

Znalecký posudek

2662-102/15

o hodnotě akcií společnosti Vodohospodářská
společnost Vrchlice – Maleč, a.s.

ZNALCKÝ POSUDEK

2662-102/15

**o hodnotě akcií společnosti Vodohospodářská
společnost Vrchlice – Maleč, a.s.**

Objednavatel:

CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.

Adresa

Brno, Veveří 111, PSČ 616 00

IČ

277 58 419

Spisová značka B 5249 vedená u Krajského soudu v Brně

Vypracoval

Kreston A&CE Consulting, s.r.o.

| Znalecký ústav

Adresa

Ptašínského 4, 602 00 Brno

Zastoupený

Ing. David Hrazdíra, jednatel společnosti

Bankovní spojení:

Sberbank CZ Brno, č. účtu 4100002909/6800

IČ

441 19 097

DIČ

CZ699001790 - člen skupiny Kreston A&CE Group

Spisová značka C 4037 vedená u Krajského soudu v Brně

Zpracovatelé

Ing. David Hrazdíra

Ing. Rostislav Čada, Ph.D.

Ing. Pavel Neugebauer

Účel posudku

Znalecký posudek je vypracován z důvodu stanovení hodnoty akcií emitovaných společností Vodohospodářská společnost Vrchlice-Maleč a.s., IČ: 463 56 967, pro účely jejich dražby.

Posudek obsahuje

77 stran textu včetně příloh

Posudek se předává

ve 3 vyhotoveních

Výtisk číslo

4 – archivní

Datum

V Brně dne 8. září 2015

OBSAH

1.	VŠEOBECNÉ ÚDAJE.....	2
1.1.	Úvod	2
1.2.	Den ocenění.....	2
1.3.	Prohlášení Znalce o nezávislosti	2
1.4.	Použitelnost Znaleckého posudku	2
2.	NÁLEZ.....	3
2.1.	Podklady pro zpracování Posudku.....	3
2.1.1.	Podklady poskytnuté Objednavatelem	3
2.1.2.	Podklady opatřené Znalcem a použitá literatura.....	3
2.1.3.	Ověření vstupních dat	4
2.2.	Popis předmětu ocenění.....	4
2.2.1.	Základní identifikace Společnosti	4
2.2.2.	Výchozí bilance Společnosti.....	5
2.3.	Strategická analýza.....	7
2.3.1.	Vývoj hospodářství.....	7
2.3.2.	Sektorová analýza	8
2.3.3.	SWOT analýza	10
2.3.4.	Závěry strategické analýzy.....	11
2.4.	Analýza výkazů Společnosti	11
2.5.	Finanční analýza poměrových ukazatelů Společnosti	14
2.5.1.	Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s.....	15
2.6.	Základní předpoklady obecné povahy	15
2.6.1.	Zvažované období.....	16
2.6.2.	Právní forma	16
2.6.3.	Daňová politika.....	16
2.6.4.	Inflace	16
2.6.5.	Ekonomické uspořádání a právní systém	16
2.6.6.	Účetní zásady	16
2.6.7.	Skutečnosti po dni ocenění.....	16
2.6.8.	Ostatní předpoklady.....	16
3.	POSUDEK	17
3.1.	Metodika oceňování.....	17
3.1.1.	Názvosloví	17
3.1.2.	Obecná metodika při oceňování.....	20
3.2.	Použitý způsob ocenění	23
3.2.1.	Detailní popis primární metody ocenění	24
3.2.2.	Specifické předpoklady ocenění metodou DCF společnosti.....	27
3.2.3.	Vlastní ocenění výnosovou metodou.....	48
3.3.	Majetkové ocenění na principu historických cen.....	51
3.4.	Závěrečné vyhodnocení	51
3.4.1.	Přepočet na hodnotu akcií pro účely dražby	51
4.	ZÁVĚR.....	53

1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE

1.1. Úvod

Znalecký posudek je vyhotoven na základě žádosti objednavatele, společnosti CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s., IČ: 277 58 419.

Posudek je vypracován za účelem stanovení hodnoty 1886 kusů kmenových akcií na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč emitovaných společností Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s. (v textu dále označena též jako „Společnost“), IČ: 463 56 967, které se nyní mají stát předmětem nedobrovolné veřejné dražby.

Znalecký posudek je vypracován za účelem stanovení hodnoty výše uvedených akcií pro veřejnou dražbu, tedy za účelem stanovení ceny předmětu dražby v místě a čase obvyklé podle §13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách a §33 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

1.2. Den ocenění

Stanovení hodnoty akcií společnosti Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s. je provedeno k datu 30.6.2015, což je den ocenění.

Ocenění 100% jmění, z něž je následně stanovena hodnota akcií emitovaných Společností, je prováděno podle stavu relevantních, zejména účetních podkladů a stavu majetku a závazků 30. června 2015. Události nám známé do dne zpracování posudku byly zohledněny.

1.3. Prohlášení Znalce o nezávislosti

Společnost Kreston A&CE Consulting, s.r.o., prohlašuje, že není ke Společnosti, Objednavateli, ani k jiným společníkům Společnosti ve vztahu personální či finanční závislosti, v zaměstnaneckém či obdobném právním vztahu, stejně tak jako se nepodílí na řízení či kontrole podnikání uvedené oceňované Společnosti.

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

1.4. Použitelnost Znaleckého posudku

Tento Znalecký posudek je použitelný jenom pro výše uvedený účel – tedy pro stanovení hodnoty akcií Společnosti jako předmětu nedobrovolné veřejné dražby podle §13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách a §33 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

2. NÁLEZ

2.1. Podklady pro zpracování Posudku

2.1.1. Podklady poskytnuté Objednavatelem

- Auditované rozvahy, výkazy zisků a ztrát Společnosti 31.12.2010-31.12.2014 včetně příloh k účetní závěrce
- Neauditovaná rozvaha a výkaz zisků a ztrát k 30.6.2015
- Vybrané informace z předvahy Společnosti k 31.12.2010-31.12.2014
- Výroční zpráva Společnosti za období 2011-2014
- Finanční výhled hospodářské činnosti Společnosti, primárně v podobě výkazu zisků a ztrát, pro období 2015-2019
- Sektorová analýza EuroAnalysis „Vodárenství“ (zdroj: www.securities.com)
- Finanční výkazy dceřiné společnosti KAPKA spol. s r.o. k 31.12.2014
- Informace o fungování společnosti na trhu, jejím postavení na tomto trhu;
- Doplnující informace od pověřených osob relevantní k ocenění Společnosti

2.1.2. Podklady opatřené Znalcem a použítá literatura

- Výpis z obchodního rejstříku společnosti Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s., vedeného Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 2377, pořízený prostřednictvím internetu
- Výpis z obchodního rejstříku společnosti CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s., vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 5249, pořízený prostřednictvím internetu
- Makroekonomická predikce ČR zpracovaná Ministerstvem financí (červenec 2015)
- Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících; ve znění zákona č. 322/2006 Sb., 227/2009 Sb. a zákona č. 444/2011 Sb.
- Vyhláška Ministerstva spravedlnosti ČSR č. 37/1967 Sb.
- Vyhláška Ministerstva financí č. 540/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku), ve znění vyhlášek č. 452/2003 Sb., č. 640/2004 Sb., č. 617/2006 Sb. a č. 76/2007 Sb. (účinnost od 13. 4. 2007)
- Obchodní zákoník č. 513/1991 Sb. ve znění pozdějších předpisů
- Zákon č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách
- Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu
- Zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku,
- Mezinárodní standardy pro oceňování IVS 1-4, The International Assets Valuation Standards Committee v březnu 1994
- Bjacek, P.: Překlad. Mezinárodní účetní standardy, Praha, AmiCom, 1994
- Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL)
- Dokument ČNB: Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE), verze 1.0, červenec 2010

- Copeland, T.; Koller, T.; Murrin, J.: Stanovení hodnoty firem, Victoria publishing 1994
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, Ekopress, Praha 2011
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, Ekopress, Praha 2007
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, Ekopress, Praha 2012, třetí doplnění a rozšířené vydání
- Mařík, M.: Určování hodnoty firem, Praha, Ekopress, 1998
- Mařík, M.: Diskontní míra v oceňování, Vysoká škola ekonomická 2001.
- Brealey R., Myers S.: Teorie a praxe firemních financí, Praha, Victoria Publishing, 1991
- Krabec T., Oceňování podniků a standardy hodnoty, Grada 2009
- Bradáč, A. a kol.: Soudní inženýrství, Akademické nakladatelství CERM, s.r.o.
- Ibbotson Associates – SBBI 2007 Valuation Edition Yearbook, Ibbotson Associates
- Ibbotson Associates – SBBI 2009 Valuation Edition Yearbook, Ibbotson Associates
- Ibbotson Associates – SBBI 2011 Valuation Edition Yearbook, Ibbotson Associates
- Ibbotson Associates – SBBI 2012 Valuation Edition Yearbook, Ibbotson Associates

2.1.3. Ověření vstupních dat

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

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

- Auditovaná rozvaha a výkaz zisků a ztrát Společnosti k 2010-2014;
- Neauditované výkazy Společnosti k 30.6.2015
- informace o neprovozním majetku;
- další informace o základních věcných faktorech fungování Společnosti v budoucnosti.

Poslední informace relevantní pro zpracování Posudku byly Znalcem získány a použity dne 7. září 2015. Ocenění je nutné revidovat, pokud se zásadně změní předpoklady, na kterých je ocenění založeno.

2.2. Popis předmětu ocenění

Posudek je vypracován za účelem stanovení hodnoty kmenových akcií na majitele v listinné podobě společnosti Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s., IČ: 463 56 967, z důvodu jejich dražby.

Primárním předmětem ocenění **bude podnik Společnosti** ve smyslu souboru majetku a závazků, od jehož hodnoty bude hodnota akcií odvozena.

2.2.1. Základní identifikace Společnosti

Společnost Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s. je charakterizována následujícími údaji (dle internetového zdroje: www.justice.cz):

Obchodní jméno:

Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s.

Sídlo

Kutná Hora, Ku Ptáku 387, PSČ: 28401

IČO

463 56 967

Den zápisu: 1.1.1994
Právní forma: Akciová společnost
Základní kapitál 515 807 000,- Kč

Akcie
Počet 466 278
Druh kmenové
Podoba listinné
Forma akcie na jméno
Jmenovitá hodnota 1 000,- Kč.

Akcie
Počet 49 529
Druh kmenové
Podoba Zaknihované
Forma akcie na majitele
Jmenovitá hodnota 1 000,- Kč.

Statutární orgán

předseda představenstva Ing. JIŘÍ ŠTĚPÁN
Růžová 842, Žižkov, 284 01 Kutná Hora
vznik funkce: 23. června 2014

Předmět podnikání Společnosti

- projektová činnost ve výstavbě
- provádění staveb, jejich změn a odstraňování
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
- silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí
- podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady

2.2.2. Výchozí bilance Společnosti

2.2.2.1. Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s.

Od pověřených osob Objednavatele Znaleckého posudku jsme obdrželi definici společnosti Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s. v podobě bilance sestavené k datu 30.6.2015, jež uvádíme níže.

Tabulka - Aktiva Společnosti ke dni 30.6.2015 (v tis. Kč)

OBDOBÍ	30.06.2015
AKTIVA CELKEM	1 293 862
Dlouhodobý majetek	1 086 237
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 306
Software	1 790

OBDOBÍ	30.06.2015
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	365
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	151
Dlouhodobý hmotný majetek	1 079 530
Pozemky	8 527
Stavby	994 740
Samostatné movité věci a soubory hmotných movitých věcí	61 998
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	8 250
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	6 015
Dlouhodobý finanční majetek	4 401
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	4 350
Jiný dlouhodobý finanční majetek	51
Oběžná aktiva	206 659
Zásoby	6 169
Materiál	6 086
Nedokončená výroba a polotovary	83
Dlouhodobé pohledávky	17 920
Pohledávky za společníky	1 300
Jiné pohledávky	16 620
Krátkodobé pohledávky	42 588
Pohledávky z obchodních vztahů	22 781
Stát - daňové pohledávky	57
Krátkodobé poskytnuté zálohy	2 225
Dohadné účty aktivní	15 431
Jiné pohledávky	2 094
Krátkodobý finanční majetek	139 982
Peníze	238
Účty v bankách	139 744
Časové rozlišení	966
Náklady příštích období	727
Příjmy příštích období	239

Tabulka - Pasiva Společnosti ke dni 30.6.2015 (v tis. Kč)

OBDOBÍ	30.06.2015
PASIVA CELKEM	1 293 862
Vlastní kapitál	1 189 137
Základní kapitál	515 807
Základní kapitál	515 807
Kapitálové fondy	447 709
Ážio	183 525
Ostatní kapitálové fondy	264 184
Fondy ze zisku	210 647
Rezervní fond	60 436
Statutární a ostatní fondy	150 211
Výsledek hospodaření minulých let	2 453
Nerozdělený zisk minulých let	2 453
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	12 521

OBDOBÍ	30.06.2015
Cizí zdroje	104 708
Rezervy	13 956
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	10 018
Ostatní rezervy	3 938
Dlouhodobé závazky	50 958
Jiné závazky	500
Odložený daňový závazek	50 458
Krátkodobé závazky	5 251
Závazky z obchodních vztahů	23 184
Závazky k zaměstnancům	2 760
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 603
Stát - daňové závazky a dotace	-31 890
Krátkodobé přijaté zálohy	5 080
Dohadné účty pasivní	4 496
Jiné závazky	18
Bankovní úvěry a výpomoci	34 543
Bankovní úvěry dlouhodobé	30 173
Krátkodobé bankovní úvěry	4 370
Časové rozlišení	17
Výdaje příštích období	17

2.3. Strategická analýza

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

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

2.3.1. Vývoj hospodářství

V tabulce níže je zobrazena makroekonomická predikce dle internetového zdroje Ministerstva financí (zdroj: www.mfcr.cz)

Tabulka – Makroekonomická predikce

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

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

2.3.2. Sektorová analýza

Sektorová analýza byla zpracována s využitím dat finanční databáze evropských společností „AMADEUS“. Do výběrového vzorku srovnatelných společností byly zařazeny společnosti s primární činností odpovídající „NACE 3600 - Water collection, treatment and supply“, jež publikovaly v rámci uvedené databáze svoje finanční data pro období 2011-2013 (níže jsou uvedeny data 2013).

Tabulka – Konkurenční subjekty Společnosti 2013

	Název Společnosti	Provozní příjem (Obrat) v tis. Kč 2013	EBITDA v tis. Kč 2013	EBITDA/Obrat
1.	VODÁRENSKÁ SPOLEČNOST TÁBORSKO, S.R.O.	146 876	134 124	91%
2.	VAK - VODOVODY A KANALIZACE JESENICKA, A. S.	58 261	27 820	48%
3.	SEVEROMORAVSKÉ VODOVODY A KANALIZACE OSTRAVA, A.S.	2 217 666	1 036 385	47%
4.	VODOVODY A KANALIZACE HAVLÍČKŮV BROD, A. S.	232 756	88 615	38%
5.	VODOVODY A KANALIZACE NÁCHOD, A.S.	220 548	73 285	33%
6.	VODOVODY A KANALIZACE MLADÁ BOLESLAV, A. S.	433 209	141 674	33%
7.	VODOHOSPODÁŘSKÁ A OBCHODNÍ SPOLEČNOST, A.S.	188 782	61 197	32%
8.	VODOVODY A KANALIZACE PŘEROV, A.S.	347 644	110 277	32%
9.	JIHOČESKÝ VODÁRENSKÝ SVAZ	250 599	77 932	31%
10.	VAK BRUNTÁL, A.S.	70 963	21 569	30%
11.	VODOVODY A KANALIZACE HODONÍN, A.S.	397 182	118 409	30%
12.	POVODÍ VLTAVY, S.P.	1 319 198	361 372	27%
13.	VODOVODY A KANALIZACE BŘECLAV, A.S.	308 204	83 674	27%
14.	VODOVODY A KANALIZACE VYŠKOV, A.S.	215 314	56 843	26%
15.	VODOHOSPODÁŘSKÁ SPOLEČNOST VRCHLICE - MALEČ, A.S.	207 798	54 259	26%

	Název Společnosti	Provozní příjem (Obrat) v tis. Kč 2013	EBITDA v tis. Kč 2013	EBITDA/Obrat
16.	VODOVODY A KANALIZACE VSETÍN, A.S.	361 555	94 231	26%
17.	POVODÍ OHŘE, S.P.	837 760	211 329	25%
18.	POVODÍ ODRY, S.P.	655 417	165 173	25%
19.	VODOVODY A KANALIZACE BEROUN, A.S.	297 300	74 719	25%
20.	PEVAK PELHŘIMOV, DRUŽSTVO	25 402	6 086	24%
21.	VODÁRENSKÁ SPOLEČNOST ČESKÁ TŘEBOVÁ, S. R.O.	47 650	11 411	24%
22.	VODOVODY A KANALIZACE ŽAMBERK, V.O.S.	18 472	4 398	24%
23.	VODOVODY A KANALIZACE KROMĚŘÍŽ, A.S.	290 325	65 758	23%
24.	POVODÍ MORAVY, S.P.	764 461	166 650	22%
25.	ORLICKÁ VODOHOSPODÁŘSKÁ SPOLEČNOST ČESKÁ TŘEBOVÁ S. R. O.	36 840	7 994	22%
26.	VODOTECHNICKÉ SLUŽBY, S.R.O.	14 150	3 007	21%
27.	VODOVODY A KANALIZACE JABLONNÉ NAD ORLICÍ, A.S.	246 251	51 115	21%
28.	VODÁRNY A KANALIZACE KARLOVY VARY, A.S.	724 775	148 939	21%
29.	TECHNICKÉ SLUŽBY RUDNÁ, A.S.	42 328	7 846	19%
30.	MĚSTSKÉ VODOVODY A KANALIZACE SKUTEČ, S. R.O.	14 043	2 534	18%
31.	MORAVSKÁ VODÁRENSKÁ, A.S.	1 340 724	239 409	18%
32.	BRNĚNSKÉ VODÁRNY A KANALIZACE, A.S.	1 658 051	274 217	17%
33.	VODOVODY A KANALIZACE VYSOKÉ MÝTO, S.R. O.	63 787	8 502	13%
34.	VENCL - SERVIS VODOVODY A KANALIZACE, S. R.O.	26 420	3 326	13%
35.	SEVEROČESKÉ VODOVODY A KANALIZACE, A.S.	4 581 644	574 480	13%
36.	KRÁLOVÉHRADECKÁ PROVOZNÍ, A.S.	745 351	92 505	12%
37.	OSTRAVSKÉ VODÁRNY A KANALIZACE A. S.	1 071 595	130 790	12%
38.	ČEVAK, A.S.	2 040 813	235 086	12%
39.	FRÝDLANTSKÁ VODÁRENSKÁ SPOLEČNOST, A.S.	46 379	5 301	11%
40.	VODÁRENSKÁ SPOLEČNOST CHRUDIM, A.S.	296 640	33 249	11%
41.	POVODÍ LABE, S.P.	983 153	109 714	11%
42.	ČESKOSKALICKÉ VODÁRNY, S.R.O.	24 566	2 576	10%
43.	RAVOS, S.R.O.	97 336	9 471	10%
44.	PRAŽSKÉ VODOVODY A KANALIZACE, A.S.	6 076 342	589 792	10%
45.	VODOHOSPODÁŘSKÁ SPOLEČNOST SOKOLOV, S.R. O.	331 844	30 716	9%
46.	VODAK HUMPOLEC, S.R.O.	120 826	10 690	9%
47.	VODÁRNA PLZEŇ, A.S.	1 224 785	108 347	9%
48.	VODOS, S.R.O.	260 463	22 915	9%
49.	VHOS, A. S.	181 996	15 588	9%
50.	STŘEDOČESKÉ VODÁRNY, A.S.	941 314	79 988	8%
51.	VODOHOSPODÁŘSKÁ SPOLEČNOST DOBŘÍŠ, S.R. O.	44 322	3 630	8%

	Název Společnosti	Provozní příjem (Obrat) v tis. Kč 2013	EBITDA v tis. Kč 2013	EBITDA/Obrat
52.	VODOVODYSPOL. S R.O.	48 534	3 944	8%
53.	1. SČV, A.S.	412 690	29 428	7%
54.	VODÁRENSKÁ SVITAVY, S.R.O.	65 188	4 223	6%
55.	VODOVODY A KANALIZACE MĚSTA KDYNĚ, S.R. O.	8 253	501	6%
56.	VODÁRENSKÁ AKCIOVÁ SPOLEČNOST, A.S.	1 695 454	88 504	5%
57.	KRNOVSKÉ VODOVODY A KANALIZACE, S. R. O.	59 097	3 060	5%
58.	TECHNICKÉ SLUŽBY TŘEŠŤ, S.R.O.	21 584	1 065	5%
59.	VODA ČERVENÝ KOSTelec, S.R.O.	21 332	1 041	5%
60.	TECHNICKÉ SLUŽBY MĚSTA OPOČNA, S.R.O.	27 248	1 325	5%
61.	ŠUMAVSKÉ VODOVODY A KANALIZACE, A.S.	138 112	6 327	5%
62.	KANALIZACE A VODOVODY STARÝ PLZENEC, A. S.	31 064	1 352	4%
63.	V-AQUARIUS-B, S.R.O.	12 284	534	4%
64.	ADAVAK, S.R.O.	36 587	1 433	4%
65.	VODOSPOL S. R. O.	71 501	1 607	2%
66.	MĚSTSKÉ VODOVODY A KANALIZACE, S.R.O. JAROMĚŘ	30 909	-967	-3%
67.	VODÁRENSKÁ SPOLEČNOST BEROUN, S.R.O.	6 626	n.a.	
68.	TECHNICKÉ SLUŽBY OBCE NOVÁ PEC, S.R.O.	5 024	n.a.	
	SUMA/medián	35 841 567		13%

Z dat uvedených výše je patrné, že podíl tržeb Společnosti na tržbách odvětví činí cca 0,6%, což lze označit za minoritní podíl.

Z dat je rovněž patrné, že zatímco střední hodnota (medián) ukazatele EBITDA/Obrat za celé odvětví činí 13%, v případě Společnosti byla kalkulována nadprůměrná hodnota tohoto podílu ve výši 26% (průměr za období 2010-2014).

2.3.3. SWOT analýza

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

Silné stránky

- **Stabilní hospodaření** generující opakovaně kladné hodnoty hospodářského výsledku
- **V minulosti hodnotově významné investice** vytvářející předpoklad stabilního hospodaření v budoucnu
- **V minulosti stabilní výše doby obratu pohledávek**

Slabé stránky

- **Proměnlivá, dlouhodobě nízká úroveň likvidity** v průběhu sledovaného období
- **Proměnlivá doba obratu závazků** v průběhu sledovaného období

Příležitosti

- **Přidělené dotace** a s tím spojená možnost investičních akcí
- **Navýšení aktivit v oblasti vedlejších podnikatelských činností,**

Ohrožení

- **Exogenní faktory:** Provozní činnost Společnosti a dosažený hospodářský výsledek závisí mj. na vnějších faktorech (světové ceny vstupních komodit, výše úrokových sazeb atd.), jež Společnost ani její zástupci nejsou schopni ovlivnit.
- **Potenciální omezení dotací** v budoucím období

2.3.4. Závěry strategické analýzy

V návaznosti na dílčí závěry uvedené v rámci jednotlivých subkapitol kapitoly 2.3 Strategická analýza je možné shrnout data následovně:

- 1) **S ohledem na velikost a úroveň otevřenosti české ekonomiky lze i nadále předpokládat, že vnější prostředí bude působit** na makroekonomický vývoj v České republice. Ekonomický vývoj v České republice v následujícím období **lze hodnotit v závislosti na míře intenzity negativních dopadů světové finanční krize.**
- 2) **Společnost disponuje určitými strategickými konkurenčními výhodami** (viz SWOT analýza), jejichž existence může být zárukou, že Společnost se na trhu udrží svůj tržní podíl.
- 3) Všechny výše uvedené body nás vedou k závěru, že existuje podložená možnost, že s ohledem na svůj potenciál Společnost v budoucnu svůj podíl na příslušném trhu udrží.

2.4. Analýza výkazů Společnosti

V rámci následujících subkapitol byla provedena finanční analýza předmětu ocenění, tedy Společnosti za období let 2010-2014.

Absolutní hodnoty netto aktiv

Ve sledovaném období zaznamenala Společnost dílčí nárůst hodnoty celkových aktiv. Zatímco stálá aktiva zaznamenala ve sledovaném období proměnlivé tendence, hodnotově méně významná oběžná aktiva zaznamenala ve sledovaném období nárůst (vyjma posledního roku), způsobený primárně růstem krátkodobých pohledávek, přičemž ostatní položky vykazovaly ve sledovaném období proměnlivý vývoj.

Tabulka - Vývoj Aktiv od 31.12.2010 do 31.12.2014 (tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
AKTIVA CELKEM	1 232 654	1 231 739	1 322 693	1 366 575	1 307 034
Dlouhodobý majetek	1 042 488	998 477	1 094 268	1 118 308	1 115 789
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 853	3 755	3 512	2 981	2 325
Dlouhodobý hmotný majetek	1 035 285	990 372	1 086 406	1 110 977	1 109 114
Dlouhodobý finanční majetek	4 350	4 350	4 350	4 350	4 350
Oběžná aktiva	187 699	231 231	227 577	245 370	189 450
Zásoby	5 591	5 795	9 830	7 439	6 404
Dlouhodobé pohledávky	27 724	52 181	50 294	22 000	19 983

OBDOBÍ	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Krátkodobé pohledávky	33 870	39 203	42 570	96 819	38 599
Krátkodobý finanční majetek	120 514	134 052	124 883	119 112	124 464
Časové rozlišení	2 467	2 031	848	2 897	1 795

Absolutní hodnoty pasív

Analogicky s předchozím zaznamenala společnost dílčí nárůst celkových pasiv způsobený proměnlivým vývojem cizích zdrojů, přičemž položka Vlastní kapitál vykazovala ve sledovaném období rovněž pouze dílčí nárůst. Nárůst cizích zdrojů (vyjma posledního roku) byl způsoben primárně růstem krátkodobých závazků, přičemž ostatní položky vykazovaly spíše proměnlivé tendence.

Tabulka - Vývoj Pasiv od 31.12.2010 do 31.12.2014 (tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
PASIVA CELKEM	1 232 654	1 231 739	1 322 693	1 366 575	1 307 034
Vlastní kapitál	1 111 643	1 118 070	1 136 571	1 163 120	1 176 997
Základní kapitál	515 807	515 807	515 807	515 807	515 807
Kapitálové fondy	435 727	435 727	435 727	447 590	447 709
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	149 329	158 041	164 092	182 438	196 908
Výsledek hospodaření minulých let	1 400	1 659	1 889	2 015	2 172
Výsledek hospodaření běžného účetního období	9 380	6 836	19 056	15 270	14 401
Cizí zdroje	119 865	106 309	183 754	200 695	129 614
Rezervy	1 400	3 706	6 938	11 746	15 108
Dlouhodobé závazky	59 911	56 870	56 810	53 482	50 958
Krátkodobé závazky	16 992	11 540	79 033	87 814	24 635
Bankovní úvěry a výpomoci	41 562	34 193	40 973	47 653	38 913
Časové rozlišení	1 146	7 360	2 368	2 760	423

Analýza provozních nákladů a výnosů Společnosti

Ve sledovaném období je patrná stabilní dílčí růst výše Výkonů, dlouhodobý růst Přidané hodnoty i proměnlivý vývoj položky Provozního výsledku hospodaření.

Tabulka – Výkaz zisků a ztrát Společnosti od 31.12.2010 do 31.12.2014 (tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Obchodní marže	0	0	0	0	0
Výkony	182 829	182 906	214 073	205 527	202 567
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	179 184	180 576	200 639	201 034	198 221
Změna stavu zásob vlastní výroby	-7 693	-8 731	12 435	436	-9 186
Aktivace	11 338	11 061	999	4 057	13 532
Výkonová spotřeba	84 833	85 448	101 137	89 666	82 198
Spotřeba materiálu a energie	57 498	56 091	62 694	58 526	58 825
Služby	27 335	29 357	38 443	31 140	23 373
Přidaná hodnota	97 996	97 458	112 936	115 861	120 369
Osobní náklady	50 768	50 309	52 000	54 591	56 265
Mzdové náklady	36 923	36 681	37 801	39 673	40 427

OBDOBÍ	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	362	219	254	286	795
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	12 463	12 400	12 854	13 470	13 869
Sociální náklady	1 020	1 009	1 091	1 162	1 174
Daně a poplatky	773	976	846	924	1 018
Odpisy dlh. nehmotného a hmotného majetku	37 187	35 721	34 260	36 554	39 805
Tržby z prodeje dlh. majetku a materiálu	3 676	326	654	555	323
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	3 423	0	21	338	1
Tržby z prodeje materiálu	253	326	633	217	322
Zůstatková cena prodaného dlh. majetku a materiálu	2 181	276	433	726	226
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	1 970	276	0	573	0
Prodáný materiál	211	0	433	153	226
Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-865	2 329	-599	4 625	-290
Ostatní provozní výnosy	732	522	161	1 716	816
Ostatní provozní náklady	2 791	2 286	4 551	3 007	6 138
Provozní výsledek hospodaření	9 569	6 409	22 260	17 705	18 346
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	596	370	555	250
Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	596	370	555	250
Změna stavu rezerv a OP ve finanční oblasti	0	0	304	-283	-22
Výnosové úroky	878	965	904	680	401
Nákladové úroky	0	0	0	105	604
Ostatní finanční náklady	173	138	168	163	138
Finanční výsledek hospodaření	705	1 423	802	1 250	-69
Daň z příjmů za běžnou činnost	898	1 023	4 006	3 685	3 876
-splatná	0	0	0	0	0
-odložená	898	1 023	4 006	3 685	3 876
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	9 376	6 809	19 056	15 270	14 401
Mimořádné výnosy	4	27	0	0	0
Daň z příjmů za mimořádnou činnost	0	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	4	27	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	9 380	6 836	19 056	15 270	14 401
Výsledek hospodaření před zdaněním	10 278	7 859	23 062	18 955	18 277

V tabulce níže je uvedena analýza základních výkonnostních ukazatelů:

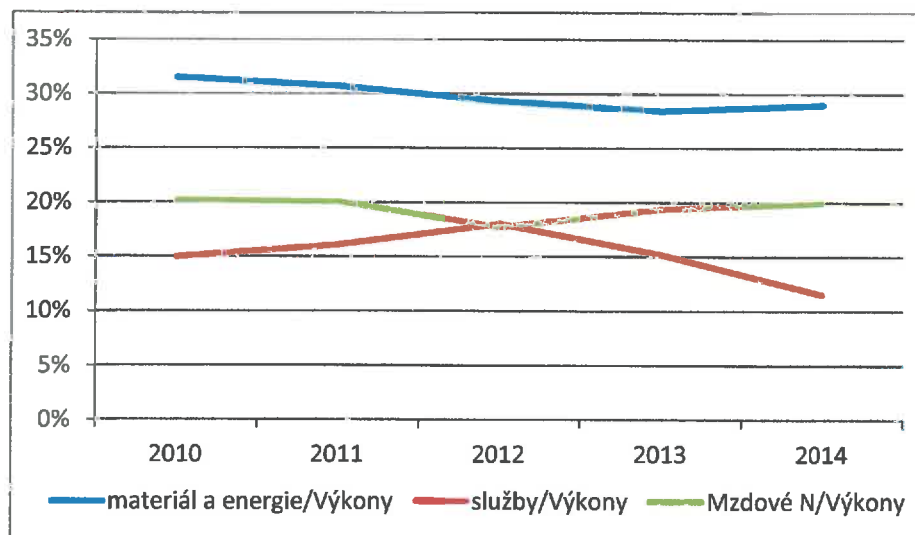
Tabulka – Finanční analýza základních výkonnostních ukazatelů (v %)

OBDOBÍ	2010	2011	2012	2013	2014
míra růstu - Výkony	0%	0%	17%	-4%	-1%
Výkonová spotřeba/Výkony	46%	47%	47%	44%	41%
materiál a energie/Výkony	31%	31%	29%	28%	29%
služby/Výkony	15%	16%	18%	15%	12%
Mzdové N/Výkony	20%	20%	18%	19%	20%
N na soc. a zdr. Pojišť/Mzdové N	34%	34%	34%	34%	34%
Soc. N/Mzdové N	3%	3%	3%	3%	3%
Daně a poplatky/Výkony	0%	1%	0%	0%	1%
OPV/Výkony	0%	0%	0%	1%	0%
OPN/Výkonová spotřeba	3%	3%	4%	3%	7%

Z výše uvedené tabulky je patrné následující:

- Proměnlivá míra růstu položky Výkony
- Dlouhodobě stabilní, resp. mírně klesající poměr položky Výkonová spotřeba/Výkony
- Dlouhodobě stabilní poměr Mzdové náklady/Výkony

Graf – Finanční analýza základních výkonnostních ukazatelů (v %)



Komentář:

Ve sledovaném období vykazují položky poměrových ukazatelů Výkonová spotřeba/Výkony a Mzdové náklady/Výkony dlouhodobě spíše stabilní hodnoty.

V následujícím grafu je provedena finanční analýza souhrnného ukazatele EBITDA, včetně jeho poměru k obratu, a to za období 2010-2014:

Graf – Analýza ukazatele EBITDA (v %)

OBDOBÍ	2010	2011	2012	2013	2014
EBITDA	45 891	44 459	55 921	58 884	57 861
obrat	187 237	183 754	214 888	207 798	203 706
EBITDA/obrat	25%	24%	26%	28%	28%

Komentář:

Z dat sledovaného období je patrný poměrně rovnoměrný vývoj EBITDA/obrat, resp. jeho dílčí nárůst po většinu sledovaného období.

2.5. Finanční analýza poměrových ukazatelů Společnosti

V rámci následující kapitoly byla provedena finanční analýza základních poměrových ukazatelů rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity společnosti, jejichž podíl finanční účasti je nedílnou součástí předmětu ocenění.

2.5.1. Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s.

V rámci následující kapitoly je provedena analýza poměrových ukazatelů Společnosti za období 2010-2014:

Tabulka – Finanční analýza poměrových ukazatelů

OBDOBÍ	2010	2011	2012	2013	2014
Rentabilita vlastního kapitálu	0,8%	0,6%	1,7%	1,3%	1,2%
Rentabilita celkového kapitálu	0,8%	0,6%	1,4%	1,1%	1,1%
Produkční síla (Rentabilita aktiv)	0,8%	0,6%	1,4%	1,1%	1,1%
Rentabilita tržeb	5,3%	3,5%	11,1%	8,8%	9,3%
Kvóta vlastního kapitálu	90,2%	90,8%	85,9%	85,1%	90,1%
Úrokové zatížení (Úrokové krytí)	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	3,2%
Míra úplatného cizího kapitálu	34,3%	30,1%	22,0%	23,4%	29,9%
Peněžní likvidita	4,0	8,2	1,4	1,2	3,7
Pohotová likvidita	5,2	10,6	1,9	2,2	4,9
Celková likvidita	5,4	11,0	2,0	2,3	5,1
Doba obratu aktiv [dny]	2 511	2 490	2 406	2 481	2 407
Doba obratu pohledávek [dny]	36	36	44	34	34
Doba obratu zásob [dny]	11	12	18	14	12
Doba obratu závazků [dny]	34	16	246	312	47

Komentář:

Z dat je patrné, že ve sledovaném období vykazuje Společnost dlouhodobě rostoucí hodnoty ukazatelů rentability.

V oblasti zadlužení vykazuje společnost stabilně vysoké hodnoty kvóty vlastního kapitálu.

V oblasti likvidity vykazuje společnost dlouhodobě proměnlivé po celé období dostatečné hodnoty.

V oblasti aktivity vykazuje společnost poměrně stabilní výši doby obratu krátkodobých pohledávek z obch. styku, i zásob a naopak proměnlivou dobu obratu krátkodobých závazků z obch. styku.

2.6. Základní předpoklady obecné povahy

Dále jsou uvedeny rozhodující právní, ekonomické a ostatní předpoklady, které byly uvažovány pro účely našeho ocenění společností, jež jsou součástí předmětného oceňovaného vkladu.

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

2.6.1. Zvažované období

Za rozhodující z hlediska ocenění je považován stav Společnosti ke dni 30.6.2015. Pro ocenění Společnosti výnosovou metodou je relevantní finanční plán, který zahrnuje období do konce roku 2025. Toto období však nezobrazuje celou očekávanou životnost této společnosti, neboť pro účely ocenění tímto způsobem ocenění je předpokládáno její nepřetržité trvání. Další období od posledního roku plánu je pro účely ocenění modelováno pomocí kapitalizace budoucích volných peněžních toků majitelům i věřitelům společnosti – Free Cash Flow to the Firm za využití perpetuitního efektu.

2.6.2. Právní forma

Společnost Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s. jsou akciovou společností dle českého práva s veškerými specifiky úpravy této právní formy podnikání.

2.6.3. Daňová politika

Pro účely prognózy byl přijat předpoklad, že pro rok 2015 dále se v České republice pro daň z příjmu právnických osob uplatňuje daňová sazba ve výši 19 %.

2.6.4. Inflace

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

2.6.5. Ekonomické uspořádání a právní systém

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

2.6.6. Účetní zásady

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

2.6.7. Skutečnosti po dni ocenění

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

2.6.8. Ostatní předpoklady

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

3. POSUDEK

3.1. Metodika oceňování

3.1.1. Názvosloví

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

Cena

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

Hodnota

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

Komentář

Pro zdůvodnění přijaté metody ocenění je třeba zdůraznit, že oceňovatel nemůže zjistit „objektivní“ hodnotu společnosti, protože objektivní hodnota podniku neexistuje.

Společnost (podnik) má řadu objektivních vlastností, ale hodnota k nim nepatří. Podnik má například majetek, na jehož pořízení vynaložil určité náklady; lze odhadnout, za jaké náklady by majetek byl pořizován znovu. Lze také říci, kolik podnik zatím vynášel. Problém je však v tom, že nikoliv náklady nebo dosavadní (minulé) výnosy jsou určující pro hodnotu podniku.

Hodnota v ekonomickém slova smyslu je chápána jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. Ekonomická hodnota určitého statku má dvě základní stránky:

- Schopnost statku uspokojovat lidské potřeby tvoří užitnou hodnotu (Utility value)
- Pokud má statek užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může být předmětem směny a má směnnou hodnotu (value in exchange). Směnná hodnota vyjádřená v penězích vede k tržní ceně.

Hodnota závisí na budoucím užítku, který můžeme z držení společnosti (podniku) očekávat. Tyto užitky mohou mít nejrůznější podobu a v zásadě je můžeme rozdělit na užitek povahy finanční a užitek, který ve finanční podobě bezprostředně vyjádřen není (společenské postavení, vliv apod.).

Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (present value).

Výraz „očekávané budoucí příjmy“ vyjadřuje, že pokud předpokládáme neomezené trvání podniku, pak v dlouhém časovém horizontu můžeme příjmy pouze odhadnout nikoliv objektivně určit (rovněž v případě zjišťování likvidační hodnoty příjmy pouze odhadujeme!).

Z uvedeného vyplývají závěry:

- Hodnota podniku (společnosti) není objektivní vlastnost, protože je založena na projekci budoucího vývoje. Jedná se tedy o odhad.
- Pokud hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožňoval hledanou hodnotu určit.
- Hodnota je závislá jednak na účelu ocenění a jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována.

Z těchto závěrů vyplývá, že můžeme rozlišit několik kategorií hodnoty. Kategorie plynou z otázek:

- Kolik je ochoten za společnost zaplatit běžný zájemce, kolik bychom mohli dostat na trhu?
- Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?
- Jakou hodnotu lze považovat za nespornou?

Z těchto hledisek se vyvinuly čtyři základní přístupy k oceňování podniku:

- Tržní hodnota
- Subjektivní hodnota
- Objektivizovaná hodnota
- Komplexní přístup na základě Kolínské školy, která rozeznává různé funkce (poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová)

Všechny přístupy (hodnoty) mají své opodstatnění a každá se hodí pro jinou situaci.

- Subjektivní hodnota je hodnota pro konkrétní subjekt. Je založena především na budoucnosti, kam se promítají individuální očekávání daného subjektu. Tento přístup je vhodný při koupi/prodeji podniku a při rozhodování mezi sanací a likvidací.
- Tržní hodnota a objektivizované ocenění jsou vhodné v situacích, kdy by hodnota neměla být závislá na konkrétním subjektu. Zásadní odlišnost mezi těmito přístupy pak spočívá v tom, že objektivizované ocenění je založeno převážně na nesporných faktech (tzn. minulé a současné výsledky) a tržní hodnota vyjadřuje průměrné očekávání trhu ohledně budoucnosti.
- Tržní hodnota se používá při uvádění podniku na burzu nebo při prodeji společnosti, kdy není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl společnost pravděpodobně prodat.
- Objektivizovaná hodnota se používá tam, kde je v popředí prokazatelnost a současný stav tzn. při poskytování úvěru nebo při zjišťování reálné bonity podniku.

Pro ocenění jsou samozřejmě velmi důležité důvody pro ocenění – v zásadě je lze rozdělit do dvou skupin:

- Související s vlastnickými změnami – koupě, prodej, fúze
- Ostatní – změna právní formy, poskytnutí úvěru, v souvislosti se sanací apod.

Trh

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

Tržní hodnota

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

Výnosová hodnota

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

Věcná hodnota

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

Maximální a nejlepší použití

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

Cena administrativní

Cena zjištěná podle cenového předpisu

Cena pořizovací

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

Cena reprodukční

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

Časová cena

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

Cash flow

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

Goodwill

Hodnota, o kterou přesahuje souhrn předpokládaných budoucích příjmů současnou věcnou hodnotu. Kupující při koupi podniku kupuje zpravidla více než budovy, vybavení atd. Dostane rovněž některá souhrnná aktiva jako např. trh, další možnosti rozvoje na trhu pro něj novém, kvalifikované pracovníky a vedení podniku, ochrannou známku či obchodní značku a možnosti jejich využití.

3.1.2. Obecná metodika při oceňování

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

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

Výnosový přístup

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

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

Druhou používanou výnosovou metodou je metoda kapitalizovaných čistých zisků (výnosů, přínosů), která má dvě varianty analytickou a paušální. Paušální metoda je obdobou metody přímé

kapitalizace zisku. Paušální metoda je založena na historické úrovni zisku vztažené k míře kapitalizace.

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

Srovnávací přístup

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

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

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

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

Metody založené na analýze majetku - substanční

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

Majetkové ocenění lze členit:

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

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

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

- likvidační hodnotu na základě ČOM nebo VK
- reprodukční ceny

Metoda reprodukčních cen

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

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

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

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

Metoda účetní hodnoty na základě historických cen

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

Zjištění goodwill u substanční metody

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

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

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

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

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

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

Metoda likvidační hodnoty

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

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

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

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

3.2. Použitý způsob ocenění

Znalecký posudek je vyhotoven na základě žádosti objednavatele, společnosti CORPORATE FINANCE, a.s., IČ: 277 58 419.

Posudek je vypracován za účelem stanovení hodnoty kmenových akcií na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč emitovaných společností Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s., IČ: 463 56 967, které se nyní mají stát předmětem nedobrovolné veřejné dražby.

Společnost je dle našeho názoru a rovněž dle názoru auditora schopná pokračovat v další činnosti a je tedy splněn předpoklad tzv. „going concern“ principu.

Na základě provedené analýzy se domníváme, že Společnost není v situaci, která by oceňovatele opravňovala k zjištění likvidační hodnoty podniku. Společnost není ani v situaci, kdy předpokládá změnu podnikatelské činnosti, nicméně platí výše uvedené.

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

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

Metoda účetní hodnoty jmění společnosti na principu historických cen zachycuje specifickým způsobem hodnotu majetku a závazků k určitému datu. Za bezpochyby významnou výhodou této majetkové metody lze označit její průkaznost, neboť má podobu ocenění podle zásad platných v účetnictví. Dle stanoviska odborné veřejnosti však ocenění dle účetních cen nelze považovat za metodu ocenění zobrazující ověřitelně správně hodnotu jmění společnosti, a proto je vhodné tuto

metodu doplnit dalším způsobem ocenění. S ohledem na tyto skutečnosti ji tedy považujeme za podpůrnou metodu ocenění.

Majetkové ocenění položkovým přeceněním na tržní hodnotu jsme nezvažovali z několika důvodů. Prvním je skutečnost, že se jedná o majetek specifický a je nutné jej chápat jako celek, případně několik větších celků, přičemž se jedná o majetek převážně infrastrukturní, jehož pořizovací hodnota je sice velmi vysoká, ovšem je nutné vzít v úvahu také aktuální vlastnickou strukturu, která se promítá do způsobu jeho užívání a provozování. Vlastníkem jsou především obce a hlasovací práva jsou také omezena. Vysoká majetková hodnota se tak za současné situace promítá přes dosahované zisky (či potenciální výplatu dividend) do hodnoty draženého minoritního objemu akcií dle našich zjištění a výpočtů jen z části. Protože je však naším úkolem najít hodnotu akcií pro účely dražby, měli bychom hodnotit předmětné akcie z pohledu investora hledajícího zhodnocení své investice, na což majetková metoda ocenění neposkytuje správný náhled.

Základní metodou pro ocenění jmění Společnosti byla tedy zvolena výnosová metoda - metoda DCF entity. Jedná se o kvantifikaci hodnot toho majetku / závazků podniku, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow podniku. Při stanovení čistého cash flow Společnosti jsme vycházeli z rozvahy a výkazu zisků a ztrát k rozhodnému dni 30.6.2015 a podnikatelského plánu poskytnutého Společností doplněného o informace o strategických záměrech Společnosti.

S přihlédnutím k variantám odrážejícím míru návratnosti z hlediska požadavků racionálního investora zohledňujícího riziko spojené s danou investicí považujeme za základní metodu ocenění ve znaleckém posudku metodu výnosovou, tj. metodu diskontovaných peněžních toků (DCF entity).

3.2.1. Detailní popis primární metody ocenění

Výnosová metoda diskontovaného cash flow

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

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

kde

PVCF současná hodnota budoucích volných hotovostních toků,

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

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

i index období

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

Určení hotovostních toků k diskontování

Přiklonili jsme se k postupu, založeném na diskontování čistých hotovostních toků, tj. volné hotovosti vytvářené provozní a investiční činností společnosti, a dále upravené tak, aby bylo

zohledněno zdanění společnosti. Pro větší názornost uvádíme níže postup stanovení čistého hotovostního toku:

Provozní Příjmy před placením úroků a daní:

- Daně na Příjmy před placením úroků a daní
- + Změna v odložených daních
- = Čistý provozní zisk minus upravené daně
- + Odpisy
- + Úpravy o jiné bezhotovostní položky zahrnuté v Příjmech před placením úroků a daní
- = Hrubý peněžní příjem
- Investice do fixních aktiv
- +/- změna pracovního kapitálu
- Investice do ostatních čistých aktiv
- = Volný provozní hotovostní tok akcionářům i věřitelům Společnosti

Stanovení období explicitní projekce a výpočet konečné hodnoty

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

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

kde
TV konečná hodnota (budoucích volných hotovostních toků vytvořených za horizontem explicitně projektovaného období),
FCF_{T+1} stabilizovaná úroveň volného hotovostního toku v prvním roce po explicitním projektovaném období,
r_r míra výnosnosti kapitálu požadovaná investory pro terminální období (podrobněji viz níže),
g očekávaná dlouhodobá míra růstu volných hotovostních toků

a současná hodnota konečné hodnoty se určí jako

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

kde
T délka explicitního projektovaného období v letech
r míra výnosnosti kapitálu požadovaná investory pro explicitně projektované období

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

$$CHP = PVFCF + PVTV$$

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

$$EV = CHP - TÚCZ + NM - NZ$$

Odhad požadované výnosnosti kapitálu

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

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

Náklady vlastního kapitálu

Při určení požadovaných nákladů vlastního kapitálu jsme použili standardní postup založený na modelu oceňování kapitálových aktiv (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Tento model předpokládá, že tržní výnos akciového kapitálu je roven nákladům bezrizikového dluhového kapitálu plus prémie za riziko, která se rovná tržní odměně za riziko (rozdíl mezi očekávanou výnosností akciového trhu a bezrizikovou sazbou) násobené koeficientem vyjadřujícím příspěvek systematického rizika oceňované společnosti k riziku akciového trhu, obecně známým jako Beta koeficient. Požadovaný výnos vlastního kapitálu se tedy určí jako:

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

kde

R_E návratnost akciového kapitálu

R_F návratnost bezrizikového dluhu,

$E(R_M)$ očekávaná návratnost akciového trhu,

β koeficient vyjadřující systematické riziko výnosů akciového kapitálu společnosti

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

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

Náklady na cizí zdroje

Pro určení nákladů na cizí zdroje byly kalkulovány v souladu s poskytnutými informacemi uvedenými v rámci reportingového souboru předmětu ocenění.

Vážený průměr nákladu kapitálu

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

Stanovení diskontů za nelikviditu

U společností u nichž je předmětem ocenění nižší než 100%-ní podíl, je vhodné jejich hodnotu dále korigovat prostřednictvím diskontu za minoritu. Tyto úpravy vhodněji zachycují dopad kontroly vlastnictví v konkrétní společnosti.

V praxi se jedná o případy, kdy ocenění hodnoty vlastního kapitálu společnost odpovídající 100% podílu na majetku Společnosti není hledaným výsledkem, neboť úkolem znalce je zjistit hodnotu vztahujícímu se ke konkrétnímu podstatně menšímu podílu.

Diskonty a prémie se tedy aplikují na základnu zjištěnou běžným výnosovým oceněním společnosti. Diskonty a prémie aplikované dodatečně jen na určitý %-ní podíl na čistém obchodním majetku Společnosti zohledňují dodatečná rizika či užitek související s faktory nezohledněnými v celkovém ocenění, neboť se nevztahují k celku a působí tedy nerovnoměrně.

Výhody, nevýhody a rizika plynoucí ze stupně kontroly oceňovaného %-ního podílu na majetku Společnosti nejsou zachyceny přímo diskontní sazbou při ocenění výnosovou metodou diskontovaného cash-flow, neboť je nelze vztáhnout na závod jako celek, resp. netýkají se celého balíku akcií či podílů na společnosti. Dalo by se tedy říci, že se jedná o specifickou přírážku aplikovatelnou pouze na vybraný objem akcií či podílů. Diskont za minoritu by tak měl odrážet sníženou atraktivnost nižšího než 100% podílu na čistém obchodním majetku Společnosti vzhledem k možnostem vlastníka (společníka či akcionáře) kontrolovat a ovlivňovat závod s daným %-ním podílem na společnosti v držení spoluvlastníka (akcionáře či společníka).

3.2.2. Specifické předpoklady ocenění metodou DCF společnosti

3.2.2.1. Výchozí bilance společnosti

Výchozí bilance je nedílnou součástí předchozí kapitoly.

3.2.2.2. Finanční plán

Od zástupců Společnosti jsme získali finanční výhled Společnosti v podobě výkazu zisků a ztrát pro období 2015-2019, který jsme podrobili detailní analýze. Se zástupci Společnosti jsem konzultovali oprávněnost jednotlivých jeho položek. Pro následující období jsme této plánu prolongovali, a to s předpokladem dlouhodobě očekávané míry růstu výkonů 2% p.a., s ohledem na predikci poměrových ukazatelů i investiční politiku uvedenou níže.

Plán na roky 2015-2025 v podobě pro ocenění uvádíme v tabulce.

Tabulka – Plán parametrů provozního hospodářského výsledku (tis. Kč)

OBDOBÍ	1.-6.15	7.-12.15	2016	2017	2018	2019
TRŽBY						
Tržby z prodeje zboží	0	0	0	0	0	0
Výkony	101 702	111 111	217 964	221 903	226 143	230 537

OBDOBÍ	1-6.15	7-12.15	2016	2017	2018	2019
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	101 423	108 366	214 964	218 903	223 143	227 537
Změna stavu zásob vlastní výroby	274	-274	0	0	0	0
Aktivace	5	3 019	3 000	3 000	3 000	3 000
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	4 203	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	257		112	113	114	114
TRŽBY PROVOZNÍ CELKEM	106 162	111 111	218 076	222 017	226 258	230 651
NÁKLADY						
Náklady na prodané zboží	0	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	42 411	75 019	108 715	109 386	110 957	113 028
Spotřeba materiálu a energie	27 433	35 770	65 141	65 573	66 205	66 837
Služby	14 978	39 249	43 574	43 813	44 752	46 191
Osobní náklady	27 841	28 809	57 783	59 516	61 302	63 141
Mzdové náklady	19 567	21 137	41 518	42 763	44 046	45 368
Odměny členům orgánů společnosti	736	64	816	841	866	892
Náklady na SZP	6 831	7 133	14 243	14 670	15 111	15 564
Sociální náklady	707	475	1 206	1 242	1 279	1 317
Daně a poplatky	541	707	1 100	1 100	1 100	1 100
Náklady na prod. dlouh. majetek a materiál	3 470	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek	-1 506	1 506	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	1 996	749	2 200	2 200	2 300	2 300
NÁKLADY PROVOZNÍ CELKEM	74 753	106 790	169 798	172 203	175 659	179 569
Odpisy (účetní)	18 874	8 317	39 000	40 000	40 000	40 000
PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	12 535	-3 996	9 278	9 814	10 599	11 082

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

Tabulka – Plán parametrů provozního hospodářského výsledku (tis. Kč)

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
TRŽBY						
Tržby z prodeje zboží	0	0	0	0	0	0
Výkony	235 148	239 851	244 648	249 541	254 531	259 622
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	232 088	236 729	241 464	246 293	251 219	256 244
Změna stavu zásob vlastní výroby	0	0	0	0	0	0
Aktivace	3 060	3 121	3 184	3 247	3 312	3 378
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	0	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	117	119	121	124	126	129
TRŽBY PROVOZNÍ CELKEM	235 264	239 970	244 769	249 664	254 658	259 751
NÁKLADY						
Náklady na prodané zboží	0	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	115 289	117 594	119 946	122 345	124 792	127 288
Spotřeba materiálu a energie	68 174	69 537	70 928	72 347	73 794	75 270
Služby	47 115	48 057	49 018	49 998	50 998	52 018
Osobní náklady	64 404	65 692	67 006	68 346	69 713	71 107
Mzdové náklady	46 275	47 200	48 144	49 107	50 089	51 091

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Odměny členům orgánů společnosti	910	928	947	966	985	1 005
Náklady na SZP	15 875	16 193	16 517	16 847	17 184	17 527
Sociální náklady	1 344	1 371	1 398	1 426	1 455	1 484
Daně a poplatky	1 122	948	967	986	1 006	1 026
Náklady na prod. dlouh. majetek a materiál	0	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek	0	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	2 346	2 393	2 441	2 490	2 539	2 590
NÁKLADY PROVOZNÍ CELKEM	183 160	186 627	190 360	194 167	198 050	202 011
Odpisy (účetni)	38 944	38 621	38 566	38 690	39 016	39 184
PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	13 159	14 721	15 844	16 808	17 592	18 556

Predikce klíčových ukazatelů hospodářské činnosti Společnosti byla pro období 2015-2019 kalkulována v souladu s dodaným plánem. Pro následující období 2020-2025 predikujeme tyto ukazatele primárně dle hodnot z období 2019.

Tabulka – Predikce klíčových poměrových ukazatelů (%)

OBDOBÍ	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2025
míra růstu - Výkony	5,1%	2,4%	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%
Výkonová spotřeba/Výkony	55,2%	49,9%	49,3%	49,1%	49,0%	49,0%
materiál a energie/Výkony	29,7%	29,9%	29,6%	29,3%	29,0%	29,0%
služby/Výkony	25,5%	20,0%	19,7%	19,8%	20,0%	20,0%
Mzdové N/Výkony	19,1%	19,0%	19,3%	19,5%	19,7%	19,7%
N na soc. a zdr. Pojišť/Mzdové N	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%
Soc. N/Mzdové N	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Daně a poplatky/Výkony	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
OPV/Výkony	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
OPN/Výkonová spotřeba	2,3%	2,0%	2,0%	2,1%	2,0%	2,0%

Položku EBITDA, resp. provozní hospodářský výsledek před odpočtem odpisů a změn stavu rezerv a OP byl v návaznosti na historická data predikován pro období finančního plánu 2012-2025 následovně:

Tabulka – Predikce ukazatele EBITDA

OBDOBÍ	2015	2016	2017	2018	2019
EBITDA	35 730	48 278	49 814	50 599	51 082
Celkový obrat	217 273	218 076	222 017	226 258	230 651
EBITDA/celkový obrat	16%	16%	22%	22%	22%

Pozn.: Celkový obrat = Výkony+Tržby z dlh. majetku + Ostatní provozní výnosy

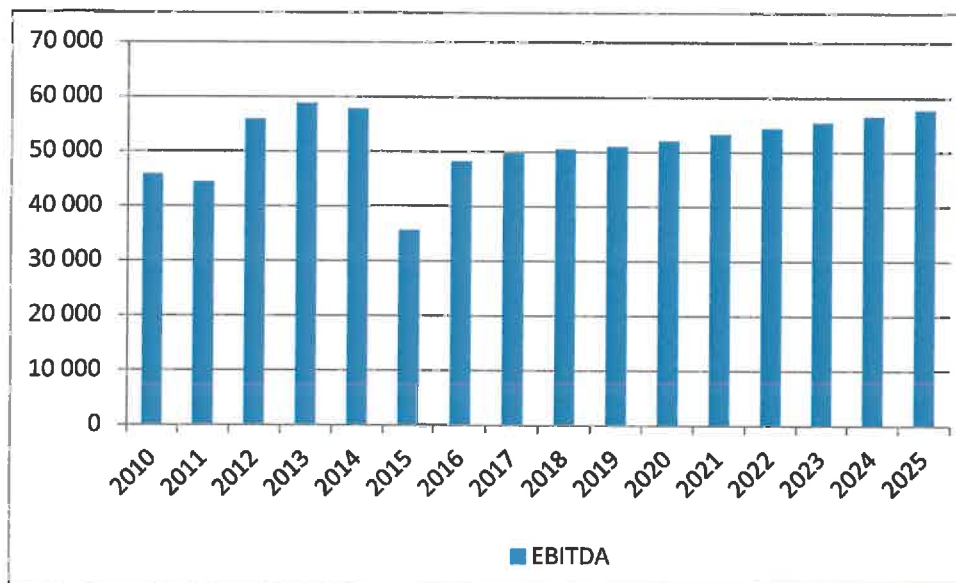
Tabulka – Predikce ukazatele EBITDA

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA	52 104	53 343	54 409	55 498	56 608	57 740
Celkový obrat	235 264	239 970	244 769	249 664	254 658	259 751
EBITDA/celkový obrat	22%	22%	22%	22%	22%	22%

Pozn.: Celkový obrat = Výkony+Tržby z dlh. majetku + Ostatní provozní výnosy

Z dat uvedených výše je patrný historický i očekávaný vývoj ukazatele EBITDA Společnosti pro období 2012-2025:

Graf – Vývoj provozního hospodářského výsledku před odpočtem odpisů (tis. Kč)



3.2.2.3. Finanční analýza finančního plánu

Na základě výše uvedeného lze provést kalkulaci jednotlivých parametrů finančního plánu rovněž pro období 2015-2025:

Tabulka - Finanční analýza finančního plánu

OBDOBÍ	2015	2016	2017	2018	2019
Rentabilita vlastního kapitálu	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%
Rentabilita celkového kapitálu	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%
Produkční síla (Rentabilita aktiv)	0,4%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%
Rentabilita tržeb	4,1%	4,3%	4,5%	4,7%	4,9%
Kvóta vlastního kapitálu	90,2%	91,0%	91,7%	92,1%	92,4%
Úrokové zatížení (Úrokové krytí)	4,9%	8,6%	6,5%	4,4%	2,6%
Míra úplatného cizího kapitálu	26,7%	20,9%	13,8%	9,6%	4,9%
Peněžní likvidita	2,1	2,6	3,3	4,5	6,1
Pohotová likvidita	2,8	3,4	4,3	5,6	7,3
Celková likvidita	2,9	3,5	4,4	5,8	7,5
Obrat [tis. Kč]	209 789	214 964	218 903	223 143	227 537
Doba obratu celkových aktiv [dny]	2 283,9	2 223,1	2 180,5	2 145,5	2 111,1
Doba obratu zásob [dny]	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8
Doba inkasa pohledávek [dny]	33,8	33,8	33,8	33,8	33,8
Doba úhrady závazků [dny]	47,2	47,2	47,2	47,2	47,2
Porovnání DIP-DUZ	-13,41	-13,41	-13,41	-13,41	-13,41

Pozn.: Obrat = Tržby za prodej vl. výrobků a služeb

Pro následující období finančního plánu 2020-2025 predikujeme jednotlivé ukazatele finanční analýzy následujícím způsobem:

Tabulka - Finanční analýza finančního plánu

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Rentabilita vlastního kapitálu	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,2%
Rentabilita celkového kapitálu	0,8%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%
Produkční síla (Rentabilita aktiv)	0,8%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%
Rentabilita tržeb	5,7%	6,2%	6,6%	6,8%	7,0%	7,2%
Kvóta vlastního kapitálu	92,7%	92,9%	92,9%	92,9%	93,0%	93,0%
Úrokové zatížení (Úrokové krytí)	0,9%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Míra úplatného cizího kapitálu	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Peněžní likvidita	7,2	7,8	8,0	8,0	8,2	8,4
Pohotová likvidita	8,6	9,2	9,3	9,4	9,6	9,7
Celková likvidita	8,8	9,4	9,6	9,6	9,8	10,0
Obrat [tis. Kč]	232 088	236 729	241 464	246 293	251 219	256 244
Doba obratu celkových aktiv [dny]	2 080,9	2 057,7	2 037,4	2 018,3	2 000,0	1 982,9
Doba obratu zásob [dny]	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8
Doba inkasa pohledávek [dny]	33,8	33,8	33,8	33,8	33,8	33,8
Doba úhrady závazků [dny]	47,2	47,2	47,2	47,2	47,2	47,2
Porovnání DIP-DUZ	-13,41	-13,41	-13,41	-13,41	-13,41	-13,41

Pozn.: Obrat = Tržby za prodej vl. výrobků a služeb

3.2.2.4. Pracovní kapitál

Projekce pracovního kapitálu je založena zejména na předpokladu obrátek u nejvýznamnějších položek pohledávek a závazků. Plán jednotlivých položek pracovního kapitálu je uveden dále v tabulkách, včetně plánu příslušné doby obratu. Náklady a výnosy, které jsou základnou pro výpočet obrátek, jsou uvedeny v tabulce. Provozní tržby = tržby z prodeje zboží + tržby za vl. výrobky a služby. Provozní náklady = náklady na prodané zboží + výkonová spotřeba.

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

OBDOBÍ	2015	2016	2017	2018	2019
Provozní tržby	209 789	214 964	218 903	223 143	227 537
Provozní náklady	117 430	108 715	109 386	110 957	113 028

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

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Provozní tržby	232 088	236 729	241 464	246 293	251 219	256 244
Provozní náklady	115 289	117 594	119 946	122 345	124 792	127 288

3.2.2.4.1. Krátkodobé pohledávky

Položky krátkodobé pohledávky z obchodního styku i krátkodobé jiné pohledávky byly predikovány dle očekávaných tržeb a rovněž doby obratu, jež pro účely ocenění považujeme za ekvivalentní tomuto parametru z období 2014.

Ostatní položky predikujeme s ohledem na jejich charakter i význam dle jejich historických hodnot.

Tabulka - Plán pohledávek Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	1.-6.2015	2015	2016	2017	2018	2019
POHLEDÁVKY Z OBCHODNÍCH VZTAHŮ						
Stav ke konci období	22 781	19 428	19 908	20 272	20 665	21 072
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	41,10	33,80	33,80	33,80	33,80	33,80
Průměrná meziroční změna	-4 424	3 353	-479	-365	-393	-407
STÁT - DAŇOVÉ POHLEDÁVKY						
Stav ke konci období	57	57	57	57	57	57
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0
OSTATNÍ POSKYTNUTÉ ZÁLOHY						
Stav ke konci období	2 225	3 394	3 394	3 394	3 394	3 394
Průměrná meziroční změna	1 169	-1 169	0	0	0	0
JINÉ POHLEDÁVKY						
Stav ke konci období	2 094	2 270	2 326	2 369	2 415	2 462
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	7,54	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95
Průměrná meziroční změna	51	-176	-56	-43	-46	-48
DOHADNÉ ÚČTY AKTIVNÍ						
Stav ke konci období	15 431	14 646	14 646	14 646	14 646	14 646
Průměrná meziroční změna	-785	785	0	0	0	0
POHLEDÁVKY CELKEM						
Stav ke konci období	42 588	39 795	40 331	40 738	41 177	41 631
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	76,84	69,24	68,48	67,93	67,35	66,78
Průměrná meziroční změna	-3 989	2 793	-535	-407	-439	-454

Tabulka - Plán pohledávek Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
POHLEDÁVKY Z OBCHODNÍCH VZTAHŮ						
Stav ke konci období	21 493	21 923	22 362	22 809	23 265	23 730
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	33,80	33,80	33,80	33,80	33,80	33,80
Průměrná meziroční změna	-421	-430	-438	-447	-456	-465
STÁT - DAŇOVÉ POHLEDÁVKY						
Stav ke konci období	57	57	57	57	57	57
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0
OSTATNÍ POSKYTNUTÉ ZÁLOHY						
Stav ke konci období	3 394	3 394	3 394	3 394	3 394	3 394
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0
JINÉ POHLEDÁVKY						
Stav ke konci období	2 511	2 562	2 613	2 665	2 719	2 773
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95
Průměrná meziroční změna	-49	-50	-51	-52	-53	-54
DOHADNÉ ÚČTY AKTIVNÍ						
Stav ke konci období	14 646	14 646	14 646	14 646	14 646	14 646
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0
POHLEDÁVKY CELKEM						
Stav ke konci období	42 102	42 582	43 072	43 571	44 081	44 600
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	66,21	65,65	65,11	64,57	64,05	63,53
Průměrná meziroční změna	-471	-480	-490	-499	-509	-520

3.2.2.4.2. Krátkodobé závazky

Položky krátkodobé závazky z obchodního styku i krátkodobé jiné byly predikovány dle očekávaných nákladů a rovněž doby obratu, jež pro účely ocenění považujeme za ekvivalentní tomuto parametru z období 2014.

Krátkodobé závazky k zaměstnancům a závazky ze sociálního a zdravotního pojištění byly predikovány ve výši 1/12 příslušných osobních nákladů.

Ostatní položky predikujeme s ohledem na jejich charakter i význam dle jejich historických hodnot.

Tabulka - Plán závazků Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	1-6 2015	2015	2016	2017	2018	2019
ZÁVAZKY Z OBCHODNÍCH VZTAHŮ						
Stav ke konci období	23 184	15 191	14 063	14 150	14 353	14 621
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	100,04	47,22	47,22	47,22	47,22	47,22
Průměrná meziroční změna	12 551	-7 993	-1 127	87	203	268
ZÁVAZKY K ZAMĚSTNANCŮM						
Stav ke konci období	2 760	3 392	3 460	3 564	3 671	3 781
Průměrná meziroční změna	-6	632	68	104	107	110
ZÁVAZKY ZE SOC. ZABEZPEČENÍ A ZDRAV. POJ.						
Stav ke konci období	1 603	1 164	1 187	1 223	1 259	1 297
Průměrná meziroční změna	-11	-439	23	36	37	38
STÁT - DAŇOVÉ ZÁVAZKY A DOTACE						
Stav ke konci období	-31 890	1 216	1 216	1 216	1 216	1 216
Průměrná meziroční změna	-33 106	33 106	0	0	0	0
KRÁTKODOBÉ PŘIJATÉ ZÁLOHY						
Stav ke konci období	5 080	4 740	4 740	4 740	4 740	4 740
Průměrná meziroční změna	340	-340	0	0	0	0
JINÉ ZÁVAZKY						
Stav ke konci období	18	1 211	1 122	1 128	1 145	1 166
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	0,08	3,77	3,77	3,77	3,77	3,77
Průměrná meziroční změna	-830	1 193	-90	7	16	21
DOHADNÉ ÚČTY PASIVNÍ						
Stav ke konci období	4 496	2 818	2 818	2 818	2 818	2 818
Průměrná meziroční změna	1 678	-1 678	0	0	0	0
ZÁVAZKY CELKEM						
Stav ke konci období	5 251	29 732	28 606	28 839	29 202	29 639
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	22,66	92,41	96,04	96,23	96,06	95,71
Průměrná meziroční změna	-19 384	24 481	-1 126	233	363	437

Tabulka - Plán závazků Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ZÁVAZKY Z OBCHODNÍCH VZTAHŮ						
Stav ke konci období	14 914	15 212	15 516	15 826	16 143	16 466
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	47,22	47,22	47,22	47,22	47,22	47,22
Průměrná meziroční změna	292	298	304	310	317	323
ZÁVAZKY K ZAMĚSTNANCŮM						
Stav ke konci období	3 856	3 933	4 012	4 092	4 174	4 258
Průměrná meziroční změna	76	77	79	80	82	83
ZÁVAZKY ZE SOC. ZABEZPEČENÍ A ZDRAV. POJ.						
Stav ke konci období	1 323	1 349	1 376	1 404	1 432	1 461

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Průměrná meziroční změna	26	26	27	28	28	29
STÁT - DAŇOVÉ ZÁVAZKY A DOTACE						
Stav ke konci období	1 216	1 216	1 216	1 216	1 216	1 216
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0
KRÁTKODOBÉ PŘIJATÉ ZÁLOHY						
Stav ke konci období	4 740	4 740	4 740	4 740	4 740	4 740
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0
JINÉ ZÁVAZKY						
Stav ke konci období	1 189	1 213	1 237	1 262	1 287	1 313
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	3,77	3,77	3,77	3,77	3,77	3,77
Průměrná meziroční změna	23	24	24	25	25	26
DOHADNÉ ÚČTY PASIVNÍ						
Stav ke konci období	2 818	2 818	2 818	2 818	2 818	2 818
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0
ZÁVAZKY CELKEM						
Stav ke konci období	30 056	30 482	30 916	31 359	31 810	32 271
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	95,16	94,61	94,08	93,55	93,04	92,54
Průměrná meziroční změna	417	426	434	443	452	461

3.2.2.4.3. Zásoby

Položky zásoby byly predikovány dle očekávaných tržeb a rovněž doby obratu, jež pro účely ocenění považujeme za ekvivalentní tomuto parametru z období 2014.

Tabulka – Zásoby (v tis. tis. Kč)

OBDOBÍ	1.-6.2015	2015	2016	2017	2018	2019
Stav ke konci období	6 169	6 778	6 945	7 072	7 209	7 351
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	11,13	11,79	11,79	11,79	11,79	11,79
Průměrná meziroční změna	235	-609	-167	-127	-137	-142

Tabulka – Zásoby (v tis. tis. Kč)

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Stav ke konci období	7 498	7 648	7 801	7 957	8 116	8 279
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	11,79	11,79	11,79	11,79	11,79	11,79
Průměrná meziroční změna	-147	-150	-153	-156	-159	-162

3.2.2.5. Provozní hotovost

Změna provozní hotovosti promítající v rámci provozního Cash flow období 2015-2025 byla plánována s ohledem na minimální požadovanou výši peněžní likvidity (kalkulována s ohledem na historickou výši peněžní likvidity i výši peněžní likvidity k datu ocenění) a rovněž s ohledem na plánovanou výši krátkodobých závazků a krátkodobých úročených cizích zdrojů, tedy následovně:

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

OBDOBÍ	30.6.2015	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019
Krátkodobý finanční majetek	139 982	114 072	124 126	146 748	177 388	209 273
Krátkodobé závazky - provozní	5 251	29 732	28 606	28 839	29 202	29 639
Krátkodobé bankovní úvěry	4 370	20 680	16 740	12 800	8 860	4 920
Krátkodobé finanční výpomoci	0	4 370	3 278	2 185	1 093	0
Peněžní likvidita	2665,82%	383,67%	433,92%	508,86%	607,46%	706,08%

OBDOBÍ	30.6.2015	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019
Optimální peněžní likvidita	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Provozní hotovost	1 050	5 946	5 721	5 768	5 840	5 928
Průměrná meziroční změna	3 877	-4 896	225	-47	-73	-87
NEPROVOZNÍ HOTOVOST	138 932	108 125	118 405	140 980	171 547	203 345

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

OBDOBÍ	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025
Krátkodobý finanční majetek	224 391	236 610	245 937	250 656	260 216	269 852
Krátkodobé závazky - provozní	30 056	30 482	30 916	31 359	31 810	32 271
Krátkodobé bankovní úvěry	980	0	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0
Peněžní likvidita	746,57%	776,23%	795,50%	799,32%	818,02%	836,20%
Optimální peněžní likvidita	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Provozní hotovost	6 011	6 096	6 183	6 272	6 362	6 454
Průměrná meziroční změna	-83	-85	-87	-89	-90	-92
NEPROVOZNÍ HOTOVOST	218 380	230 513	239 754	244 384	253 854	263 397

Z dat je patrné, že za optimální míru provozní peněžní likvidity považujeme v souladu s odbornou literaturou 20%.

3.2.2.6. Změna pracovního kapitálu – závěrečné shrnutí

Na základě výše uvedeného plánujeme celkový pohyb pracovního kapitálu promítající se do období finančního plánu 7.2015-2025 tedy následovně:

Tabulka – Celkový pohyb pracovního kapitálu (tis. Kč)

OBDOBÍ	7-12 2015	2016	2017	2018	2019
Zásoby (nárůst -/pokles +)	-609	-167	-127	-137	-142
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	2 793	-535	-407	-439	-454
Čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-4 896	225	-47	-73	-87
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	0	0	0	0	0
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	0	0	0	0	0
Závazky (nárůst +/pokles -)	24 481	-1 126	233	363	437
<i>z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)</i>	<i>632</i>	<i>68</i>	<i>104</i>	<i>107</i>	<i>110</i>
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	21 768	-1 603	-348	-285	-247

Tabulka – Celkový pohyb pracovního kapitálu (tis. Kč)

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Zásoby (nárůst -/pokles +)	-147	-150	-153	-156	-159	-162
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	-471	-480	-490	-499	-509	-520
Čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-83	-85	-87	-89	-90	-92
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	0	0	0	0	0	0
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	0	0	0	0	0	0
Závazky (nárůst +/pokles -)	417	426	434	443	452	461

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<i>z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)</i>	76	77	79	80	82	83
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0	0
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	-284	-290	-295	-301	-307	-313

3.2.2.7. Investice a odpisy

Od zástupců Společnosti jsme obdrželi plán investic pro období 2015-2019. Tento výhled jsme prozkoumali a konzultovali se zástupci Společnosti a použili do ocenění.

Predikci investic pro období 2020-2025 plánujeme v souladu s disponibilními daty s ohledem na celkovou sumu investic pro období finančního plánu, počínaje r. 2012 (první rok po hodnotově velmi významné investici v roce 2011, jež činila částku cca 128 mil. Kč a jejíž ekonomickou životnost odhadujeme minimálně na dobu 10ti let)

Účetní odpisy byly kalkulovány pro období 2015-2019 primárně dle dodaných podkladů, pro následující období dle poměru k odepisovatelnému majetku v předchozím období.

Účetní a daňové odpisy jsou kalkulovány ve stejné výši.

Tabulka - Historie investic a odpisů Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2012	2013	2014
DNM celkem	3 512	2 981	2 325
Odepisovaný DNM	3 512	2 981	2 325
DHM celkem	1 086 406	1 110 977	1 109 114
neodepisovaný DHM majetek (pozemky)	8 216	8 499	8 528
Odepisovaný DHM	1 078 190	1 102 478	1 100 586
Odepisovaný majetek celkem	1 081 702	1 105 459	1 102 911
Investice	128 229	60 311	37 257
účetní odpisy v T/ Odepisovaný majetek v čase T-1	3%	3%	4%
účetní odpisy	34 260	36 554	39 805

V návaznosti na výše uvedené informace byla provedena pro období finančního plánu kalkulace plánu investic i odpisů:

Tabulka - Plán investic a odpisů Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2015	2016	2017	2018	2019
DNM celkem	2384	2354	2302	2245	2185
Odepisovaný DNM	2 384	2 354	2 302	2 245	2 185
DHM celkem	1 137 140	1 122 970	1 098 322	1 071 079	1 043 039
neodepisovaný DHM majetek (pozemky)	8 528	8 528	8 528	8 528	8 528
Odepisovaný DHM	1 128 612	1 114 442	1 089 794	1 062 551	1 034 511
Odepisovaný majetek celkem	1 130 996	1 116 796	1 092 096	1 064 796	1 036 696
Investice	55 276	24 800	15 300	12 700	11 900
účetní odpisy v T/ Odepisovaný majetek v čase T-1	2%	3%	4%	4%	4%
účetní odpisy	27 191	39 000	40 000	40 000	40 000

Pro následující období finančního plánu Společnosti predikujeme položky účetních odpisů i investic následujícím způsobem:

Tabulka - Plán investic a odpisů Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
DNM celkem	2 167	2 164	2 171	2 189	2 199	2 210
Odepisovaný DNM	2 167	2 164	2 171	2 189	2 199	2 210
DHM celkem	1 034 457	1 032 981	1 036 083	1 044 936	1 049 399	1 054 561
neodepisovaný DHM majetek (pozemky)	8 528	8 528	8 528	8 528	8 528	8 528
Odepisovaný DHM	1 025 929	1 024 453	1 027 555	1 036 408	1 040 871	1 046 033
Odepisovaný majetek celkem	1 028 097	1 026 618	1 029 725	1 038 598	1 043 069	1 048 243
Investice	30 345	37 142	41 674	47 372	43 488	44 358
účetní odpisy v T/ Odepisovaný majetek v čase T-1	4%	4%	4%	4%	4%	4%
účetní odpisy	38 944	38 621	38 566	38 690	39 016	39 184

Pro období finančního plánu 2015-2025 predikujeme následující hodnoty:

- průměrnou výši investic v částce 33 140 tis. Kč
- průměrnou výši účetních odpisů v částce 38 110 tis. Kč

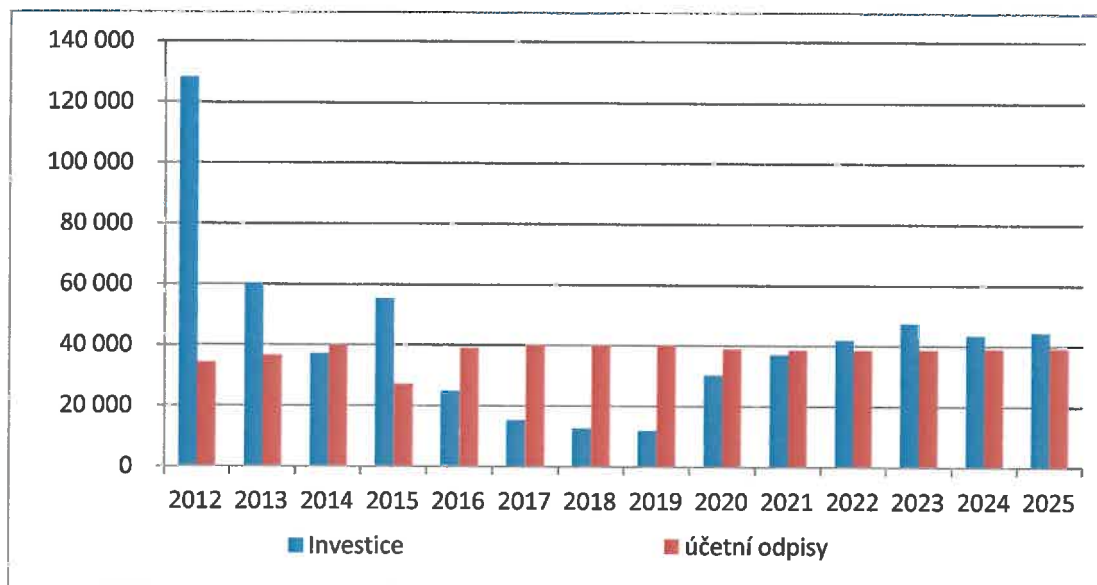
Srovnáme-li průměrné hodnoty včetně historického období 2012-2015, lze kalkulovat za období 2012-2025 následující hodnoty:

- průměrnou výši investic v částce 42 167 tis. Kč
- průměrnou výši účetních odpisů v částce 37 845 tis. Kč

Z výše uvedeného srovnání je patrné, že z dlouhodobého hlediska převyšují investice nad odpisy cca o 10%, lze tedy hovořit z tohoto pohledu o rovnovážném vývoji.

K výše uvedenému nutno podotknout, že se jedná výhradně o hodnoty investičních výdajů Společnosti, jež nejsou refundovány prostřednictvím dotací.

Graf – Historická i plánovaná výše investic i odpisů Společnosti (tis. Kč)



3.2.2.8. Způsob financování

Společnost eviduje k datu ocenění bankovní úvěry a výpomoci v celkové výši 34 543 tis. Kč. Od zástupců Společnosti jsme obdrželi plán financování pro následující období, k němuž jsme při kalkulacích přihlíželi.

Přehled o splácení a čerpání úvěrů je uveden níže:

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

OBDOBÍ	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022-2025
BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI								
<i>Kanalizace Kaňk-Malín</i>								
Úroková míra	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Stav k 1.1.	9 493	9 493	4 693	0	0	0	0	0
Čerpání (+)								
Splátka (-)	0	-4 800	-4 693					
Úrok	0	0	0	0	0	0	0	0
Stav k 31.12.	9 493	4 693	0	0	0	0	0	0
<i>Úvěr Skupinový vodovod Sv. Mikuláš</i>								
Úroková míra	4,11%	4,11%	4,11%	4,11%	4,11%	4,11%	4,11%	4,11%
Stav k 1.1.	20 680	20 680	16 740	12 800	8 860	4 920	980	0
Čerpání (+)								
Splátka (-)	0	-3 940	-3 940	-3 940	-3 940	-3 940	-980	
Úrok	850	769	607	445	283	121	20	0
Stav k 31.12.	20 680	16 740	12 800	8 860	4 920	980	0	0
<i>Krátkodobé finanční výpomoci</i>								
Úroková míra	3,07%	3,07%	3,07%	3,07%	3,07%	3,07%	3,07%	3,07%
Jiné úvěry	4 370	4 370	3 278	2 185	1 093	0	0	0
Čerpání (+)								
Splátka (-)		-1 093	-1 093	-1 093	-1 093			
Úrok	134	117	84	50	17	0	0	0
Stav k 31.12.	4 370	3 278	2 185	1 093	0	0	0	0
BANKOVNÍ ÚVĚRY CELKEM								
Stav k 1.1.	34 543	34 543	24 711	14 985	9 953	4 920	980	0
Čerpání (+)	0	0	0	0	0	0	0	0
Splátka (-)	0	-9 833	-9 726	-5 033	-5 033	-3 940	-980	0
Změna	0	-9 833	-9 726	-5 033	-5 033	-3 940	-980	0
Úrok	984	886	691	495	300	121	20	0
Stav k 31.12.	34 543	24 711	14 985	9 953	4 920	980	0	0

Pro období perpetuity stanovujeme v souladu s daty posledního období finančního plánu 2015-2025 hodnotu 0% výši zadlužení.

3.2.2.9. Kalkulace CF do perpetuity

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

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

Při kalkulaci CF do perpetuity jsme použili základní přístup:

- dle rentability investovaného kapitálu ekvivalentní WACC

Pro výpočet CF v perpetuitě platí tedy vztah:

$$CF_{2026} = [Upravený\ EBIT * (1 - \text{daň. sazba}) - NI] * (1 + \text{míra růstu}) \text{ kde,}$$

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

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

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

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

$$NI = [18\,556 * (1 - 0,19)] * (0,02 / 0,0941)$$

$$NI = 3\,193 \text{ tis. Kč}$$

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

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

$$CF \text{ do perpetuity} = [18\,556 * (1 - 0,19) - 3\,193] * (1 + 0,02)$$

$$CF \text{ do perpetuity} = 12\,074 \text{ tis. Kč}$$

Pro Období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu CF provozní každoročně ve výši 12 074 tis. Kč.

3.2.2.10. Diskontní míra

Pro stanovení nákladu kapitálu je nutné stanovit:

- Náklady vlastního kapitálu
- Náklady na cizí zdroje

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

3.2.2.10.1. Diskontní míra – náklady vlastního kapitálu

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu je nutné zjistit:

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

3.2.2.10.1.1. Bezriziková sazba

V srpnu 2015 (31.8.2015) činila průměrná výnosnost dlouhodobých dluhopisů ČR se splatností 10 let hodnotu 0,907% pro nákup a 0,848 % p.a. pro prodej. Výnosnost dluhopisů s nejdelší splatností (42 let) činila k uvedenému datu částku 2,581% pro nákup a 2,259 % pro prodej.

Tabulka – Sazba bezrizikových dluhopisů

Název	Cena		Výnos do doby splatnosti	
	Nákup	Prodej	Nákup	Prodej
ST. DLUHOP. VAR/15	100,094	100,174	0,062	-0,805
ST. DLUHOP. 6,95/16	102,72	103,15	0,14	-0,862
ST. DLUHOP. 0,50/16	100,47	100,73	-0,019	-0,304
ST. DLUHOP. VAR/16	100,35	100,54	0,089	-0,074
ST. DLUHOP. 4,00/17	106,72	106,95	-0,169	-0,303
ST. DLUHOP. VAR/17	102,33	102,54	0,026	-0,082
ST. DLUHOP. 0,85/18	101,92	102,28	0,092	-0,047
ST. DLUHOP. 4,60/18	113,39	113,68	0,072	-0,018
ST. DLUHOP. 5,00/19	117,49	117,88	0,137	0,04
ST. DLUHOP. 1,50/19	105,27	105,68	0,225	0,129
ST. DLUHOP. 3,75/20	117,43	117,89	0,256	0,173
ST. DLUHOP. VAR/20	99,95	100,35	0,099	0,024
ST. DLUHOP. 3,85/21	120,87	121,38	0,37	0,294
ST. DLUHOP. 4,70/22	128,7	129,38	0,529	0,445
ST. DLUHOP. VAR/23	107,15	107,85	0,197	0,11
ST. DLUHOP. 5,70/24	142,47	143,18	0,674	0,607
ST. DLUHOP. 2,40/25	114,27	114,88	0,907	0,848
ST. DLUHOP. 1,00/26	99,82	100,53	1,018	0,948
ST. DLUHOP. VAR/27	99,35	99,85	0,344	0,302
ST. DLUHOP. 2,50/28	113,8	114,65	1,335	1,269
ST. DLUHOP. 0,95/30	92,4	93,65	1,531	1,432
ST. DLUHOP. 4,20/36	140,45	142,05	1,875	1,801
ST. DLUHOP. 4,85/57	157,95	170,05	2,581	2,259

Zdroj: www.patria.cz

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

Pro období prvních deseti let finančního plánu tedy aplikujeme sazbu aktuální výnosnosti vládních dluhopisů **0,848% p.a.** a následně pro období perpetuity pak kalkulaci dle prof. E. Wengera vycházející ze srovnání aktuálních výnosnosti desetiletých dluhopisů a výnosnosti dluhopisů s nejdelší dobou splatnosti (tj. se splatností do r. 2057), jež v daném případě činí **2,98% p.a.**

3.2.2.10.1.2. Koeficient β

Koeficient beta je stanoven metodou analogie podle relevantních společností působících ve stejném odvětví v rámci evropského regionu. Jedná se o odvětví „Utility (Water)“, které se nám jeví jako nejbližší obory, ve kterých působí oceňovaná společnost. Nezádlužená beta je tedy pro účel výpočtu diskontu Společnosti kalkulována ve výši průměrné hodnoty s těchto odvětví **0,39**.

Tabulka - Stanovení beta metodou analogie

Odvětví	Počet firem	Beta	D/E poměr	Nezadlužená beta
Utility (Water)	15	0,71	94,30%	0,39

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

3.2.2.10.1.3. Riziková prémie pro vyspělé trhy

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

Nejvhodnějším základem pro výpočet historických premií jsou disponibilní data o vývoji kapitálových trhů v USA, a to za období 1928-2014 (www.damodaran.com). Základem pro výpočet přírážky za tržní riziko je tedy co možná nejdelší časová řada historických dat, z nichž je přírážka za tržní riziko kalkulována metodou průměrování. V souladu s českou i zahraniční odbornou literaturou aplikujeme způsob průměrování příslušných dat v závislosti na úrovni závislosti jednotlivých dat uvedené časové řady. S ohledem na kalkulovanou úroveň vzájemné závislosti/korelace dat ($R_M - r_f$) kapitálového trhu jednotlivých let uvedené časové řady pohybující se v hodnotách blízkých 0 lze konstatovat, že data časové řady jsou vzájemně nekorelována a tudíž lze pro účely kalkulace přírážky za tržní riziko aplikovat aritmetický průměr.

Tabulka – Kalkulace rizikové prémie aritmetickým průměrem

OBDOBÍ	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Prémie za riziko trhu (Stocks - T.Bonds)
1928-2014	11,53%	3,53%	5,28%	6,25%
1961-2014	11,23%	5,04%	7,11%	4,12%
2001-2014	9,37%	1,44%	5,31%	4,06%

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

Tabulka – Kalkulace rizikové prémie geometrickým průměrem

OBDOBÍ	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Prémie za riziko trhu (Stocks - T.Bonds)
1928-2014	9,60%	3,49%	5,00%	4,60%
1961-2014	9,84%	4,99%	6,70%	3,14%
2001-2014	7,60%	1,42%	4,88%	2,73%

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

Pro účely kalkulace diskontu v rámci ocenění metodou DCF uvažujeme výši prémie za tržní riziko společnosti kalkulované mediánem aritmetického a geometrického průměru za období 1928-2014, tedy ve výši **5,42% p.a.**

3.2.2.10.1.4. Přirážka za riziko země

Pokud se použije pro kalkulaci diskontní míry zahraniční bezrizikové výnosnosti a dále zahraniční výnosnosti tržního indexu, je nutné dále zohlednit přirážku za riziko dané země (viz např. Mařík M. - Diskontní míra v oceňování). Tato přirážka se však dá použít i v případě použití lokální bezrizikové výnosnosti, protože v případě přepočtu diskontního faktoru (vyjádřeného v zahraniční měně) na lokální měnu by se mělo dospět ke stejným výsledkům. Tato přirážka vychází z ratingu dané země a z volatility výnosnosti akciového a dluhopisového trhu.

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

3.2.2.10.1.5. Prémie za velikost a tržní kapitalizaci

Prémie za riziko propočítává např. společnost Ibbotson Associates ve své publikaci 2012 Valuation Yearbook, která obsahuje část týkající se prémie za velikost v členění podniků dle jejich velikosti (tržní kapitalizace). S ohledem na velikost Společnosti, subjekt řadíme mezi podniky s mikrokapitalizací, a proto lze pro období 2013 a následující připočíst prémii za velikost a tržní kapitalizaci v hodnotě **3,89 % p.a.**

Tabulka – Kalkulace přirážky za tržní kapitalizaci

Decil	Tržní kapitalizace nejmenších společností (v mil. \$)	Tržní kapitalizace největších společností (v mil. \$)	Přirážka za tržní kapitalizaci
střední kapitalizace	1621,096	6896,389	1,14%
nízká kapitalizace	422,999	1620,86	1,88%
mikro kapitalizace	1,028	422,811	3,89%

3.2.2.10.1.6. Přirážka za specifická rizika

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

S ohledem na účely ocenění a rizika promítnutá přímo do finančního plánu neuvažujeme o přirážce za specifická rizika.

3.2.2.10.1.7. Výsledná kalkulace nákladů vlastního kapitálu

Zjištěné hodnoty mohou tedy být dosazeny do vzorce:

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

Výslednou kalkulaci diskontního faktoru (WACC) uvádíme v části 3.2.2.10.3 Průměrné vážené náklady kapitálu - WACC.

3.2.2.10.2. Diskontní míra – náklady cizích zdrojů

Náklady na cizí zdroje jsme stanovili dle obdržených informací ve výši sjednaných úrokových sazbách. Bližší popis úročených cizích zdrojů je uveden v kapitole 3.2.2.8 Způsob financování.

3.2.2.10.3. Průměrné vážené náklady kapitálu - WACC

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

Tabulka - Diskontní faktor pro období plánu a perpetuity

DISKONTNÍ FAKTOR	7.-12.2015	2016	2017	2018	2019
Bezriziková sazba	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%
Nezadlužená beta	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39
Přirážka za tržní riziko	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%
Přirážka za riziko země	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Přirážka za tržní kapitalizaci	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%
Přirážka za specifická rizika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	18,30%	15,32%	11,11%	7,23%	5,29%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročení cizí zdroje	2,85%	2,99%	3,48%	3,97%	4,03%
Náklady na vlastní zdroje	7,75%	7,66%	7,54%	7,45%	7,40%
WACC	6,75%	6,86%	7,02%	7,14%	7,18%

Pro následující období predikujeme jednotlivé parametry diskontního faktoru následujícím způsobem:

Tabulka - Diskontní faktor pro období plánu a perpetuity

DISKONTNÍ FAKTOR	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Perpetuita
Bezriziková sazba	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	2,98%
Nezadlužená beta	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39
Přirážka za tržní riziko	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%
Přirážka za riziko země	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Přirážka za tržní kapitalizaci	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%
Přirážka za specifická rizika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	2,95%	0,61%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročení cizí zdroje	4,11%	4,11%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady na vlastní zdroje	7,35%	7,30%	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%	9,41%
WACC	7,23%	7,27%	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%	9,41%

3.2.2.10.4. Diskont za minoritu a nelikviditu

U společností u nichž je předmětem ocenění nižší než 100%-ní podíl, je vhodné jejich hodnotu dále korigovat prostřednictvím diskontu za minoritu. Tyto úpravy vhodněji zachycují dopad kontroly vlastnictví v konkrétní společnosti.

V praxi se jedná o případy, kdy ocenění hodnoty vlastního kapitálu společnost odpovídající 100% podílu na majetku Společnosti není hledaným výsledkem, neboť úkolem znalce je zjistit hodnotu vztahujícímu se ke konkrétnímu podstatně menšímu podílu.

Diskonty a prémie se tedy aplikují na základnu zjištěnou běžným výnosovým oceněním společnosti. Diskonty a prémie aplikované dodatečně jen na určitý %-ní podíl na čistém obchodním majetku Společnosti zohledňují dodatečná rizika či užitek související s faktory nezohledněnými v celkovém ocenění, neboť se nevztahují k celku a působí tedy nerovnoměrně.

Výhody, nevýhody a rizika plynoucí ze stupně kontroly oceňovaného %-ního podílu na majetku Společnosti nejsou zachycena přímo diskontní sazbou při ocenění výnosovou metodou diskontovaného cash-flow, neboť je nelze vztáhnout na závod jako celek, resp. netýkají se celého balíku akcií či podílů na společnosti. Dalo by se tedy říci, že se jedná o specifickou přírážku aplikovatelnou pouze na vybraný objem akcií či podílů. Diskont za minoritu by tak měl odrážet sníženou atraktivnost nižšího než 100% podílu na čistém obchodním majetku Společnosti vzhledem k možnostem vlastníka (společníka či akcionáře) kontrolovat a ovlivňovat závod s daným %-ním podílem na společnosti v držení spoluvlastníka (akcionáře či společníka).

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

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

Prémie za minoritu by naopak neměla odrážet:

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

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

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

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

V návaznosti na výše uvedené jsme stanovili výši diskontu za minoritu na 15%.

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

Tabulka - Kalkulace diskontu za minoritu

Vstupy	
	Hodnoty pro privátní společnost
Tržby (tis.Kč)	202 567
Kladný nebo záporný hospodářský výsledek ve sledovaném období	1
Hotovost/Hodnota Společnosti	51,26%
Veřejně obchodovaný objem/ Hodnota Společnosti	0,37%
Výstup	
Diskont za nelikviditu	11,67%

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

3.2.2.11. Projekce cash flow

Finanční plán společnosti se odráží v celkovém cash-flow. Výchozí pro výpočet je projekce zisku.

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

OBDOBÍ	7.-12 2015	2016	2017	2018	2019
Provozní zisk před zdaněním a úroky	-3 996	9 278	9 814	10 599	11 082
Celkový daňový předpis (-)	-1 620	-1 763	-1 865	-2 014	-2 106
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	0	0	0	0	0
Prodaný dlouhodobý majetek	0	0	0	0	0
Prodaný materiál	0	0	0	0	0
Odpisy	8 317	39 000	40 000	40 000	40 000
PROVOZNÍ PŘÍJEM	2 701	46 515	47 949	48 585	48 977
INVESTICE (-)	-55 276	-24 800	-15 300	-12 700	-11 900
Zásoby (nárůst -/pokles +)	-609	-167	-127	-137	-142
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	2 793	-535	-407	-439	-454
Čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-4 896	225	-47	-73	-87
Závazky (nárůst +/pokles -)	24 481	-1 126	233	363	437
<i>z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)</i>	<i>632</i>	<i>68</i>	<i>104</i>	<i>107</i>	<i>110</i>
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	21 768	-1 603	-348	-285	-247

OBDOBÍ	7.-12.2015	2016	2017	2018	2019
PROVOZNÍ CASH-FLOW	-30 806	20 112	32 301	35 600	36 830

Pozn.: Pro období 7.-12. 2015 je zahrnuta výše daňových výdajů vztahujících se za období 1.-6.2015.

Následně je uvedena predikce položek Cash flow z provozu společnosti pro zbylé období finančního plánu 2020-2025:

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

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Provozní zisk před zdaněním a úroky	13 159	14 721	15 844	16 808	17 592	18 556
Celkový daňový předpis (-)	-2 500	-2 797	-3 010	-3 194	-3 342	-3 526
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	0	0	0	0	0	0
Prodaný dlouhodobý majetek	0	0	0	0	0	0
Prodaný materiál	0	0	0	0	0	0
Odpisy	38 944	38 621	38 566	38 690	39 016	39 184
PROVOZNÍ PŘÍJEM	49 604	50 545	51 399	52 304	53 265	54 214
INVESTICE (-)	-30 345	-37 142	-41 863	-47 372	-43 488	-44 358
Zásoby (nárůst -/pokles +)	-147	-150	-153	-156	-159	-162
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	-471	-480	-490	-499	-509	-520
Čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-83	-85	-87	-89	-90	-92
Závazky (nárůst +/pokles -)	417	426	434	443	452	461
<i>z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)</i>	<i>76</i>	<i>77</i>	<i>79</i>	<i>80</i>	<i>82</i>	<i>83</i>
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0	0
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	-284	-290	-295	-301	-307	-313
PROVOZNÍ CASH-FLOW	18 975	13 114	9 241	4 630	9 470	9 543

V návaznosti na předchozí je níže je uvedena predikce jednotlivých položek rozvahy Společnosti pro období 2015-2025:

Tabulka – Projekce Rozvahy (tis. Kč)

OBDOBÍ	30.6.2015	31.12.2015	2016	2017	2018	2019
FIXNÍ AKTIVA	1 086 237	1 133 196	1 118 996	1 094 296	1 066 996	1 038 896
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 306	2 306	2 306	2 306	2 306	2 306
Dlouhodobý hmotný majetek	1 079 530	1 126 489	1 112 289	1 087 589	1 060 289	1 032 189
Dlouhodobý finanční majetek	4 401	4 401	4 401	4 401	4 401	4 401
OBĚŽNÁ AKTIVA	206 659	178 565	189 321	212 478	243 694	276 175
Zásoby	6 169	6 778	6 945	7 072	7 209	7 351
Dlouhodobé pohledávky	17 920	17 920	17 920	17 920	17 920	17 920

OBDOBÍ	30.6.2015	31.12.2015	2016	2017	2018	2019
Krátkodobé pohledávky	42 588	39 795	40 331	40 738	41 177	41 631
Hotovost	139 982	114 072	124 126	146 748	177 388	209 273
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ AKTIVNÍ	966	966	966	966	966	966
AKTIVA CELKEM	1 293 862	1 312 727	1 309 283	1 307 740	1 311 656	1 316 037
VLASTNÍ KAPITÁL	1 189 137	1 183 521	1 191 036	1 198 986	1 207 570	1 216 547
Základní kapitál	515 807	515 807	515 807	515 807	515 807	515 807
Kapitálové fondy	447 709	447 709	447 709	447 709	447 709	447 709
Rezervní fond	60 436	60 436	60 812	61 209	61 638	62 087
Zisk/ztráta	14 974	9 358	16 497	24 049	32 205	40 733
CIZÍ ZDROJE	104 708	129 189	118 230	108 738	104 068	99 473
Rezervy	13 956	13 956	13 956	13 956	13 956	13 956
Dlouhodobé závazky	50 958	50 958	50 958	50 958	50 958	50 958
Krátkodobé závazky	5 251	29 732	28 606	28 839	29 202	29 639
Bankovní úvěry a výpomoci	34 543	34 543	24 711	14 985	9 953	4 920
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ PASIVNÍ	17	17	17	17	17	17
PASIVA CELKEM	1 293 862	1 312 727	1 309 283	1 307 740	1 311 656	1 316 037

Následně je uvedena predikce rozvahy společnosti pro zbylé období finančního plánu 2020-2025:

Tabulka – Projekce Rozvahy (tis. Kč)

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
FIXNÍ AKTIVA	1 030 297	1 028 818	1 032 115	1 040 798	1 045 269	1 050 443
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 306	2 306	2 306	2 306	2 306	2 306
Dlouhodobý hmotný majetek	1 023 590	1 022 111	1 025 408	1 034 091	1 038 562	1 043 736
Dlouhodobý finanční majetek	4 401	4 401	4 401	4 401	4 401	4 401
OBĚŽNÁ AKTIVA	291 911	304 760	314 730	320 104	330 333	340 650
Zásoby	7 498	7 648	7 801	7 957	8 116	8 279
Dlouhodobé pohledávky	17 920	17 920	17 920	17 920	17 920	17 920
Krátkodobé pohledávky	42 102	42 582	43 072	43 571	44 081	44 600
Hotovost	224 391	236 610	245 937	250 656	260 216	269 852
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ AKTIVNÍ	966	966	966	966	966	966
AKTIVA CELKEM	1 323 173	1 334 543	1 347 811	1 361 868	1 376 569	1 392 060
VLASTNÍ KAPITÁL	1 227 206	1 239 130	1 251 964	1 265 578	1 279 827	1 294 858
Základní kapitál	515 807	515 807	515 807	515 807	515 807	515 807
Kapitálové fondy	447 709	447 709	447 709	447 709	447 709	447 709
Rezervní fond	62 620	63 216	63 858	64 539	65 251	66 003

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Zisk/ztráta	50 859	62 187	74 379	87 312	100 849	115 128
CIZÍ ZDROJE	95 950	95 396	95 830	96 273	96 724	97 185
Rezervy	13 956	13 956	13 956	13 956	13 956	13 956
Dlouhodobé závazky	50 958	50 958	50 958	50 958	50 958	50 958
Krátkodobé závazky	30 056	30 482	30 916	31 359	31 810	32 271
Bankovní úvěry a výpomoci	980	0	0	0	0	0
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ PASIVNÍ	17	17	17	17	17	17
PASIVA CELKEM	1 323 173	1 334 543	1 347 811	1 361 868	1 376 569	1 392 060

3.2.3. Vlastní ocenění výnosovou metodou

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

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

Provozní + perpetuitní efekt celkem188 783 tis. Kč

Celková hodnota provozního a perpetuitního efektu k datu ocenění tedy činí 188 783 tis. Kč.

3.2.3.2. Ocenění aktiv/pasiv bez přímé vazby na tvorbu provozního cash-flow

3.2.3.2.1. Volná hotovost

Společnost Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s. k 30.6.2015 eviduje krátkodobý finanční majetek ve výši 139 982 tis. Kč. Peněžní likvidita k datu ocenění činí 2665,82%. Dle našeho názoru lze konstatovat, že Společnost k 30.6.2015 disponuje neprovozní (přebytečnou) hotovostí, jež je v souladu s kalkulací provozní hotovosti ve výši 20% z krátkodobých závazků a úročených cizích zdrojů.

Vliv vývoje provozní hotovosti na provozní CF je rovněž nedílnou součástí plánování pracovního kapitálu, a to v rámci subkapitoly 3.2.2.5 Provozní hotovost

Neprovozní hotovost138 932 tis. Kč

Celková hodnota volné hotovosti k datu ocenění tedy činí 138 932 tis. Kč.

3.2.3.2.2. Dlouhodobý finanční majetek

Z informací uvedených v rámci disponibilních podkladů je patrné, že Společnost eviduje k datu ocenění 46,77% podíl v dceřiné společnosti Kapka spol. s r.o. Z uvedených dat Společnosti rovněž vyplývá, že účetní hodnota 46,77% podílu ve společnosti Kapka spol. s r.o. činí k částku 4 350 tis. Kč.

Aplikovali bychom-li kalkulaci na základě účetní výše vlastního kapitálu společnosti Kapka spol. s r.o. k 31.12.2013, stanovili bychom hodnotu tohoto podílu ve výši 4 967 tis. Kč (=46,77% z 10 620 tis. Kč).

Provedením zjednodušeného odhadu výnosové hodnoty ocenění společnosti Kapka spol. s r.o. dle disponibilních dat lze konstatovat, že hodnota stanovená tímto způsobem činí cca 9000 tis. Kč (cca 6ti násobek provozního HV, odhadem pro následující období stanoveného na částku 1500 tis. Kč). Hodnotu 46,77% podílu stanovenou dle zmíněného odhadu výnosovou metodou činí 4 209 tis. Kč.

V tabulce níže je provedeno shrnutí odhadu stanovení hodnoty 46,77% podílu ve společnosti Kapka spol. s r.o.:

Tabulka – ocenění 46,77% podílu v Kapka spol. s r.o.

metoda	100% jmění	46,77% podíl na jmění
dle rozvahy spol. VHS Vrchlice – Maleč, a.s.	9 301	4 350
účetní VK	10 620	4 967
výnosová m. DCF	9 000	4 209

Vzhledem k účelu ocenění volíme při stanovení hodnoty podílu v dceřiné společnosti Kapka spol. s r.o. konzervativní přístup a jeho hodnotu stanovujeme dle hodnoty uvedené v rozvaze Společnosti na částku 4 350 tis. Kč.

Kromě výše uvedeného eviduje Společnost k datu ocenění rovněž položku Jiný dlouhodobý finanční majetek v účetní výši 51 tis. Kč. Rovněž tuto položku při přecenění konzervativně ponecháváme v její účetní hodnotě.

Hodnotu položky Dlouhodobý finanční majetek stanovujeme k datu ocenění ve výši 4 401 tis. Kč.

3.2.3.2.3. Neprovozní krátkodobé pohledávky

K datu ocenění eviduje Společnost krátkodobé neprovozní pohledávky v následující velikosti i struktuře:

Tabulka – Neprovozní pohledávky Společnosti k datu ocenění (tis. Kč)

POLOŽKA	Účetní výše
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	1 300
Jiné pohledávky	16 620
SUMA	17 920

Celková hodnota neprovozních pohledávek k datu ocenění tedy činí 17 920 tis. Kč.

3.2.3.2.4. Odložený daňový závazek

Zůstatková hodnota odloženého daňového závazku (ODZ) k datu ocenění 30.6.2015 činí dle účetních výkazů společnosti -50 458 tis. Kč. Pro účel ocenění jsme přijali předpoklad, že bude vypořádána rovnoměrně za 10 let, tedy každý rok 1/10 částky -5 046 tis. Kč. Pro diskontování použijeme průměrnou diskontní sazbu platnou pro finanční plán a pro perpetuitu.

Tabulka – Kalkulace současné hodnoty ODZ (tis. Kč)

OBDOBÍ	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ODZ	5 046	5 046	5 046	5 046	5 046	5 046	5 046	5 046	5 046	5 046
diskont	6,75%	6,86%	7,02%	7,14%	7,18%	7,23%	7,27%	7,29%	7,29%	7,29%
NPV	35 395	32 740	29 939	26 994	23 876	20 544	16 983	13 173	9 087	4 703

Celková hodnota odloženého daňového závazku k datu ocenění tedy činí -35 395 tis. Kč.

3.2.3.2.5. Bankovní úvěry

Společnost eviduje k 30.6.2015 bankovní úvěry ve výši 34 543 tis. Kč, z čehož částku 30 173 tis. Kč činí dlouhodobé úvěry, částku 4 370 tis. Kč pak úvěry krátkodobé.

Celková hodnota bankovních úvěrů k datu ocenění tedy činí – 34 543 tis. Kč.

3.2.3.2.6. Jiné úročené cizí zdroje

Společnost eviduje k 30.6.2015 dlouhodobé jiné závazky ve výši 500 tis. Kč.

Celková hodnota odečitatelných cizích zdrojů k datu ocenění tedy činí -500 tis. Kč.

3.2.3.3. Závěrečná analýza

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

Aktiva (majetek) / pasiva (závazky) společnosti, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow188 783 tis. Kč

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

Neprovozní hotovost138 932 tis. Kč

Dlouhodobý finanční majetek4 401 tis. Kč

Hodnota neprovozních kr. pohledávek 17 920 tis. Kč

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

Hodnota odloženého daňového závazku -35 395 tis. Kč

Hodnota bankovních úvěrů -34 543 tis. Kč

Hodnota jiných úročených cizích zdrojů-500 tis. Kč

Hodnota společnosti 279 598 tis. Kč

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

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

Rok	2021	2022	2023	2024	2025	Perpetuita
Cash-flow pro ocenění	13 114	9 241	4 630	9 470	9 543	12 074
Diskontní sazba	7,27%	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%	7,41%
NPV	152 450	150 426	152 145	158 600	160 685	162 850

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

Rok	7.-12.2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cash-flow pro ocenění	-30 806	20 112	32 301	35 600	36 830	18 975
Diskontní sazba	6,75%	6,86%	7,02%	7,14%	7,18%	7,23%
NPV	188 783	225 912	221 293	204 522	183 523	159 870
Hodnota dluhů	-70 438					
Neprovozní aktiva	22 321					
Volná hotovost	138 932					
Hodnota podniku	279 598					

Hodnota čistého obchodního majetku, resp. jmění, společnosti Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s., stanovená výnosovou metodou DCF, činí ke dni ocenění částku 279 598 tis. Kč.

3.3. Majetkové ocenění na principu historických cen

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

K datu ocenění činila dle dodaných finančních výkazů hodnota Vlastního kapitálu 1 189 137 tis. Kč, proto stanovujeme účetní hodnotu Vlastního kapitálu dle těchto výkazů na částku **1 189 137 tis. Kč.**

Hodnota čistého obchodního majetku, resp. jmění, společnosti Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s., stanovená majetkovou metodou na principu historických cen, činí ke dni ocenění částku 1 189 137 tis. Kč.

3.4. Závěrečné vyhodnocení

Ocenění 100% jmění Společnosti, jež je ekvivalentem 100% hodnoty akcií této Společnosti bylo k datu ocenění pro účely dražby minoritního balíku akcií stanoveno níže uvedenou metodou:

Tabulka – Ocenění jmění Společnosti (tis. Kč)

metoda ocenění	Hodnota jmění Společnosti
Výnosovou metodou DCF	279 598
Účetní metodou na principu historických cen	1 189 137

Použitou primární výnosovou metodu DCF považujeme za rozhodující pro zjištění hodnoty kmenových akcií na majitele v zaknihované podobě, emitovaných společností Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s., IČ 463 56 967, pro účely nedobrovolné veřejné dražby minoritního balíku akcií o velikosti 1886 kusů. Výchozí hodnotu jmění, resp. 100% akciového podílu ve Společnosti tudíž stanovujeme pro účely nedobrovolné veřejné dražby minoritního balíku akcií na částku 279 598 tis. Kč.

3.4.1. Přepočet na hodnotu akcií pro účely dražby

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

- Diskont za minoritu ve výši 15%
- Diskont za nelikviditu ve výši 11,67%

Tabulka – kalkulace hodnoty akcií po diskontu za minoritu a nelikviditu

Položka	Hodnota (tis. Kč)
Hodnota podniku	279 598
diskont za minoritu	15,00%
diskont za nelikviditu	11,67%

Položka	Hodnota (tis. Kč)
Hodnota podniku po aplikaci diskontu za minoritu a nelikviditu	205 019

V návaznosti na předchozí informace stanovujeme hodnotu akcií Společnosti následujícím způsobem:

Tabulka – Přepočet na hodnotu akcií Společnosti

počet akcií	nominál 1 akcie	nominál akcií celkem	tržní h. 1 akcie	tržní h. akcií celkem
466 278	1 000	466 278 000	397	185 332 594
49 529	1 000	49 529 000	397	19 686 406
515 807		515 807 000		205 019 000

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

4. ZÁVĚR

Jsme názoru, že při splnění všech výše uvedených předpokladů činí hodnota jedné kmenové akcie na majitele v zaknihované podobě emitované společností Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s. ve jmenovité hodnotě 1 000,-Kč, pro účely nedobrovolné dražby, po zaokrouhlení na celé koruny částku:

397,- Kč

slovy: třístadevadesátsedm Korun českých

V Brně dne 8. září 2015

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



Ing. Leoš Kozohorský
Jednatel společnosti

ZNALECKÁ DOLOŽKA

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

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 2662-102/15 znaleckého deníku.



Otisk znalecké pečete

Podpis za znalecký ústav

Seznam příloh:

- 1) Výpis z obchodního rejstříku společnosti Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s. pořízený prostřednictvím internetu
- 2) Finanční výkazy společnosti Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s. k datu ocenění (30.6.2015)
- 3) Historické finanční výkazy společnosti Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s. k datu 31.12.2014, 31.12.2013, 31.12.2012

Příloha č. 1

Výpis z obchodního rejstříku společnosti Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s.
pořízený prostřednictvím internetu

Výpis

z obchodního rejstříku, vedeného
Městským soudem v Praze
oddíl B, vložka 2377

Datum zápisu:	1. ledna 1994
Spisová značka:	B 2377 vedená u Městského soudu v Praze
Obchodní firma:	Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s.
Sídlo:	Kutná Hora, Ku Ptáku 387, PSČ 28401
Identifikační číslo:	463 56 967
Právní forma:	Akciová společnost
Předmět podnikání:	projektová činnost ve výstavbě provádění staveb, jejich změn a odstraňování výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady
Statutární orgán - představenstvo:	
Předseda představenstva:	Ing. JIŘÍ ŠTĚPÁN, dat. nar. 29. srpna 1961 Růžová 842, Žižkov, 284 01 Kutná Hora Den vzniku funkce: 23. června 2014 Den vzniku členství: 23. června 2014
místopředseda představenstva:	Ing. ZUZANA MORAVČÍKOVÁ, dat. nar. 9. června 1957 Sportovců 9, Šipší, 284 01 Kutná Hora Den vzniku funkce: 9. ledna 2015 Den vzniku členství: 9. ledna 2015
člen představenstva:	RADIM FEDOROVÍČ, dat. nar. 8. července 1985 Koldova 300, Malín, 284 01 Kutná Hora Den vzniku funkce: 9. ledna 2015 Den vzniku členství: 9. ledna 2015
člen představenstva:	Ing. ROMAN VÝBORNÝ, dat. nar. 5. září 1966 Jiřická 1044, 285 22 Zruč nad Sázavou Den vzniku funkce: 9. ledna 2015 Den vzniku členství: 9. ledna 2015
člen představenstva:	Mgr. JIŘÍ BUCHTA, dat. nar. 21. srpna 1965 Komenského 246, 285 04 Uhlířské Janovice Den vzniku funkce: 9. ledna 2015 Den vzniku členství: 9. ledna 2015
člen představenstva:	

PETR ŠIBRAVA, dat. nar. 18. března 1959
 Opplova 480, 285 06 Sázava
 Den vzniku funkce: 19. června 2015
 Den vzniku členství: 19. června 2015

člen představenstva:

Ing. JAROMÍR STRNAD, dat. nar. 18. ledna 1965
 Malinová 1670, Čáslav-Nové Město, 286 01 Čáslav
 Den vzniku funkce: 19. června 2015
 Den vzniku členství: 19. června 2015

Počet členů: 7

Způsob jednání: Společnost zastupuje představenstvo, a to buď samostatně předseda představenstva, nebo společně dva členové představenstva.

Dozorčí rada:**člen dozorčí rady:**

JUDr. VLASTISLAV MÁLEK, dat. nar. 5. ledna 1955
 Gen. Františka Moravce 15/17, Čáslav-Staré Město, 286 01 Čáslav
 Den vzniku členství: 23. června 2014

místopředseda**dozorčí rady:**

JARMILA BŘINČILOVÁ, dat. nar. 28. dubna 1952
 Kaňk 175, 284 04 Kutná Hora
 Den vzniku funkce: 18. srpna 2014
 Den vzniku členství: 18. srpna 2014

člen dozorčí rady:

Ing. HANA PISKAČOVÁ, dat. nar. 6. října 1956
 Pod Hájem 234, Sedlec, 284 03 Kutná Hora
 Den vzniku členství: 18. srpna 2014

člen dozorčí rady:

RADEK JANSÁ, dat. nar. 16. prosince 1975
 č.p. 248, 285 76 Chotusice
 Den vzniku členství: 18. srpna 2014

předseda dozorčí rady:

Ing. JOSEF VIKTORA, dat. nar. 5. února 1950
 K Jakubu 118/5, Karlov, 284 01 Kutná Hora
 Den vzniku funkce: 9. ledna 2015
 Den vzniku členství: 9. ledna 2015

člen dozorčí rady:

Ing. PAVEL HORÁK, dat. nar. 9. října 1947
 Veltrubská 869, Kolín V, 280 02 Kolín
 Den vzniku funkce: 9. ledna 2015
 Den vzniku členství: 9. ledna 2015

Počet členů: 6**Akcie:**

466 278 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč
 ISIN: CZ0005123653. Akcie na jméno ISIN: CZ0005123653 jsou převoditelné pouze s předchozím souhlasem valné hromady společnosti.
 Valná hromada společnosti je povinna odmítnout udělení souhlasu k převodu akcie na jméno ISIN: CZ0005123653 v případech, kdy nepůjde o převod mezi stávajícími

akcionáři, držiteli akcií na jméno ISIN:CZ0005123653, nebo stávajícím akcionářem, držitelem akcií na jméno ISIN:CZ0005123653 a územním samosprávným celkem (obcí).

49 529 ks kmenové akcie na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč
ISIN: CZ0005123661

Základní kapitál: 515 807 000,- Kč
Splaceno: 100%

Ostatní skutečnosti:

Akciová společnost byla založena Fondem národního majetku ČR na základně privatizačního projektu Středočeských vodovodů a kanalizací Praha, s.p. dle rozhodnutí MSNMP ČRze dne 16.9.1993 č.j. 24/93 - 360.

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

Příloha č. 2

Finanční výkazy společnosti Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s. k datu ocenění
(30.6.2015)

AKTIVNÍ A PASIVNÍ ÚČTY
v plném rozsahu
ke dni 30.6.2015
(v celých tisících Kč)

IČO
46356967

Obchodní firma nebo jiný název účetní jednotky

**Vodohospodářská společnost
Vrchlice - Maleč, a.s.**

Sídlo nebo bydliště účetní jednotky
a místo podnikání liší-li se od bydliště

**Ku Ptáku 387
Kutná Hora
284 01**

Označení a	AKTIVA b	Čís. c	Běžné účetní období			Minulé účetní období 4
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	
	AKTIVA CELKEM	1	2 047 928	-754 066	1 293 862	1 321 806
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	2	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	3	1 834 210	-747 973	1 086 237	1 101 850
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	4	6 080	-3 774	2 306	2 702
B.I.1.	Zřizovací výdaje	5	0	0	0	0
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	6	0	0	0	0
3.	Software	7	2 797	-1 007	1 790	225
4.	Ocenitelná práva	8	0	0	0	0
5.	Goodwill	9	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	10	3 132	-2 767	365	716
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	11	151	0	151	1 761
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	12	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	13	1 823 729	-744 199	1 079 530	1 094 798
B.II.1.	Pozemky	14	8 527	0	8 527	8 528
2.	Stavby	15	1 543 812	-549 072	994 740	1 006 503
3.	Samostatné hmotné movité věci a soubory hmot. movitých věcí	16	257 125	-195 127	61 998	64 762
4.	Pěstítkelské celky trvalých porostů	17	0	0	0	0
5.	Dospělá zvířata a jejich skupiny	18	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	19	0	0	0	0
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	20	8 250	0	8 250	8 966
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	21	6 015	0	6 015	6 039
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	22	0	0	0	0
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	23	4 401	0	4 401	4 350
B.III.1.	Podíly - ovládaná osoba	24	0	0	0	0
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	25	4 350	0	4 350	4 350
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	26	0	0	0	0
4.	Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba, pod. vliv	27	0	0	0	0
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	28	51	0	51	0
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	29	0	0	0	0
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	30	0	0	0	0

Označení a	AKTIVA b	Čís. c	Běžné účetní období			Minulé účetní období 4
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	
C.	Oběžná aktiva	31	212 752	-6 093	206 659	218 717
C.I.	Zásoby	32	6 243	-74	6 169	7 371
C.I.1.	Materiál	33	6 160	-74	6 086	6 786
2.	Nedokončená výroba a polotovary	34	83	0	83	585
3.	Výrobky	35	0	0	0	0
4.	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	36	0	0	0	0
5.	Zboží	37	0	0	0	0
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	38	0	0	0	0
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	39	17 920	0	17 920	20 524
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	40	0	0	0	0
2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	41	0	0	0	0
3.	Pohledávky - podstatný vliv	42	0	0	0	0
4.	Pohledávky za společníky	43	1 300	0	1 300	1 300
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	44	270	0	270	291
6.	Dohadné účty aktivní	45	0	0	0	0
7.	Jiné pohledávky	46	16 350	0	16 350	18 933
8.	Odložená daňová pohledávka	47	0	0	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	48	48 607	-6 019	42 588	96 868
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	49	28 800	-6 019	22 781	22 213
2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	50	0	0	0	0
3.	Pohledávky - podstatný vliv	51	0	0	0	0
4.	Pohledávky za společníky	52	0	0	0	0
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	53	0	0	0	0
6.	Stát - daňové pohledávky	54	57	0	57	121
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	55	2 225	0	2 225	2 020
8.	Dohadné účty aktivní	56	15 431	0	15 431	14 832
9.	Jiné pohledávky	57	2 094	0	2 094	57 682
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	58	139 982	0	139 982	93 954
C.IV.1.	Peníze	59	238	0	238	248
2.	Účty v bankách	60	139 744	0	139 744	93 706
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	61	0	0	0	0
4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek	62	0	0	0	0
D.I.	Časové rozlišení	63	966	0	966	1 239
D.I.1.	Náklady příštích období	64	727	0	727	1 238
2.	Komplexní náklady příštích období	65	0	0	0	0
3.	Příjmy příštích období	66	239	0	239	1

Označení a	P A S I V A b	Čís. c	Stav v běžném účet. období 5	Stav v minulém účet. období 6
	PASIVA CELKEM	67	1 293 862	1 321 806
A.	Vlastní kapitál	68	1 189 137	1 172 537
A.I.	Základní kapitál	69	515 807	515 807
A.I.1.	Základní kapitál	70	515 807	515 807
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	71	0	0
3.	Změny základního kapitálu	72	0	0
A.II.	Kapitálové fondy	73	447 709	447 590
A.II.1.	Ážio	74	183 525	183 525
2.	Ostatní kapitálové fondy	75	264 184	264 065
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	76	0	0
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách obchodních korporací	77	0	0
5.	Rozdíly z přeměn obchodních korporací	78	0	0
6.	Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací	79	0	0
A.III.	Fondy ze zisku	80	210 647	197 241
A.III.1.	Rezervní fond	81	60 436	59 716
2.	Statutární a ostatní fondy	82	150 211	137 525
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	83	2 453	2 172
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	84	2 453	2 172
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	85	0	0
3.	Jiný výsledek hospodaření minulých let	86	0	0
A.V.1.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	87	12 521	9 727
A.V.2.	Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku (+/-)	88	0	0
B.	Cizí zdroje	89	104 708	149 226
B.I.	Rezervy	90	13 956	10 135
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	91	10 018	6 000
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	92	0	0
3.	Rezerva na daň z příjmu	93	0	22
4.	Ostatní rezervy	94	3 938	4 113
B.II.	Dlouhodobé závazky	95	50 958	47 082
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	96	0	0
2.	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	97	0	0
3.	Závazky - podstatný vliv	98	0	0

Označení a	PASIVA b	Čís. c	Stav v běžném účet. období 5	Stav v minulém účet. období 6
4.	Závazky ke společníkům	99	0	0
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	100	0	0
6.	Vydané dluhopisy	101	0	0
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	102	0	0
8.	Dohadné účty pasivní	103	0	0
9.	Jiné závazky	104	500	500
10.	Odložený daňový závazek	105	50 458	46 582
B.III.	Krátkodobé závazky	106	5 251	28 726
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	107	23 184	15 303
2.	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	108	0	0
3.	Závazky - podstatý vliv	109	0	0
4.	Závazky ke společníkům	110	0	0
5.	Závazky k zaměstnancům	111	2 760	2 618
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	112	1 603	1 523
7.	Stát - daňové závazky a dotace	113	-31 890	1 011
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	114	5 080	4 620
9.	Vydané dluhopisy	115	0	0
	Dohadné účty pasivní	116	4 496	3 328
	Jiné závazky	117	18	323
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	118	34 543	63 283
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	119	30 173	58 913
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	120	4 370	4 370
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	121	0	0
C.I.	Časové rozlišení	122	17	43
C.I.1.	Výdaje příštích období	123	17	43
2.	Výnosy příštích období	124	0	0

Sestaveno dne: 15.7.2015	Podpisový záznam statutárního orgánu účetní jednotky nebo podpisový záznam fyzické osoby, která je účetní jednotkou
Právní forma účetní jednotky Akciová společnost	Předmět podnikání Provozování vodovodů a kanalizací

NÁKLADOVÉ A VÝNOSOVÉ ÚČTY

v plném rozsahu

ke dni 30.6.2015

(v celých tisících Kč)

IČO
46356967

Obchodní firma nebo jiný název účetní jednotky

**Vodohospodářská společnost
Vrchlice - Maleč, a.s.**

Sídlo nebo bydliště účetní jednotky
a místo podnikání liší-li se od bydliště

Ku Ptáku 387

Kutná Hora

284 01

Označení a	T E X T b	Čís.ř. c	Skutečnost v účetním období	
			sledovaném 1	minulém 2
I.	Tržby za prodej zboží	1	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	2	0	0
+	Obchodní marže	3	0	0
II.	Výkony	4	101 702	99 200
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5	101 423	99 082
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	6	274	-10 231
3.	Aktivace	7	5	10 349
B.	Výkonová spotřeba	8	42 411	41 941
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	9	27 433	29 966
B.2.	Služby	10	14 978	11 975
+	Přidaná hodnota	11	59 291	57 259
C.	Osobní náklady	12	27 841	27 060
C.1.	Mzdové náklady	13	19 567	19 609
C.2.	Odměny členům orgánů obchodní korporace	14	736	149
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	6 831	6 702
C.4.	Sociální náklady	16	707	600
D.	Daně a poplatky	17	541	464
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	18 874	20 206
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	19	4 203	69
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	12	0
2.	Tržby z prodeje materiálu	21	4 191	69
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	22	3 470	38
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23	9	0
F.2.	Prodaný materiál	24	3 461	38
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období (+/-)	25	-1 506	-1 809
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	257	375
H.	Ostatní provozní náklady	27	1 996	1 870
V.	Převod provozních výnosů	28	0	0
I.	Převod provozních nákladů	29	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	30	12 535	9 874

Označení a	T E X T b	Čís.ř. c	Skutečnost v účetním období	
			sledovaném 1	minulém 2
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	33	0	0
VII.1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	34	0	0
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	35	0	0
VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	36	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	38	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	41	0	0
X.	Výnosové úroky	42	153	233
N.	Nákladové úroky	43	100	312
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	0	0
O.	Ostatní finanční náklady	45	67	68
XII.	Převod finančních výnosů	46	0	0
P.	Převod finančních nákladů	47	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	48	-14	-147
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	49	0	0
Q.1.	- splatná	50	0	0
2.	- odložená	51	0	0
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	52	12 521	9 727
XIII.	Mimořádné výnosy	53	0	0
R.	Mimořádné náklady	54	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	55	0	0
S.1.	- splatná	56	0	0
2.	- odložená	57	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	58	0	0
T.	Převod podílů na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	60	12 521	9 727
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-) (ř. 30 + 48 + 53 - 54)	61	12 521	9 727

Sestaveno dne: 15.7.2015	Podpisový záznam statutárního orgánu účetní jednotky nebo podpisový záznam fyzické osoby, která je účetní jednotkou
Právní forma účetní jednotky Akciová společnost	Předmět podnikání Provozování vodovodů a kanalizací

Příloha č. 3

Historické finanční výkazy společnosti Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s. k datu
31.12.2014, 31.12.2013, 31.12.2012

ROZVAHA v plném rozsahu (v celých tisících Kč) k 31. 12. 2014

označ. a	řádk. c	Běžné účetní období			Min. úč. obd.
		Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 4
Aktiva celkem (ř. 002+003+031+063)=ř.067	001	2 065 562	-758 528	1 307 034	1 366 575
A. Pohledávky za upsaný základní kapitál	002	0	0	0	0
B. Dlouhodobý majetek (ř. 004+013+023)	003	1 867 870	-752 081	1 115 789	1 118 308
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 005 až 012)	004	5 669	-3 344	2 325	2 981
B.I.1. Zřizovací výdaje	005	0	0	0	0
B.I.2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	006	0	0	0	0
B.I.3. Software	007	2 531	-732	1 799	308
B.I.4. Ocenitelná práva	008	0	0	0	0
B.I.5. Goodwill	009	0	0	0	0
B.I.6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	010	3 132	-2 612	520	912
B.I.7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	011	6	0	6	1 761
B.I.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	012	0	0	0	0
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 014 až 022)	013	1 857 851	-748 737	1 109 114	1 110 977
B.II.1. Pozemky	014	8 528	0	8 528	8 499
B.II.2. Stavby	015	1 541 593	-535 894	1 005 699	1 010 688
B.II.3. Samostatné hmotné movité věci a soubory hmot. movitých věcí	016	277 817	-212 843	64 974	67 988
B.II.4. Pěstительské celky trvalých porostů	017	0	0	0	0
B.II.5. Dospělá zvířata a jejich skupiny	018	0	0	0	0
B.II.6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019	0	0	0	0
B.II.7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	020	23 874	0	23 874	17 763
B.II.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	021	6 039	0	6 039	6 039
B.II.9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	022	0	0	0	0
B.III. Dlouhodobý finanční majetek (ř. 024 až 030)	023	4 350	0	4 350	4 350
B.III.1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	024	0	0	0	0
B.III.2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	025	4 350	0	4 350	4 350
B.III.3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	026	0	0	0	0
B.III.4. Zápůjčky a úvěry-ovládání nebo ovládaná osoba, podstatný vliv	027	0	0	0	0
B.III.5. Jiný dlouhodobý finanční majetek	028	0	0	0	0
B.III.6. Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	029	0	0	0	0
B.III.7. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	030	0	0	0	0
C. Oběžná aktiva (ř. 032+039+048+058)	031	195 897	-6 447	189 450	245 370
C.I. Zásoby (ř. 033 až 038)	032	6 510	-106	6 404	7 439
C.I.1. Materiál	033	6 315	-106	6 209	6 380
C.I.2. Nedokončená výroba a polotovary	034	195	0	195	1 059
C.I.3. Výrobky	035	0	0	0	0
C.I.4. Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	036	0	0	0	0
C.I.5. Zboží	037	0	0	0	0
C.I.6. Poskytnuté zálohy na zásoby	038	0	0	0	0
C.II. Dlouhodobé pohledávky (ř. 040 až 047)	039	19 983	0	19 983	22 000
C.II.1. Pohledávky z obchodních vztahů	040	0	0	0	0
C.II.2. Pohledávky - ovládaná a řídicí osoba	041	0	0	0	0
C.II.3. Pohledávky - podstatný vliv	042	0	0	0	0
C.II.4. Pohledávky za společníky	043	1 300	0	1 300	1 300
C.II.5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044	292	0	292	267
C.II.6. Dohadné účty aktivní	045	0	0	0	0
C.II.7. Jiné pohledávky	046	18 391	0	18 391	20 433
C.II.8. Odložená daňová pohledávka	047	0	0	0	0
C.III. Krátkodobé pohledávky (ř. 049 až 057)	048	44 940	-6 341	38 599	96 819
C.III.1. Pohledávky z obchodních vztahů	049	24 698	-6 341	18 357	18 973
C.III.2. Pohledávky - ovládaná a řídicí osoba	050	0	0	0	0
C.III.3. Pohledávky - podstatný vliv	051	0	0	0	0
C.III.4. Pohledávky za společníky	052	0	0	0	0
C.III.5. Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	053	0	0	0	0
C.III.6. Stát - daňové pohledávky	054	57	0	57	63
C.III.7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	3 394	0	3 394	3 711
C.III.8. Dohadné účty aktivní	056	14 646	0	14 646	12 612
C.III.9. Jiné pohledávky	057	2 145	0	2 145	61 460
C.IV. Krátkodobý finanční majetek (ř. 059 až 062)	058	124 464	0	124 464	119 112
C.IV.1. Peníze	059	277	0	277	256
C.IV.2. Účty v bankách	060	124 187	0	124 187	118 856
C.IV.3. Krátkodobé cenné papíry a podíly	061	0	0	0	0
C.IV.4. Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	062	0	0	0	0
D.I. Časové rozlišení (ř. 064 až 066)	063	1 795	0	1 795	2 897
D.I.1. Náklady příštích období	064	1 493	0	1 493	1 388
D.I.2. Komplexní náklady příštích období	065	0	0	0	0
D.I.3. Příjmy příštích období	066	302	0	302	1 509
Kontrolní číslo (ř.001 až 66)	998	8 260 453	-3 034 112	5 226 341	5 463 403

ROZVAHA v plném rozsahu (v celých tisících Kč) k 31. 12. 2014				
označ. a	PASIVA b	řád. c	Stav v běž. účet. období 5	Stav v min. účet. období 6
	Pasiva celkem (ř. 068+089+122)=ř.001	067	1 307 034	1 366 575
A.	Vlastní kapitál (ř. 069+073+080+083+087)	068	1 176 997	1 163 120
A.I.	Základní kapitál (ř. 070 až 072)	069	515 807	515 807
A.I. 1.	Základní kapitál	070	515 807	515 807
A.I. 2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	071	0	0
A.I. 3.	Změny základního kapitálu	072	0	0
A.II.	Kapitálové fondy (ř. 074 až 079)	073	447 709	447 590
A.II. 1.	Ážio	074	183 525	183 525
A.II. 2.	Ostatní kapitálové fondy	075	264 184	264 065
A.II. 3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	076	0	0
A.II. 4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách obchodních korporací	077	0	0
A.II. 5.	Rozdíly z přeměn obchodních korporací	078	0	0
A.II. 6.	Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací	079	0	0
A.III.	Fondy ze zisku (ř. 081+082)	080	196 908	182 438
A.III. 1.	Rezervní fond	081	59 716	58 953
A.III. 2.	Statutární a ostatní fondy	082	137 192	123 485
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let (ř. 084 až 86)	083	2 172	2 015
A.IV. 1.	Nerozdělený zisk minulých let	084	2 172	2 015
A.IV. 2.	Neuhrazená ztráta minulých let	085	0	0
A.IV. 3.	Jiný výsledek hospodaření minulých let	086	0	0
A.V. 1.	Výsledek hospodaření běžného účet.období (+/-) =ř.60 výkazu zisku a ztráty - druhové členění	087	14 401	15 270
A.V. 2.	Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku / - /	088	0	0
B.	Cizí zdroje (ř. 090+095+106+118)	089	129 614	200 695
B.I.	Rezervy (ř. 091 až 094)	090	15 108	11 746
B.I. 1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	091	10 500	6 000
B.I. 2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	092	0	0
B.I. 3.	Rezerva na daň z příjmů	093	0	22
B.I. 4.	Ostatní rezervy	094	4 608	5 724
B.II.	Dlouhodobé závazky (ř. 096 až 105)	095	50 958	53 482
B.II. 1.	Závazky z obchodních vztahů	096	0	0
B.II. 2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	097	0	0
B.II. 3.	Závazky - podstatný vliv	098	0	0
B.II. 4.	Závazky ke společníkům	099	0	0
B.II. 5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	100	0	0
B.II. 6.	Vydané dluhopisy	101	0	0
B.II. 7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	102	0	0
B.II. 8.	Dohadné účty pasivní	103	0	0
B.II. 9.	Jiné závazky	104	500	6 900
B.II.10.	Odložený daňový závazek	105	50 458	46 582
B.III.	Krátkodobé závazky (ř. 107 až 117)	106	24 635	87 814
B.III. 1.	Závazky z obchodních vztahů	107	10 633	76 729
B.III. 2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	108	0	0
B.III. 3.	Závazky - podstatný vliv	109	0	0
B.III. 4.	Závazky ke společníkům	110	0	0
B.III. 5.	Závazky k zaměstnancům	111	2 766	2 715
B.III. 6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	112	1 614	1 545
B.III. 7.	Stát - daňové závazky a dotace	113	1 216	1 125
B.III. 8.	Krátkodobé přijaté zálohy	114	4 740	4 315
B.III. 9.	Vydané dluhopisy	115	0	0
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	116	2 818	1 385
B.III.11.	Jiné závazky	117	848	0
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř. 119 až 121)	118	38 913	47 653
B.IV. 1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	119	30 173	38 913
B.IV. 2.	Krátkodobé bankovní úvěry	120	8 740	8 740
B.IV. 3.	Krátkodobé finanční výpomoci	121	0	0
C.I.	Časové rozlišení (ř. 123 + 124)	122	423	2 760
C.I. 1.	Výdaje příštích období	123	423	2 571
C.I. 2.	Výnosy příštích období	124	0	189
	Kontrolní číslo (ř.067 až 124)	999	5 213 312	5 448 270

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY v plném rozsahu (v celých tisících Kč) k 31.12. 2014				
označení a	Text b		Skutečnost v účetním období	
			běžné 1	minulé 2
I.	Tržby za prodej zboží	01	0	0
A.	Naklady vynaložené na prodané zboží	02	0	0
+	Obchodní marže (ř. 01-02)	03	0	0
II.	Výkony (ř. 05 až 07)	04	202 567	205 527
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	198 221	201 034
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	06	-9 186	436
II.3.	Aktivace	07	13 532	4 057
B.	Výkonová spotřeba (ř. 09+10)	08	82 198	89 666
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	09	58 825	58 526
B.2.	Služby	10	23 373	31 140
+	Přidaná hodnota (ř. 03+04-08)	11	120 369	115 861
C.	Osobní náklady (ř. 13 až 16)	12	56 265	54 591
C.1.	Mzdové náklady	13	40 427	39 673
C.2.	Odměny členům orgánů obchodní korporace	14	795	286
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	13 869	13 470
C.4.	Sociální náklady	16	1 174	1 162
D.	Daně a poplatky	17	1 018	924
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	39 805	36 554
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 20 +21)	19	323	555
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	1	338
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	21	322	217
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 23 +24)	22	226	726
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23	0	573
F.2.	Prodaný materiál	24	226	153
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období (+/-)	25	-290	4 625
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	816	1 716
H.	Ostatní provozní náklady	27	6 138	3 007
V.	Převod provozních výnosů	28	0	0
I.	Převod provozních nákladů	29	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření (ř. 11-12-17-18+19-22-(-/+25)+26-27+(-28)-(-29))	30	18 346	17 705
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku (ř. 34 až 36)	33	250	555
VII.1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	34	250	555
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	35	0	0
VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	36	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	38	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	41	-22	-283
X.	Výnosové úroky	42	401	680
N.	Nákladové úroky	43	604	105
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	0	0
O.	Ostatní finanční náklady	45	138	163
XII.	Převod finančních výnosů	46	0	0
P.	Převod finančních nákladů	47	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření (ř. 31-32+33+37-38+39-40-(-/+41)+42-43+44-45+(-46)-(-47))	48	-69	1 250
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř. 50+51)	49	3 876	3 685
Q.1.	- splatná	50	0	141
Q.2.	- odložená	51	3 876	3 544
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř. 30+48-49)	52	14 401	15 270
XIII.	Mimořádné výnosy	53	0	0
R.	Mimořádné náklady	54	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř. 56+57)	55	0	0
S.1.	- splatná	56	0	0
S.2.	- odložená	57	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření (ř. 53-54-55)	58	0	0
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období (ř. 52+58-59)	60	14 401	15 270
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (ř. 30+48+53-54)	61	18 277	18 955
	Kontrolní číslo (ř. 01 až 61)	62	925 743	942 412

ROZVAHA v plném rozsahu (v celých tisících Kč) k 31. 12. 2012

označení a	AKTIVA b	řád. c	Běžné účetní období			Min. úč. obd. Netto 4
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	
	Aktiva celkem (ř. 002+003+031+063)=ř.067	001	2 027 072	-704 379	1 322 693	1 231 739
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	002	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek (ř. 004+013+023)	003	1 786 084	-693 816	1 094 268	998 477
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 005 až 012)	004	6 844	-3 332	3 512	3 755
B.I.1.	Zřizovací výdaje	005	0	0	0	0
B.I.2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	006	0	0	0	0
B.I.3.	Software	007	1 474	-1 013	461	534
B.I.4.	Ocenitelná práva	008	0	0	0	0
B.I.5.	Goodwill	009	0	0	0	0
B.I.6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	010	3 622	-2 319	1 303	1 749
B.I.7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	011	1 748	0	1 748	1 472
B.I.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	012	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 014 až 022)	013	1 776 890	-690 484	1 086 406	990 372
B.II.1.	Pozemky	014	8 216	0	8 216	6 394
B.II.2.	Stavby	015	1 402 863	-484 295	918 568	939 936
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	016	227 657	-206 189	21 468	30 402
B.II.4.	Pěstební činnosti a trvalých porostů	017	0	0	0	0
B.II.5.	Dospělá zvířata a jejich skupiny	018	0	0	0	0
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019	0	0	0	0
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	020	136 512	0	136 512	12 115
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	021	1 642	0	1 642	1 525
B.II.9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	022	0	0	0	0
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř. 024 až 030)	023	4 350	0	4 350	4 350
B.III.1.	Podíly - ovládaná osoba	024	0	0	0	0
B.III.2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	025	4 350	0	4 350	4 350
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	026	0	0	0	0
B.III.4.	Půjčky a úvěry-ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv	027	0	0	0	0
B.III.5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	028	0	0	0	0
B.III.6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	029	0	0	0	0
B.III.7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	030	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva (ř. 032+039+048+058)	031	238 140	-10 563	227 577	231 231
C.I.	Zásoby (ř. 033 až 038)	032	9 993	-163	9 830	5 795
C.I.1.	Materiál	033	7 141	-163	6 978	5 669
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	034	2 852	0	2 852	28
C.I.3.	Výrobky	035	0	0	0	0
C.I.4.	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	036	0	0	0	0
C.I.5.	Zboží	037	0	0	0	98
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	038	0	0	0	0
C.II.	Dlouhodobé pohledávky (ř. 040 až 047)	039	60 582	-10 288	50 294	52 181
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	040	10 640	-10 288	352	135
C.II.2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	041	0	0	0	0
C.II.3.	Pohledávky - podstatný vliv	042	0	0	0	0
C.II.4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	043	26 646	0	26 646	26 598
C.II.5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044	251	0	251	262
C.II.6.	Dohadné účty aktivní	045	0	0	0	0
C.II.7.	Jiné pohledávky	046	23 045	0	23 045	25 186
C.II.8.	Odložená daňová pohledávka	047	0	0	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky (ř. 049 až 057)	048	42 682	-112	42 570	39 203
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	049	24 350	-112	24 238	17 796
C.III.2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	050	0	0	0	0
C.III.3.	Pohledávky - podstatný vliv	051	0	0	0	0
C.III.4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	052	2 049	0	2 049	2 049
C.III.5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	053	0	0	0	0
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	054	0	0	0	1 789
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	2 964	0	2 964	4 496
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	056	11 047	0	11 047	10 619
C.III.9.	Jiné pohledávky	057	2 272	0	2 272	2 454
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek (ř. 059 až 062)	058	124 883	0	124 883	134 052
C.IV.1.	Peníze	059	235	0	235	226
C.IV.2.	Účty v bankách	060	124 648	0	124 648	133 826
C.IV.3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	061	0	0	0	0
C.IV.4.	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	062	0	0	0	0
D.I.	Časové rozlišení (ř. 064 až 066)	063	848	0	848	2 031
D.I.1.	Náklady příštích období	064	873	0	873	1 662
D.I.2.	Komplexní náklady příštích období	065	0	0	0	0
D.I.3.	Příjmy příštích období	066	-25	0	-25	369
	Kontrolní číslo (ř. 001 až 066)	998	8 107 440	-2 817 516	5 289 924	4 924 925

ROZVAHA v plném rozsahu (v celých tisících Kč) k 31. 12. 2012				
označení a	PASIVA b	řád. c	Stav v běžném účetním období 5	Stav v běžném účetním období 6
	Pasiva celkem (ř. 068+086+119)=ř.001	067	1 322 693	1 231 739
A.	Vlastní kapitál (ř. 069+073+079+082+085)	068	1 136 571	1 118 070
A.I.	Základní kapitál (ř. 070 až 072)	069	515 807	515 807
A.I. 1.	Základní kapitál	070	515 807	515 807
A.I. 2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	071	0	0
A.I. 3.	Změny základního kapitálu	072	0	0
A.II.	Kapitálové fondy (ř. 074 až 078)	073	435 727	435 727
A.II. 1.	Emisní ážio	074	183 525	183 525
A.II. 2.	Ostatní kapitálové fondy	075	252 202	252 202
A.II. 3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	076	0	0
A.II. 4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách společnosti	077	0	0
A.II. 5.	Rozdíly z přeměn společností	078	0	0
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku (ř. 080+081)	079	164 092	158 041
A.III. 1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	080	58 000	57 658
A.III. 2.	Statutární a ostatní fondy	081	106 092	100 383
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let (ř. 083+084)	082	1 889	1 659
A.IV. 1.	Nerozdělený zisk minulých let	083	1 889	1 659
A.IV. 2.	Neuhrazená ztráta minulých let	084	0	0
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účet. období (+/-) = ř. 60 výkazu zisku a ztráty - druhové členění	085	19 056	6 836
B.	Cizí zdroje (ř. 087+092+103+115)	086	183 754	106 309
B.I.	Rezervy (ř. 088 až 091)	087	6 938	3 706
B.I. 1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	088	3 000	0
B.I. 2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	089	0	0
B.I. 3.	Rezerva na daň z příjmů	090	304	0
B.I. 4.	Ostatní rezervy	091	3 634	3 706
B.II.	Dlouhodobé závazky (ř. 093 až 102)	092	56 810	56 870
B.II. 1.	Závazky z obchodních vztahů	093	0	0
B.II. 2.	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	094	0	0
B.II. 3.	Závazky - podstatný vliv	095	0	0
B.II. 4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	096	0	0
B.II. 5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	097	0	0
B.II. 6.	Vydané dluhopisy	098	0	0
B.II. 7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	099	0	0
B.II. 8.	Dohadné účty pasivní	100	0	0
B.II. 9.	Jiné závazky	101	13 772	17 837
B.II.10.	Odložený daňový závazek	102	43 038	39 033
B.III.	Krátkodobé závazky (ř. 104 až 114)	103	79 033	11 540
B.III. 1.	Závazky z obchodních vztahů	104	68 259	3 814
B.III. 2.	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	105	0	0
B.III. 3.	Závazky - podstatný vliv	106	0	0
B.III. 4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	107	0	0
B.III. 5.	Závazky k zaměstnancům	108	2 664	2 569
B.III. 6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	109	1 483	1 489
B.III. 7.	Stát - daňové závazky a dotace	110	382	350
B.III. 8.	Krátkodobé přijaté zálohy	111	4 430	2 097
B.III. 9.	Vydané dluhopisy	112	0	0
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	113	1 815	1 199
B.III.11.	Jiné závazky	114	0	22
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř. 116 až 118)	115	40 973	34 193
B.IV. 1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	116	32 225	29 393
B.IV. 2.	Krátkodobé bankovní úvěry	117	8 748	4 800
B.IV. 3.	Krátkodobé finanční výpomoci	118	0	0
C.I.	Časové rozlišení (ř. 120 + 121)	119	2 368	7 360
C.I. 1.	Výdaje příštích období	120	2 368	7 360
C.I. 2.	Výnosy příštích období	121	0	0
	Kontrolní číslo (ř.067 až 121)	999	5 269 346	4 912 760

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY v plném rozsahu (v celých tisících Kč) k 31.12. 2012

označení a	Text b		Skutečnost v účetním období	
			běžné 1	minulé 2
I.	Tržby za prodej zboží	01	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02	0	0
+	Obchodní marže (ř. 01-02)	03	0	0
II.	Výkony (ř. 05 až 07)	04	214 073	182 906
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	200 639	180 576
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	06	12 435	-8 731
II.3.	Aktivace	07	999	11 061
B.	Výkonová spotřeba (ř. 09+10)	08	101 137	85 448
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	09	62 694	56 091
B.2.	Služby	10	38 443	29 357
+	Přidaná hodnota (ř. 03+04-08)	11	112 936	97 458
C.	Osobní náklady (ř.13 až 16)	12	52 000	50 309
C.1.	Mzdové náklady	13	37 801	36 681
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14	254	219
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	12 854	12 400
C.4.	Sociální náklady	16	1 091	1 009
D.	Daně a poplatky	17	846	976
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	34 260	35 721
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 20 +21)	19	654	326
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	21	0
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	21	633	326
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 23 +24)	22	433	276
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23	0	0
F.2.	Prodaný materiál	24	433	276
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období (+/-)	25	-599	2 329
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	161	522
H.	Ostatní provozní náklady	27	4 551	2 286
V.	Převod provozních výnosů	28	0	0
I.	Převod provozních nákladů	29	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření (ř. 11-12-17-18+19-22-(-/+25) +26-27+(-28)-(- 29)	30	22 260	6 409
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku (ř. 34 až 36)	33	370	596
VII.1.	Výnosy z podílů v ovlá. osob. a v úč.jednotk. pod pod. vlivem	34	370	596
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	35	0	0
VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	36	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	38	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40	0	0
M.	Změna stavu rezerv a OP ve finanční oblasti (+/-)	41	304	0
X.	Výnosové úroky	42	904	965
N.	Nákladové úroky	43	0	0
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	0	0
O.	Ostatní finanční náklady	45	168	138
XII.	Převod finančních výnosů	46	0	0
P.	Převod finančních nákladů	47	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření (ř. 31-32+33+37-38+39-40- (+/-41)+42-43+44-45+(-46)-(-47)	48	802	1 423
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř. 50+51)	49	4 006	1 023
Q.1.	- splatná	50	0	0
Q.2.	- odložená	51	4 006	1 023
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř. 30+48-49)	52	19 056	6 809
XIII.	Mimořádné výnosy	53	0	27
R.	Mimořádné náklady	54	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř. 56+57)	55	0	0
S.1.	- splatná	56	0	0
S.2.	- odložená	57	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření (ř. 53-54-55)	58	0	27
T.	Převod podílů na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období (ř. 52+58-59)	60	19 056	6 836
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (ř. 30+48+53-54)	61	23 062	7 859
	Kontrolní číslo (ř. 01 až 61)	62	811 600	829 351