a závazkového titulu dané společnosti (příp. po kategoriích).
- **Účetní hodnota vlastního kapitálu** vyjadřuje statický pohled na hodnotu majetku a závazků. Tuto metodu považuji za vhodnou jako srovnávací a doplňkovou k další metodě.

Obě použité metody mají **majetkový charakter**. Dle mého názoru je třeba vnitřní hodnotu této společnosti (resp. jejího čistého obchodního majetku) spatřovat zejména **v její substanci** (tj. v majetkovém složení). K této úvaze mně vedla především následující zjištění:

- Společnost TZP, a.s. se aktuálně zabývá pronájemem skladových a manipulačních prostor v nemovitostním areálu v Hlinsku (*viz kapitola č. 3.4 - Podnikatelské zaměření Cílové společnosti*). Kromě těchto podnikatelských aktivit se Cílová společnost bezesporu věnuje správě svých majetkových účastí, kterými disponuje (*viz kapitola č. 3.4 - Dlouhodobý finanční majetek*).
- V kapitole č. 3.4 - Podnikatelské zaměření Cílové společnosti je zároveň uvedeno, že předmětný nemovitostní areál v Hlinsku je aktuálně na prodej. Po uskutečnění tohoto prodeje bude společnost TZP, a.s. zřejmě pouze spravovat své majetkové účasti.

Za těchto okolností se domnívám, že aplikace majetkových přístupů k ocenění akcií společnosti TZP, a.s. je zcela na místě.

K ocenění akcií společnosti TZP, a.s. jsem nepoužil **žádný z dividendových modelů**. Dividendový plán společnosti do budoucna jsem neměl k dispozici. Za tohoto stavu by nebylo dle mého názoru použití dividendového modelu věrné a korektní. Cílová společnost v minulosti podle mých zjištění nevyplácela dividendy svým akcionářům.

Stejně tak jsem při oceňování nepoužil **žádný výnosový model**. Ani v tomto případě jsem neměl k dispozici Finanční plán společnosti do budoucna (s ohledem na aktuální podnikatelské aktivity Cílové společnosti by dle mého názoru použití výnosového modelu nebylo korektní).

Pro daný účel ocenění jsem zvažoval použití i dalších standardních metod, nicméně výběr výše popsanych metod ocenění je dle mého názoru pro účely zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti

TZP, a.s. pro účely veřejné nedobrovolné dražby **vhodný, přiměřený, dostatečný a odpovídající.**

## 6. POSUDEK

### 6.1. Substanční (majetková) metoda

*Obecný metodický postup je uveden v kapitole č. 5.1 - Substanční (majetková) metoda.*

Cílem tohoto metodického postupu je identifikace hodnoty čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s. k datu ocenění, tj. k 30.9.2014.

#### 6.1.1. Dlouhodobý nehmotný majetek

Společnost TZP, a.s. evidovala ve svém účetnictví k datu ocenění celkovou pořizovací hodnotu dlouhodobého nehmotného majetku v částce 69 tis. Kč. Účetní zůstatková hodnota tohoto majetku byla nulová.

Jedná se o jiný dlouhodobý nehmotný majetek, který byl k datu ocenění již zcela odepsán. Konkrétně jde o položku „passport objektu firmy TZP“ pořízenou 1.1.2003. Evidenční číslo majetku je 00014534.

Obecně je dlouhodobý nehmotný majetek považován za majetek s rychlým „morálním“ opotřebením.

Hodnotu dlouhodobého nehmotného majetku jsem pro účely tohoto znaleckého posudku převzal v nulové hodnotě.

#### 6.1.2. Dlouhodobý hmotný nemovitý majetek

Společnost TZP, a.s. vlastní nemovitý areál v Hlinsku na adrese Hlinsko, Třebízského 92, PSČ 539 01, v němž se nacházejí skladové a manipulační prostory. Podle webových stránek <http://www.tzp.cz/> jsou nemovitosti zapsány na Listu vlastnictví č. 3109 pro katastrální území Hlinsko, obec Hlinsko v Čechách, okres Chrudim.

Podle webových stránek <http://www.tzp.cz/> je zastavěná plocha 5 831 m<sup>2</sup>, ostatní plocha pozemků je 33 192 m<sup>2</sup>. Seznam pronajímaných budov a stav pronájmů v areálu jsou uvedeny v kapitole č. 3.3 - Dlouhodobý hmotný nemovitý majetek. Podle webových stránek <http://www.tzp.cz/> není aktuálně v areálu žádný volný prostor k pronájmu (náhled dne 8.11.2014).

##### a) Vymezení nemovitostí dle Listu vlastnictví

Jedná se o následující nemovitosti zapsané na listu vlastnictví č. 3109 pro katastrální území Hlinsko v Čechách, obec Hlinsko, okres Chrudim.

- Pozemky
  - katastrální území Hlinsko

Tabulka č. 25: Pozemky v katastrálním území Hlinsko v Čechách

Parcela	Výměra v m <sup>2</sup>	Druh pozemku	Způsob využití	Způsob ochrany
st. 1303	984	zastavěná plocha a nádvoří		chráněná krajinná oblasti – II.- IV. zóna
st. 1607	71	zastavěná plocha a nádvoří		rozsáhlé chráněné území
st. 1667	1 748	zastavěná plocha a nádvoří		rozsáhlé chráněné území
st. 2529	54	zastavěná plocha a nádvoří		rozsáhlé chráněné území
st. 2530	627	zastavěná plocha a nádvoří		rozsáhlé chráněné území
st. 2531	937	zastavěná plocha a nádvoří		rozsáhlé chráněné území
st. 2939	1406	zastavěná plocha a nádvoří		rozsáhlé chráněné území
st. 3369/3	4	zastavěná plocha a nádvoří		rozsáhlé chráněné území
2478/3	5 450	manipulační plocha	ostatní plocha	rozsáhlé chráněné území
2482/3	1 179	ostatní komunikace	ostatní plocha	chráněná krajinná oblasti – II.- IV. zóna
2482/11	1 168	manipulační plocha	ostatní plocha	chráněná krajinná oblasti – II.- IV. zóna
2482/12	2 039	manipulační plocha	ostatní plocha	rozsáhlé chráněné území
2482/13	422	manipulační plocha	ostatní plocha	chráněná krajinná oblasti – II.- IV. zóna
2482/14	479	ostatní komunikace	ostatní plocha	chráněná krajinná oblasti – II.- IV. zóna
2482/15	54	manipulační plocha	ostatní plocha	rozsáhlé chráněné území
2518/16	111	manipulační plocha	ostatní plocha	rozsáhlé chráněné území
2519/1	22 290	manipulační plocha	ostatní plocha	chráněná krajinná oblasti – II.- IV. zóna



- Stavby

Tabulka č. 26: Stavby v katastrálním území Hlinsko v Čechách

Typ stavby, část obce, č. budovy	Způsob využití	Způsob ochrany	Na parcele
Bez čp/če	garáž	chráněná krajinná oblasti – II.-IV. zóna	st. 1303
Bez čp/če	stavba technického vybavení	rozsáhlé chráněné území	st. 1607
Bez čp/če	průmyslový objekt	rozsáhlé chráněné území	st. 1667
Bez čp/če	průmyslový objekt	rozsáhlé chráněné území	st. 2529
Bez čp/če	průmyslový objekt	rozsáhlé chráněné území	st. 2530
Bez čp/če	průmyslový objekt	rozsáhlé chráněné území	st. 2531
Bez čp/če	průmyslový objekt	rozsáhlé chráněné území	st. 2939
Bez čp/če	stavba technického vybavení	rozsáhlé chráněné území	st. 3369/3

Vlastnictví výše uvedených nemovitostí jsem ověřil dne 26.11.2014 na webových stránkách <http://nahlizeniidokn.cuzk.cz/> České úřadu zeměměřičského a katastrálního. U pozemků parc. č. 2482/11 a č. 2482/13 je vyznačeno věcné břemeno užívání, u pozemků parc. č. 2482/14 a č. 2519/1 je vyznačeno věcné břemeno chůze a jízdy. Žádná další omezení vlastnického práva jsem v uvedené databázi k předmětným nemovitostem k datu provedení náhledu neidentifikoval.

#### b) Účetní hodnota

Pořizovací hodnota areálu nemovitostí v účetnictví Cílové společnosti byla k 30.9.2014 ve výši 45 975 tis. Kč (z toho 834 tis. Kč pozemky a 45 141 tis. Kč stavby). Účetní zůstatková hodnota téhož byla ke stejnému datu ve výši 15 264 tis. Kč (z toho 834 tis. Kč pozemky a 14 430 tis. Kč stavby).

Účetní hodnota nemovitostí společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 činí **15 264 tis. Kč**.

#### c) Výnosová metoda

Hodnotu nemovitostí jsem nejprve posuzoval na bázi výnosového způsobu ocenění, a to s využitím následujících vstupních parametrů:

- Pro dané účely jsem aplikoval výnosový model na bázi přímé kapitalizace. Přímá kapitalizace spočívá v tom, že hodnota nemovitostí je indikována na základě jediného odhadnutého předpokládaného ročního výnosu.
- V kapitole č. 4.3.2 - *Finanční analýza za roky 2009 až 2013*, jsou uvedeny tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb společnosti TZP, a.s. v letech 2010 až 2013. Jedná se o následující:

Tabulka č. 27: Výkony (tržby za prodej vlastních výrobků a služeb)

Období	Nájemné v tis. Kč	Ostatní služby v tis. Kč	Tržby celkem v tis. Kč
2010	3 356	905	4 261
2011	3 355	729	4 084
2012	3 239	724	3 963
2013	2 425	502	2 927

Rozčlenění nemovitostí na nájemné a ostatní služby, poskytované nájemníkům daných prostor v areálu, leccos vypovídají o skutečném inkasu spojeném s vlastnictvím předmětných nemovitostí v daném areálu. Jak je patrné z tabulky, tyto tržby rok od roku klesají. Na druhou stranu, tržby za 1-9/2014 (viz Příloha č. 2 => Účetní výkazy společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014) vykazují hodnotu 2 480 tis. Kč. Přepočtená na celoroční hodnotu činí 3 300 tis. Kč, tj.  $(2\,480 \text{ tis. Kč} / 9) * 12$ , po přiměřeném zaokrouhlení. Na druhou stranu, v roce 2013 dosáhl nemovitostní areál pouze výnos 2 927 tis. Kč. Tuto částku po „opatrnostním“ zaokrouhlení směrem dolů na stovky tis. Kč jsem pro účely tohoto propočtu kalkuloval jakožto reálný objem tržeb, který je možno z pronájmů prostor v dané nemovitosti inkasovat jeho vlastníkem.

- Výtěžnost pronájmu jsem kalkuloval na úrovni 75%. Tímto koeficientem jsem zohlednil předpoklad, že část prostor se z nejrůznějších důvodů nemusí v budoucnu podařit plně pronajmout a tudíž tyto prostory nebudou přinášet výnos. Koeficient také zohledňuje „nepronajmutí“ části prostor z důvodů aktuálních rekonstrukcí, lokálních havárií, modernizací či jiných stavebních prací, existenci „neplatičů“ (jak je patrné z odst. d) – jedná se o reálný stav) a další výpadky nájmu.
- Objekty nejsou dle mého názoru v dobrém stavu. Jak je uvedeno v kapitole č. 3.4 - Podnikatelské zaměření Cílové společnosti, po ukončení výrobních aktivit Cílovou společností, došlo k přestavbě areálu na skladové a manipulační prostory. Areál je zjevně „podinvestován“ a zčásti je poškozen povětrnostními vlivy (což koresponduje se zjištěním v odst. d)). Náklady Pronajímatele jsem odhadl na úrovni 40% z dosaženého ročního nájemného. Jedná se o odhad Znalce, který koresponduje s mými zkušenostmi s obdobným typem oceňování. Na str. 62 publikace Zbyněk Zazvonil – Výnosová hodnota nemovitostí (CEDUK, Praha 2004) je uvedeno, že provozní náklady spravované (pronajímané) nemovitosti by se měly pohybovat řádově na úrovni 20% až 40% dosaženého hrubého efektivního výnosu. Z tohoto pohledu odhad nákladů Pronajímatele v tomto případě koresponduje s intervalem uznávaného odborníka na oceňování nemovitostí Zbyňka Zazvonila (viz jeho publikace). Předmětné náklady zahrnují výdaje na správu nájemního vztahu, na jednání s nájemníky a s úřady, na pojištění staveb, na odstraňování případných poruch, na menší či větší opravy, na daň z nemovitostí, apod.

- Kapitalizační úroková míra (míra kapitalizace) je u nemovitostí (hal) určených pro skladování kalkulována na úrovni 6,5% p.a. dle přílohy č. 22 vyhlášky č. 441/2013 Sb., k provedení zákona o oceňování majetku (oceňovací vyhláška), ve znění pozdějších předpisů. Na druhou stranu, v Hospodářských novinách ze dne 4.6.2014 v článku „Zájem o skladové areály letos trhá rekordy“ je uvedeno, že v 1. čtvrtletí 2014 činí výnosnost skladových areálů 7,75%. Tento podíl jsem proto akceptoval v rámci mého výpočtu.
- Životnost stavby jsem pro účely tohoto znaleckého posudku akceptoval v horizontu 100 let. Uvedený horizont odpovídá srovnání s dikcí přílohy č. 21 vyhlášky č. 441/2013 Sb., k provedení zákona o oceňování majetku (oceňovací vyhláška), ve znění pozdějších předpisů.
- Počet let zbývajících životnosti nemovitostí jsem v průměru odhadl na 40 let. Od Objednatele tohoto posudku jsem disponoval informací o stáří areálu okolo 60 let. Realitu tohoto údaje jsem si také potvrdil v rámci vlastního šetření v areálu.
- Jak vyplývá z předchozích odstavců, životnost stavby jsem v tomto propočtu uvažoval v omezeném horizontu. Proto je zapotřebí také kalkulovat s náklady na likvidaci nemovitostí (staveb) po ukončení jejich životnosti. Z pohledu data ocenění v rámci tohoto znaleckého posudku jsem náklady na likvidaci kalkuloval v současné částce 2 500 tis. Kč se zřetelem na druh staveb a odhadovanou náročnost na jejich likvidaci. Tuto částku jsem ovšem diskontoval ve stejném horizontu, v jakém jsem uvažoval životnost objektu (jinými slovy, výše odhadovanou částku dle daného předpokladu uhradí vlastník nemovitostí - staveb až po ukončení životnosti objektu).
- S ohledem na použitý výnosový model na bázi přímé kapitalizace, jsem nekalkuloval v propočtu žádné tempo růstu. Neuvažoval jsem také žádné daňové vlivy.

Výsledná hodnota nemovitostí v katastrálním území Hlinsko výnosovou metodou byla stanovena v částce **16 000 tis. Kč**.

#### **d) Porovnávací metoda na bázi materiálu „Souhrn informací o objektu Hlinsko“**

Jak je uvedeno v kapitole č. 1.3 - Zdroje informací a ověření vstupních dat, měl jsem k dispozici materiál „Souhrn informací o objektu Hlinsko“, zpracovaný realitní kanceláří RE/MAX dne 25.1.2013. Tento materiál zpracovala příslušná realitní kancelář za účelem zjištění nabídkové ceny, za niž bude tento prodejce nemovitostní areál nabízet.

Stručný výtah z tohoto materiálu je následující:

- Souhrn informací o areálu => částečně zanedbaná údržba (komunikace, oblouková hala poškozená větrem), dobře obsazený areál a funkční správa objektu, vhodný jako investice pro lokálního hráče, tržní cena 14 až 18 mil. Kč (posuzováno přes výnos, nicméně i srovnání podobných areálů prodávaných v regionu dává shodný výsledek);
- Silné stránky => vysoká obsazenost, stabilní výnos;
- Slabé stránky => viditelná podinvestovanost areálu, fluktuace nájemců, výpadky nájemného (neplatiči), horší dopravní dostupnost regionu;
- Příležitosti => stabilizovat portfolio nájemců, pokusit se o dosažení vyšších nájmu, pokusit se o přenášení části provozních nákladů na nájemce;

- Ohrožení => vysoká nabídka prostor v regionu ve starých areálech, nutné investice vyvolané technickým stavem;
- Výnosy (ročně) => garáže 425 tis. Kč + oblouková hala 150 tis. Kč + barevna 914 tis. Kč + úpravna (obsazeno neplatičem) 1 303 tis. Kč + úpravna vody 32 tis. Kč + zpevněné plochy 59 tis. Kč + ostatní 30 tis. Kč = celkem 2 913 tis. Kč;
- Náklady (ročně) => údržbář 348 tis. Kč + ostraha (denní) 271 tis. Kč + náklady na údržbu 360 tis. Kč + pojištění 60 tis. Kč + daň z nemovitostí 24 tis. Kč = celkem 1 063 tis. Kč;
- Materiál předpokládá neobsazenost (výpadek) nájmu ve výši 302 tis. Kč ročně. Očekávaný čistý roční výnos činí 1 548 tis. Kč (tj. 2 913 tis. Kč – 302 tis. Kč – 1 063 tis. Kč);
- K ocenění je v materiálu aplikována kapitalizační míra mezi 9% až 11% s výsledkem od 14 072 tis. Kč do 17 199 tis. Kč.

Ze závěru materiálu vyplývá, že nabídková cena by se měla pohybovat na úrovni maximálně 20 mil. Kč.

Pro účely tohoto dílčího metodického postupu jsem převzal střední hodnotu intervalu ocenění z předmětného materiálu, tj. částku **15 600 tis. Kč** (tj. průměr z hodnot 14 072 tis. Kč a 17 199 tis. Kč, po přiměřeném zaokrouhlení).

#### e) Reálná hodnota nemovitostí

Dílčí výsledky výše uvedených metodických postupů byly následující:

- účetní hodnota => 15 264 tis. Kč;
- výnosová metoda => 16 000 tis. Kč;
- porovnávací metoda na bázi materiálu „Souhrn informací o objektu Hlinsko“ => 15 600 tis. Kč.

Domnívám se, že reálná hodnota předmětného nemovitostního areálu se k datu ocenění nachází v intervalu dosažených dílčích výsledků. Při rozhodování se stran finální hodnoty jsem se nepřiklonil k žádnému dílčímu výsledku, dosaženému jednotlivými metodickými postupy a neprováděl jsem žádné aritmetické, geometrické, vážené či jakékoliv jiné průměry jednotlivých dílčích hodnot. Finální hodnotu jsem stanovil na úrovni odborného odhadu na základě vyhodnocení indicií, které jsem získal v rámci všech použitých oceňovacích přístupů. Tento postup doporučuje např. tuzemský odborník na oceňování nemovitostí Zbyněk Zazvonil (*viz článek „Význam rekoncepcie při oceňování nemovitostí“ uveřejněný v periodiku „Oceňování 1/2010“*). Tento koncept, podle jeho slov, nepředpokládá existenci nějakého „zaručeného“ vzorce či závazného pravidla, které by za Znalce dílčí výsledky z jednotlivých přístupů sjednotilo do finální hodnoty a ponechává na hodnotiteli, jak si s nimi poradí. Přitom se spoléhá na to, že je svéprávným odborníkem s širokými teoretickými i praktickými zkušenostmi a je tudíž schopen na základě dílčích výsledků finální hodnotu či její interval odhadnout (stanovit) sám. Ačkoliv tento odborník se specializuje na oceňování nemovitostí, domnívám se, že jím aplikovaný postup je možno využít při oceňování jakéhokoliv předmětu ocenění.

Nemovitosti společnosti TZP, a.s. byly pro účely tohoto posudku k datu ocenění oceněny na částku **15 600 tis. Kč**.

### 6.1.3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí

Společnost TZP, a.s. měla ve svém účetnictví dle výkazů k 30.9.2014, uvedených *v příloze č. 2 tohoto posudku*, zaúčtovány samostatné movité věci a soubory movitých věcí v celkovém objemu 4 059 tis. Kč. Jedná se o pořizovací hodnotu. Zůstatková hodnota tohoto majetku byla ke stejnému datu nulová.

Struktura tohoto majetku z pohledu účetních hodnot byla k 30.9.2014 následující:

Tabulka č. 28: Samostatné movité věci a soubory movitých věcí

Kategorie	Pořizovací hodnota v tis. Kč	Oprávk v tis. Kč	Účetní zůstatková hodnota v tis. Kč
Hmotný majetek 1	125	-125	0
Hmotný majetek 2	210	-210	0
Hmotný majetek 3	692	-692	0
Hmotný majetek 4	2 576	-2 576	0
Drobný majetek	456	-456	0
<b>Celkem</b>	<b>4 059</b>	<b>-4 059</b>	<b>0</b>

Účetní zůstatková hodnota tohoto majetku proti souhrnné pořizovací hodnotě činila k uvedenému datu ocenění 0,0%.

Hmotný majetek 1 představuje soubory kancelářského nábytku pořízené v letech 1996 až 1998.

Hmotný majetek 2 je elektrický mostový jeřáb včetně dráhy z roku 1988.

Hmotný majetek 3 je regulační systém odběru elektrické energie, výpočetní technika – vše pořízeno v letech 1994 až 2003. Spektrometr z roku 2011 byl vrácen a neměl by být v sestavě majetku.

Hmotný majetek 4 představuje transformátor, trafostanici, rozvodny, čerpací stanice – vše pořízeno v letech 1968 až 1985.

Drobný majetek reprezentuje drobné položky jednotlivě v ceně pořízení do 40 tis. Kč. Tyto majetky byly pořízeny v letech 1993 až 2001.

Jde o samostatné movité věci a soubory movitých věcí zaúčtované v rámci syntetického účtu č. 022 (pořizovací hodnota), resp. účtu č. 082 (oprávky).

Ocenění tohoto majetku jsem provedl na bázi věcné hodnoty. Tento způsob ocenění vychází z individuálního přístupu při oceňování každého jednotlivého titulu s přihlédnutím k charakteru daného majetku a používá se k oceňování nehmotného, hmotného movitého, ale i nemovitého majetku v případě, že jeho charakter odpovídá movitému majetku.

Rámcový postup při oceňování<sup>25</sup> je uveden v kapitole č. 5.1 - *Substanční (majetková) metoda, odst. 2*).

V našem konkrétním případě jsem použil následující vstupní hodnoty:

a) Výchozí cena (VCS)

Výchozí cena je odvozena z pořizovací hodnoty předmětu ocenění, která je upravena koeficientem inflace mezi datem pořízení a datem ocenění. V tomto případě jsem pro cenové přepočty použil skutečné inflační hodnoty z materiálu „Makroekonomická predikce České republiky“ vydávaný Ministerstvem financí ČR, odborem Finanční politiky (*webové stránky <http://www.mfcr.cz/> v sekci pro makroekonomické analýzy s aktualizací 10/2014*).

Inflační koeficienty jsem aplikoval následovně (*vše jsou skutečnosti*):

- v roce 1996 => 8,8% (skutečnost);
- v roce 1997 => 8,5% (skutečnost);
- v roce 1998 => 10,7% (skutečnost);
- v roce 1999 => 2,1% (skutečnost);
- v roce 2000 => 3,9% (skutečnost);
- v roce 2001 => 4,7% (skutečnost);
- v roce 2002 => 1,8% (skutečnost);
- v roce 2003 => 0,1% (skutečnost);
- v roce 2004 => 2,8% (skutečnost);
- v roce 2005 => 1,9% (skutečnost);
- v roce 2006 => 2,5% (skutečnost);
- v roce 2007 => 2,8% (skutečnost);
- v roce 2008 => 6,3% (skutečnost);
- v roce 2009 => 1,0% (skutečnost);
- v roce 2010 => 1,5% (skutečnost);
- v roce 2011 => 1,9% (skutečnost);
- v roce 2012 => 3,3% (skutečnost);
- v roce 2013 => 1,0 % (skutečnost);
- v roce 2014 => alikvóta z roční hodnoty 0,5%.

Předměty starší roku 1996 v seznamu samostatných movitých věcí a souborů movitých věcí společnosti TZP, a.s. byly přeceněny individuálně.

---

<sup>25</sup> Jedná se o standardní oceňovací postup popsany např. v publikaci Jan Mlčoch - *Oceňování podniku (LINDE, Praha 1998)*, ale také např. Miloš Mařík - *Metody oceňování podniků (Ekopress, Praha 2007)*.

## b) Technická hodnota (TH)

Technická hodnota vyjadřuje stav daného předmětu ocenění po technické stránce. Vzorec pro výpočet je následující:

Vzorec č. 1: Výpočet technické hodnoty

$$TH = VTH * (1 - ZA) * (1 \pm PS)$$

kde:

$VTH$  = výchozí technická hodnota,

$ZA$  = základní amortizace,

$PS$  = přírůžky a srážky.

Zjednodušeně řečeno, technickou hodnotu jsem kalkuloval v návaznosti na datum pořízení konkrétního předmětu, a vycházel jsem z předpokladu neustálých provozních oprav a standardních udržovacích prací stran předmětu ocenění.

Úroveň technické hodnoty je dle mých zkušeností standardně v návaznosti na datum pořízení uvažována zhruba takto:

- Datum pořízení v roce 1995 a dříve => 6,0%;
- Datum pořízení v letech 1996 až 1999 => 12%;
- Datum pořízení v letech 2000 až 2001 => 32%;
- Datum pořízení v letech 2002 až 2004 => 48%;
- Datum pořízení v letech 2005 až 2008 => 56%;
- Datum pořízení v letech 2009 až 2011 => 64%;
- Datum pořízení v roce 2012 a později => 90%.

Předmětům starším roku 1995 byla přiřazena úroveň technické hodnoty na úrovni 6,0% a individuálně nižší.

## c) Časová cena (ČC)

Cena časová se určí vynásobením výchozí ceny předmětu ocenění (VCS) a jeho technické hodnoty (TH). Cena časová vyjadřuje hodnotu, za kterou by se dal předmět ocenění se shodným opotřebením znovu pořídit k datu ocenění, ovšem bez ohledu na technologický vývoj k datu ocenění, na morální opotřebením daného předmětu ocenění, na módní trendy, apod.

## d) Koeficient prodejnosti (KP)

Koeficient prodejnosti zrealňuje předmět ocenění z pohledu potenciálního prodeje (zájmu) o daný titul na trhu. Dle mého názoru výše provedený výpočet hodnoty daného předmětu ocenění neznamená současně jeho cenu, a to v návaznosti na stav poptávky, situaci na trhu, morální opotřebením, módní trendy, apod.

Koeficient prodejnosti jsem taktéž odvodil od data pořízení daného titulu a od jeho charakteru a předpokládaného morálního a fyzického opotřebením, a to individuálně.

Samostatné movité věci a soubory movitých věcí společnosti TZP, a.s. byly pro účely tohoto posudku k datu ocenění oceněny na úrovni **0 tis. Kč**. Nulová hodnota ocenění de facto odpovídá účetní hodnotě tohoto majetku proúčtované v účetnictví Cílové společnosti k 30.9.2014. Jsem si vědom skutečnosti, že některé z titulů daného majetku mohou mít pro případného kupujícího určitou zbytkovou hodnotu (příp. hodnotu „šrotu“). Na druhou stranu, náklady na demontáž, dopravu, přípravu k potenciálnímu prodeji, k likvidaci, apod. by mohly teoreticky převýšit inkaso při prodeji či likvidaci dané položky. Proto považuji nulovou hodnotu tohoto majetku za reálnou, byť tato konstatace vychází z určité „obežřetnosti“ a „opatrnosti“ Znalce.

#### **6.1.4. Dlouhodobý finanční majetek**

Dlouhodobý finanční majetek Cílové společnosti odpovídal k datu ocenění částce 38 740 tis. Kč (pořizovací i účetní zůstatková hodnota).

Jedná se o ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly, které jsou vymezeny *v kapitole č. 3.4 - Dlouhodobý finanční majetek*.

Struktura tohoto majetku byla k uvedenému datu následující:

- 1) Akcie společnosti KAROSERIA a.s., IČ 463 47 453

Cílová společnost vlastní celkem 9 870 ks kmenových akcií, ve formě na majitele, v zaknihované podobě, ve jmenovité hodnotě každé jedné 1 tis. Kč. Základní kapitál společnosti KAROSERIA a.s. dle disponibilního Výpisu z Obchodního rejstříku této společnosti k 22.10.2014 činil 193 905 tis. Kč. Společnost emitovala celkem 193 905 ks kmenových akcií, ve formě na majitele, v zaknihované podobě, ve jmenovité hodnotě každé jedné 1 tis. Kč.

Účetní hodnota těchto akcií v účetnictví společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 činí 7 264 tis. Kč (pořizovací i účetní zůstatková hodnota). O akciích je účtováno na analytických účtech 063500 a č. 063501.

Souhrnná jmenovitá hodnota akcií společnosti KAROSERIA a.s. v majetku Cílové společnosti tak odpovídá podílu ve výši 5,09%.

Podle webových stránek <http://www.karoseria.cz/> se společnost KAROSERIA a.s. zabývá výrobou nástaveb na nákladní a užitková vozidla, prodej i servis vozů AVIA či pneuservis. Nabízí také lisařské a lakýrnické práce. Podle Pololetní zprávy společnosti KAROSERIA a.s. k 30.6.2014 společnost koncem I. pololetí 2014 rozhodla o ukončení výroby nástaveb pro užitková vozidla a dále na omezení činnosti oprav nákladních vozidel v návaznosti na ukončení výroby vozidel značky AVIA v pražské společnosti Avia Ashok Leyland Motors, s.r.o. V této souvislosti rozhodlo představenstvo o rozšíření činností v oblasti manipulační techniky. Společnost od 1.1.2014 zastupuje prodej výrobků značky TOYOTA Materials Handlig v oblasti Brna a Jižní Moravy. Jedná se zejména o čelní motorové vozíky a skladovou techniku.

Jak je uvedeno v Příloze k účetní závěrce společnosti TZP, a.s. na str. 16, akcie společnosti KAROSERIA a.s. byly oceněny tržní cenou k 31.12.2013, která činí 736 Kč za akcii.

Způsob, jakým byla tato tržní cena stanovena, jsem neměl k dispozici. Stejně tak jsem neznal okolností stanovení této tržní ceny (znaleckým posudkem, oceněním, odhadem odborníka, indikativním oceněním, apod.).



Předpokládám, že auditor, který prověřoval účetní závěrku Cílové společnosti k 31.12.2013, tento způsob stanovení tržní ceny ověřil.

Jestliže tedy společnost TZP, a.s. disponovala k datu ocenění celkovým počtem 9 870 ks předmětných akcií, potom jejich souhrnná hodnota činí **7 264 tis. Kč**, tj.  $736 \text{ Kč} * 9 870 \text{ ks}$ , po přiměřeném zaokrouhlení.

2) Akcie společnosti PRIMONA, a.s., IČ 001 74 181

Cílová společnost vlastní celkem 10 005 ks kmenových akcií, ve formě na majitele, v listinné podobě, ve jmenovité hodnotě každé jedné 1 tis. Kč. Základní kapitál společnosti PRIMONA, a.s. dle disponibilního Výpisu z Obchodního rejstříku této společnosti k 22.10.2014 činil 178 841 tis. Kč. Společnost emitovala celkem 178 841 ks kmenových akcií, ve formě na majitele, v listinné podobě, ve jmenovité hodnotě každé jedné 1 tis. Kč.

Účetní hodnota těchto akcií v účetnictví společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 činí 0 tis. Kč (pořizovací i účetní zůstatková hodnota). O akciích je účtováno na analytických účtech 063300 a č. 063301.

Souhrnná jmenovitá hodnota akcií společnosti PRIMONA, a.s. v majetku Cílové společnosti tak odpovídá podílu ve výši 5,59%.

Na majetek společnosti PRIMONA, a.s. byl dne 6.8.2003 prohlášen konkurz a byl ustaven konkurzní správce. Účinky konkurzu nastaly stejného dne.

Pro účely tohoto znaleckého posudku jsem hodnotu předmětných akcií kalkuloval na úrovni **0 tis. Kč**, což odpovídá účetní hodnotě k datu ocenění.

3) Obchodní podíl na společnosti EA Invest, spol. s r.o., IČ 253 92 697

Společnost TZP, a.s. disponuje obchodním podílem na společnosti EA Invest, spol. s r.o. ve výši 158/1600. Tento obchodní podíl odpovídá původnímu vkladu ve výši 15 800 tis. Kč. Základní kapitál společnosti EA Invest, spol. s r.o. činí 160 000 tis. Kč.

Účetní hodnota tohoto obchodního podílu v účetnictví společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 činí 31 476 tis. Kč (pořizovací i účetní zůstatková hodnota). O obchodním podílu je účtováno na analytických účtech 063100, č. 063101, č. 064200 a č. 063201.

Měl jsem k dispozici účetní závěrku společnosti EA Invest, spol. s r.o. k 31.12.2013. Vlastní kapitál společnosti činil 318 585 tis. Kč. Při podílu 158/1600 by tato suma odpovídala objemu vlastního kapitálu ve výši 31 460 tis. Kč. V této výši jsem také kalkuloval hodnotu předmětného majetku.

Pro účely tohoto znaleckého posudku jsem hodnotu předmětného obchodního podílu kalkuloval na úrovni **31 460 tis. Kč**, což je velmi blízké účetní hodnotě k datu ocenění.

4) Akcie společnosti BENAR a.s., IČ 499 03 420

Cílová společnost vlastnila celkem 58 793 ks kmenových akcií společnosti BENAR a.s., ve formě na majitele, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 800 Kč. Tato společnost byla dne 17.11.2013 vymazána z Obchodního rejstříku a akcie v hodnotě 10 335 610 Kč byly dle přílohy k účetní závěrce Cílové společnosti k 31.12.2013 vyúčtovány do nedaňových nákladů.

Účetní hodnota těchto akcií v účetnictví společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 činí 0 tis. Kč (pořizovací i účetní zůstatková hodnota). O akciích je účtováno na analytických účtech 063400 a č. 063401.

Hodnotu akcií společnosti BENAR a.s. považují z pohledu tohoto znaleckého posudku za **nulovou**.

#### 5) Souhrnná hodnota ocenění dlouhodobého finančního majetku

Rekapitulace ocenění dlouhodobého finančního majetku společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 je následující:

Tabulka č. 29: Rekapitulace ocenění dlouhodobého finančního majetku

Dlouhodobý finanční majetek (v tis. Kč)	Účetní hodnota brutto v tis. Kč	Účetní hodnota netto v tis. Kč	Reálná hodnota v tis. Kč
Akcie společnosti KAROSERIA a.s.	7 264	7 264	7 264
Akcie společnosti PRIMONA, a.s.	0	0	0
Obchodní podíl na společnosti EA Invest, spol. s r.o.	31 476	31 476	31 460
Akcie společnosti BENAR a.s.	0	0	0
<b>Dlouhodobý finanční majetek celkem</b>	<b>38 740</b>	<b>38 740</b>	<b>38 724</b>

Dlouhodobý finanční majetek společnosti TZP, a.s. byl k 30.9.2014 oceněn na souhrnnou částku **38 724 tis. Kč**.

#### 6.1.5. Krátkodobé pohledávky

Krátkodobé pohledávky společnosti TZP, a.s. činily k datu ocenění pořizovací hodnotu 7 371 tis. Kč a účetní zůstatkovou hodnotu 640 tis. Kč. Opravné položky k pohledávkám činí k uvedenému datu 6 731 tis. Kč.

Jedná se o pohledávky z obchodních vztahů a dohadné účty aktivní.

Pro účely identifikace jejich reálné hodnoty jsem provedl namátkovou kontrolu zaúčtovaných pohledávek z podkladů, které jsem měl k dispozici. Nezjistil jsem přitom žádnou zjevnou nesprávnost či situaci, která by byla v rozporu s běžně užívanými účetními principy a zásadami pro účtování.

##### 1) Pohledávky z obchodních vztahů

Pohledávky z obchodních vztahů byly v účetnictví Cílové společnosti k 30.9.2014 zaúčtovány v pořizovací hodnotě 7 351 tis. Kč. Účetní zůstatková hodnota tohoto majetku ke stejnému datu odpovídala částce 620 tis. Kč. Opravné položky k pohledávkám z obchodních vztahů byly tedy 6 731 tis. Kč.

Jedná se o pohledávky z obchodních vztahů, zaúčtované v účetnictví Cílové společnosti na syntetických účtech č. 311 (odběratelé) a č. 315 (ostatní pohledávky).

Měl jsem k dispozici časovou strukturu pohledávek podle jednotlivých věkových kategorií (tj. do splatnosti, po splatnosti do 30 dnů, do 60 dnů, do 90 dnů, do 1 roku a nad 1 rok).

Časová struktura pohledávek z obchodních vztahů v celkové pořizovací hodnotě 7 351 tis. Kč společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 byla následující (*jedná se o pořizovací hodnoty, údaje jsou přiměřeně zaokrouhleny*):

- Do splatnosti => 381 tis. Kč;
- Po splatnosti do 30 dnů => 34 tis. Kč;
- Po splatnosti od 31 dnů do 60 dnů => 12 tis. Kč;
- Po splatnosti od 61 dnů do 90 dnů => 8 tis. Kč;
- Po splatnosti od 91 dnů do 1 roku => 0 tis. Kč;
- Po splatnosti nad 1 rok => 6 916 tis. Kč.

Při oceňování pohledávek z obchodních vztahů společnosti TZP, a.s. jsem nejprve postupoval takto:

- Pohledávky do splatnosti jsem ocenil v nominální hodnotě, tj. v částce 381 tis. Kč (*381 tis. Kč \* 100%*);
- Pohledávky do 30 dnů po splatnosti jsem ocenil v nominální hodnotě, tj. v částce 34 tis. Kč (*34 tis. Kč \* 100%*);
- Pohledávky od 31 dnů do 60 dnů po splatnosti jsem ocenil na úrovni 90% jmenovité hodnoty, tj. v částce 11 tis. Kč (*12 tis. Kč \* 90%*);
- Pohledávky od 61 dnů do 90 dnů po splatnosti jsem ocenil na úrovni 75% jmenovité hodnoty, tj. v částce 6 tis. Kč (*8 tis. Kč \* 75%*);
- Pohledávky od 91 dnů do 1 roku po splatnosti jsem ocenil na úrovni 50% jmenovité hodnoty, tj. v částce 0 tis. Kč (*0 tis. Kč \* 50%*);
- Pohledávky po splatnosti nad 1 rok jsem ocenil na úrovni 5% jmenovité hodnoty, tj. v částce 346 tis. Kč (*6 916 tis. Kč \* 5%*);
- Tj. celkem 778 tis. Kč.

Aplikované koeficienty ohodnocení potenciální návratnosti (resp. nenávratnosti) pohledávek z obchodních vztahů představují subjektivní názor Znalce při posuzování jejich bonity. Jak je uvedeno na str. 372 v publikaci Miloš Mařík – Metody oceňování podniků (Ekopress, Praha 2007), je vždy ku prospěchu věci, když oceňovatel sám pro konkrétní podnik (situaci) udělá odhad procenta nenávratnosti pro jednotlivé kategorie pohledávek. Výše uvedená procenta odpovídají mým empirickým zkušenostem z obdobných případů oceňování.

Tento přístup Znalce k ocenění předmětných pohledávek je standardní a má své opodstatnění, nicméně nekalkuluje s individuálním posouzením bonity každé jednotlivé pohledávky. V tomto je dle mého názoru „slabé místo“ výše uvedeného postupu.

Při stanovení hodnoty předmětných dlouhodobých pohledávek jsem zejména vzal v úvahu názor auditora (případně odpovědné osoby), který prověřoval podklady k průběžné účetní závěrce Cílové společnosti k 30.9.2014, a který akceptoval tvorbu opravných položek k předmětným pohledávkám ve výši 6 731 tis. Kč. Vycházím dále z toho, že auditor (resp. odpovědná osoba) mimo jiné analyzoval bonitu pohledávek v účetnictví této společnosti z pohledu tvorby

opravných položek k jednotlivým titulům a jednal v souladu s principy účtování aplikovanými ve společnosti TZP, a.s.

Ze srovnání výsledné hodnoty krátkodobých pohledávek prostřednictvím výše aplikovaných koeficientů v návaznosti na věkovou strukturu a „očima“ auditora (odpovědné osoby) vyplývá, že Znalcem provedené hodnocení je mírnější, než je účetní hodnota krátkodobých pohledávek, reálně proúčtovaná k 30.9.2014 (tj. 778 tis. Kč versus 620 tis. Kč). Pravdou je, že Znalcem provedené hodnocení nezohledňuje specifika jednotlivých pohledávek, resp. dlužníků. Proto jsem pro účely tohoto znaleckého posudku akceptoval „přísnější“ hodnotu krátkodobých pohledávek, o níž je účtováno v účetnictví Cílové společnosti k 30.9.2014.

Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů společnosti TZP, a.s. byly v souhrnu k datu ocenění oceněny částkou **620 tis. Kč**.

## 2) Dohadné účty aktivní

Dohadné účty aktivní společnosti TZP, a.s. byly k 30.9.2014 ve výši 20 tis. Kč (pořizovací i účetní zůstatková hodnota).

Majetek je v účetnictví Cílové společnosti evidován v rámci syntetického účtu č. 388.

Dohadné účty aktivní zahrnují aktivní položky, které nelze vyúčtovat jako obvyklé pohledávky, ale výnos z těchto položek patří do běžného období a je prokazatelně protipoložkou vynaložených nákladů. V našem případě se jedná o dohadné položky z titulu spotřeby energií.

Dohadné účty aktivní považuji za bonitní a pro účely tohoto posudku jsem jejich hodnotu převzal v účetní zůstatkové hodnotě, tj. v částce **20 tis. Kč**. Ve stejné hodnotě akceptovala tento majetek také odpovědná osoba, která připravovala podklady k účetní závěrce Cílové společnosti k 30.9.2014 (tedy k datu ocenění).

## 3) Rekapitulace ocenění krátkodobých pohledávek

Krátkodobé pohledávky společnosti TZP, a.s. byly k 30.9.2014 oceněny takto:

Tabulka č. 30: Rekapitulace ocenění krátkodobých pohledávek

Krátkodobé pohledávky (v tis. Kč)	Účetní hodnota brutto v tis. Kč	Účetní hodnota netto v tis. Kč	Reálná hodnota v tis. Kč
Pohledávky z obchodních vztahů	7 351	620	620
Dohadné účty aktivní	20	20	20
<b>Krátkodobé pohledávky celkem</b>	<b>7 371</b>	<b>640</b>	<b>640</b>

Hodnota krátkodobých pohledávek společnosti TZP, a.s. byla k 30.9.2014 identifikována ve výši **640 tis. Kč**.

### 6.1.6. Krátkodobý finanční majetek

Společnost TZP, a.s. evidovala ve svém účetnictví k 30.9.2014 krátkodobý finanční majetek v částce 959 tis. Kč. Struktura tohoto majetku byla následující:

- 1) hotovost v pokladně => 34 tis. Kč;
- 2) účty v bankách => 925 tis. Kč.

Ad 1) Hotovost v pokladně

Peněžní prostředky v hotovosti byly v účetnictví společnosti zaúčtovány v rámci syntetického účtu č. 211 (peníze v pokladně). Peníze v pokladně odpovídaly sumě 34 tis. Kč. Dokladovou inventarizaci stavu pokladny k datu ocenění jsem k dispozici neměl. Rozvaha společnosti TZP, a.s. v příloze č. 2 tohoto posudku dle mého názoru dostatečně dokládá realitu zaúčtovaného majetku.

Ad 2) Účty v bankách

Účty v bankách jsou evidovány na syntetickém účtu č. 221. Jedná se o účet s označením GEMB 702303524 (*převzato z Předvahy Cílové společnosti k 30.9.2014*).

Výpis z účtů v bance k datu ocenění jsem k dispozici neměl. Rozvaha společnosti TZP, a.s. v příloze č. 2 tohoto posudku dle mého názoru dostatečně dokládá realitu zaúčtovaného majetku.

Hodnotu krátkodobého finančního majetku společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 potvrzují v částce **959 tis. Kč**, která odpovídá účetní hodnotě tohoto majetku.

### 6.1.7. Časové rozlišení aktivní

Časové rozlišení aktivní společnosti TZP, a.s. odpovídalo k 30.9.2014 souhrnné částce 3 tis. Kč, a to v rámci nákladů příštích období.

Náklady příštích období obecně představují výdaje běžného období, jež se týkají nákladů v příštích obdobích. Účtuje se zde např. nájemné, pojistné či jiné služby placené předem, apod. Zúčtování nákladů příštích období na příslušný nákladový účet musí být provedeno nejpozději do čtyř let od zaúčtování na syntetický účet č. 381.

Při oceňování časového rozlišení jsem nedisponoval žádnými indiciemi, které by svědčily v neprospěch (ke snížení) zaúčtovaných hodnot. Časové rozlišení Cílové společnosti jsem ocenil k datu ocenění částkou **3 tis. Kč**.

### 6.1.8. Mimobilanční aktiva

Do mimobilančních aktiv patří takové tituly, jejichž hodnota není vyčíslena v rozvaze dané společnosti, přesto představují majetek společnosti. Podmínkou zahrnutí identifikovaných titulů do mimobilančních aktiv je jejich ocenitelnost (*jinými slovy, zjištění jejich hodnoty*).

#### ▪ Drobný majetek

Za mimobilanční majetek Cílové společnosti k datu ocenění jsem považoval drobný majetek. Drobný majetek představuje tituly, které mají nižší jednotkovou cenu pořízení než je 40 tis. Kč (resp. 60 tis. Kč u nehmotného majetku). V souladu s příslušnými účetními předpisy jsou tyto položky přímo promítány do nákladů účetní jednotky v okamžiku jejich pořízení. Neznamená to ovšem, že po promítnutí do nákladů účetní jednotky (a tedy jednorázovém účetním odepsání) nemají tyto předměty žádnou vnitřní hodnotu.

Ocenění drobného majetku Cílové společnosti je v našem případě součástí ocenění samostatných movitých věcí a souborů movitých věcí (*viz kapitola č. 6.1.3 - Samostatné movité věci a soubory movitých věcí*).

- Aktivní spory

Jak je uvedeno v kapitole č. 3.7 - *Spory, neprovozní majetek a závazky*, společnost TZP, a.s. nevedla k datu ocenění žádný významný **aktivní soudní spor** (v pozici žalobce). Podle informací od Objednatele tohoto posudku přihlásila Cílová společnost v roce 2013 u soudu pohledávky za společností MIRa Chairs a.s. v celkové výši 746 tis. Kč + úroky 74 tis. Kč. V tomto případě nechci předjímat rozhodnutí soudu bez důkladné analýzy stavu sporu. Neměl jsem také informaci o stavu „vyoprávkování“ této sporné pohledávky. Z „opatrnostních“ důvodů nepovažuji tuto pohledávku za mimobilanční majetek, poněvadž nejsem za dané situace schopen odhadnout pravděpodobnost případného plnění ze strany Žalovaného.

- Nehmotná práva

Jak je uvedeno v kapitole č. 3.5 - *Nehmotná práva*, společnost TZP, a.s. neměla k datu ocenění Úřadem průmyslového vlastnictví zaregistrována žádná nehmotná práva (*ochranné známky, patenty a užité vzory, průmyslová práva*). Tuto skutečnost mi také potvrdil Objednatel tohoto posudku.

- Daňová ztráta

Jak je uvedeno v kapitole č. 3.6 - *Daňová ztráta společnosti TZP, a.s.*, měl jsem k dispozici Přiznání k dani z příjmů právnických osob za zdaňovací období od 1.1.2013 do 31.12.2013. Podle tohoto Přiznání vykazovala společnost TZP, a.s. k ultimu roku 2013 souhrnnou daňovou ztrátu ve výši 1 905 tis. Kč.

Tato daňová ztráta vznikla postupně v letech 2009 až 2012.

K tomu, abych mohl tuto daňovou ztrátu považovat za mimobilanční majetek, o němž není v účetnictví Cílové společnosti k datu ocenění účtováno, bych potřeboval mít jistotu uplatnění tohoto „daňového štítu“ v budoucnu proti kladnému základu daně.

Pro účely tohoto znaleckého posudku jsem předmětnou daňovou ztrátu Cílové společnosti ocenil z „opatrnostních důvodů“ nulovou hodnotou. Neměl jsem k dispozici žádný Finanční plán společnosti TZP, a.s., který by prokazoval využití této daňové ztráty v některém z příštích období. Jsem si ovšem vědom skutečnosti, že předmětná daňová ztráta má svou „vnitřní“ hodnotu. V případě jejího uplatnění tato hodnota odpovídá součinu výše daňové ztráty a úrovně daňové sazby v období, v němž bude uplatněna. Na druhou stranu, Cílová společnost dosahovala v posledních obdobích spíše záporné výsledky hospodaření (*viz kapitola č. 4.3.2 - Finanční analýza za roky 2009 až 2013*), proto lze s pravděpodobností pochybovat o reálném uplatnění této daňové ztráty v dohledné budoucnosti. Hodnotu daňové ztráty Cílové společnosti jsem uvažoval pro účely tohoto posudku nulovou hodnotou.

Pro účely tohoto znaleckého posudku jsem předmětnou daňovou ztrátu neakceptoval jakožto mimobilanční majetek.

- Souhrn hodnoty mimobilančního majetku

- + drobný majetek => 0 tis. Kč;
- + aktivní spory => 0 tis. Kč;

+ daňová ztráta => 0 tis. Kč;

= celkem => 0 tis. Kč.

Hodnotu mimobilančních aktiv společnosti TZP, a.s. jsem k 30.9.2014 kalkuloval v **nulové výši**.

### 6.1.9. Rekapitulace ocenění majetku

Rekapitulace ocenění majetku společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 vypadá následovně:

Tabulka č. 31: Rekapitulace ocenění majetku

Majetek	Účetní hodnota brutto v tis. Kč	Účetní hodnota netto v tis. Kč	Reálná hodnota v tis. Kč
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>69</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>50 034</b>	<b>15 264</b>	<b>15 600</b>
- pozemky	834	834	15 600
- stavby	45 141	14 430	
- samostatné movité věci a soubory movitých věcí	4 059	0	0
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>38 740</b>	<b>38 740</b>	<b>38 724</b>
<b>Zásoby</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>7 371</b>	<b>640</b>	<b>640</b>
- pohledávky z obchodních vztahů	7 351	620	620
- dohadné účty aktivní	20	20	20
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>959</b>	<b>959</b>	<b>959</b>
- peníze	34	34	34
- účty v bankách	925	925	925
<b>Časové rozlišení</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>Mimobilanční aktiva</b>	<b>x</b>	<b>x</b>	<b>0</b>
- drobný majetek	x	x	0
- daňová ztráta	x	x	0
- nehmotná práva	x	x	0
<b>Majetek celkem</b>	<b>97 176</b>	<b>55 606</b>	<b>55 926</b>

Hodnota majetku společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 byla souhrnně oceněna částkou **55 926 tis. Kč**.

### 6.1.10. Dlouhodobé závazky

Dlouhodobé závazky společnosti TZP, a.s. činily k datu ocenění v souhrnu 430 tis. Kč.

Jedná se o závazky – ovládající a řídicí osoba, a to konkrétně za společností EA Invest, spol. s r.o., IČ 253 92 697. Splatnost tohoto závazku je nastavena na datum 15.10.2016.

Pro účely identifikace jejich reálné hodnoty jsem provedl namátkovou kontrolu zaúčtovaných závazků z podkladů, které jsem měl k dispozici. Nejistil jsem přitom žádnou zjevnou

nesprávnost či situaci, která by byla v rozporu s běžně užívanými účetními principy a zásadami pro účtování.

Domnívám se, že tyto závazky Cílové společnosti k datu ocenění představovaly reálné závazky, které bude muset Cílová společnost v budoucnu skutečně uhradit (resp. které byly již po datu ocenění uhrazeny). Nedisponoval jsem žádnou indicií, která by svědčila byť i o částečném opaku.

Dlouhodobé závazky společnosti TZP, a.s. byly v souhrnu k 30.9.2014 oceněny částkou **430 tis. Kč**.

#### **6.1.11. Krátkodobé závazky**

Společnost TZP, a.s. vykazovala k 30.9.2014 krátkodobé závazky, o nichž bylo účtováno v účetnictví společnosti, ve výši 350 tis. Kč.

Struktura těchto krátkodobých závazků byla následující:

- závazky z obchodních vztahů (viz syntetický účet č. 321) => -14 tis. Kč;
- závazky – ovládající a řídící osoba (viz syntetický účet č. 361) => 60 tis. Kč;
- závazky k zaměstnancům (viz syntetické účty č. 331 a č. 333) => 63 tis. Kč;
- závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění (viz syntetický účet č. 336) => 17 tis. Kč;
- stát-daňové závazky a dotace (viz syntetické účty č. 342, č. 343 a č. 345) => 52 tis. Kč;
- krátkodobé přijaté zálohy (viz syntetický účet č. 324) => 167 tis. Kč;
- jiné závazky (viz syntetické účty č. 379) => 5 tis. Kč.

Pro účely identifikace jejich reálné hodnoty jsem provedl namátkovou kontrolu zaúčtovaných závazků z podkladů, které jsem měl k dispozici. Nezjistil jsem přitom žádnou zjevnou nesprávnost či situaci, která by byla v rozporu s běžně užívanými účetními principy a zásadami pro účtování.

Závazky z obchodních vztahů odpovídají dle mého názoru standardním dodavatelským závazkům.

Závazky – ovládající a řídící osoba jsou závazky za společností EA Invest, spol. s r.o., IČ 253 92 697. Tyto závazky jsou podle Objednatele tohoto posudku jsou postupně spláceny po 20 tis. Kč měsíčně s tím, že do konce roku 2014 byl měl být objem těchto závazků nulový.

Závazky za zaměstnanci odpovídají mzdovým závazkům za dané období a příspěvku na penzijní pojištění.

Závazky ze sociálního zabezpečení představují částku 12 tis. Kč a závazky ze zdravotního pojištění jsou na úrovni 5 tis. Kč.

Stát-daňové závazky a dotace představují vyúčtování k dani z přidané hodnoty, k dani z příjmů a k ostatním daním a poplatkům.

Krátkodobé zálohy jsou přijaté zálohy.

Jiné závazky představují závazky z titulu dražby akcií.



Při stanovení hodnoty předmětných závazků jsem zejména vzal v úvahu názor odpovědné osoby (příp. auditora), která připravovala podklady k účetním výkazům společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014, a která akceptovala tyto závazky v uvedených hodnotách. Vycházel jsem dále z toho, že tato odpovědná osoba (příp. auditor) zároveň verifikovala realitu těchto závazků.

Nemám důvod se domnívat, že by závazky společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 nepředstavovaly reálné závazky, které bude muset tato společnost v budoucnu skutečně uhradit (resp. které byly již po datu ocenění uhrazeny).

Krátkodobé závazky společnosti TZP, a.s. byly v souhrnu k 30.9.2014 oceněny částkou **350 tis. Kč**. Ve stejné výši akceptovala závazky odpovědná osoba (příp. auditor), která připravovala podklady k účetní závěrce společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014.

#### **6.1.12. Časové rozlišení pasivní**

Časové rozlišení Cílové společnosti k 30.9.2014 představovalo částku 16 tis. Kč zaúčtované v rámci výnosů příštích období.

Výnosy příštích období zahrnují příjmy běžného účetního období, které věcně patří do výnosů v příštích obdobích (např. nájemné přijaté předem, přijaté předplatné, apod.). V našem případě se jedná o časově rozlišené nájemné zaúčtované na účtu č. 384.

Pro účely tohoto znaleckého posudku považuji tyto položky za součást závazků a akceptuji jejich účetní hodnotu v souhrnné výši **16 tis. Kč**. Ve stejné výši akceptovala závazky odpovědná osoba (příp. auditor), která připravovala podklady k měsíční účetní závěrce společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014.

#### **6.1.13. Mimobilanční pasiva**

Do mimobilančních pasiv patří takové tituly, jejichž hodnota není vyčíslena v rozvaze dané společnosti, přesto představují závazky společnosti. Podmínkou zahrnutí identifikovaných titulů do mimobilančních pasiv je jejich ocenitelnost (*jinými slovy, zjištění jejich hodnoty*).

Jak je uvedeno v kapitole č. 3.7 - *Spory, neprovozní majetek a závazky*, nevede Cílová společnost k datu ocenění **žádné pasivní soudní či mimosoudní spory**, které by mohly vést k případnému plnění s charakterem mimobilančních závazků.

Žádná mimobilanční pasiva jsem u společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 neidentifikoval.

#### 6.1.14. Rekapitulace ocenění závazků (cizí zdroje + časové rozlišení + mimobilanční pasiva)

Rekapitulace ocenění závazků společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 vypadá následovně:

Tabulka č. 32: Rekapitulace ocenění závazků

Závazky (v tis. Kč)	Účetní hodnota v tis. Kč	Reálná hodnota v tis. Kč
<b>Rezervy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>430</b>	<b>430</b>
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>350</b>	<b>350</b>
- závazky z obchodních vztahů	-14	-14
- závazky - ovládající a řídicí osoba	60	60
- závazky k zaměstnancům	63	63
- závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	17	17
- stát-daňové závazky a dotace	52	52
- krátkodobé přijaté zálohy	167	167
- jiné závazky	5	5
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Časové rozlišení</b>	<b>16</b>	<b>16</b>
<b>Mimobilanční pasiva</b>	<b>x</b>	<b>0</b>
<b>Závazky celkem</b>	<b>796</b>	<b>796</b>

Hodnota závazků (tj. cizí zdroje + časové rozlišení + mimobilanční pasiva) společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 byla identifikována ve výši **796 tis. Kč**.

#### 6.1.15. Hodnota čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s. na bázi substanční (majetkové) metody

Hodnota čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 s použitím substanční (majetkové) metody je následující:

Tabulka č. 33: Hodnota čistého obchodního majetku společnosti na bázi substanční (majetkové) metody

Souhrn majetku a závazků	Reálná hodnota v tis. Kč
Majetek celkem	55 926
Závazky (cizí zdroje + časové rozlišení + mimobilanční pasiva) celkem	796
<b>Netto substanční hodnota celkem</b>	<b>55 130</b>

Souhrn přecenění hodnoty čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 je uveden v příloze č. 3 tohoto znaleckého posudku.

**Hodnota čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s. byla pro účely veřejné nedobrovolné dražby v souladu s použitými principy substanční (majetkové) metody k 30.9.2014 stanovena na úroveň 55 130 tis. Kč.**

## 6.2. Účetní hodnota vlastního kapitálu

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

Cílem tohoto metodického postupu je identifikace hodnoty jmění prostřednictvím účetní hodnoty vlastního kapitálu společnosti TZP, a.s. k datu ocenění. Východiskem k tomuto byly výkazy Cílové společnosti k datu 30.9.2014 (viz kapitola č. 1.8 - Den ocenění).

Účetní výkazy (rozvaha a výkaz zisku a ztráty) společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 jsou součástí přílohy č. 2 tohoto posudku.

Rozvaha společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 měla tuto strukturu (údaje v tabulce jsou v netto účetních hodnotách a jsou přiměřeně zaokrouhleny):

Tabulka č. 34: Účetní hodnota vlastního kapitálu

AKTIVA	v tis. Kč	PASIVA	v tis. Kč
<b>Pohledávky za upsaný základní kapitál</b>	<b>0</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>54 810</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>54 004</b>	- Základní kapitál	62 600
- Dlouhodobý nehmotný majetek	0	- Kapitálové fondy	28 578
- Dlouhodobý hmotný majetek	15 264	- Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	631
- Dlouhodobý finanční majetek	38 740	- Výsledek hospodaření minulých let	-36 675
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>1 599</b>	- Výsledek hospodaření běžného účetního období	-324
- Zásoby	0	<b>Cizí zdroje</b>	<b>780</b>
- Dlouhodobé pohledávky	0	- Rezervy	0
- Krátkodobé pohledávky	640	- Dlouhodobé závazky	430
- Krátkodobý finanční majetek	959	- Krátkodobé závazky	350
		- Bankovní úvěry a výpomoci	0
<b>Časové rozlišení aktivní</b>	<b>3</b>	<b>Časové rozlišení pasivní</b>	<b>16</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>55 606</b>	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>55 606</b>

Pro účely tohoto znaleckého posudku jsem identifikoval účetní hodnotu vlastního kapitálu společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014 ve výši **54 810 tis. Kč**. V této částce dle mého názoru není promítnuta daň z příjmů právnických osob (tato skutečnost je zřejmá z řádku Q. ve výkazu zisku a ztráty Cílové společnosti k 30.9.2014 – viz příloha č. 2 tohoto znaleckého posudku). Na druhou stranu s ohledem na záporný trend hospodaření Cílové společnosti posledních období se nedomnívám, že by tento subjekt byl k 30.9.2014 poplatný k dani z příjmů právnických osob.

**Hodnota jmění společnosti TZP, a.s. byla pro účely veřejné nedobrovolné dražby v souladu s použitými principy metody na bázi účetní hodnoty vlastního kapitálu k 30.9.2014 identifikována na úrovni 54 810 tis. Kč.**

## 7. ROZPRAVA K DOSAŽENÝM VÝSLEDKŮM

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

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

### 7.1. Stanovení hodnoty čistého obchodního majetku Cílové společnosti

Za účelem stanovení hodnoty čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s., která ve skutečnosti odpovídá hodnotě všech emitovaných akcií Cílové společnosti, pro účely veřejné nedobrovolné dražby, což je předmětem tohoto znaleckého posudku, byla použita substanční (majetková) metoda a účetní hodnota vlastního kapitálu.

Dílní výsledky, dosažené oběma metodickými způsoby, byly následující:

- 1) Substanční (majetková) metoda => **55 130 tis. Kč**;
- 2) Účetní hodnota vlastního kapitálu => **54 810 tis. Kč**;

Jednotlivými metodickými postupy byly dosaženy relativně podobné dílní hodnoty čistého obchodního majetku, resp. jmění společnosti TZP, a.s. Z výsledků vyplývá, že přeceněná hodnota jmění společnosti TZP, a.s., posuzovaná prostřednictvím substanční (majetkové) metody, je nepatrně vyšší než hodnota jmění na bázi vlastního kapitálu.

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

Rekapitulace základních principů použitých metod je tato:

- **Substanční (majetková) metoda** umožňuje identifikovat hodnotu čistého obchodního majetku společnosti na základě reálné hodnoty jednotlivých majetkových a závazkových titulů k datu ocenění. Ve skutečnosti se jedná o individuální přecenění každého majetkového a závazkového titulu dané společnosti (příp. po kategoriích).

- **Účetní hodnota vlastního kapitálu** vyjadřuje statický pohled na hodnotu majetku a závazků. Tuto metodu považují za vhodnou jako srovnávací a doplňkovou k další metodě.

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

Pro účely zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti TZP, a.s. jsem se po zvážení dle mého názoru všech významných aspektů ovlivňujících rozhodování přiklonil k dílčí hodnotě vypočtené **substanční (majetkovou) metodou**.

Důvodem k tomuto rozhodnutí byly především následující skutečnosti:

- Domnívám se, že dílčí výsledek, dosažený substanční (majetkovou) metodou, vypovídá o skutečné hodnotě čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s.
- Volba dílčího výsledku, stanoveného na bázi substanční (majetkové) metody, představuje dle mého názoru hledanou objektivizovanou hodnotu ocenění a na rozdíl od dílčího výsledku, dosaženého na bázi účetní hodnoty vlastního kapitálu, má v sobě zabudován **prvek reálného přecenění**. Účetní hodnota vlastního kapitálu zohledňuje pouze historickou hodnotu majetku a závazků (resp. jmění) a nemusí vždy věrně postihovat jejich reálnou hodnotu. Proto je dle mého názoru dílčí výsledek hodnoty čistého obchodního majetku Cílové společnosti, docílený substanční (majetkovou) metodou, reálnější než výsledek identifikovaný prostřednictvím účetní hodnoty vlastního kapitálu.
- Substanční (majetková) hodnota de facto odpovídá částce, kterou by mohl inkasovat případný investor za předpokladu prodeje jednotlivých majetkových entit (se současným uhrazením všech závazků) k datu ocenění. Substanční (majetková) metoda předpokládá **další „fungování“ oceňovaného subjektu**. Nejedná se tedy o ocenění na bázi likvidace podniku s jeho ukončením.

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

**Hodnota čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s. byla pro účely veřejné nedobrovolné dražby v souladu s použitými principy výše popsaných metodických postupů k 30.9.2014 identifikována na úrovni 55 130 tis. Kč.**

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

Společnost TZP, a.s. emitovala k datu ocenění celkem 104 334 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč. V předchozí kapitole jsem stanovil hodnotu čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s. ve výši 55 130 tis. Kč. Hodnota čistého obchodního majetku zároveň odpovídá hodnotě všech emitovaných akcií. Na každou jednu kmenovou akcií Cílové společnosti TZP, a.s., ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě 600 Kč tak připadá hodnota čistého obchodního majetku ve výši 528 Kč (*tj. 55 130 tis. Kč / 104 334 ks*) po přiměřeném zaokrouhlení směrem dolů na celé Kč.

Hodnota čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s., připadající na každou jednu kmenovou akcii, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě 600 Kč, byla k 30.9.2014 v souladu s použitými principy výše uvedených metodických postupů stanovena ve výši 528 Kč (po přiměřeném zaokrouhlení na celé Kč). Tato cena (hodnota) neobsahuje vliv srážky za minoritu.

### 7.3. Aplikace srážky za minoritu

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

Jak je uvedeno v kapitole č. 2 - *Popis předmětu ocenění (akcií společnosti TZP, a.s.)*, předmětem dražby by měly být akcie v celkovém počtu 1 234 ks akcií s podílem na základním kapitálu ve výši 1,18%.

V daném případě se domnívám, že se v našem případě ocenění jedná o „učebnicový případ“, v němž je nutno tuto srážku za minoritu aplikovat. Jak je uvedeno v kapitole č. 1.9. „Kontrolní prémie“, resp. „srážka za minoritu“, podle mého názoru **se prokázala existence Většinového** (Hlavního či Majoritního) **akcionáře**, resp. několika akcionářů jednajících ve shodě – viz kapitola č. 3.3 - *Základní kapitál, struktura akcionářů, dispozice s akciemi*. Tato podmínka je nutná k diskusi ohledně zahrnutí případné srážky hodnoty na úrovni akcionářů.

Jak je uvedeno v kapitole č. 3.3 - *Základní kapitál, struktura akcionářů, dispozice s akciemi*, podle informací od Objednatele tohoto posudku jednají ve shodě akcionáři, kteří disponují celkovým počtem 103 100 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč s celkovým podílem na základním kapitálu Cílové společnosti ve výši 98,82%.

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

K úrovním hledaného diskontu se vyjadřuje řada odborníků v literatuře. Dle našeho názoru je v našem případě možno aplikovat zjištění z publikace Bellinger, B., Vahl, G. – *Unternehmensbewertung in Theorie und Praxi* (Wiesbaden, Tabler 1992). Tuto problematiku převzal také profesor Mařík v rámci publikace Miloš Mařík - *Metody oceňování podniků* (Ekopress, Praha 2003).

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

Tabulka č. 35: Srážka za minoritu

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

Ačkoliv model z uvedené publikace je vztažen k akciím, stejně tak jej lze použít pro obchodní podíly. Z výše uvedeného vyplývá, že při vlastnictví akcií v souhrnné jmenovité hodnotě odpovídající podílu 1,18% na základním kapitálu a při existenci tzv. „velkoakcionáře“, se k akci v držení Minoritního akcionáře vztahuje srážka na úrovni 50%. Definice tzv. „velkoakcionáře“ publikace neuvádí, dá se ovšem předpokládat, že držba akcií s podílem 98,82% na základním kapitálu tuto definici splňuje.

Výpočet hodnoty čistého obchodního majetku, připadající na každou jednotlivou akcii, která by měla být předmětem dražby (neboť jejich souhrnná jmenovitá hodnota odpovídá pouze podílu ve výši 1,18%), byl následující (*údaje jsou přiměřeně zaokrouhleny*):

- hodnota čistého obchodního majetku Cílové společnosti, připadající na každou jednu akcii o jmenovité hodnotě 600 Kč před zohledněním srážky za minoritu => 528 Kč;
- srážka ve výši 50% => 264 Kč (tj. 528 Kč \* 50%);
- hodnota čistého obchodního majetku Cílové společnosti, připadající na každou jednu akcii o jmenovité hodnotě 600 Kč po zohlednění srážky za minoritu => 264 Kč (tj. 528 Kč minus 264 Kč);
- hodnota čistého obchodního majetku Cílové společnosti, připadající na celkový počet 1 234 ks kmenových akcií společnosti TZP, a.s., ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč po zohlednění srážky za minoritu => 325 776 Kč (tj. 264 Kč \* 1 234 ks), resp. **326 tis. Kč** po přiměřeném zaokrouhlení.

**Hodnota čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s., připadající na celkový počet 1 234 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč, byla k 30.9.2014 v souladu s použitými principy výše uvedených metodických postupů stanovena ve výši 326 tis. Kč.**

#### 7.4. Hodnota versus cena

Pokud budu vycházet z *ust. § 13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách, ve znění pozdějších předpisů, resp. ust. § 33 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů*, je zřejmé, že legislativa požaduje po Znalci pro účely veřejné nedobrovolné dražby



zjištění či odhad ceny předmětu dražby. Domnívám se, že úkolem Znalce nemůže být zjištění či odhad ceny, nýbrž hodnoty. Cenu předmětu dražby určí dle mého názoru až samotný průběh dražby. Hodnota není skutečnost, ale odhad pravděpodobné ceny (viz např. kapitola č. 1.3 MAŘÍK, Miloš, *Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011), z čehož nepřímo plyne, že zjištěná (odhadnutá) cena může být odlišná od hodnoty.

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

## 8. ČÁSTKA, KTEROU SE OCEŇUJÍ AKCIE SPOLEČNOSTI TZP, A.S., KTERÉ BUDOU PŘEDMĚTEM DRAŽBY

Hodnota (cena) každé jedné kmenové akcie společnosti TZP, a.s., ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě 600 Kč, z celkového počtu 1 234 ks akcií, které budou předmětem veřejné nedobrovolné dražby, byla k datu 30.9.2014 v souladu s výše popsanou metodikou tohoto znaleckého posudku a po zohlednění srážky za minoritu stanovena na částku

264 Kč

*(Slovy: Dvě stě šedesát čtyři korun českých)*

Hodnota (cena) celkového počtu 1 234 ks kmenových akcií společnosti TZP, a.s., ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč, které budou předmětem veřejné nedobrovolné dražby, byla k datu 30.9.2014 v souladu s výše popsanou metodikou tohoto znaleckého posudku stanovena na částku

326 tis. Kč.

*(Slovy: Tři sta dvacet šest tisíc korun českých)*

Otisk znalecké pečeti



Podpis Znalce

.....  
Ing. Rastislav Machů

## 9. CELKOVÁ REKAPITULACE

- Objednatel tohoto znaleckého posudku jsem byl požádán o zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti TZP, a.s., IČ 481 71 581, a to pro účely veřejné nedobrovolné dražby.
- Předmětem tohoto znaleckého posudku je **zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti TZP, a.s. pro účely veřejné nedobrovolné dražby.**
- Popis předmětu ocenění je specifikován *v kapitole č. 2 - Popis předmětu ocenění.* Od Objednatele tohoto znaleckého posudku jsem měl informaci v tom smyslu, že předmětem dražby by měl být celkový počet 1 234 ks kmenových akcií společnosti TZP, a.s., ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč. Úhrnná jmenovitá hodnota těchto akcií odpovídá podílu ve výši 1,18% na základním kapitálu Cílové společnosti.
- Objednatel znaleckého posudku je společnost **CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.**, IČ 277 58 419. Znalecký posudek zpracoval Ing. Rastislav Machů, znalec v oboru ekonomika, ceny a odhady se zvláštní specializací podniků. Pro zpracování tohoto znaleckého posudku nevznikla povinnost jmenování Znalce soudem.
- Základní charakteristika společnosti TZP, a.s. je následující:

Tabulka č. 36: Základní identifikace společnosti TZP, a.s.

<b>Obchodní firma</b>	TZP, a.s.
<b>Sídlo</b>	Hlinsko, Třebízského 92, PSČ 539 01
<b>IČ</b>	481 71 581
<b>Právní forma</b>	Akciová společnost
<b>Den zápisu do Obchodního rejstříku</b>	1.10.1993
<b>Předmět podnikání</b>	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
<b>Způsob jednání za společnost</b>	Každý člen představenstva může společnost samostatně zastupovat ve všech záležitostech. Představenstvo pověří jednoho člena právním jednáním vůči zaměstnancům společnosti. Členové představenstva za společnost podepisují tak, že kterýkoliv z nich k názvu společnosti či otisku razítka společnosti připojí svůj podpis.

- Základnou pro zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti TZP, a.s. v tomto znaleckém posudku je **objektivizovaná (tržní) hodnota.**
- V průběhu prací na tomto znaleckém posudku jsem se nesetkal **s žádnými zvláštními (neobvyklými) potížemi**, které by byly nadstandardní při obdobné práci.
- Zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti TZP, a.s. pro účely veřejné nedobrovolné dražby je prováděno ke dni **30.9.2014.**
- Ocenění je prováděno v souladu se zásadou „**Stand-alone basis**“, tj. oceňuje se tak, jako by nenastaly skutečnosti, kvůli kterým je ocenění prováděno. Ocenění je prováděno za

předpokladu nezměněného pokračování podnikatelských aktivit společnosti TZP, a.s. i po uskutečnění veřejné nedobrovolné dražby (tzv. „going concern princip“).

- Za účelem zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti TZP, a.s. pro účely veřejné nedobrovolné dražby byly použity standardní metodické postupy, a to **substanční (majetková) metoda a účetní hodnota vlastního kapitálu**. V souladu s přiměřeně aplikovaným nepřímým požadavkem *ust. § 143 odst. 3 ZOK* bylo použito **vícero metodických postupů**.
- **Postup**, který jsem zvolil v případě zjištění ceny (hodnoty) akcií společnosti TZP, a.s., je **tříkrokový**, a to:
  - V prvním kroku jsem odhadl hodnotu čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s., která ve skutečnosti odpovídá hodnotě všech emitovaných akcií dané společnosti. Ke stanovení hodnoty čistého obchodního majetku jsem využil metodu na bázi účetní hodnoty vlastního kapitálu a substanční (majetkovou) metodu.
  - Ve druhém kroku jsem alikvótně propočítal hodnotu čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s. (*zjištěnou dle ad 1*), která připadá na každou jednu emitovanou akcii Cílové společnosti.
  - Jak je uvedeno v kapitole č. 1.9, „Kontrolní prémie“, resp. „srážka za minoritu“, s ohledem na předmět ocenění jsem při zpracovávání tohoto posudku uvažoval „kontrolní prémii“ Většinového (Hlavního, Majoritního) akcionáře z titulu velikosti jím drženého akciového podílu, resp. „diskont“ u akcií v držení Menšinových akcionářů odpovídajícím počtu dražených akcií. Podle mého názoru **se prokázala existence Většinového (Hlavního či Majoritního) akcionáře**, příp. několika akcionářů jednajících ve shodě – viz kapitola č. 3.3 - *Základní kapitál, struktura akcionářů, dispozice s akciemi*. Tato podmínka je nutná k diskusi ohledně zahrnutí případné srážky hodnoty na úrovni akcionářů.
- Hodnota čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s. byla pro účely veřejné nedobrovolné dražby v souladu s použitými principy **substanční (majetkové) metody** k 30.9.2014 stanovena **na úroveň 55 130 tis. Kč**.
- Hodnota jmění společnosti TZP, a.s. byla pro účely veřejné nedobrovolné dražby v souladu s použitými principy metody na bázi **účetní hodnoty vlastního kapitálu** k 30.9.2014 identifikována na úrovni **54 810 tis. Kč**.
- Pro účely stanovení hodnoty čistého obchodního majetku, resp. všech akcií emitovaných společností TZP, a.s., jsem se po zvážení dle mého názoru všech významných aspektů ovlivňujících rozhodování přiklonil k hodnotě vypočtené **substanční (majetkovou) metodu** (*důvody jsou popsány v kapitole č. 7 - Rozprava k dosaženým výsledkům*).
- **Hodnota čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s. byla pro účely veřejné nedobrovolné dražby v souladu s použitými principy výše popsaných metodických postupů k 30.9.2014 identifikována na úrovni 55 130 tis. Kč.**
- **Hodnota čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s., připadající na každou jednu kmenovou akcii, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité**

hodnotě 600 Kč, byla k 30.9.2014 v souladu s použitými principy výše uvedených metodických postupů stanovena ve výši 528 Kč (po přiměřeném zaokrouhlení na celé Kč). Tato cena (hodnota) neobsahuje vliv srážky za minoritu.

- Hodnota čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s., připadající na každou jednu kmenovou akcii, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě 600 Kč, byla k 30.9.2014 v souladu s použitými principy výše uvedených metodických postupů stanovena ve výši 264 Kč (po přiměřeném zaokrouhlení na celé Kč). Tato cena (hodnota) obsahuje vliv srážky za minoritu.
- Hodnota čistého obchodního majetku společnosti TZP, a.s., připadající na celkový počet 1 234 ks kmenových akcií, ve formě na jméno, v listinné podobě, o jmenovité hodnotě každé jedné 600 Kč, byla k 30.9.2014 v souladu s použitými principy výše uvedených metodických postupů stanovena ve výši 326 tis. Kč.





---

## 12. POUŽITÁ LITERATURA

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

- Miloš Mařík - Oceňování podniku (*Ekopress, Praha 1996*);
- Miloš Mařík - Určování hodnoty firem (*Ekopress, Havlíčkův Brod 1998*);
- Miloš Mařík – Metody oceňování podniků (*Ekopress, Praha 2007*);
- Miloš Mařík – Metody oceňování podniků (*Ekopress, Praha 2011*);
- Miloš Mařík – Metody oceňování podniků pro pokročilé (*Ekopress, Praha 2011*);
- Miloš Mařík - Metody oceňování podniků (*Ekopress, Praha 2003*);
- Pavla Maříková, Miloš Mařík - Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku (*Ekopress, Havlíčkův Brod 2001*);
- Hana Vomáčková – Účetnictví akvizicí, fúzí a jiných vlastnických transakcí (*BOVA POLYGON, Praha 2005*);
- Pavla Maříková, Miloš Mařík - Diskontní míra v oceňování (*VŠE, Praha 2001*);
- Karel Čada – Oceňování nehmotného majetku (*VŠE, Praha 2002*);
- Eva Kislingerová - Oceňování podniku (*C. H. Beck, Praha 1999*);
- Jan Mlčoch - Oceňování podniku (*LINDE, Praha 1998*);
- Petra Ručková – Finanční analýza, metody, ukazatele, využití v praxi (*GRADA Publishing, Praha 2007*);
- Tomáš Buss – Aplikace moderních metod oceňování v případě nekotovaných společností (*VŠE, Praha 2007*);
- Josef Valach a kolektiv - Finanční řízení podniku (*Ekopress, Praha 1997*);
- Zdenek S. Blaha, Irena Jindřichovská – Jak posoudit finanční zdraví firmy (*Management Press, Praha 1995*);
- Copeland, Koller, Murrin - Stanovení hodnoty firem (*VICTORIA PUBLISHING, Praha 1995*);
- Samuelson, Nordhaus - Ekonomie (*Svoboda, Praha 1991*);
- Heyne - Ekonomický styl myšlení (*VŠE, Praha 1991*);
- R.A.Brealey, S.C.Myers - Teorie a praxe firemních financí (*VICTORIA PUBLISHING, Praha 1992*);
- Ibbotson Associates – SBBI 2004 Valuation Edition Yearbook, Ibbotson Associates 2004;
- R.C.Clark - Firemní právo (*VICTORIA PUBLISHING, Hradec Králové 1992*).



## 13. PŘÍLOHY

- **Příloha č. 1** => Výpis z Obchodního rejstříku společnosti TZP, a.s.
- **Příloha č. 2** => Účetní výkazy společnosti TZP, a.s. k 30.9.2014
- **Příloha č. 3** => Souhrn ocenění čistého obchodního majetku substanční (majetkovou) metodou