

účetních odpisů pro období 2017-2026 z dlouhodobého hlediska za vyvážený, splňující předpoklady „going concern“ principu, resp. principu nepřetržitého fungování podniku.

3.4.2.4. Způsob financování

Společnost k datu ocenění eviduje úročené cizí zdroje v celkové výši 0 tis. Kč.

Celkové úročené cizí zdroje tedy predikujeme pro období finančního plánu formálně následovně:

Tabulka – Vývoj tržního zadlužení Společnosti (% tis. Kč)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
Celkové úročené cizí zdroje na počátku období	0	0	0	0	0
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Tržní hodnota vlastního kapitálu	130 023	126 177	131 525	135 783	139 467
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady na cizí zdroje	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Tabulka – Vývoj tržního zadlužení Společnosti (% tis. Kč)

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
Celkové úročené cizí zdroje na počátku období	0	0	0	0	0
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Tržní hodnota vlastního kapitálu	144 436	148 226	150 659	151 072	151 058
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady na cizí zdroje	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Pro období perpetuity (tj. po roce 2026) predikujeme zadlužení Společnosti na úrovni jejího tržního zadlužení z období posledního roku plánu, tj. ve výši 0,00%.

3.4.2.5. Pokračující hodnota

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 2026 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:

$$CF_{2027} = [\text{Upravený EBIT} \cdot (1 - \text{daň. sazba}) - NI] \cdot (1 + \text{míra růstu}) \text{ kde,}$$

- Upravený EBIT – je upravený provozní hospodářský výsledek 2026
- Daň. sazba – je plánovaná daň sazba v roce 2026
- 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

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

$$NI = [15\,035 \cdot (1 - 0,19)] \cdot (0,02 / 0,0814)$$

$$NI = 2\,991 \text{ tis. Kč}$$

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

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

$$CF \text{ do perpetuity} = [15\,035 \cdot (1 - 0,19) - 2\,991] \cdot (1 + 0,02)$$

$$CF \text{ do perpetuity} = 9\,371 \text{ tis. Kč}$$

Pro Období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu CF provozní každoročně ve výši 9 371 tis. Kč.

3.4.2.6. Finanční analýza finančního plánu

V rámci následující kapitoly je provedena finanční analýza finančního plánu Společnosti a to za období 2017-2026:

Tabulka – Finanční analýza finančního plánu (% dny)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Rentabilita vlastního kapitálu	1,7%	2,1%	3,0%	3,7%	4,3%	4,9%	5,5%	5,4%	5,3%	5,3%
Rentabilita celkového kapitálu	1,6%	2,0%	2,8%	3,5%	4,0%	4,6%	5,1%	5,1%	5,0%	5,0%
Produční síla (Rentabilita aktiv)	1,6%	2,0%	2,8%	3,5%	4,0%	4,6%	5,1%	5,1%	5,0%	5,0%
Rentabilita tržeb	4,8%	5,8%	8,1%	9,6%	11,0%	12,4%	13,7%	13,8%	13,9%	14,0%
Kvóta vlastního kapitálu	94,8%	94,3%	93,5%	93,0%	93,1%	93,2%	93,4%	93,8%	93,8%	94,0%
Úrokové zatížení (Úrokové kvóty)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Míra újratného cizího kapitálu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Peněžní likvidita	2,58	2,37	2,33	2,45	2,72	3,12	3,65	4,40	5,15	5,72
Pohotová likvidita	5,76	5,24	4,83	4,79	5,02	5,38	5,88	6,60	7,33	7,88
Celková likvidita	17,55	14,84	12,29	11,02	11,36	11,84	12,45	13,20	13,96	14,55
Obrát [tis. Kč]	63 998	68 445	73 038	77 770	82 631	87 609	92 693	95 587	98 572	101 649
Doba obrátu celkových aktiv [dny]	929,9	890,4	867,5	851,2	836,6	828,8	827,1	845,8	864,5	883,0
Doba obrátu zásob [dny]	306,8	290,9	275,0	259,1	259,1	259,1	259,1	259,1	259,1	259,1
Doba inkasa kr. pohledávek z OS [dny]	12,0	21,1	30,2	39,3	39,3	39,3	39,3	39,3	39,3	39,3
Doba úhrady kr. závazků z OS [dny]	12,3	18,7	25,2	31,6	31,6	31,6	31,6	31,6	31,6	31,6
Porovnání DIP-DUZ	-0,31	2,37	5,05	7,73	7,73	7,73	7,73	7,73	7,73	7,73

Pozn. „Obrát“ stanoven pro účely finanční analýzy ve výši položky „Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb“

3.4.2.7. 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.

3.4.2.7.1. Diskontní míra – náklady vlastního kapitálu

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu je nutné zjistit:

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

3.4.2.7.1.1. Bezriziková sazba

V lednu 2017 (20.1.2017) činila průměrná výnosnost dlouhodobých dluhopisů České republiky se splatností cca 10 let hodnotu 0,322% p.a. pro prodej (zdroj: www.patria.cz). Vzhledem k dalšímu postupu při stanovení očekávané hodnoty diskontu jsme se rozhodli uplatnit jako sazbu bezrizikové výnosnosti pro prvních 10 let plánu hodnotu **0,322% p.a.**

Průměrná výnosnost dlouhodobých dluhopisů České republiky se splatností v r. 2057 (41 let) pak činila hodnotu 1,769% p.a. pro prodej.

Tabulka – Sazba dluhopisů České republiky

Název	Cena			Y-T-M	
	Měna	Nákup	Prodej	Nákup	Prodej
ST. DLHOP. 4,00/17	CZK	100,89	101,16	-0,155	-1,365
ST. DLHOP. VAR/17	CZK	101,2	101,58	-1,186	-1,929
ST. DLHOP. 0,00/17	CZK	100,77	101,44	-0,965	-1,793
ST. DLHOP. 0,00/18	CZK	101,2	101,6	-1,192	-1,583
ST. DLHOP. 0,85/18	CZK	102,14	102,73	-1,003	-1,5
ST. DLHOP. 4,60/18	CZK	108,45	109,25	-0,74	-1,208
ST. DLHOP. 5,00/19	CZK	112,25	112,91	-0,489	-0,759
ST. DLHOP. 0,00/19	CZK	100,95	101,81	-0,381	-0,722
ST. DLHOP. 1,50/19	CZK	105,31	106,02	-0,406	-0,651
ST. DLHOP. 3,75/20	CZK	114,97	115,66	-0,338	-0,509
ST. DLHOP. VAR/20	CZK	102,11	102,45	-0,48	-0,565
ST. DLHOP. 3,85/21	CZK	119,4	120,11	-0,264	-0,398
ST. DLHOP. 4,70/22	CZK	127,41	128,25	-0,143	-0,27
ST. DLHOP. VAR/23	CZK	107,95	108,85	-0,16	-0,295
ST. DLHOP. 0,45/23	CZK	100,82	102,9	0,327	0,02
ST. DLHOP. 5,70/24	CZK	140,5	141,71	0,146	0,012
ST. DLHOP. 2,40/25	CZK	117,48	118,36	0,345	0,251
ST. DLHOP. 1,00/26	CZK	105,3	106,28	0,425	0,322
ST. DLHOP. VAR/27	CZK	103,25	103,75	-0,045	-0,09
ST. DLHOP. 2,50/28	CZK	120,45	121,51	0,661	0,575
ST. DLHOP. 0,95/30	CZK	101,88	103,06	0,8	0,708

Strana 50

Název	Cena			Y-T-M	
	Měna	Nákup	Prodej	Nákup	Prodej
ST. DLHOP. 4,20/36	CZK	158,98	160,95	0,933	0,851
ST. DLHOP. 4,85/57	CZK	183,45	189,05	1,896	1,769

Zdroj: www.patria.cz

Vzhledem k délce období finančního plánu a rovněž k aktuální výši sazeb vládních dluhopisů (nižší v porovnání s minulostí) i s ohledem na stávající odbornou literaturu aplikujeme při kalkulaci bezrizikové sazby metodiku prof. Wengera (viz literatura Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, Ekopress, Praha 2011), jež doporučuje pro prvních 10 let finančního plánu aplikaci aktuální výnosnosti 10ti letých vládních dluhopisů (viz výše), následně pak pro období perpetuity aplikaci kalkulace sazby bezrizikové výnosnosti dle kalkulace prof. Wengera. Kalkulace bezrizikové výnosnosti tak pro období perpetuity vychází z komparace aktuální výnosnosti 10-ti letých vládních dluhopisů a aktuální výnosnosti vládních dluhopisů s nejdelší splatností, v daném případě se splatností v roce 2057. Její výsledná hodnota aplikovatelná pro období perpetuity činí **2,45% p.a.**

3.4.2.7.1.2. Koeficient β

Koeficient beta je stanoven metodou analogie podle relevantních společností působících ve stejném odvětví v rámci evropského regionu. Jedná se o odvětví „Farming/Agriculture“, které se nám jeví jako nejbližší obory, ve kterých působí oceňovaná společnost. Nezadlužená beta je tedy pro účel výpočtu diskontní Společnosti kalkulována ve výši průměrné hodnoty z těchto odvětví **0,36**.

Tabulka – Stanovení beta metodou analogie

Odvětví	Počet firem	Beta	D/E poměr	Nezadlužená beta
Farming/Agriculture	40	0,68	130,90%	0,33

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

3.4.2.7.1.3. Riziková premie pro vyspělé trhy

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

Nejvhodnějším základem pro výpočet historických premii jsou disponibilní data o vývoji kapitálových trhů v USA, a to za období 1928-2016 (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

Strana 51

jednotlivých dat uvedené časové řady. S ohledem na kalkulovanou úroveň vzájemné závislosti/korelace dat (RM-r) kapitálového trhu jednotlivých let uvedeně 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. Nicméně s ohledem na informace uvedené v rámci aktuální odborné literatury připadá do úvahy rovněž průměr geometrický, proto jej při kalkulaci přírážky za tržní riziko bereme rovněž do úvahy.

Tabulka – Kalkulace rizikové prémie geometrickým průměrem

OBDOBÍ	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Premie za riziko trhu (Stocks - T.Bonds)
1928-2016	9,52%	3,42%	4,91%	4,62%
1967-2016	10,09%	4,83%	6,66%	3,42%
2007-2016	6,88%	0,73%	4,58%	2,30%

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

Tabulka – Kalkulace rizikové prémie aritmetickým průměrem

OBDOBÍ	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Premie za riziko trhu (Stocks - T.Bonds)
1928-2016	11,42%	3,46%	5,18%	6,24%
1967-2016	11,45%	4,88%	7,08%	4,37%
2007-2016	8,64%	0,74%	5,03%	3,62%

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

Pro účely kalkulace diskontu v rámci ocenění metodou DCF uvažujeme vyšší premii za tržní riziko společnosti kalkulované mediánem mezi aritmetickým a geometrickým průměrem za období 1928-2016, tedy ve výši **5,43% p.a.**

3.4.2.7.1.4. Přírážka za riziko země

Pokud se použije pro kalkulaci diskontní míry zahraniční bezrizikové výnosnosti a dále zahraniční výnosnosti tržního indexu, je nutné dále zohlednit přírážku za riziko dané země (viz např. Marik M. - Diskontní míra v oceňování). Tato přírážka 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 přírážka vychází z ratingu dané země a z volatilit výnosnosti akciového a dluhopisového trhu.

Dle námi zjištěných informací činí aktuální hodnota přírážky pro Českou republiku **1,00 % p.a.**

3.4.2.7.1.5. Premie za velikost a tržní kapitalizaci

Premie za riziko propočítává např. společnosti Duff&Phelps, 2016 Valuation Handbook, Guide to Cost of Capital, která obsahuje část týkající se premie 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 2016 a následující období připočítat premii za velikost a tržní kapitalizaci v hodnotě **3,58 % p.a.**

Tabulka – Kalkulace přírážky za tržní kapitalizaci

Decil	Tržní kapitalizace nejmenších společností (v mil. \$)	Tržní kapitalizace největších společností (v mil. \$)	Přírážka za tržní kapitalizaci
střední kapitalizace	2090,566	9611,187	1,00%
nízká kapitalizace	448,502	2083,642	1,70%
mikro kapitalizace	1,963	448,079	3,58%

Zdroj: Duff&Phelps, 2016 Valuation Handbook, Guide to Cost of Capital

3.4.2.7.1.6. Přírážka za specifická rizika

Premie za specifická rizika je rovněž nedílnou součástí metody 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 přírážce za specifická rizika.

3.4.2.7.1.7. Výsledná kalkulace nákladů vlastního kapitálu

Zjištěné hodnoty mohou tedy být dosazeny do vzorce:

Minimální požadovaná míra návratnosti = bezriziková sazba + beta *(riziková prémie včetně přírážky za riziko dané země) + přírážka za tržní kapitalizaci + přírážka za specifická rizika

Výslednou kalkulaci diskontního faktoru (WACC) uvádíme v části 3.4.2.7.3 Průměrné vážené náklady kapitálu - WACC.

3.4.2.7.2. Diskontní míra – náklady cizích zdrojů

Náklady na cizí zdroje jsme stanovili dle obdržných informací ve výši sjednaných úrokových sazbách. Blíží popis úročených cizích zdrojů je uveden v kapitole 3.4.2.4 Způsob financování.

3.4.2.7.3. 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

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
Bezriziková sazba	0,32%	0,32%	0,32%	0,32%	0,32%
Nezadlužená beta	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33
Přírážka za tržní riziko	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%
Přírážka za riziko země	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Přírážka za tržní kapitalizaci	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%
Přírážka za specifická rizika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročení cizí zdroje	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
Náklady na vlastní zdroje	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%
WACC	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%

Tabulka - Diskontní faktor pro období plánu a perpetuity

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026	Perpetuita
Bezriziková sazba	0,32%	0,32%	0,32%	0,32%	0,32%	2,45%
Nezadlužená beta	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33
Přirážka za tržní riziko	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%
Přirážka za riziko země	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Přirážka za tržní kapitalizaci	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%
Přirážka za specifická rizika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na uročení cizí zdroje	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady na vlastní zdroje	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	8,14%
WACC	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	8,14%

3.4.2.8. Projektce cash flow

Finanční plán společnosti se odráží v celkovém cash-flow. Výchozí pro výpočet je projektce provozního zisku, jež byla uvedena v rámci předchozích kapitol 3.4.2 Hlavní výstupy metody DCF entit. Projektce Cash flow z provozu pro období finančního plánu 2017-2026 je uvedena níže:

Tabulka - Projektce Cash flow z provozu Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
Provozní zisk před zdaněním a úroky	3 153	4 131	6 101	7 744	9 452
Celkový daňový předpis (-)	-606	-785	-1 159	-1 471	-1 796
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	7	0	0	0	0
Prodaný dlouhodobý majetek	900	963	1 027	1 094	1 162
Prodaný materiál	1 650	1 765	1 883	2 005	2 130
Odpisy	9 200	9 818	9 560	9 752	10 004
PROVOZNÍ PRŮJEM	14 304	15 891	17 412	19 123	20 953
INVESTICE (-)	-11 249	-10 366	-10 947	-11 567	-11 798
Zásoby (nárust -/pokles +)	554	-759	-483	-181	-3 451
Pohledávky (nárust -/pokles +)	11 846	-1 856	-2 090	-2 335	-525
Čas. rozlišení aktivní (nárust -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárust -/pokles +)	55	-28	-43	-38	-10
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	-1 650	-1 765	-1 883	-2 005	-2 130
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	0	0	0	0	0
Závazky (nárust +/pokles -)	-2 191	1 126	1 690	1 487	384
z toho Zaměstnanci (nárust +/pokles -)	-223	369	72	74	76
Změna stavu rezerv (nárust +/pokles -)	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárust +/pokles -)	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárust +/pokles -)	0	0	0	0	0
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	8 614	-3 282	-2 809	-3 071	-5 732
PROVOZNÍ CASH-FLOW	11 669	2 243	3 656	4 486	3 423

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

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
Provozní zisk před zdaněním a úroky	11 290	13 256	13 823	14 416	15 035
Celkový daňový předpis (-)	-2 145	-2 519	-2 626	-2 739	-2 857
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	0	0	0	0	0
Prodaný dlouhodobý majetek	1 232	1 304	1 344	1 386	1 429
Prodaný materiál	2 259	2 390	2 464	2 541	2 621
Odpisy	10 253	10 500	10 746	10 992	11 238
PROVOZNÍ PRŮJEM	22 888	24 930	25 751	26 596	27 467
INVESTICE (-)	-12 034	-12 275	-12 520	-12 770	-14 977
Zásoby (nárust -/pokles +)	-3 534	-3 609	-2 055	-2 119	-2 185
Pohledávky (nárust -/pokles +)	-538	-549	-313	-322	-332
Čas. rozlišení aktivní (nárust -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárust -/pokles +)	-10	-10	-7	-7	-7
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	-2 259	-2 390	-2 464	-2 541	-2 621
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	0	0	0	0	0
Závazky (nárust +/pokles -)	386	387	260	268	276
z toho Zaměstnanci (nárust +/pokles -)	78	79	45	47	48
Změna stavu rezerv (nárust +/pokles -)	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárust +/pokles -)	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárust +/pokles -)	0	0	0	0	0
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	-5 954	-6 171	-4 579	-4 722	-4 869
PROVOZNÍ CASH-FLOW	4 900	6 485	8 652	9 104	7 621

Níže je uvedena v návaznosti na projekci jednotlivých položek Cash flow z provozu projektce jednotlivých položek rozvahy Společnosti a to rovněž pro období finančního plánu 2017-2026:

Tabulka - Projektce Rozvahy Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020
FIXNÍ AKTIVA	81 864	83 013	82 598	82 958	83 679
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	81 864	83 013	82 598	82 958	83 679
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
OBEŽNÁ AKTIVA	80 826	80 038	84 365	90 637	97 676
Zásoby	54 344	53 790	54 549	55 032	55 213
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	26 312	14 466	16 322	18 412	20 747
Hotovost	171	11 783	13 495	17 193	21 717
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ AKTIVNÍ	3	3	3	3	3
AKTIVA CELKEM	162 693	163 055	166 967	173 598	181 358
VLASTNÍ KAPITÁL	152 030	154 582	157 368	162 310	168 582
Základní kapitál	120 468	120 468	120 468	120 468	120 468

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Základní rezervní fond	1 419	1 548	1 715	1 962	2 276
Zisk/ztráta	29 553	32 006	35 185	39 880	45 838
CIZÍ ZDROJE	10 663	8 472	9 599	11 288	12 776
Rezervy	693	693	693	693	693
Dlouhodobé závazky	3 220	3 220	3 220	3 220	3 220
Krátkodobé závazky	6 751	4 560	5 886	7 376	8 863
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ PASIVNÍ	0	0	0	0	0
PASIVA CELKEM	162 693	163 055	166 967	173 598	181 358

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

Tabulka – Projekce Rozvahy Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025	2026
FIXNÍ AKTIVA	84 311	84 860	85 331	85 762	86 154	88 463
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	84 311	84 860	85 331	85 762	86 154	88 463
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
OBĚŽNÁ AKTIVA	105 084	114 066	124 720	135 746	147 298	157 443
Zásoby	58 663	62 198	65 807	67 862	69 980	72 165
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	21 272	21 810	22 359	22 671	22 994	23 326
Hotovost	25 149	30 059	36 554	45 213	54 323	61 951
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ AKTIVNÍ	3	3	3	3	3	3
AKTIVA CELKEM	189 398	198 930	210 054	221 511	233 455	245 909
VLASTNÍ KAPITÁL	176 239	185 384	196 121	207 318	218 995	231 173
Základní kapitál	120 468	120 468	120 468	120 468	120 468	120 468
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
Základní rezervní fond	2 659	3 116	3 653	4 213	4 797	5 406
Zisk/ztráta	53 112	61 800	72 000	82 637	93 730	105 299
CIZÍ ZDROJE	13 160	13 546	13 933	14 193	14 460	14 736
Rezervy	693	693	693	693	693	693
Dlouhodobé závazky	3 220	3 220	3 220	3 220	3 220	3 220
Krátkodobé závazky	9 247	9 634	10 021	10 281	10 548	10 824
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ PASIVNÍ	0	0	0	0	0	0
PASIVA CELKEM	189 398	198 930	210 054	221 511	233 455	245 909

3.4.3. Výsledný propočet

3.4.3.1. 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 celkem 130 023 tis. Kč

Celková hodnota provozního a perpetuitního efektu Společnosti k datu ocenění tedy činí 130 023 tis. Kč.

3.4.3.2. Ocenění aktiv/pasiv nemajících přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow

3.4.3.2.1. Neprovozní pohledávky

Společnost VSV, a.s. eviduje k 30.9.2016 položku Krátkodobé pohledávky za ovládanými a řízenými osobami, plynoucí převážně z „Cash-pooling“, a to v účetní výši netto 4 276 tis. Kč.

Celková hodnota krátkodobých neprovozních pohledávek Společnosti k datu ocenění tedy činí 4 276 tis. Kč.

3.4.3.2.2. Volná hotovost

Společnost VSV, a.s. eviduje k 31.12.2016 položku Krátkodobý finanční majetek ve výši 171 tis. Kč. Peněžní likvidita k datu ocenění činí 2,53%. Dle našeho názoru lze konstatovat, že Společnost k 31.12.2016 nedisponuje neprovozní (přebytkovou) hotovostí, nad úroveň hotovosti odpovídající 2,53% peněžní likvidity (L1), což je nejnižší hodnota dosažené peněžní likvidity za období 2015-2016.

Vliv vývoje provozní hotovosti na provozní CF je rovněž nedílnou součástí plánování pracovního kapitálu, a to v rámci subkapitoly 3.4.2.5 Provozní hotovost

Neprovozní hotovost 0 tis. Kč

Celková hodnota volné hotovosti Společnosti k datu ocenění tedy činí 0 tis. Kč.

3.4.3.2.3. Neprovozní či úročené odečitatelné cizí zdroje

Společnost VSV, a.s. eviduje k 31.12.2016 bankovní úvěry či jiné úročené cizí zdroje ve výši 0 tis. Kč.

Bankovní úvěry a jiné úročené cizí zdroje 0 tis. Kč

K datu ocenění eviduje Společnost rovněž položku Odložený daňový závazek (resp. „ODZ“) a to v účetní výši 3 220 tis. Kč. S ohledem na jeho hodnotový význam stanovujeme vyšší kalkulaci její současné hodnoty za předpokladu rovnoměrného odepisování po dobu 10ti let, tedy následovně:

Tabulka – Kalkulace současné hodnoty položky Odložený daňový závazek (tis. Kč)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
1/10 ODZ	322	322	322	322	322	322	322	322	322	322

OBDobí	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
diskont	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%
NPV	2 368	2 188	1 998	1 796	1 582	1 356	1 115	860	590	304

Společnost VSV, a.s. eviduje k 31.12.2016 položku Odložený daňový závazek po přecenění ve výši -2 368 tis. Kč.

Odložený daňový závazek -2 368 tis. Kč

Calková hodnota odečitatelných cizích zdrojů Společnosti k datu ocenění činí -2 368 tis. Kč.

3.4.3.3. Závěrečná analýza

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

Aktiva (majetek) / pasiva (závazky) společnosti, která mají příjmovou vazbu na tvorbu provozního cash-flow 130 023 tis. Kč

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

Neprovozní pohledávky 4 276 tis. Kč

Neprovozní (volná) hotovost 0 tis. Kč

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

Hodnota odečitatelných cizích zdrojů -2 368 tis. Kč

Hodnota společnosti 131 931 tis. Kč

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

Tabulka – výnosové ocenění metodou DCF Společnosti (tis. Kč)

Rok	2022	2023	2024	2025	2026	Perpetuita
Cash-flow pro ocenění	4 900	6 485	8 652	9 104	7 621	9 371
Diskontní sazba	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,14%
NPV	144 436	148 226	150 659	151 072	151 058	152 526

Tabulka – výnosové ocenění metodou DCF Společnosti (tis. Kč)

Rok	2017	2018	2019	2020	2021
Cash-flow pro ocenění	11 669	2 243	3 656	4 486	3 423
Diskontní sazba	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%
NPV	130 023	126 177	131 525	135 783	139 467
Hodnota dluhů	-2 368				
Neprovozní aktiva	4 276				
Volná hotovost	0				
Hodnota podniku	131 931				

Tržní hodnota čistého obchodního majetku, resp. jmění, společnosti VSV, a.s., stanovená výnosovou metodou DCF, činí ke dni ocenění částku 131 931 tis. Kč.

3.5. Majetkové ocenění na principu historických cen

Majetkové ocenění na principu historických cen stanovuje hodnotu čistého obchodního majetku dle účetní výše položky Vlastní kapitál Společnosti k datu ocenění, tj. k 31.12.2016. Účetní výše

Strana 58

vlastního kapitálu činila dle neauditované rozvahy k 31.12.2016 hodnotu 152 030 tis. Kč, příslušná rozvaha Společnosti je nedílnou součástí příloh tohoto Posudku.

Hodnota čistého obchodního majetku, resp. jmění, společnosti VSV, a.s., stanovená majetkovou metodou ocenění na principu historických cen, činí ke dni ocenění částku **152 030 tis. Kč.**

3.6. Rekapitulace ocenění 100% jmění společnosti VSV,a.s.

Hodnotu jmění společnosti VSV, a.s. jsme stanovili následujícími metodami.

Tabulka – Přehled metod ocenění (tis. Kč)

metoda ocenění	ocenění jmění Společnosti (v tis. Kč)
Komparační metoda ocenění	125 000-186 000
Výnosová metoda ocenění DCF	131 931
Majetkové ocenění na principu hist. cen	152 030

V souladu s informacemi uvedenými v rámci předchozí kapitoly 3.2 Použitý způsob ocenění preferujeme výnosovou metodu ocenění (DCF Entity).

Tržní hodnotu jmění, resp. hodnotu 100% podílu vzhledem k celku na společnosti VSV, a.s., kalkulovanou za účelem stanovení výše protiplnění v peněžích menšinovým akcionářům společnosti 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. z č. 90/2012 Sb. Zákona o obchodních společnostech a družstvech, po přiměřeném zaokrouhlení zohledňujícím zvolenou metodu ocenění, stanovujeme celkem na částku **131 931 tis. Kč.**

3.7. Přepočít na hodnotu akcií emitovaných Společností

Tržní hodnotu 100% jmění Společnosti lze přepočít na její jednotlivé akcie následovně:

Tabulka – Přepočít hodnoty jmění Společnosti na jednotlivé akcie (Kč)

počet kusů akcií	jmennovitá hodnota	jmennovitá hodnota celkem	tržní hodnota celkem	tržní hodnota 1 akcie
5 618	1 000	5 618 000	6 152 575	1 095
11 485	10 000	114 850 000	125 778 425	10 952
	SUMA	120 468 000	131 931 000	

3.8. Výše protiplnění v peněžích

Na základě provedeného ocenění stanovujeme výši protiplnění v peněžích menšinovým akcionářům společnosti 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. z č. 90/2012 Sb. Zákona o obchodních společnostech a družstvech, jež s ohledem na použitou metodu a rovněž i účel ocenění zaokrouhlujeme na celé koruny, následovně:

- na částku 1 095,- Kč za jednu akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč
- na částku 10 952,- Kč za jednu akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč

Strana 59

4. ZÁVĚR

Jsme názoru, že při splnění všech uvedených předpokladů činí výše protiplnění v penězích menšinovým akcionářům společnosti 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. z č. 90/2012 Sb. Zákonu o obchodních společnostech a družstvech, na základě hodnoty Společnosti zjištěné výnosovou metodou ocenění, po zaokrouhlení na celé Kč, částku:

1 095 Kč za jednu akcii na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč

slovy: jedentiscdevadesátpět korun českých

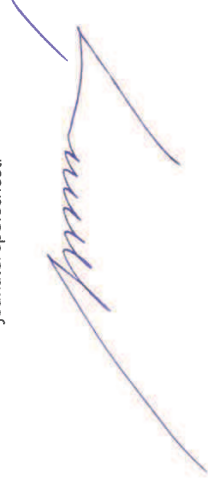
10 952 Kč za jednu akcii na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč

slovy: desetiscdevětsětpadesát dva korun českých

V Brně dne 7. února 2017

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

Ing. Leoš Kozohorský
jednatel společnosti



Strana 60

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, kalkulační, 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 přeměně obchodních společností a družstev z ekonomického hlediska, přezkoumávání transferových cen.

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 3011-71/17 znaleckého deníku.



Otisk znalecké pečeti

Podpis za znalecký ústav



Strana 61

Seznam příloh:

- 1) Výpis z obchodního rejstříku společnosti VSV, a.s., vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl B, spisová značka 2236, pořízený prostřednictvím Internetu
- 2) Finanční výkazy (rozvaha a výkaz zisků a ztrát) společnosti VSV, a.s. k 31.12.2015, k 31.12.2014, 31.12.2013, 31.12.2012
- 3) Předběžné finanční výkazy (rozvaha a výkaz zisků a ztrát) společnosti VSV, a.s. k 31.12.2016
- 4) Data o odvětví z finanční databáze AMADEUS