

ZNALECKÝ POSUDEK

3011-71/17

o výši přiměřeného vypořádání menšinovým akcionářům společnosti VSV, a.s.

Objednavatel:

Adresa
IČ

NAVOS, a.s.

Čelakovského 1858/27, 767 01 Kroměříž
476 74 857

Vypracoval

Adresa
Zastoupený
Bankovní spojení:
IČ
DIČ

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

Platinského 4, 602 00 Brno
Ing. David Hrazdíra, jednatel společnosti
Sberbank CZ Brno, č. účtu 4100002909/6800
441 19 097
CZ699001790 - člen skupiny Kreston A&CE Group
Spisová značka C 4037 vedená u Krajského soudu v Brně

Zpracovatelé

Ing. David Hrazdíra
Ing. Rostislav Čáda, Ph.D. MBA
Ing. Pavel Neugebauer

Účel ocenění

Znalecký posudek je vypracován za účelem doložení přiměřenosti protiplnění za akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč a 10 000 Kč, emitované společností VSV, a.s., IČ 253 31 850, při uplatnění práva požadovat přechod všech ostatních účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře dle ust. § 375 a násl. zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech.

Posudek obsahuje

153 stran textu včetně příloh

Posudek se předává

ve 4 vyhotoveních

Výtisk číslo

5 – archivní

Datum

V Brně dne 7. února 2017

Znalecký posudek

3011-71/17

o výši přiměřeného vypořádání
menšinovým akcionářům společnosti
VSV, a.s.

OBSAH

1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE	3
1.1. Úvod	3
1.2. Den ocenění	3
1.3. Prohlášení znalce o nezávislosti	3
1.4. Použitelnost provedení ocenění	3
2. NÁLEZ	4
2.1. Zjištění stavu	4
2.2. Podklady pro zpracování ocenění	4
2.2.1. Podklady poskytnuté pověřenými osobami Objednavatele	4
2.2.2. Podklady opatřené zpracovatelem a použita literatura	4
2.2.3. Ověření vstupních dat	5
2.3. Popis předmětu ocenění	6
2.3.1. Statutární orgán	6
2.3.2. Předmět podnikání Společnosti	6
2.4. Výchozí bilance Společnosti	7
2.5. Strategická analýza	9
2.5.1. Vývoj hospodářství	9
2.5.2. Sektorová analýza	9
2.5.3. SWOT analýza	13
2.6. Finanční analýza Společnosti	13
2.6.1. Analýza rozvahy	13
2.6.2. Analýza výkazu zisků a ztrát	15
2.7. Základní předpoklady obecné povahy	18
2.7.1. Zvažované období	18
2.7.2. Právní forma	18
2.7.3. Daňová politika	18
2.7.4. Inflace	18
2.7.5. Ekonomické uspořádání a právní systém	18
2.7.6. Účetní zásady	19
2.7.7. Skutečnosti po dni ocenění	19
2.7.8. Ostatní předpoklady	19
3. POSUDEK	20
3.1. Metodika oceňování	20
3.1.1. Názvosloví	20
3.1.2. Obecná metodika při oceňování	21
3.2. Použitý způsob ocenění	29
3.2.1. Detailní popis výnosové metody ocenění	30
3.3. Komparační metoda ocenění	34
3.4. Výnosové ocenění Společnosti	35
3.4.1. Specifické předpoklady ocenění metodou DCF Společnosti	35
3.4.2. Hlavní výstupy metody DCF entity	35
3.4.3. Výsledný propočet	57
3.5. Majetkové ocenění na principu historických cen	58
3.6. Rekapitulace ocenění 100% jménem společnosti VSV,a.s.	59
3.7. Přepočet na hodnotu akci emitovaných Společností	59
3.8. Výše protiplnění v penězích	59
4. ZÁVĚR	60

1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE

1.1. Úvod

Znalecký posudek je vypracován za účelem doložení přiměřenosti protiplnění za akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč a 10 000 Kč, emitované společností VSV, a.s., IČ 253 31 850 (dále v textu označeno též jako „Společnost“), při uplatnění práva požadovat přechod všech ostatních účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře dle ust. § 375 a násl. zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech.

1.2. Den ocenění

Ocenění jmění Společnosti, z něž je následně stanovena výše přiměřeného plnění menšinovým akcionářům Společnosti, je prováděno podle stavu relevantních, zejména účetních podkladů a stavu majetku a závazků k datu 31.12.2016. Události nám známé do dne zpracování posudku byly zohledněny.

1.3. Prohlášení znalce o nezávislosti

Společnost Kreston A&CE Consulting, s.r.o., prohlašuje, že není ke společnosti VSV, a.s. ani k jejím akcionářům ve vztahu personální či finanční závislosti, v zaměstnaneckém či obdobném právním vztahu, stejně tak jako se nepodílí na řízení či kontrole podnikání uvedených společností.

Znalec dále prohlašuje, že jednání o odměně za zpracování tohoto Znaleckého posudku byla vedena tak, aby výše odměny nebyla nikterak závislá na výsledcích ocenění.

1.4. Použitelnost provedení ocenění

Tento Znalecký posudek je použitelný jenom pro výše uvedený účel – doložení přiměřené výše protiplnění v penězích oprávněným menšinovým akcionářům společnosti VSV, a.s., IČ 253 31 850.

2. NÁLEZ

2.1. Zjištění stavu

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

2.2. Podklady pro zpracování ocenění

2.2.1. Podklady poskytnuté pověřenými osobami Objednavatele

- Rozvaha a výkaz zisků a ztrát Společnosti k 31.12.2012, 31.12.2013, 31.12.2014, 31.12.2015 a k 31.12.2016 (předběžná verze)
- Výroční zpráva Společnosti za období 2012-2014
- Účetní závěrka Společnosti za období 2015
- Manažerský výhled hospodaření Společnosti v podobě finančních výkazů, plánu investic i financování pro období 2017
- Internetový zdroj informací o Společnosti (<http://vsv.navos-km.cz/>)

- Doplňující informace od pověřených osob Objednavatele týkající se konkrétních položek majetku a závazků a věcných faktorů minulého, současného a budoucího hospodaření oceňované Společnosti podané v průběhu zpracování znaleckého posudku v ústní nebo písemné podobě.

2.2.2. Podklady opatřené zpracovatelem a použitá literatura

- Výpis z obchodního rejstříku společnosti VSV, a.s., vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 2236, pořízený prostřednictvím Internetu
- Výpis z obchodního rejstříku společnosti NAVOS, a.s., vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 4091, pořízený prostřednictvím Internetu
- Finanční data o příslušném oddělu z databáze AMADEUS
- Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících; ve znění zákona č. 322/2006 Sb., 227/2009 Sb. a zákona č. 444/2011 Sb.
- Vyhláška Ministerstva spravedlnosti ČR č.37/1967 Sb.
- Vyhláška Ministerstva spravedlnosti ČR č.77/1993 Sb.
- Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku)
- Vyhláška Ministerstva financí č. 3/2008 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku) v aktuálním znění;
- Zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů (zákon o nabídkách převzetí)
- Dokument Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL), včetně příloh 1 a 2

- Dokument "Strategie pro růst, České zemědělství a potravinářství v rámci společné zemědělské politiky EU po roce 2013"
- Obchodní zákoník č. 513/1991 Sb. ve znění pozdějších předpisů;
- Mezinárodní standardy pro oceňování IVS 1-4, The International Assets Valuation Standards Committee v březnu 1994;
- Bjaček, P.: Překlad. Mezinárodní účetní standardy, Praha, AmiCom, 1994;
- Copeland, T.; Koller, T.; Murrin, J. - Stanovení hodnoty firem, Victoria publishing 1994;
- Tichý G.E. - Oceňování podniku, Praha, Linde Praha, 1991;
- Mařík M. - Určování hodnoty firem, Praha, Ekopress, 1998;
- Mařík - Diskontní míra v oceňování, Vysoká škola ekonomická 2001.
- Mařík M. a kol. - Metody oceňování podniku, Praha, Ekopress, 2007
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, Ekopress, Praha 2011;
- Maříková P., Mařík M. - Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, Praha, Oeconomica, 2007
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, Ekopress, Praha 2012, třetí upravené a rozšířené vydání;
- Brealey R., Myers S. - Teorie a praxe firemních financí, Praha, Victoria Publishing, 1991;
- Raffegau J., Dubois F. - Finanční oceňování podniků, Praha, HZ Praha, 1996;
- 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
- 2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, ISBN 978-1-119-10976-1

2.2.3. 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:

- Rozvaha, výkaz zisků a ztrát a Společnosti k 31.12.2012-31.12.2015 a k 31.12.2016
- Manažerský výhled hospodaření Společnosti pro období 2017
- Přehled o financování Společnosti, včetně přehledu investic
- Další informace o základních věcných faktorech fungování oceňované společnosti v historii i budoucnu podané v písemné či ústní formě.

Poslední informace relevantní pro zpracování Posudku byly Znalecem získány a použity dne 20. ledna 2017. Ocenění je nutné revidovat, pokud se zásadně změní předpoklady, na kterých je ocenění založeno.

2.3. Popis předmětu ocenění

Předmětem ocenění jsou akcie na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 1 000 Kč a 10 000 Kč, emitované společností VSV, a.s., resp. přiměřená výše protiplnění odpovídající jejich hodnotě. Primárním předmětem ocenění **bude podnik Společnosti** ve smyslu souboru majetku a závazků, od jehož hodnoty bude hodnota akcií odvozena.

Obchodní firma	VSV, a.s.
Sídlo	Vlkošská 379, 696 42 Vracov
IČ	253 31 850
Den zápisu	24. března 1997
Právní forma	Akciová společnost
Základní kapitál	120 468 000,- Kč
Akcie	5 618 ks akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč v listinné podobě
	11 485 ks akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč v listinné podobě

2.3.1. Statutární orgán

Představenstvo:

místopředseda představenstva: Ing. PAVEL NOVOTNÝ, dat. nar. 14. března 1971
č.p. 87, 675 52 Lipník

předseda představenstva:

Ing. BOŘIVOJ REKTOŘÍK, dat. nar. 20. ledna 1957
Sídliště Klínky 2481/50, Netčice, 697 01 Kyjov

člen představenstva:

Ing. MILAN ŠKVOR, dat. nar. 28. června 1980
č.p. 132, 257 24 Ostrédek

2.3.2. Předmět podnikání Společnosti

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

- letecké práce
- zámečnictví, nástrojařství
- 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
- opravy ostatních dopravních prostředků a pracovních strojů
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
- zemědělská výroba

Strana 6

Dle informací uvedených v rámci registru ekonomických subjektů (www.czso.cz) lze charakteristiku daného ekonomického subjektu společnosti VSV, a.s. popsat následovně:

Tabulka – zařazení Společnosti dle Registru ekonomických subjektů

Název atributu	Kód	Text
Statistická právní forma	121	Akciová společnost
Institucionální sektor: dle ESA2010	11002	Národní soukromé nefinanční podniky
Činnosti - dle CZ-NACE	01500	Smišené hospodářství
	63	Informační činnosti
	108	Výroba ostatních potravinářských výrobků
	471	Maloobchod v nespécializovaných prodejnách
	28990	Příprava stavenišť
	43120	Příprava stavenišť
	016	Podpůrné činnosti pro zemědělství a posklizňové činnosti
	52100	Skladování
	772	Pronájem a leasing výrobků pro osobní potřebu a převážně pro domácnost
	68310	Zprostředkovatelské činnosti realitních agentur
	47300	Maloobchod s pohonnými hmotami ve specializovaných prodejnách
	G	Velkoobchod a maloobchod; opravy a údržba motorových vozidel
	49410	Silniční nákladní doprava
	257	Výroba neželezných výrobků, nástrojů a železářských výrobků
	331	Opravy kovodělných výrobků, strojů a zařízení
	01	Rostlinná a živočišná výroba, myslivost a související činnosti
	62	Činnosti v oblasti informačních technologií
	014	Živočišná výroba
Velikostní kat. dle počtu zam.	230	25-49 zaměstnanců

2.4. Výchozí bilance Společnosti

Od pověřených osob Objednavatele Znaleckého posudku jsme obdrželi definici společnosti VSV, a.s. v podobě neauditované bilance sestavené k datu 31.12.2016.

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

Položka	31.12.2016
AKTIVA CELKEM	162 693
Stálá aktiva	81 864
Dlouhodobý nehmotný majetek	0
Dlouhodobý hmotný majetek	81 864
Pozemky	15 506
Stavby	41 556
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	20 320
Pěstitelské celky trvalých porostů	0
Základní stádo a tažná zvířata	3 956
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	525
Dlouhodobý finanční majetek	0

Strana 7

Položka	31.12.2016
Obežná aktiva	80 826
Zásoby	54 344
Materiál	1 932
Nedokončená výroba a polotovary	12 008
Výrobky	29 849
Zvřetla	10 554
0	
Dlouhodobé pohledávky	26 312
Krátkodobé pohledávky	8 308
Pohledávky z obchodních vztahů	4 276
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	7 396
Stát - daňové pohledávky	164
Ostatní poskytnuté zálohy	5 661
Dohadné účty aktivní	508
Jiné pohledávky	171
Krátkodobý finanční majetek	3
Peníze	171
Časové rozlišení	3
Náklady, příštích období	3

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

Položky	31.12.2016
PASIVA CELKEM	162 693
Vlastní kapitál	152 030
Základní kapitál	120 468
Základní kapitál	120 468
Kapitálové fondy	0
Ostatní kapitálové fondy	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	2 009
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	1 419
Statutární a ostatní fondy	590
Výsledek hospodaření minulých let	23 223
Nerozdělený zisk minulých let	23 223
Výsledek hospodaření za účetní období	6 330
Cizí zdroje	10 663
Rezervy	693
Ostatní rezervy	693
Dlouhodobé závazky	3 220
Odloužený daňový závazek	3 220
Krátkodobé závazky	6 751
Závazky z obchodních vztahů	4 018
Závazky k zaměstnancům	923
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	486
Stát - daňové závazky a dotace	169
Krátkodobé přijaté zálohy	3
Dohadné účty pasivní	1 105
Jiné závazky	48
Bankovní úvěry a výpomoci	0
Časové rozlišení	0

2.5. Strategická analýza

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

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

2.5.1. Vývoj hospodářství

Při zpracování této části bylo přihlédnuto k odhadům ekonomického vývoje v rámci dokumentu „Makroekonomická predikce České republiky – listopad 2016“, publikovaném ministerstvem financí (zdroj:www.mfcr.cz). Dokument je v plném znění k dispozici v archivu znaleckého ústavu Kreston A&CE Consulting, s.r.o.

Tabulka – Hlavní makroekonomické indikátory

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2016	2017
						Aktuální predikce	Minulá predikce		
Hrubý domácí produkt	4 034	4 060	4 098	4 314	4 555	4 703	4 864	4 629	4 812
mln. Kč									
růst v % s.c.	2,0	-0,8	-0,5	2,7	4,5	2,4	2,5	2,2	2,4
Hrubý domácí produkt	0,3	-1,2	0,5	1,8	3,0	2,5	2,8	3,1	2,7
Spotřeba domácností	-2,2	-2,0	2,5	1,1	2,0	2,3	1,6	2,2	1,6
růst v % s.c.	0,9	-3,1	-2,5	3,9	9,0	-3,6	2,8	-0,6	2,8
Spotřeba vlády	1,8	1,3	0,1	-0,5	0,1	1,3	0,2	0,7	0,2
Průběh ZO k růstu HDP	0,3	-0,2	-0,7	1,1	0,3	0,4	0,0	-0,2	0,0
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	0,0	1,5	1,4	2,5	1,0	0,8	0,9	0,6	1,1
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,5	1,2	0,5	1,2
Průměrná míra inflace	0,4	0,4	1,0	0,8	1,4	1,6	0,3	1,6	0,1
Zaměstnanost (VŠPS)	6,7	7,0	7,0	6,1	5,1	4,0	3,9	4,1	4,0
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	2,3	2,6	0,5	3,6	4,4	5,4	5,0	5,3	4,9
Objem mezd a platů (dom. koncept)	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,9	2,3	1,8	1,5	1,2
% HDP	-2,7	-3,9	-1,2	-1,9	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-
% HDP									
Saldo běžného účtu									
Saldo vládního sektoru									
Předpoklady									
Směnný kurz CZK/EUR	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,9	27,0	26,9
Dlouhodobé úrokové sazby	3,7	2,8	2,1	1,6	0,6	0,4	0,6	0,6	0,8
% p.o.									
USD/EUR	111	112	109	99	52	44	51	44	50
Ropa Brent	1,5	-0,9	-0,3	1,0	2,0	1,4	1,1	1,5	1,2
HDP eurozóny (EA12)									
růst v % s.c.									

Zdroj: www.mfcr.cz

2.5.2. Sektorová analýza

V rámci této kapitoly je provedena analýza společností působících analogicky se Společností ve stejném odvětví i regionu. Analýza byla provedena na základě disponibilních dat za období

2008-2015. Byla využita data finanční databáze AMADEUS, z odvětví NACE kód 0150 – „Mixed farming“ v rámci regionu ČR, do nějž byla společnost VSV, a.s. zmíněnou databází zařazena. Do výběru relevantních společností byly zařazeny společnosti z daného odvětví, přičemž zahrnuti byly pouze společnosti s disponibilními daty v databázi AMADEUS za období 2008-2015. Tímto způsobem byl vytvořen relevantní vzorek společností z daného odvětví o velikosti 467 podnikatelských subjektů, včetně oceňované společnosti VSV, a.s.

Byly srovnávány primárně hospodářské parametry, primárně pak ukazatele „Provozní výnosy, resp. Obrat“, „EBITDA/Provozní výnosy, resp. Obrat. Jak již bylo uvedeno výše, do výběrového vzorku byly zařazeny společnosti z daného odvětví, jež publikovaly data za období 2008-2015.

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

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

Tabulka – Hospodářské parametry odvětví (tis. Kč, %)

OBDOBÍ	2008	2009	2010	2011
Provozní Obrat odvětví	32 564 459	26 962 017	27 844 582	31 964 650
míra růstu	-	-17%	3%	15%
Provozní Obrat Společnosti	77 730	65 188	65 302	83 620
míra růstu	-	-16%	0%	28%
Podíl na trhu	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%
EBITDA marže odvětví	13,91	10,82	15,74	18,65
míra růstu	-	-22%	46%	19%
EBITDA marže Společnosti	13,12	13,56	14,26	16,59
míra růstu	-	3%	5%	16%

Tabulka – Hospodářské parametry odvětví (tis. Kč, %)

OBDOBÍ	2012	2013	2014	2015
Provozní Obrat odvětví	32 840 894	34 316 752	36 417 150	34 492 522
míra růstu	3%	4%	6%	-5%
Provozní Obrat Společnosti	80 668	100 353	94 446	87 697
míra růstu	-4%	24%	-6%	-7%
Podíl na trhu	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%
EBITDA marže odvětví	17,56	19,08	21,30	18,25
míra růstu	-6%	9%	12%	-14%
EBITDA marže Společnosti	13,53	15,38	16,80	16,17
míra růstu	-18%	14%	9%	-4%

Zdroj: Finanční databáze AMADEUS

Na základě informací uvedených výše lze provést následující shrnutí:

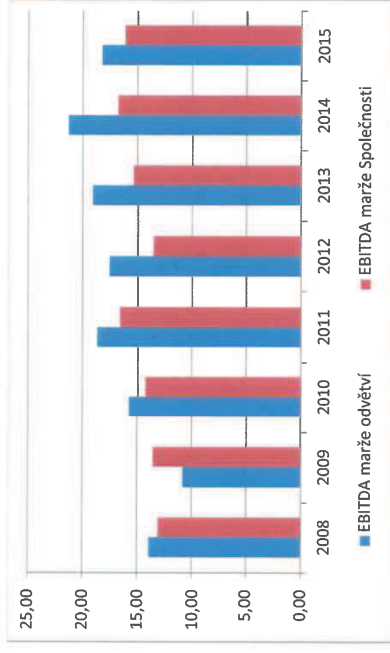
- Ve sledovaném období 2008-2015 vykazuje trh (NACE 0150) proměnlivou míru růstu obratu, průměrně ve výši 1,3% p.a. (váženým průměrem činí 2,4%). Společnost vykazuje ve sledovaném období průměrně 2,8% míru růstu (vážený průměr činí 3,2%)
- Podíl obratu Společnosti na obratu trhu vykazuje ve sledovaném období 2008-2015 dlouhodobě spíše mírně rostoucí tendence, průměrně ve výši 0,3% (vážený průměr činí rovněž 0,3%)
- Ve sledovaném období 2008-2015 vykazuje trh dlouhodobě spíše rostoucí tendence hodnoty ukazatele EBITDA/Obrat a to průměrně ve výši 16,91% (vážený průměr činí 18,19%). Společnost vykazuje ve sledovaném období rovněž dlouhodobě spíše rostoucí hodnoty ukazatele EBITDA/Obrat a to průměrně ve výši 14,93% (vážený průměr činí 15,45%)

Graficky lze výše uvedené informace o Společnosti i odvětví zobrazit následovně:

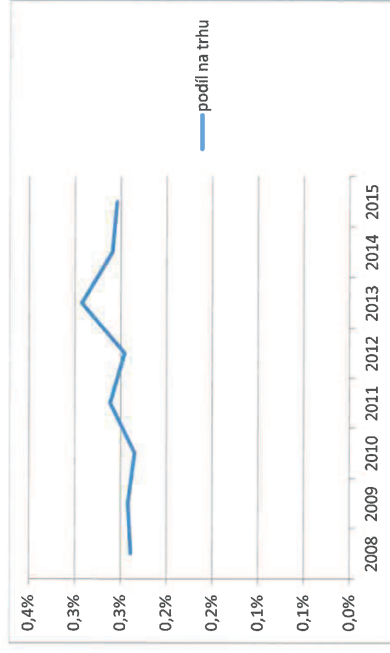
Graf – Historie míry růstu Obratu Společnosti i odvětví (v %)



Graf – Historie EBITDA marže Společnosti i odvětví (v %)



Graf – Historie podílu na trhu Společnosti v rámci daných odvětví (v %)



Z dat uvedených výše je patrné, že Společnost vykazuje v období 2008-2015 v porovnání s odvětvím:

- Vyšší průměrnou míru růstu obrátu (byť v závěru sledovaného období nabývá záporných hodnot)
- Dlouhodobě nižší úroveň EBITDA marže
- Poměrně stabilní podíl na trhu

2.5.3. SWOT analýza

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

2.5.3.1. Silné stránky

- Společnost je součástí uskupení AGROFERT
- Společnost dosahuje poměrně stabilní podíl na trhu
- Společnost dosahuje opakovaně uspokojivé výsledky hospodaření (ve srovnání s odvětvím)
- Společnost je schopna operovat s nízkou provozní hotovostí

2.5.3.2. Slabé stránky

- Proměnlivá výše výsledků hospodaření Společnosti
- Proměnlivá výše doby obrátu pohledávek, závazků i zásob Společnosti

2.5.3.3. Příležitosti

- maximalizace využití dotační politiky ČR i EU

2.5.3.4. Ohrožení

- Společnost hospodaří převážně na cizích pozemcích

2.5.3.5. Závěry strategické analýzy

V návaznosti na dílčí závěry uvedené v rámci jednotlivých dílčích kapitoly 2.5.3 SWOT 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 si na trhu udrží svůj tržní podíl

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

2.6. Finanční analýza Společnosti

V rámci následujících kapitol byla provedena finanční analýza předmětu ocenění za období let 2012-2016.

2.6.1. Analýza rozvahy

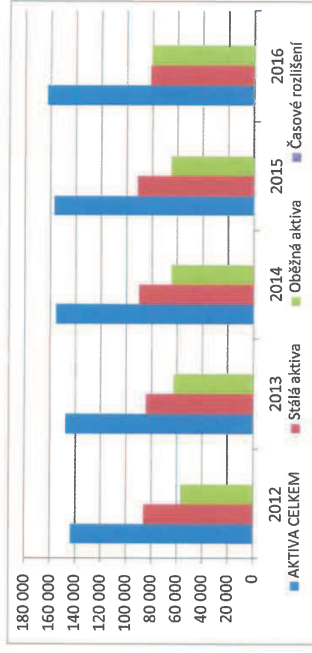
Celková hodnota aktiv Společnosti vykazovala ve sledovaném období 2012-2016 dlouhodobě spíše rostoucí tendence.

Tabulka – Vývoj Aktiv Společnosti (tis. Kč)

Položky	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
AKTIVA CELKEM	143 574	147 892	155 368	157 061	162 693
Stálá aktiva	86 220	84 715	90 390	91 819	81 864
Dlouhodobý nehmotný majetek	6	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	86 220	84 612	90 317	91 745	81 864
Dlouhodobý finanční majetek	69	103	73	74	0
Oběžná aktiva	57 279	63 006	64 972	65 233	80 826
Zásoby	36 837	38 820	44 470	36 504	54 344
Dlouhodobé pohledávky	347	347	166	0	0
Krátkodobé pohledávky	19 798	23 642	20 209	28 427	26 312
Krátkodobý finanční majetek	297	197	127	302	171
Časové rozlišení	0	171	6	10	3

Graficky lze výše uvedené zobrazit následovně:

Graf – Vývoj Aktiv Společnosti (tis. Kč)



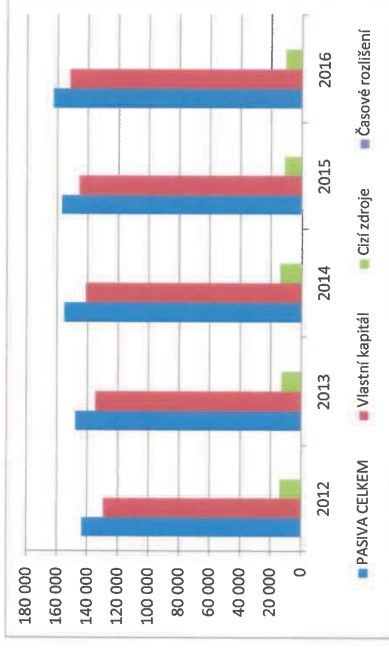
Celková hodnota pasiv Společnosti vykazovala v souladu s vývojem jejích aktiv ve sledovaném období dlouhodobě spíše nárůst hodnot.

Tabulka – Vývoj Pasiv Společnosti (tis. Kč)

Položky	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
PASIVA CELKEM	143 574	147 892	155 368	157 061	162 693
Vlastní kapitál	129 555	134 875	141 345	145 769	152 030
Základní kapitál	120 468	120 468	120 468	120 468	120 468
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	1 567	1 706	1 822	1 978	2 009
Výsledek hospodaření minulých let	6 666	7 327	12 502	18 805	23 223
Výsledek hospodaření za účetní období	854	5 374	6 553	4 518	6 330
Cizí zdroje	14 019	13 017	14 023	11 292	10 663
Rezervy	1 116	1 253	1 161	857	693
Dlouhodobé závazky	3 421	3 436	3 944	4 318	3 220
Krátkodobé závazky	8 101	8 328	8 918	6 117	6 751
Bankovní úvěry a výpomoci	1 381	0	0	0	0
Časové rozlišení	0	0	0	0	0

Graficky lze výše uvedené zobrazit následovně:

Graf – Vývoj Pasiv Společnosti (tis. Kč)



2.6.2. Analýza výkazu zisků a ztrát

V rámci následující kapitoly je provedena analýza historických dat provozní činnosti Společnosti a to za období 2012-2016.

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

Položky	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	0	2 915	7	0	0
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	2 744	7	0	0
Obchodní marže	0	171	0	0	0
Výkony	65 109	74 744	77 741	69 499	67 003
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	52 866	70 503	68 579	73 100	46 716
Změna stavu zásob vlastní výroby	9 954	1 791	6 395	-7 514	17 292
Aktivace	2 289	2 450	2 767	3 913	2 995
Výkonová spotřeba	47 539	55 138	56 138	51 981	53 612
Spotřeba materiálu a energie	34 309	37 253	38 486	35 480	33 218
Služby	13 230	17 885	17 652	16 501	20 394
Přidaná hodnota	17 570	19 777	21 603	17 518	13 391
Osobní náklady	14 727	15 440	16 061	15 651	17 465
Mzdové náklady	10 430	11 053	11 030	10 329	12 757
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	196	126	669	950	0
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	3 655	3 779	3 835	3 835	4 190
Sociální náklady	446	482	527	537	518
Daně a poplatky	639	624	599	633	644
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	9 164	8 770	7 784	8 716	8 790
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	3 237	7 133	4 477	5 289	14 706
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	920	2 291	2 563	2 892	12 698
Tržby z prodeje materiálu	2 317	4 842	1 914	2 397	2 008

Položky	2012	2013	2014	2015	2016
Zůstatková cena prodaného dlh. majetku a materiálu	2 789	5 532	2 991	3 480	5 018
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	442	1 302	1 122	1 136	2 964
Prodaný materiál	2 347	4 230	1 869	2 344	2 054
Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	2 656	337	-1 334	-303	5 397
Ostatní provozní výnosy	12 322	15 561	10 887	12 606	27 966
Ostatní provozní náklady	1 402	5 105	2 788	1 770	16 759
Provozní výsledek hospodaření	1 752	6 663	8 078	5 466	1 989
Finanční výsledek hospodaření	-329	-91	-28	64	4 173
Dañ z příjmů za běžnou činnost	569	1 198	1 497	1 012	-168
-splatná	102	1 160	990	638	930
-odložená	467	38	507	374	-1 098
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	854	5 374	6 553	4 518	6 330
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	854	5 374	6 553	4 518	6 330
Výsledek hospodaření před zdaněním	1 423	6 572	8 050	5 530	6 162

Z historických dat Společnosti uvedených výše je patrné následující:

- Proměnlivý vývoj položek Výkony i Přidaná hodnota Společnosti
- Proměnlivý vývoj položek Provozní výsledek hospodaření i Výsledek hospodaření za účetní období Společnosti

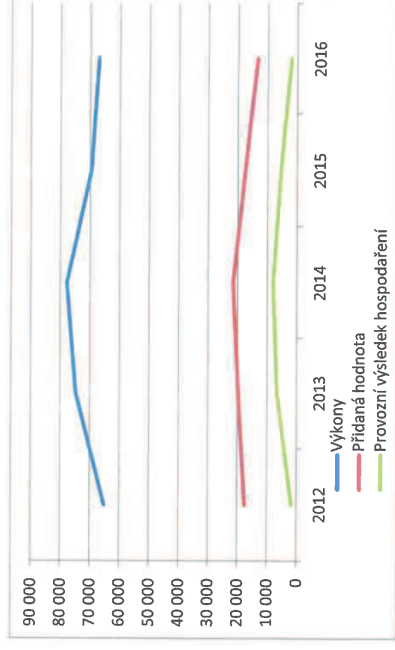
Jednotlivé poměrové ukazatele hospodaření lze kalkulovat za příslušné období 2007-2015 následujícím způsobem:

Tabulka – Vývoj poměrových ukazatelů hospodaření Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2012	2013	2014	2015	2016
Míra růstu tržeb za vl. výrobky a služby	-	33%	-3%	7%	-36%
Výkonová spotřeba/Výkony	73%	74%	72%	75%	80%
Mzdové N/Výkony	16%	14%	14%	15%	19%
Odměny/Mzdové N	2%	1%	6%	9%	0%
Odměny/Výkony	0%	0%	1%	1%	0%
N na soc. a zdr. Pojišť/Mzdové N	35%	34%	35%	37%	33%
Soc. N/Mzdové N	4%	4%	5%	5%	4%
Daně a poplatky/Výkony	1%	1%	1%	1%	1%
OPN/Výkony	19%	20%	14%	18%	42%
OPN/Výkonová spotřeba	3%	9%	5%	3%	31%

Graficky lze vývoj klíčových ukazatelů hospodaření ve sledovaném období 2007-2015 zobrazit následovně:

Graf – Hospodářské parametry Společnosti (tis. Kč)



Následně je provedena finanční analýza rentability, aktivity, zadluženosti i likvidity Společnosti, provedená rovněž za sledované období 2012-2016:

Tabulka – Ukazatele rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity Společnosti

Položky	2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilita Vlastního kapitálu	0,7%	4,0%	4,6%	3,1%	4,2%
Rentabilita celkového kapitálu	0,7%	3,7%	4,2%	2,9%	3,9%
Produkční síla (Rentabilita aktiv)	0,6%	3,6%	4,2%	2,9%	3,9%
Rentabilita tržeb	3,3%	9,1%	11,8%	7,5%	4,3%
Kvóta vlastního kapitálu	90,2%	91,2%	91,0%	92,8%	93,4%
Úrokové zatížení (Úrokové krytí)	15,0%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Míra újlaného cizího kapitálu	9,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Peněžní likvidita	0,03	0,02	0,01	0,05	0,03
Pohotovost likvidita	2,12	2,86	2,28	4,70	3,92
Celková likvidita	6,00	7,52	7,27	10,66	11,97
Doba obrátu aktiv [dny]	991,3	735,2	826,8	784,2	1 271,15
Doba obrátu pohledávek [dny]	39,3	41,4	28,6	22,4	64,91
Doba obrátu zásob [dny]	254,3	193,0	236,7	182,3	424,60
Doba obrátu závazků [dny]	27,0	32,6	42,2	24,2	27,35
Porovnání DPJ-DUZ	12,4	8,8	-13,6	-1,8	37,6

Komentář:

- v oblasti rentability zaznamenala Společnost proměnlivě, dlouhodobě spíše rostoucí vývojové tendence
- v oblasti zadlužení zaznamenala Společnost ve sledovaném období podprůměrné, resp. nulové ukazatele zadluženosti
- v oblasti likvidity zaznamenala Společnost dlouhodobě nízké hodnoty Peněžní likvidity a rovněž dlouhodobě uspokojivé hodnoty Pohotovost a Celkové likvidity

- v oblasti aktivity zaznamenala Společnost proměnlivé hodnoty doby obratu krátkodobých pohledávek, krátkodobých závazků i zásob

2.7. Základní předpoklady obecné povahy

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

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

2.7.1. Zvažované období

Za rozhodující z hlediska ocenění je považován stav Společnosti ke dni 31.12.2016. Pro ocenění Společnosti výnosovou metodou je relevantní finanční plán, který zahrnuje období do konce roku 2026. Toto období však nezobrazuje celou očekávanou životnost této společnosti, neboť pro účely ocenění tímto způsobem ocenění je předpokládáno její nepřetržité trvání. Další období od posledního roku plánu je pro účely ocenění modelováno pomocí kapitalizace budoucích volných peněžních toků majitelům i věřitelům společnosti – Free Cash Flow to the Firm za využití perpetuitního efektu.

2.7.2. Právní forma

Společnost VSV, a.s. je akciovou společností dle českého práva s veškerými specifiky úpravy této právní formy podnikání.

2.7.3. Daňová politika

Pro účely prognózy byl přijat předpoklad, že pro rok 2017 dále se v České republice pro daň z příjmu právnických osob uplatňuje daňová sazba ve výši 19 %.

2.7.4. Inflace

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

2.7.5. Ekonomické uspořádání a právní systém

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

2.7.6. Účetní zásady

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

2.7.7. Skutečnosti po dni ocenění

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

2.7.8. Ostatní předpoklady

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

3. POSUDEK

3.1. Metodika oceňování

3.1.1. Názevové

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

3.1.1.1. Cena

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

3.1.1.2. Hodnota

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

3.1.1.3. Trh

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

3.1.1.4. Tržní hodnota

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

3.1.1.5. Výnosová hodnota

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

3.1.1.6. Věcná hodnota

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

3.1.1.7. Maximální a nejlepší použití

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

3.1.1.8. Cena administrativní

Cena zjištěná podle cenového předpisu

3.1.1.9. Cena pořizovací

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

3.1.1.10. Cena reprodukční

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

3.1.1.11. Časová cena

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

3.1.1.12. Cash flow

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

3.1.1.13. Goodwill

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

3.1.2. Obecná metodika při oceňování

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

- Metody výnosové - Metoda DCF, Metoda kapitalizace zisku

- Metody majetkové – Substanční metoda, Zjištění likvidační hodnoty, Hodnota zjištěná na úrovni čistého obchodního jmění, Hodnota zjištěná na úrovni Vlastního kapitálu
- Metody srovnávací

3.1.2.1. Výnosový přístup

Výnosový přístup je nejvíce používan 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 síť 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 prognózy, z níž 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 vztážené k míře kapitalizace.

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

3.1.2.2. Srovnávací přístup

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

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

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

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

3.1.2.3. Metody založené na analýze majetku – substanční

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

Majetkové ocenění lze členit:

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

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

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

- likvidační hodnotu na základě ČOM nebo VK
- reprodukční ceny

3.1.2.3.1. Metoda reprodukčních cen

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

Reprodukční cena (cena opětného 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.

3.1.2.3.2. Metoda účetní hodnoty na základě historických cen

Tento majetkový přístup je založen na ocenění majetku a závazků, kde je rozhodujícím podkladem účetní evidence a vybrané účetní a auditorské postupy. Ocenění tedy vychází z historických cen.

Výsledek, tj. hodnota jmění, je dána rozdílem zjištěné hodnoty majetku a závazků a reprezentuje účetně evidovaný vlastní kapitál společnosti.

3.1.2.3.3. Zjištění goodwill u substanční metody

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

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

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

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

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

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

3.1.2.4. Metoda likvidační hodnoty

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

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

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

Její použití má opodstatnění v případě, že není předpokládána další existence společnosti (podniku) – je zpočtybněn 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.

3.1.2.5. Používané metody ocenění nemovitého majetku

3.1.2.5.1. Nákladová metoda

Toto ocenění je založeno na principu pojetí náhrady. Hodnota aktiv (nemovitých věcí) nebude větší, než činí současné náklady na jejich pořízení s odpočtem přiměřených odpisů, což znamená, že princip zjištění věcné hodnoty spočívá v použití metody reprodukční ceny snížené o přiměřené opotřebení.

Reprodukční (výchozí) cena stavby se získá nejčastěji srovnáním s již realizovanými stavbami a cenami, za které byly provedeny (např. dle rozpočtů nebo tzv. technicko-hospodářských ukazatelů THU, zobecněných z kompletních staveb za jednotku), nebo se použije cenový předpis - vyhláška Ministerstva financí č. 441/2013 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku a o změně některých zákonů, v platném znění. Od zjištěné reprodukční (výchozí) ceny se odečte opotřebení, které odpovídá stavbě daného stáří a způsobu údržby objektu.

Pozemky se oceňují v úrovni obvyklých cen, přičemž lze využít i cenové mapy, které vydávají příslušné obecní úřady, či ocenit pozemky dle výše uvedené vyhlášky.

3.1.2.5.2. Výnosová metoda

Tato metoda bere v úvahu uskutečněný nebo očekávaný příjem z majetku, tento příjem je diskontován odpovídající mírou výnosnosti, tak aby byla získána současná hodnota očekávaných výnosů.

Očekávaný výnos se u předmětné nemovité věci zjišťuje z dosaženého ročního nájemného, popřípadě jde-li o nemovitou věc v daném místě a čase neúčelně využívanou, lze použít výnos dosažitelný. Roční výnos z pronájmu nemovité věci je třeba snížit o náklady na provoz nemovité věci (zejména se jedná o daň z nemovité věci, pojištění nemovité věci, průměrné roční náklady na běžnou údržbu a opravy a náklady na správu nemovité věci, příp. také odpisy nemovité věci).

Základní vztah pro výpočet výnosové hodnoty:

$$H_v = \frac{\text{čistý výnos z nemovitosti za rok [Kč]}}{\text{diskontní sazba [\%]}} \cdot 100$$

Velice důležitým bodem při stanovení tržní hodnoty nemovité věci či podniku je stanovení diskontní sazby. Míra, kterou se diskontují budoucí příjmy, má na výnosovou hodnotu investice (nemovité věci) zásadní vliv. Domníváme se, že v podmínkách ČR by se konstrukce výpočtu výše míry kapitalizace (z hlediska investorů s vlastním kapitálem dostatečným k pořízení investice) měla odvíjet od úvahy, že celková míra kapitalizace má dvě složky:

- bezriziková míra výnosnosti
- přírůžky za riziko

Jako bezrizikovou míru výnosnosti doporučujeme výnos z dlouhodobých státních dluhopisů. Informace o těchto cenných papírech jsou v aktuální podobě k dispozici na Internetu, včetně pomocných on-line kalkulačtorů. Úkolem znalce je však propočítat reálné míry výnosnosti – tedy odpočítání vlivu inflace.

Přírůžky k bezrizikovému výnosu se dle našeho názoru pojí s riziky, které lze u nemovitých věcí shrnout do tří bodů:

Přírůžka za rizika spojená s technickou kvalitou nemovitě věcí:

Zde procentní přírůžka k výnosu z bezrizikové investice odráží riziko, zda bude nutné vynaložit peníze na nepředpokládané opravy či nutné investice, s nimiž nebylo kalkulováno v propočtu nákladů v jednotlivých fázích použité vícefázové metody. Úkolem znalce je tedy prověřit technickou kvalitu objektu.

Přírůžka za rizika spojená s ekonomickou nemovitě věcí:

Zde procentní přírůžka k výnosu z bezrizikové investice odráží riziko, zda bude možné nemovitou věc pronajmout takovým nájemníkům a za takové nájem, které byly uvažovány v propočtu příjmů. Zohledňuje se délka nájemních smluv (doba určitá/neurčitá), existence valorizačních doložek a případné riziko, že prostory uvolněné po nájemci, nebudou rychle pronajaty (pokud možno za stejné nájemné) – tzv. neúplné pronajmutí. Dále se zohledňuje „kvalita“ nájemců – jejich schopnost platit nájem včas a ve smluvené výši. V úvahu připadá též riziko, že o pronájem dané nemovitě věcí přestane být zájem – tzv. ekonomická životnost.

Přírůžka za rizika spojená s právní úrovní nemovitě věcí:

Zde procentní přírůžka k výnosu z bezrizikové investice odráží riziko, zda jsou s nemovitou věcí spojeny věcné břemena, zástavní práva, předkupní práva apod.

3.1.2.5.3. Porovnávací metoda

Porovnávací metoda, komparativní metoda, též srovnávací metoda či metoda srovnatelných hodnot je statistická metoda. Vychází z toho, že z většího počtu známých objektů lze odvodit střední hodnotu, kterou lze použít jako základ pro hodnocení určité nemovitě věcí (pro zjištění její obvyklé ceny). Srovnatelné hodnoty nemovitých věcí jsou stanovovány dle již realizovaných prodejů (kupních smluv), příp. dle nabídkových cen nemovitých věcí určených k prodeji. Stanovené srovnatelné hodnoty se opírají o šetření soudních znalců, realitních kanceláří v daném regionu, o vlastní databázi a zkušenosti znaleckého ústavu, o realitní inzerci na internetu.

Tato metoda pro ocenění nemovitých věcí je založena na porovnání předmětných nemovitých věcí s obdobnými, jejichž ceny byly v nedávné době realizovány na trhu, jsou známé a ze získané informace je možno vyhodnotit hodnotu nemovitých věcí. Porovnání by mělo být provedeno především z pohledu hlavních atributů (velikost UP, tech. stav, využití, velikost pozemku, inženýrské sítě atd.).

Jednou z porovnávacích metod je multikriteriální metoda přímého porovnání podle prof. Bradáče, která spočívá v tom, že z databáze znalce o realizovaných, resp. inzerovaných prodejích podobných nemovitých věcí je pomocí přepočítacích indexů odvozena tržní cena oceňovaných nemovitých věcí. Indexy odlišnosti u jednotlivých nemovitých věcí respektují jejich rozdíly oproti oceňovaným nemovitým věcem.

3.1.2.6. Používané metody ocenění movitého majetku

3.1.2.6.1. Metoda stanovení obvyklé ceny

Ke zjištění obvyklé ceny je využívána metoda hodnotového ocenění, tj. vyjádření zůstatkové technické hodnoty majetku formou časové ceny, která je pak přehodnocena koeficientem prodejnosti K_p . Časová cena vyjadřuje míru skutečného technického znehodnocení (opotřebení) oceňovaného majetku, koeficient prodejnosti se zjišťuje z prodejních a časových cen stejného popř. srovnatelného typu, dosahovaných v posuzovaném období a místě, a to ze statisticky významného souboru.

$$K_p = \frac{\text{průměrná cena prodejní}}{\text{průměrná cena časová}}$$

3.1.2.6.2. Zjištění časové ceny

Časovou cenou ke dni stanovení hodnoty 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 hodnoty.

Výpočet časové ceny se provede dle vzorce:

$$CČ = \frac{TH}{100} * CN \quad (Kč)$$

kde:

CČcena časová

THtechnická hodnota v %

CNcena výchozí v Kč

Technicko - ekonomická hodnota:

Zbytek technického života majetku ke dni stanovení hodnoty v porovnání s jednotlivými složkami majetku továrně novými a ekonomicky plnohodnotnými (TH = 100 %) a jejich prognózovanou technickou životností (též zbytkovou životností).

Výpočet technické hodnoty se provede podle vzorce:

$$TH = \frac{THN * (100 - ZA) * (100 \pm PS)}{10^4}$$

kde:

THtechnická hodnota stroje či zařízení v %

THNtechnická hodnota nového stroje nebo stroje po generální opravě ve vztahu k hodnotě stroje továrně nového. Výchozí technická hodnota továrně nového

stroje se stanoví ve výši 100% a u strojů po generálně opravě provedené ve specializované opravě nebo výrobním závodě ve výši 90%

ZA.....základní amortizace dle amortizační křivky či stupnice v %

P/Spřírůstek nebo snížení dle zjištěného stavu při prohlídce

Cena výchozí:

Výchozí cena stroje či zařízení je v podstatě reprodukční cenou, tj. cenou, kterou by bylo možné vynaložit k pořízení stejného nebo srovnatelného stroje či zařízení v době oceňování. Výchozí cenou pro výpočet časové ceny je:

a) v případě, že oceňovaný stroj je dostupný na trhu, je výchozí cenou pořizovací cena nového stroje stejného typu zjištěná u výrobce, u oficiálního prodejce nebo dovozce.

b) v případě, že oceňovaný stroj se jako nový již nevyrábí, nedovází ani není dostupný na trhu, stanoví se srovnatelná výchozí cena:

- Parametrickým porovnáním
- Přepočtem historické pořizovací ceny

– Pořizovací cena je často známa z jiného období, než ke kterému se provádí ocenění. Pro přepočet slouží tzv. cenové indexy, umožňující přepočet ceny z jednoho období na druhé, které jsou zpracovány Českým statistickým úřadem.

– Pro přepočet mezi jednotlivými roky se použije poměr indexů podle vztahu:

$$I = \frac{\text{index pro rok, ke kterému je známa cena}}{\text{index pro rok, na který je nutné cenu zjistit}}$$

c) při použití pořizovací ceny v zahraniční měně je nutno provést přepočet měny kursem k datu ocenění.

3.1.2.6.3. Vozidla

Významnou pomůckou pro stanovení obecné ceny vozidel je Znalecký standard č. I/2005: Oceňování motorových vozidel, zpracovaný Prof. Ing. A. Bradáčem, DrSc. a Ing. P. Krejčířem, Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., prosinec 2004.

Obvyklá cena zohledňuje aktuální situaci na relevantním trhu pomocí tzv. „koeficientu prodejnosti“. Ke zjištění obvyklé ceny je využívána metoda hodnotového ocenění, tj. vyjádření zůstatkové technické hodnoty majetku formou časové ceny, která je pak přehodnocena koeficientem prodejnosti K_p . Časová cena vyjadřuje míru skutečného technického znehodnocení (opotřebení) oceňovaného majetku, koeficient prodejnosti se zjišťuje z prodejních a časových cen stejného popř. srovnatelného typu, dosahovaných v posuzovaném období a místě, a to ze statisticky významného souboru. Obvyklá cena je součinem časové ceny a koeficientu prodejnosti.

Výchozí cena:

Za výchozí ceny vozidel jsou pro výpočet považovány prodejní ceny nových vozidel tehdy, kdy dané vozidlo bylo ke dni ocenění za tuto cenu v prodeji, případně ceny stanovené jako srovnatelné

dle ceníku redakční a znalecké kanceláře Galáš u vozidel, jež se jako nová v době ocenění v ČR neprodávala.

Redukovaná technická hodnota:

Redukovaná technická hodnota vozidla se stanoví na základě doby provozu vozidla a počtu ujetých kilometrů (PKM).

3.1.2.6.4. Metoda technické nuly

Nelze-li konkrétní předmět ocenění ocenit standardní metodou, zejména pro nedostatek podkladů, pro specifickou povahu majetku nebo zadání Objednavatele či z jiných objektivních příčin, je možno použít ocenění tzv. „technickou nulou“. Tato metoda má svůj smysl v tom, že v zásadě neovlivní celkovou hodnotu předmětu ocenění, avšak umožní na druhé straně zachytit danou majetkovou hodnotu v ocenění, což je velmi důležité. Hodnoty se tak neztrácejí z evidence a v případě získání potřebných podkladů, či změně hospodářské situace je možné provést standardní ocenění. Výše technické nuly se pohybuje v závislosti na hranici významnosti, která je různá u každého ocenění. Většinou se pohybuje v rozmezí 1,- až 1.000,- Kč.

3.2. Použitý způsob ocenění

Ocenění se provádí za účelem doložení průměrnosti protiplnění za akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč a 10 000 Kč, emitované společností VSV, a.s., IČ 253 31 850 (dále v textu označeno též jako „Společnost“), při uplatnění práva požadovat přechod všech ostatních účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře dle ust. § 375 a násl. zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech, společnost NAVOS, a.s., IČ 476 74 857.

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

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

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

Výnosová metoda - metodika analýzy diskontovaného salda cash-flow (DCF) kvantifikuje hodnoty majetku/závazků podniku, které mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow podniku. Tato metoda dle našeho názoru nejlépe vystihuje tržní hodnotu jmění oceňované Společnosti.

Metoda komparační indikuje tržní hodnotu Společnosti s využitím průměrné hodnoty podílu vybraných hospodářských ukazatelů v odvětví „EV/EBIT“ (pozn. EV, resp. Enterprise value, čili

hodnota podniku pro vlastníky i věřitele), případně „EV/EBITDA“ a rovněž s využitím hospodářských parametrů Společnosti, jež je předmětem ocenění (primárně parametrů „EBIT“ a „EBITDA“). Za předpokladu dostupnosti vybraných hospodářských parametrů Společnosti (př. „EBIT“, či „EBITDA“) lze při znalosti poměrového ukazatele z odvětví „EV/EBIT“ či „EV/EBITDA“ následně snadno kalkulovat hodnotu „EV“ konkrétní Společnosti, po jejíž korekci o neprovozní položky majetku i odečitatelné položky závazků lze následně získat odhad hodnoty Společnosti pro její vlastníky („Equity value“). Danou komparační metodu operující s průměrnými ukazateli za dané odvětví a výhradně s historickými ukazateli Společnosti aplikujeme pro její jednoduchost a rovněž s ohledem na dosažené výsledky jinými metodami ocenění pouze jako sekundární a podpůrnou metodu ocenění.

Metoda likvidační vychází primárně z tržní hodnoty majetku stanovené pro účely ocenění Společnosti, kalkulované přeceněním účetních hodnot k datu ocenění. Hodnotu závazků ponecháváme v účetní výši, od přeceněné hodnoty majetku odečítáme. Hodnota likvidační metodou je zjišťována za předpokladu, že majetek podniku bude určitým způsobem rozdělen, rozprodán, případně zlikvidován. S ohledem na příjmy z likvidace se z určitého úhlu pohledu jedná o typ výnosové metody ocenění, nicméně na rozdíl od výnosové metody DCF se nejedná o příjmy z podniku jako celku, ale o příjmy z odprodeje nebo likvidace jednotlivých majetkových položek. Jedná se tak o ocenění statické, orientované na možnosti trhu vsáhnout podnikový majetek v určeném časovém intervalu. Likvidační metodu ocenění lze použít mimo jiné v případech ocenění ztrátových podniků, jako odhad dolní hranice ocenění podniku, či při ocenění neprovozního majetku podniku. Vzhledem k dosaženým výsledkům výnosové a komparační metody ocenění a rovněž s ohledem na finanční analýzu prověřený předpoklad „going concern“, resp. předpoklad nepřetržitého fungování podniku, likvidační metodu ocenění v daném případě neaplikujeme.

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

S přihlédnutím k variantám odrážejícím míru návratnosti z hlediska požadavků racionálního investora zohledňujícího riziko spojené s danou investicí považujeme za hlavní metodu ocenění ve znaleckém posudku metodu výnosovou, tj. metodu diskontovaných peněžních toků. Metodu komparační a účetní metodu na principu historických cen uvažujeme jako metody podpůrné.

Blíží informace o výsledcích aplikovaných metod ocenění jsou k nalezení mimo jiné v rámci kapitoly 3.6 Rekapitulace ocenění 100% jmění společnosti VSV/a.s.

3.2.1. Detailní popis výnosové metody ocenění

3.2.1.1. Výnosová metoda diskontovaného cash flow

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

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

kde
PVCF současná hodnota budoucích volných hotovostních toků,
CF_i očekávaná hodnota budoucího hotovostního toku v období i,
r míra výnosnosti kapitálu požadovaná investory (podrobněji viz níže),
i index období

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

3.2.1.1.1. Určení hotovostních toků k diskontování

Přiklonili jsme se k postupu, založeném na diskontování čistých hotovostních toků, tj. volné hotovosti vytvářené provozní a investiční činností společnosti, a dále upravené tak, aby bylo zohledněno zdanění společnosti. Pro větší názornost uvádíme níže postup stanovení čistého hotovostního toku:

Provozní Příjmy před placením úroků a daní

- Daně na Příjmy před placením úroků a daní

+ Změna v odložených daních

= Čistý provozní zisk minus upravené daně

+ Odpisy

+ Úpravy o jiné bezhotovostní položky zahrnuté v Příjmech před placením úroků a daní

= Hrubý peněžní příjem

- Investice do fixních aktiv

+/- změna pracovního kapitálu

- Investice do ostatních čistých aktiv

= Volný provozní hotovostní tok akcionářům i věřitelům Společnosti

3.2.1.1.2. Stanovení období explicitní projekce a výpočet konečné hodnoty

Do hodnoty společnosti vstupují veškeré hotovostní toky vytvořené po datu ocenění. Z praktického hlediska se budoucí období obvykle rozděluje na dva časové úseky. První úsek zahrnuje období, pro které byly vytvořeny explicitní projekce hotovostních toků. Se vzdálenějším časovým horizontem však roste očekávaná odchylka budoucích hotovostních toků od jejich projektovaných hodnot. Proto je období explicitní projekce omezeno na časový horizont, pro nějž je smysluplné projekci připravovat. Obvykle je horizontem projekce zvolen rok, ve kterém lze předpokládat dosažení stabilizované výkonnosti společnosti, vyčerpání konkurenčních výhod, vyrovnání