

Znalecký posudek

2798-68/16

o výši přiměřeného vypořádání
menšinovým akcionářům společnosti
AGRO Rozsochy, a.s.

ZNALECKÝ POSUDEK

2798-68/16

o výši přiměřeného vypořádání menšinovým akcionářům společnosti AGRO Rozsochy, a.s.

Objednavatel:

AGROFERT, a.s.

Adresa
IČ

Praha 4, Pyšelská 2327/2, PSČ 14900
261 85 610

Vypracoval

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

| Znalecký ústav

Adresa
Zastoupený
Bankovní spojení:
IČ
DIČ

Ptašínského 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 Čada, Ph.D. MBA
Ing. Pavel Neugebauer

Účel ocenění

Znalecký posudek je vypracován za účelem doložení přiměřenosti protiplnění za kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 50 000 Kč, 10 000 Kč a 1 000 Kč, emitované společností AGRO Rozsochy, a.s., IČ 634 68 026, 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

.. stran textu včetně příloh

Posudek se předává

ve 4 vyhotoveních

Výtisk číslo

5 - archivní

Datum

V Brně dne 29. listopadu 2016

OBSAH

1.	VŠEOBECNÉ ÚDAJE	4
1.1.	Úvod	4
1.2.	Den ocenění	4
1.3.	Prohlášení znalce o nezávislosti	4
1.4.	Použitelnost provedeného ocenění	4
2.	NÁLEZ	5
2.1.	Zjištění stavu	5
2.2.	Podklady pro zpracování ocenění	5
2.2.1.	Podklady poskytnuté pověřenými osobami Objednavatele	5
2.2.2.	Podklady opatřené zpracovatelem a použitá literatura.....	6
2.2.3.	Ověření vstupních dat.....	8
2.3.	Popis předmětu ocenění	8
2.3.1.	Statutární orgán.....	8
2.3.2.	Předmět podnikání Společnosti	9
2.4.	Výchozí bilance Společnosti	10
2.5.	Strategická analýza	11
2.5.1.	Vývoj hospodářství.....	12
2.5.2.	Sektorová analýza	12
2.5.3.	SWOT analýza.....	15
2.6.	Finanční analýza Společnosti	16
2.6.1.	Analýza rozvahy.....	16
2.6.2.	Analýza výkazu zisků a ztrát.....	18
2.7.	Základní předpoklady obecné povahy	21
2.7.1.	Zvažované období.....	22
2.7.2.	Právní forma.....	22
2.7.3.	Daňová politika.....	22
2.7.4.	Inflace	22
2.7.5.	Ekonomické uspořádání a právní systém	22
2.7.6.	Účetní zásady	22
2.7.7.	Skutečnosti po dni ocenění.....	22
2.7.8.	Ostatní předpoklady	22
3.	POSUDEK	23
3.1.	Metodika oceňování	23
3.1.1.	Názvosloví	23
3.1.2.	Obecná metodika při oceňování	24
3.2.	Použitý způsob ocenění	32
3.2.1.	Detailní popis výnosové metody ocenění	33
3.3.	Výnosové ocenění Společnosti	37
3.3.1.	Specifické předpoklady ocenění metodou DCF Společnosti	37
3.3.2.	Hlavní výstupy metody DCF entity	37
3.3.3.	Výsledný propočet	58
3.4.	Likvidační metoda ocenění	61
3.4.1.	Dlouhodobý nehmotný majetek	61
3.4.2.	Dlouhodobý hmotný majetek.....	62
3.4.3.	Dlouhodobý finanční majetek	65
3.4.4.	Zásoby	65
3.4.5.	Dlouhodobé pohledávky.....	66
3.4.6.	Krátkodobé pohledávky	66

3.4.7.	Finanční majetek.....	66
3.4.8.	Časové rozlišení aktiv - náklady příštích období	66
3.4.9.	Rezervy	66
3.4.10.	Dlouhodobé závazky.....	66
3.4.11.	Krátkodobé závazky	67
3.4.12.	Bankovní úvěry a výpomoci	67
3.4.13.	Časové rozlišení – výdaje příštích období	67
3.4.14.	Čistý obchodní majetek.....	67
3.4.15.	Úprava ocenění, náklady likvidace a časový faktor	68
3.5.	Majetkové ocenění na principu historických cen.....	72
3.6.	Rekapitulace ocenění 100% jmění společnosti AGRO Rozsochy, a.s.....	72
3.7.	Přepočítání na hodnotu akcií emitovaných Společností	72
3.8.	Výše protiplnění v penězích	73
4.	ZÁVĚR.....	74

1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE

1.1. Úvod

Znalecký posudek je vypracován za účelem doložení přiměřenosti protiplnění za kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 50 000 Kč, 10 000 Kč a 1 000 Kč, emitovaných společností AGRO Rozsochy, a.s., IČ 634 68 026 (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 30.9.2016. 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 AGRO Rozsochy, 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 provedeného ocenění

Tento Znalecký posudek je použitelný jenom pro výše uvedený účel – doložení přiměřené výše protiplnění v penězích oprávněným menšinovým akcionářům Společnosti AGRO Rozsochy, a.s., IČ 634 68 026.

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 (vyjma dat finanční neveřejné databáze AMADEUS).

2.2. Podklady pro zpracování ocenění

2.2.1. Podklady poskytnuté pověřenými osobami Objednavatele

- Rozvaha a výkaz zisků a ztrát Společnosti k 31.12.2011, 31.12.2012, 31.12.2013, 31.12.2014, 31.12.2015 a k 30.9.2016
- Hlavní účetní kniha Společnosti k 31.12.2015
- Výroční zpráva Společnosti za období 2011-2015
- Manažerský výhled hospodaření Společnosti v podobě finančních výkazů, plánu investic i financování pro období 2016
- Internetový zdroj informací o Společnosti (<http://www.agro-rozsochy.cz/>)
- Finanční data odvětví Společnosti z databáze AMADEUS
- Finanční výkazy dceřiných společností Sagras, a.s. a Družstvo Agrofarm Sněžné, družstvo k 31.12.2015
- Finanční výkazy společností Agroslužby Žďár nad Sázavou, a.s., AGROFARM, a.s. (dceřiné společnosti subjektu Družstvo Agrofarm Sněžné, družstvo) k 31.12.2015
- Dokument „Strategie pro růst, České zemědělství a potravinářství v rámci společné zemědělské politiky EU po roce 2013“
- Znalecký posudek číslo 4585-415/15 o ceně zemědělského stroje – rotační žací stroj EXACT-245 D, vyhotovený dne 18. 10. 2015 soudním znalcem Ing. Stanislavem Hlávkou
- Znalecký posudek číslo 4589-419/15 o stanovení časové a obvyklé ceny zemědělského stroje – sklízecí řezačka E 281, vyhotovený dne 18. 10. 2015 soudním znalcem Ing. Stanislavem Hlávkou
- Soupis dlouhodobého hmotného majetku v členění na jednotlivé účty 021, 022, 026 a 031
- Kopie technických průkazů motorových vozidel s následnou identifikací na inventární čísla vč. uvedení stavu tachometru
- Přehled strojů a zařízení, které jsou nadbytečné, nevyužívané a určené k prodeji
- Přehled majetku pořízeného prostřednictvím finančního leasingu
- Evidenční karta leasingové smlouvy č. 1020500446
- Výpis z katastru nemovitostí LV č. 20, pro k.ú. Vojetín u Rozsoch, prokazující stav evidovaný k datu 27.1.2016
- Výpis z katastru nemovitostí LV č. 62, pro k.ú. Rovné, prokazující stav evidovaný k datu 25.1.2016

- Výpis z katastru nemovitostí LV č. 63, pro k.ú. Rovné, prokazující stav evidovaný k datu 25.1.2016
- Výpis z katastru nemovitostí LV č. 100, pro k.ú. Rozsochy, prokazující stav evidovaný k datu 21.11.2016
- Výpis z katastru nemovitostí LV č. 107, pro k.ú. Rovné, prokazující stav evidovaný k datu 25.1.2016
- Výpis z katastru nemovitostí LV č. 112, pro k.ú. Albrechtice u Rozsoch, prokazující stav evidovaný k datu 27.1.2016
- Výpis z katastru nemovitostí LV č. 159, pro k.ú. Rovné, prokazující stav evidovaný k datu 8.4.2016
- Výpis z katastru nemovitostí LV č. 167, pro k.ú. Divišov, prokazující stav evidovaný k datu 25.1.2016
- Výpis z katastru nemovitostí LV č. 185, pro k.ú. Rovné, prokazující stav evidovaný k datu 25.1.2016
- Výpis z katastru nemovitostí LV č. 262, pro k.ú. Blažejovice u Rozsoch, prokazující stav evidovaný k datu 27.1.2016
- Výpis z katastru nemovitostí LV č. 278, pro k.ú. Rozsochy, prokazující stav evidovaný k datu 27.1.2016
- Výpis z katastru nemovitostí LV č. 291, pro k.ú. Rozsochy, prokazující stav evidovaný k datu 16.11.2016
- Výpis z katastru nemovitostí LV č. 373, pro k.ú. Kundratice u Rozsoch, prokazující stav evidovaný k datu 16.11.2016
- Výpis z katastru nemovitostí LV č. 401, pro k.ú. Rozsochy, prokazující stav evidovaný k datu 16.11.2016
- Výpis z katastru nemovitostí LV č. 2023, pro k.ú. Domanínek, prokazující stav evidovaný k datu 25.1.2016
- Inventurní přehled pozemků v majetku Společnosti
- Přehled staveb v majetku Společnosti s uvedením skutečně placené daně z nemovitých věcí a pojistného
- Přehled nájemníků a plánovaných investic
- Znalecký posudek ceny nemovitostí č. 829 vypracovaný doc. Ing. Svatoplukem Prudilem, CSc. v dubnu 1995 spolu se dvěma doplňky k tomuto znaleckému posudku
- 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 AGRO Rozsochy, a.s., vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 1633, pořízený prostřednictvím Internetu

- Výpis z obchodního rejstříku společnosti Sagras, a.s., vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 945, pořízený prostřednictvím Internetu
- Výpis z obchodního rejstříku společnosti Družstvo Agrofarm Sněžné, družstvo, vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl Dr, vložka 2942, pořízený prostřednictvím Internetu
- Výpis z obchodního rejstříku společnosti Agroslužby Žďár nad Sázavou, a.s., vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 955, pořízený prostřednictvím Internetu
- Výpis z obchodního rejstříku společnosti AGROFARM, a.s., vedeného Krajským soudem v Českých Budějovicích, oddíl C, vložka 14372, pořízený prostřednictvím Internetu Makroekonomická predikce České republiky, duben 2016 (Zdroj:www.mfcr.cz)
- Finanční data o příslušném odvětví 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
- 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;
- Bjacek, 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;
- Raffegaue 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
- 2015 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital

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 31.12.2011-31.12.2015 a k 30.9.2016
- Manažerský výhled hospodaření Společnosti pro období 2016
- 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 Znalcem získány a použity dne 22. listopadu 2016. Ocenění je nutné revidovat, pokud se zásadně změní předpoklady, na kterých je ocenění založeno.

2.3. Popis předmětu ocenění

Předmětem ocenění jsou kmenové akcie na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 50 000 Kč, 10 000 Kč a 1 000 Kč, emitované společností AGRO Rozsochy, 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

AGRO Rozsochy, a.s.

Sídlo

č.p. 165, 592 57 Rozsochy

IČ

634 68 026

Den zápisu

21. června 1995

Právní forma

Akciová společnost

Základní kapitál

97 800 000,- Kč

Akcie

1 600 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 50 000,- Kč. Převoditelnost akcií je omezena čl.9 odst 2 Stanov.
1 500 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč Převoditelnost akcií je omezena čl.9 odst 2 Stanov.
2 800 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč Převoditelnost akcií je omezena čl.9 odst 2 Stanov.

2.3.1. Statutární orgán

Představenstvo:

Předseda představenstva:	Ing. PAVEL STRAKA, dat. nar. 1. ledna 1949 Černý vršek 825, 593 01 Bystřice nad Pernštejnem
Místopředseda představenstva:	FRANTIŠEK TUREK, dat. nar. 16. dubna 1962 Licomělice 20, 538 03 Načešice
Člen představenstva:	Ing. MILAN ŠKVOR, dat. nar. 28. června 1980 č.p. 132, 257 24 Ostředek

2.3.2. Předmět podnikání Společnosti

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

- technicko-organizační činnost v oblasti požární ochrany
- Zemědělská výroba:
 - a) rostlinná výroba včetně chmelařství, ovocnářství, vinohradnictví, vinařství a pěstování zeleniny, hub, okrasných rostlin, léčivých a aromatických rostlin, rostlin pro technické užití na pozemcích vlastních, pronajatých, nebo užívaných na základě jiného právního důvodu, popřípadě provozovaná bez pozemků,
 - b) živočišná výroba zahrnující chov hospodářských zvířat a jiných zvířat či živočichů za účelem získání a výroby živočišných produktů, chov hospodářských zvířat tahu a chov sportovních a dostihových koní,
 - c) produkce chovných plemenných zvířat a využití jejich genetického materiálu, pokud jde o zvířata uvedená v písmenu b),
 - d) výroba osiv a sadby, školkařských výpěstků a genetického materiálu rostlin,
 - e) úprava, zpracování a prodej vlastní produkce zemědělské výroby, včetně výroby potravin z ní,
 - f) chov ryb, vodních živočichů a pěstování rostlin na vodní ploše na pozemcích vlastních, pronajatých nebo užívaných na základě jiného právního důvodu.
- diagnostická, zkušební a poradenská činnost v ochraně rostlin a ošetřování rostlin, rostlinných produktů, objektů a půdy proti škodlivým organismům přípravky na ochranu rostlin nebo biocidními přípravky
- opravy ostatních dopravních prostředků a pracovních strojů
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
- Silniční motorová doprava - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny, -

Dle informací uvedených v rámci registru ekonomických subjektů (www.czso.cz) lze charakteristiku daného ekonomického subjektu společnosti AGRO Rozsochy, 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	702	Poradenství v oblasti řízení
	01500	Směšené hospodářství
	49410	Silniční nákladní doprava
	28300	Výroba zemědělských a lesnických strojů
	702	Poradenství v oblasti řízení
	016	Podpůrné činnosti pro zemědělství a posklizňové činnosti
	772	Pronájem a leasing výrobků pro osobní potřebu a převážně pro domácnost
	28990	Výroba ostatních strojů pro speciální účely j. n.
	03220	Sladkovodní akvakultura
	G	Velkoobchod a maloobchod; opravy a údržba motorových vozidel
	00	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Velikostní kat. dle počtu zam.	230	25-49 zaměstnanců

2.4. Výchozí bilance Společnosti

Od pověřených osob Objednavatele Znaleckého posudku jsme obdrželi definici společnosti AGRO Rozsochy, a.s. v podobě neauditované bilance sestavené k datu 30.9.2016.

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

OBDOBÍ	30.09.2016
AKTIVA CELKEM	136 034
Stálá aktiva	84 806
Dlouhodobý nehmotný majetek	0
Dlouhodobý hmotný majetek	78 926
Pozemky	12 158
Stavby	40 077
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	20 560
Základní stádo a tažná zvířata	6 002
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	129
Dlouhodobý finanční majetek	5 880
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	5 880
Oběžná aktiva	51 053
Zásoby	34 040
Materiál	923
Nedokončená výroba a polotovary	7 037
Výrobky	18 651
Zvířata	7 429
Dlouhodobé pohledávky	0
Krátkodobé pohledávky	16 921
Pohledávky z obchodních vztahů	4 068
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	2 452
Stát - daňové pohledávky	1 496

OBDOBÍ	30.09.2016
Ostatní poskytnuté zálohy	287
Dohadné účty aktivní	8 618
Jiné pohledávky	1
Krátkodobý finanční majetek	92
Peníze	92
Časové rozlišení	175
Náklady příštích období	175

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

OBDOBÍ	30.09.2016
PASIVA CELKEM	136 034
Vlastní kapitál	110 956
Základní kapitál	97 800
Základní kapitál	97 800
Kapitálové fondy	3
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	3
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	1 422
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	1 120
Statutární a ostatní fondy	302
Výsledek hospodaření minulých let	9 701
Nerozdělený zisk minulých let	18 441
Neuhrazená ztráta minulých let	-8 739
Výsledek hospodaření za účetní období	2 029
Cizí zdroje	25 077
Rezervy	691
Ostatní rezervy	691
Dlouhodobé závazky	2 647
Odložený daňový závazek	2 647
Krátkodobé závazky	20 559
Závazky z obchodních vztahů	17 340
Závazky k zaměstnancům	641
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	386
Stát - daňové závazky a dotace	74
Dohadné účty pasivní	2 070
Jiné závazky	47
Bankovní úvěry a výpomoci	1 180
Bankovní úvěry dlouhodobé	915
Krátkodobé bankovní úvěry	265
Časové rozlišení	0

2.5. Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezení 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 AGRO Rozsochy, a.s. zjišťujeme, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a posuzujeme schopnost čelit podnikatelským rizikům. Koncentrovaným vyjádřením vnitřního potenciálu je souhrn jeho hlavních **silných a**

slabých stránek s důrazem na otázku, zda podnik má nějakou podstatnou konkurenční výhodu (či výhody). Důležitým rozměrem analýzy vnitřního potenciálu je tedy i analýza konkurence oceňovaného podniku.

2.5.1. 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	<i>mld. Kč</i>	4 034	4 060	4 098	4 314	4 555	4 703	4 864	4 629	4 812
Hrubý domácí produkt	<i>růst v %, s.c.</i>	2,0	-0,8	-0,5	2,7	4,5	2,4	2,5	2,2	2,4
Spotřeba domácností	<i>růst v %, s.c.</i>	0,3	-1,2	0,5	1,8	3,0	2,5	2,8	3,1	2,7
Spotřeba vlády	<i>růst v %, s.c.</i>	-2,2	-2,0	2,5	1,1	2,0	2,3	1,6	2,2	1,6
Tvorba hrubého fixního kapitálu	<i>růst v %, s.c.</i>	0,9	-3,1	-2,5	3,9	9,0	-3,6	2,8	-0,6	2,8
Příspěvek ZO k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	1,8	1,3	0,1	-0,5	0,1	1,3	0,2	0,7	0,2
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	0,3	-0,2	-0,7	1,1	0,3	0,4	0,0	-0,2	0,0
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	0,0	1,5	1,4	2,5	1,0	0,8	0,9	0,6	1,1
Průměrná míra inflace	<i>%</i>	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,5	1,2	0,5	1,2
Zaměstnanost (VŠPS)	<i>růst v %</i>	0,4	0,4	1,0	0,8	1,4	1,6	0,3	1,6	0,1
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	<i>průměr v %</i>	6,7	7,0	7,0	6,1	5,1	4,0	3,9	4,1	4,0
Objem mezd a platů (dom. koncept)	<i>růst v %, b.c.</i>	2,3	2,6	0,5	3,6	4,4	5,4	5,0	5,3	4,9
Saldo běžného účtu	<i>% HDP</i>	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,9	2,3	1,8	1,5	1,2
Saldo vládního sektoru	<i>% HDP</i>	-2,7	-3,9	-1,2	-1,9	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	.
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	<i>% p.a.</i>	3,7	2,8	2,1	1,6	0,6	0,4	0,6	0,6	0,8
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	111	112	109	99	52	44	51	44	50
HDP eurozóny (EA12)	<i>růst v %, s.c.</i>	1,5	-0,9	-0,3	1,0	2,0	1,4	1,1	1,5	1,2

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 2007-2014. Byla využita data finanční databáze AMADEUS, z odvětví NACE kód 0150 – „Mixed farming“ v rámci regionu ČR, do nějž byla společnost AGRO Rozsochy, a.s. zmíněnou databází zařazena. Do výběru relevantních společností byly zařazeny společnosti z daného odvětví, přičemž zahrnuty byly pouze společnosti s disponibilními daty v databázi AMADEUS za období 2007-2014. Tímto způsobem byl vytvořen relevantní vzorek společností z daného odvětví o velikosti 637 podnikatelských subjektů, včetně oceňované společnosti AGRO Rozsochy, 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 2007-2014.

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

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

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

OBDOBÍ	2007	2008	2009	2010
Obrat - Trh ČR odvětví "NACE 0150"	56 360 122	58 595 244	48 634 664	50 804 765
trh ČR "NACE 0150" - míra růstu	-	4%	-17%	4%
Obrat - AGRO Rozsochy	49 997	52 578	41 176	46 714
Agro Rozsochy - míra růstu	-	5%	-22%	13%
podíl na trhu	0,089%	0,090%	0,085%	0,092%
EBITDA marže odvětví	18%	14%	11%	15%
EBITDA marže AGRO Rozsochy	25%	6%	16%	20%

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

OBDOBÍ	2011	2012	2013	2014
Obrat - Trh ČR odvětví "NACE 0150"	58 944 396	60 187 997	63 860 298	67 309 815
trh ČR "NACE 0150" - míra růstu	16%	2%	6%	5%
Obrat - AGRO Rozsochy	54 634	59 172	63 353	68 961
Agro Rozsochy - míra růstu	17%	8%	7%	9%
podíl na trhu	0,093%	0,098%	0,099%	0,102%
EBITDA marže odvětví	18%	18%	20%	21%
EBITDA marže AGRO Rozsochy	17%	21%	16%	18%

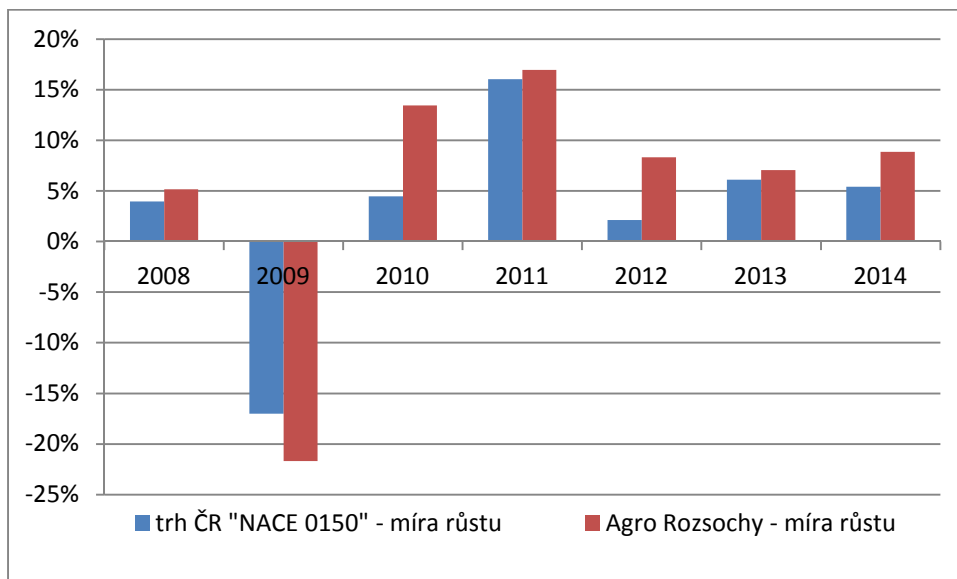
Zdroj: Finanční databáze AMADEUS

Na základě informací uvedených výše lze provést následující shrnutí:

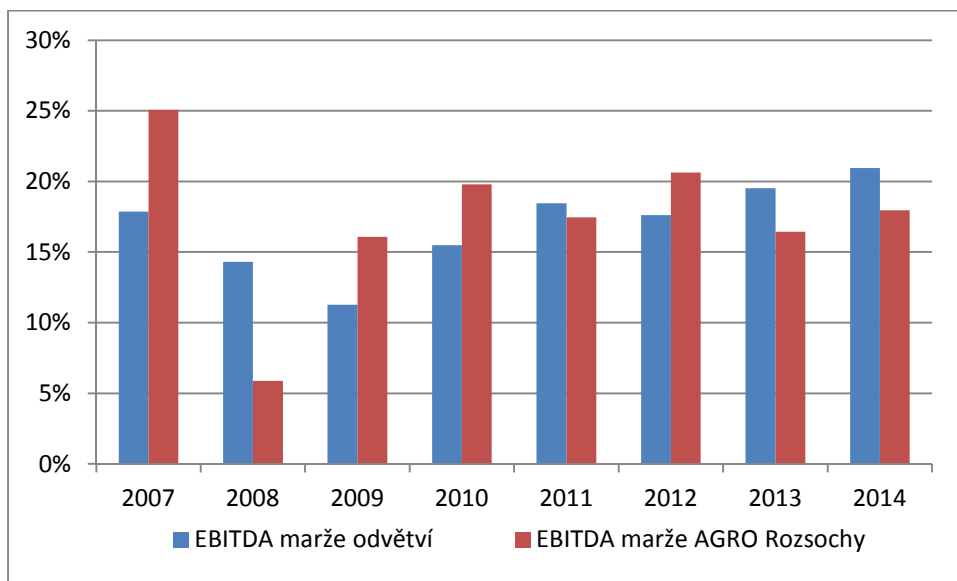
- Ve sledovaném období 2008-2014 vykazuje trh (NACE 0150) proměnlivou míru růstu obratu, průměrně ve výši 6,3% p.a. (kalkulováno váženým průměrem, v porovnání s tím průměrná míra růstu obratu Společnosti ve sledovaném období činí 7,7% p.a. (opět váženým průměrem)
- Podíl obratu Společnosti na obratu trhu vykazuje ve sledovaném období 2007-2016 dlouhodobě spíše rostoucí tendence, průměrně ve výši 0,094% (měřeno váženým průměrem)
- Ve sledovaném období 2007-2014 vykazuje trh proměnlivé, dlouhodobě spíše rostoucí tendence hodnoty ukazatele EBITDA/Obrat a to ve výši 18,4% (kalkulováno váženým průměrem). Vážený průměr EBITDA marže Společnosti v porovnání s tím činí 17,6%. (pozn. váhové koeficienty voleny následovně: data 2007 nejméně významná...data 2014 nejvíce významná)

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

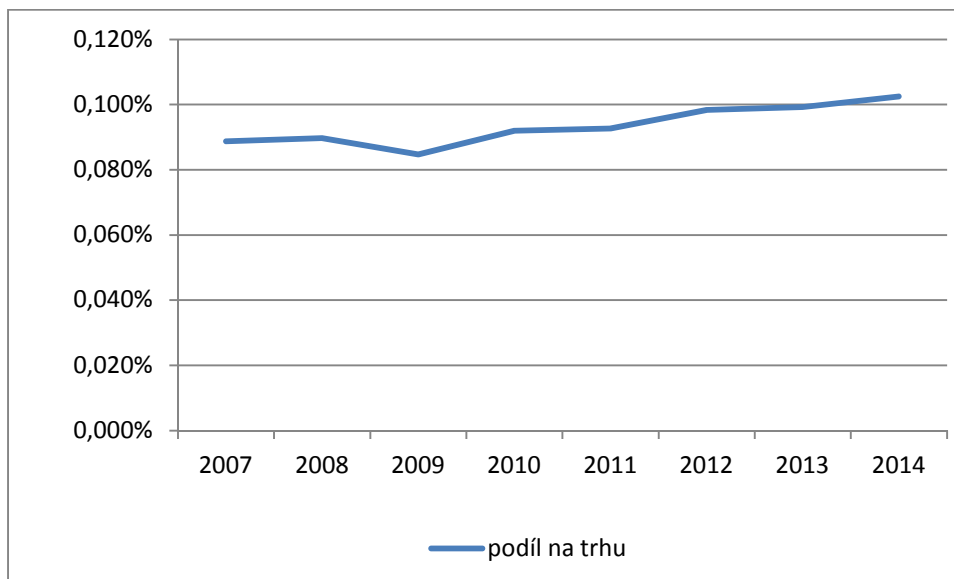
Graf – Historie míry růstu Obratu Společnosti i odvětví (v %)



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



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



Z dat uvedených výše je patrné, že Společnost vykazuje v období 2007-2014 v porovnání s odvětvím:

- Srovnatelnou průměrnou míru růstu obratu
- Srovnatelnou výši EBITDA marže
- Poměrně stabilní, dlouhodobě spíše rostoucí 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 opakovaně 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 obratu 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 2007-2015.

2.6.1. Analýza rozvahy

Celková hodnota aktiv Společnosti vykazovala ve sledovaném období 2007-2014 dlouhodobě spíše rostoucí tendence.

Tabulka – Vývoj Aktiv Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010
AKTIVA CELKEM	119 819	113 305	107 089	107 488
Stálá aktiva	79 831	77 364	71 777	67 885
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	73 293	71 139	65 763	61 871
Dlouhodobý finanční majetek	6 538	6 225	6 014	6 014
Oběžná aktiva	39 961	35 908	35 238	39 590
Zásoby	13 505	14 208	15 665	16 549
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	7 943	6 634	6 891	9 746
Krátkodobý finanční majetek	18 513	15 066	12 682	13 295
Časové rozlišení	27	33	74	13

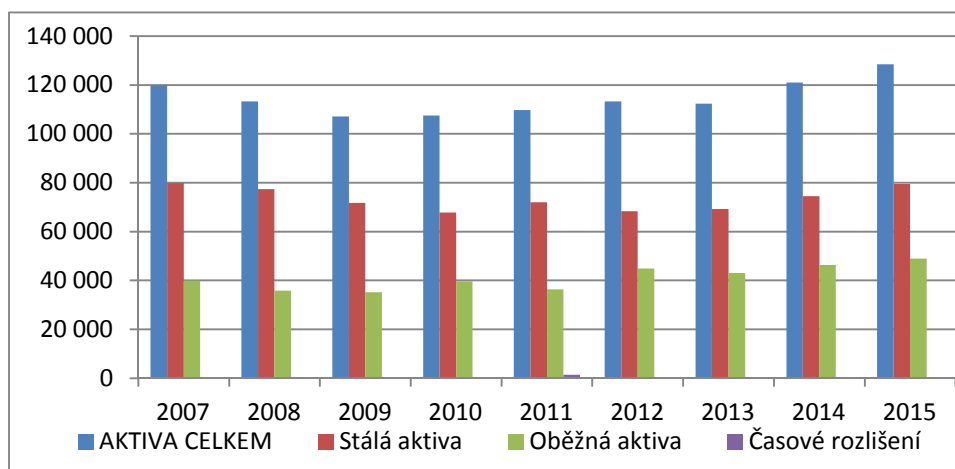
Tabulka – Vývoj Aktiv Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
AKTIVA CELKEM	109 801	113 340	112 341	120 990	128 433
Stálá aktiva	72 015	68 387	69 205	74 504	79 431
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	66 045	62 417	63 325	68 624	73 551
Dlouhodobý finanční majetek	5 970	5 970	5 880	5 880	5 880
Oběžná aktiva	36 372	44 832	43 013	46 397	48 984

OBDOBÍ	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Zásoby	18 671	20 185	26 289	33 072	27 372
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	5 710	24 607	16 702	13 305	21 585
Krátkodobý finanční majetek	11 991	40	22	20	27
Časové rozlišení	1 414	121	123	89	18

Graficky lze výše uvedené zobrazit následovně:

Graf – Vývoj Aktiv Společnosti (tis. Kč)



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

Tabulka – Vývoj Pasiv Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010
PASIVA CELKEM	119 719	113 305	107 089	107 488
Vlastní kapitál	96 500	97 522	97 570	98 647
Základní kapitál	97 800	97 800	97 800	97 800
Kapitálové fondy	4	3	3	3
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	725	948	1 046	1 090
Výsledek hospodaření minulých let	-5 479	-2 301	-1 383	-1 375
Výsledek hospodaření za účetní období	3 450	1 072	104	1 129
Cizí zdroje	23 206	15 783	9 519	7 542
Rezervy	7 225	509	0	0
Dlouhodobé závazky	5 614	4 400	4 483	3 637
Krátkodobé závazky	4 077	6 636	2 651	2 716
Bankovní úvěry a výpomoci	6 290	4 238	2 385	1 189
Časové rozlišení	13	0	0	1 299

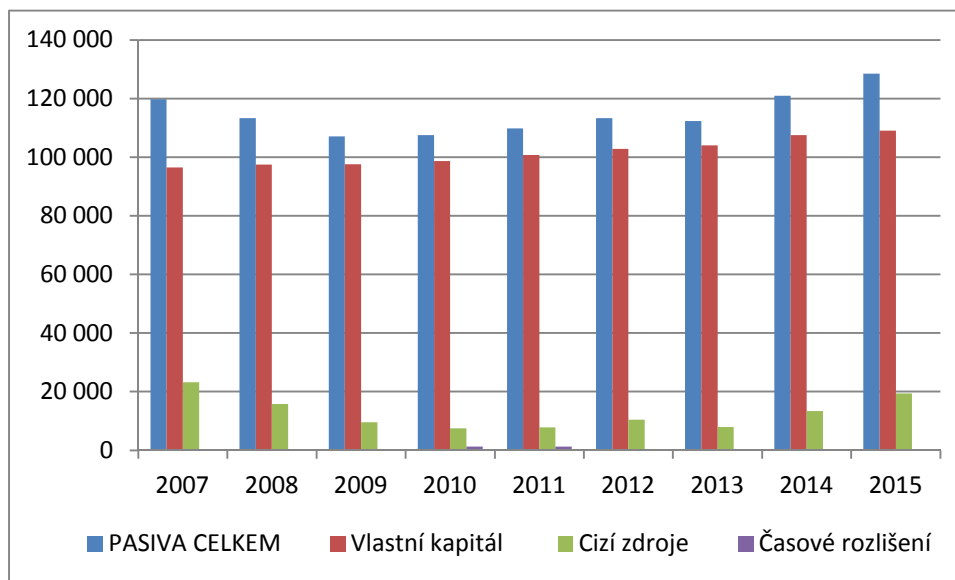
Tabulka – Vývoj Pasiv Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
PASIVA CELKEM	109 801	113 340	112 341	120 990	128 434
Vlastní kapitál	100 762	102 862	104 074	107 549	109 072
Základní kapitál	97 800	97 800	97 800	97 800	97 800
Kapitálové fondy	3	3	3	3	3

OBDOBÍ	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	1 209	1 443	1 639	1 632	1 567
Výsledek hospodaření minulých let	-402	1 441	3 307	4 627	8 114
Výsledek hospodaření za účetní období	2 152	2 175	1 325	3 486	1 588
Cizí zdroje	7 782	10 478	7 904	13 437	19 359
Rezervy	0	0	0	320	561
Dlouhodobé závazky	3 537	3 145	2 642	2 680	2 695
Krátkodobé závazky	3 257	6 545	4 674	10 049	15 916
Bankovní úvěry a výpomoci	988	788	588	388	187
Časové rozlišení	1 257	0	363	4	2

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 2007-2015.

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

OBDOBÍ	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010
Obchodní marže	1	-1	0	0
Výkony	39 410	39 632	30 936	36 345
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	35 564	35 380	26 642	32 479
Změna stavu zásob vlastní výroby	1 110	1 378	1 511	687
Aktivace	2 736	2 874	2 783	3 179
Výkonová spotřeba	24 023	30 324	21 457	23 338
Spotřeba materiálu a energie	18 226	21 324	17 483	18 829
Služby	5 797	9 000	3 974	4 509
Přidaná hodnota	15 388	9 307	9 479	13 007
Osobní náklady	11 236	12 290	10 831	12 328
Daně a poplatky	388	353	420	376

OBDOBÍ	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	7 803	9 660	8 343	7 855
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	2 249	4 557	2 156	1 693
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	1 443	5 353	1 064	663
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	797	-6 797	-543	848
Ostatní provozní výnosy	8 338	8 389	8 084	8 676
Ostatní provozní náklady	368	1 162	785	768
Provozní výsledek hospodaření	3 940	232	-1 181	538
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	379	82	
Finanční výsledek hospodaření	-938	194	247	36
Daň z příjmů za běžnou činnost	593	2 008	83	-555
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	2 409	-1 582	-1 017	1 129
Mimořádný výsledek hospodaření	1 061	226	1 121	0
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	3 470	-1 356	104	1 129
Výsledek hospodaření před zdaněním	4 063	652	187	574

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

OBDOBÍ	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Obchodní marže	0	0	0	0	0
Výkony	43 571	47 860	52 607	56 312	52 621
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	37 663	44 006	42 908	44 401	53 325
Změna stavu zásob vlastní výroby	2 322	1 561	5 900	6 886	-5 990
Aktivace	3 586	2 293	3 799	5 025	5 286
Výkonová spotřeba	30 340	30 545	37 703	41 050	37 477
Spotřeba materiálu a energie	25 217	24 366	27 724	29 585	27 979
Služby	5 123	6 179	9 979	11 465	9 498
Přidaná hodnota	13 231	17 315	14 904	15 262	15 144
Osobní náklady	12 811	12 935	13 637	13 632	15 080
Daně a poplatky	313	259	253	189	201
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	7 794	8 761	9 001	8 151	11 276
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	2 093	3 086	2 201	3 064	3 377
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	626	2 215	568	726	1 536
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-978	774	163	138	-926
Ostatní provozní výnosy	8 970	8 226	8 545	9 586	11 730
Ostatní provozní náklady	1 006	1 018	784	989	1 127
Provozní výsledek hospodaření	2 722	2 665	1 244	4 087	1 957
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	105	
Finanční výsledek hospodaření	-19	70	22	131	-13
Daň z příjmů za běžnou činnost	552	600	-59	732	356
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	2 151	2 135	1 325	3 486	1 588
Mimořádný výsledek hospodaření	0	40	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	2 151	2 175	1 325	3 486	1 588
Výsledek hospodaření před zdaněním	2 703	2 775	1 266	4 217	1 944

Z historických dat Společnosti uvedených výše je patrné následující:

- Stabilní, dlouhodobě spíše rostoucí vývoj položek Výkony i Přidaná hodnota Společnosti
- Proměnlivý vývoj položky Provozní výsledek hospodaření i Výsledek hospodaření za účetní období Společnosti

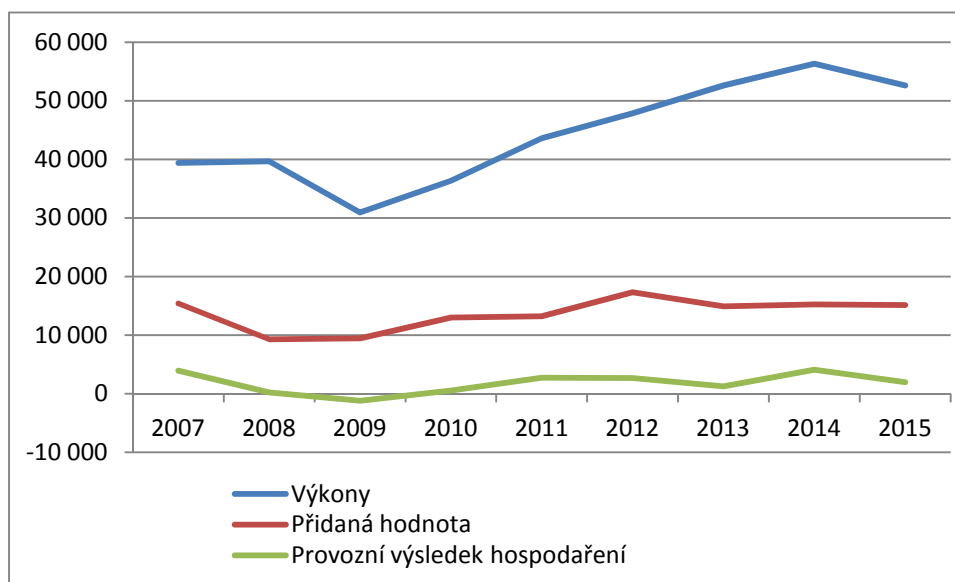
Jednotlivé poměrové ukazatele hospodaření lze kalkulovat za příslušné období 2007-2015 následujícím způsobem:

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

OBDOBÍ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Míra růstu tržeb za vl. výrobky a služby	-	-1%	-25%	22%	16%	17%	-2%	3%	20%
Výkonová spotřeba/Výkony	61%	77%	69%	64%	70%	64%	72%	73%	71%
Mzdové N/Výkony	20%	22%	26%	25%	22%	20%	19%	17%	19%
N na soc. a zdr. Pojišť/Mzdové N	36%	37%	32%	34%	34%	34%	34%	36%	37%
Soc. N/Mzdové N	2%	1%	2%	1%	-1%	1%	1%	1%	1%
Daně a poplatky/Výkony	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
OPV/Výkony	21%	21%	26%	24%	21%	17%	16%	17%	22%
OPN/Výkonová spotřeba	2%	4%	4%	3%	3%	3%	2%	2%	3%

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 2007-2015:

Tabulka – Ukazatelé rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity Společnosti

OBDOBÍ	2007	2008	2009	2010
Rentabilita vlastního kapitálu	3,6%	-1,4%	0,1%	1,1%
Rentabilita celkového kapitálu	3,1%	-0,9%	0,2%	1,1%
Produkční síla (Rentabilita aktiv)	2,9%	-1,2%	0,1%	1,1%
Rentabilita tržeb	11,1%	0,7%	-4,4%	1,7%
Kvóta vlastního kapitálu	80,5%	86,1%	91,1%	91,8%
Úrokové zatížení (Úrokové krytí)	6,1%	34,3%	45,8%	12,8%
Míra úplatného cizího kapitálu	27,1%	26,9%	25,1%	13,4%
Peněžní likvidita	4,54	2,27	2,82	4,56
Pohotová likvidita	6,49	3,27	4,35	7,90
Celková likvidita	9,80	5,41	7,83	13,58
Doba obratu aktiv [dny]	0,0	0,0	0,0	0,0

OBDOBÍ	2007	2008	2009	2010
Doba obratu pohledávek [dny]	63,9	47,8	51,0	48,4
Doba obratu zásob [dny]	138,6	146,5	214,6	186,0
Doba obratu závazků [dny]	26,0	53,2	7,9	16,7
Porovnání DIP-DUZ	37,9	-5,4	43,1	31,7

Tabulka – Ukazatelé rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity Společnosti

OBDOBÍ	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilita vlastního kapitálu	2,1%	2,1%	1,3%	3,2%	1,5%
Rentabilita celkového kapitálu	2,0%	2,0%	1,2%	2,9%	1,2%
Produkční síla (Rentabilita aktiv)	2,0%	1,9%	1,2%	2,9%	1,2%
Rentabilita tržeb	7,2%	6,1%	2,9%	9,2%	3,7%
Kvóta vlastního kapitálu	91,8%	90,8%	92,6%	88,9%	84,9%
Úrokové zatížení (Úrokové krytí)	2,0%	1,6%	2,5%	0,6%	0,8%
Míra úplatného cizího kapitálu	10,9%	7,5%	7,1%	2,9%	1,0%
Peněžní likvidita	3,47	0,01	0,00	0,00	0,00
Pohotová likvidita	5,12	3,65	3,58	1,30	1,34
Celková likvidita	10,52	6,65	9,20	4,53	3,04
Doba obratu aktiv [dny]	1 064,1	940,1	955,6	994,6	879,1
Doba obratu pohledávek [dny]	28,9	20,5	40,7	25,1	22,3
Doba obratu zásob [dny]	180,9	167,4	223,6	271,9	187,4
Doba obratu závazků [dny]	17,7	28,5	18,5	63,6	134,0
Porovnání DIP-DUZ	11,2	-8,0	22,3	-38,5	-111,7

Komentář:

- v oblasti rentability zaznamenala Společnost proměnlivé, dlouhodobě spíše klesající vývojové tendence
- v oblasti zadlužení zaznamenala Společnost ve sledovaném období nadprůměrné, byť dlouhodobě spíše klesající hodnoty jednotlivých ukazatelů
- v oblasti likvidity zaznamenala Společnost snižující se hodnoty
- 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 AGRO Rozsochy, 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 30.9.2016. Pro ocenění Společnosti výnosovou metodou je relevantní finanční plán, který zahrnuje období do konce roku 2025. Toto období však nezobrazuje celou očekávanou životnost této společnosti, neboť pro účely ocenění tímto způsobem ocenění je předpokládáno její nepřetržité trvání. Další období od posledního roku plánu je pro účely ocenění modelováno pomocí kapitalizace budoucích volných peněžních toků majitelům i věřitelům společnosti – Free Cash Flow to the Firm za využití perpetuitního efektu.

2.7.2. Právní forma

Společnost AGRO Rozsochy, 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 2016 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. Názvosloví

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 služby k datu platnosti hodnoty.

3.1.1.3. Trh

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

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 rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím nebo kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přiřádaná 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, snižená o přiměřené opotřebení, odpovídající průměrné opotřebované věci stejného stáří a přiměřené intenzity používání, ve výsledku pak snižená o náklady na opravu vážných závad, které znemožní okamžité užívání věci.

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

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

Druhou používanou výnosovou metodou je metoda kapitalizovaných čistých zisků (výnosů, přínosů), která má dvě varianty analytickou a paušální. Paušální metoda je obdobou metody přímé kapitalizace zisku. Paušální metoda je založena na historické úrovni zisku vztažené k míře kapitalizace.

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

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,
- uspořené 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 poříditi 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 výši hodnoty goodwillu (může nabývat i hodnot záporných = záporný goodwill), což je dle našeho názoru hodnota zjistitelná opět jedinečně jednou z variant výnosových metod.

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

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

Pokud je metoda substanční založena pouze na zjištění věcné hodnoty, například nejtypičtěji 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 zpochybněn či porušen going concern princip a tehdy se předpokládá, že likvidace přinese větší zisk, než další pokračování v podnikání společnosti, tedy likvidační hodnota > výnosová hodnota.

3.1.2.5. 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 metodiky 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 zjistí 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:

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

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
- přírážky 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 kalkulátorů. Úkolem znalce je však propočítat reálné míry výnosnosti – tedy odpočítání vlivu inflace.

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

Přirážka za rizika spojená s technickou kvalitou nemovité věci:

Zde procentní přirážka 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.

Přirážka za rizika spojená s ekonomikou nemovité věci:

Zde procentní přirážka k výnosu z bezrizikové investice odráží riziko, zda bude možné nemovitou věc pronajímat takovým nájemníkům a za takové nájemné, 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 nemovité věci přestane být zájem – tzv. ekonomická životnost.

Přirážka za rizika spojená s právní úrovní nemovité věci:

Zde procentní přirážka k výnosu z bezrizikové investice odráží riziko, zda jsou s nemovitou věcí spjata věcná 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 nemovité věci (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 prodejkách podobných nemovitých věcí je pomocí přepočítacích indexů odvozena tržní cena oceňovaných nemovitých věcí. Indexy odlišnosti u jednotlivých nemovitých věcí respektují jejich rozdíl 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.

$$K_p = \frac{\text{průměrná cena prodejn}í}{\text{průměrná cena časová}}$$

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:

$$C\check{C} = \frac{TH}{100} * CN \quad (K\check{C})$$

kde:

CČ..... cena časová

TH..... technická hodnota v %

CN cena 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:

TH..... technická hodnota stroje či zařízení v %

THN technická 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/S.....přirážka nebo srážka 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 neztrácí 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 přiměřenosti protiplnění za kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 50 000 Kč, 10 000 Kč a 1 000 Kč, emitovaných společností AGRO Rozsochy, a.s., IČ 634 68 026 (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 na hlavního akcionáře, společnost AGROFERT, a.s., IČ 261 85 610.

Při volbě způsobu stanovení hodnoty akcií emitovaných Společnosti 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 reálnou hodnotu jmění oceňované Společnosti.

Metoda komparační indikuje tržní hodnotu Společnosti s využitím průměrné hodnoty podílu vybraných hospodářských ukazatelů v odvětví „EBIT/EV“ (pozn. EV, resp. Enterprise value, čili hodnota podniku pro vlastníky i věřitele), případně „EBITDA/EV“ a rovněž s využitím hospodářských parametrů Společnosti, jež je předmětem ocenění (primárně parametrů „EBIT“ a „EBITDA“). Za předpokladu disponibility vybraných hospodářských parametrů Společnosti (př. „EBIT“, či „EBITDA“) lze při znalosti poměrového ukazatele z odvětví „EBIT/EV“ či „EBITDA/EV“ 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 historickými ukazateli Společnosti pro její jednoduchost v daném případě s ohledem na použití ostatních metod ocenění neaplikujeme.

Metoda likvidační vychází primárně z tržní hodnoty majetku stanovené pro účely 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 vstřebat 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. S ohledem na daný účel ocenění považujeme tuto metodu ocenění rovněž za primární metodu ocenění.

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 metody ocenění ve znaleckém posudku jednak metodu výnosovou, tj. metodu diskontovaných peněžních toků a rovněž i likvidační metodu ocenění. S ohledem na účel ocenění následně považujeme za primární metodu ocenění tu metodu, jež generuje vyšší výsledek ocenění.

Bližší informace o výsledcích aplikovaných metod ocenění jsou k nalezení v rámci kapitoly 3.6 Rekapitulace ocenění 100% jmění společnosti AGRO Rozsochy, 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

průmyslového cyklu, či splnění jiných individuálních parametrů. Hodnota společnosti vytvářená hotovostními toky za horizontem explicitní projekce, tedy tzv. konečná hodnota (terminal value) se pak stanoví na základě určitých zjednodušujících předpokladů. Znalec dal v tomto případě přednost obvykle používanému vzorci trvalosti růstu volných hotovostních toků:

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

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

a současná hodnota konečné hodnoty se určí jako

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

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

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

$$CHP = PVFCF + PVTV$$

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

$$EV = CHP - TÚCZ + NM - NZ$$

3.2.1.1.3. Odhad požadované výnosnosti kapitálu

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

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

3.2.1.1.4. Náklady vlastního kapitálu

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

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

kde

R_E návratnost akciového kapitálu

R_F návratnost bezrizikového dluhu,

$E(R_M)$ očekávaná návratnost akciového trhu,

β koeficient vyjadřující systematické riziko výnosů akciového kapitálu společnosti

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

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

3.2.1.1.5. Náklady na cizí zdroje

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

3.2.1.1.6. Vážený průměr nákladu kapitálu

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

3.2.1.1.7. Stanovení diskontů za nelikviditu

U společností, jejichž akcie nejsou veřejně obchodovatelné, či u společností s ručením omezeným je dle našeho názoru nutné dále uplatnit diskont za nelikviditu. Likvidita, neboli obchodovatelnost je pro výpočet ceny akcií či podílů jedním z nejzásadnějších parametrů. Je definována jako schopnost přeměnit daný cenný papír na hotovost rychle, s minimem transakčních a administrativních nákladů, a to s vysokou mírou pravděpodobnosti, že výsledná prodejní cena se nebude odlišovat od očekávané (tj. indikované např. na veřejném trhu).

Ve světě se diskonty za nelikviditu zabývají v podstatě dva typy studií:

- 1) Diskonty u transakcí s akciemi společností, jejichž obchodování bylo dočasně omezeno (tzv. restricted shares)

- 2) Diskonty u obchodů s akciemi společností, jejichž akcie jsou neregistrované, ale které plánují v dohledné době veřejnou obchodovatelnost, případně plánují navýšení základního kapitálu veřejným upsáním akcií (tzv. initial public offering)

Diskont za nelikviditu jsme u oceňované Společnosti primárně s ohledem na účel jejího ocenění neuplatnili.

3.3. Výnosové ocenění Společnosti

V následující kapitole je provedeno výnosové ocenění Společnosti metodou DCF.

3.3.1. Specifické předpoklady ocenění metodou DCF Společnosti

3.3.1.1. Výchozí bilance Společnosti

Výchozí bilance Společnosti je nedílnou součástí předchozí kapitoly 2.4 Výchozí bilance Společnosti.

3.3.2. Hlavní výstupy metody DCF entity

Níže jsou uvedeny hlavní výstupy ocenění metodou DCF entity a to:

- Finanční plán
- Pokračující hodnota
- Diskontní míra
- Projekce cash-flow
- Výsledný propočet

3.3.2.1. Finanční plán

Od zástupců Společnosti jsme získali historické finanční výkazy za období 2007-2015 a následně informace týkající se výhledu hospodaření, včetně financování a rovněž očekávaných investic pro období 2016. Na základě uvedených informací jsme zpracovali finanční plán, přičemž jsme konzultovali se zástupci Společnosti oprávněnost jednotlivých položek.

Výše zmiňovaný finanční plán jsme prolongovali pro období 2016-2025, tedy celkově na plánované období 10ti let, přičemž období 2025 (poslední rok plánu) považujeme za počátek období stabilizace, po jehož uplynutí očekáváme pro účely ocenění stabilní vývoj hospodaření Společnosti.

Pro období 2016-2025 byl tedy vytvořen plán hospodářských parametrů Společnosti dle disponibilních historických dat, dle rámcového výhledu hospodaření a rovněž s přihlédnutím k průměrným hodnotám klíčových poměrových hospodářských ukazatelů z daného odvětví získaných z finanční databáze AMADEUS (blíže viz kapitola 2.5.2 Sektorová analýza).

Finanční plán Společnosti pro období 2017-2025 rovněž koresponduje se strategií Společnosti a jejími možnostmi v rámci relevantního odvětví, v jejímž rámci Společnost působí, přičemž navazuje na finanční plán vyhotovený pro období 2016.

Níže je s ohledem na výše uvedené zobrazena predikce Obratu Společnosti pro období 2016-2025 v návaznosti na predikci Obratu odvětví:

Tabulka – Predikce obratu odvětví i Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020
Obrat - Trh ČR odvětví "NACE 0150"	75 755 416	79 918 374	83 994 016	87 945 303	91 734 640
trh ČR "NACE 0150" - míra růstu	5,9%	5,5%	5,1%	4,7%	4,3%
Obrat - AGRO Rozsochy	62 962	67 495	72 065	76 636	81 170
Agro Rozsochy - míra růstu	-7%	7%	7%	6%	6%
podíl na trhu	0,083%	0,084%	0,086%	0,087%	0,088%

Tabulka – Predikce obratu odvětví i Společnosti (tis. Kč)

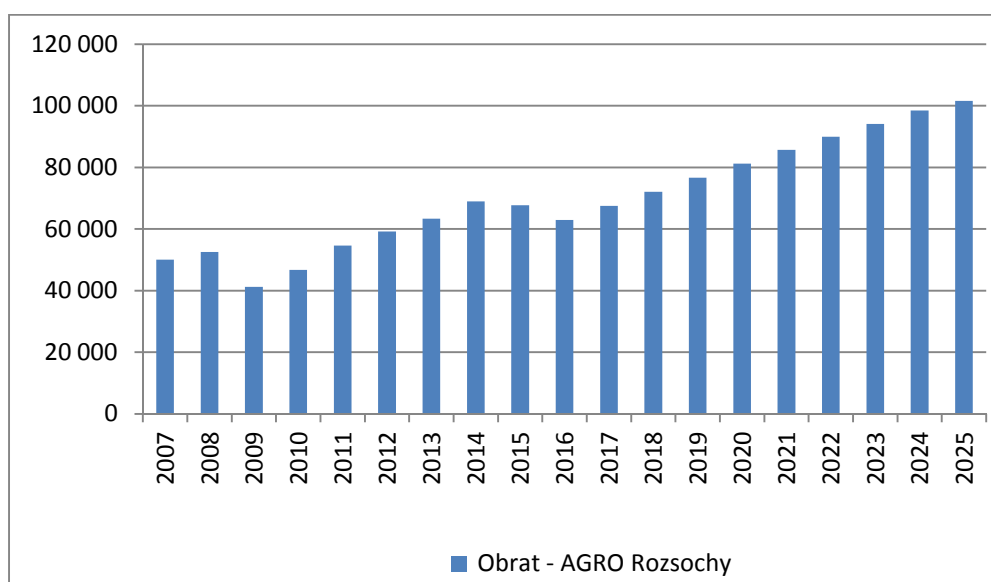
OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Obrat - Trh ČR odvětví "NACE 0150"	95 324 432	98 677 687	101 758 624	104 935 754	108 212 082
trh ČR "NACE 0150" - míra růstu	3,9%	3,5%	3,1%	3,1%	3,1%
Obrat - AGRO Rozsochy	85 626	89 963	94 138	98 486	101 561
Agro Rozsochy - míra růstu	5%	5%	5%	5%	3%
podíl na trhu	0,090%	0,091%	0,093%	0,094%	0,094%

Cílová míra růstu obratu odvětví byla pro období 2016-2025 predikována ve výši dlouhodobého průměru nominálního HDP z období 2011-2017, tedy ve výši 3,1% p.a.

Cílový podíl na trhu Společnosti byl predikován ve výši váženého průměru kalkulovaného podílu hodnot z období 2007-2016 a to ve výši 0,094%.

Graficky lze vývoj Obratu Společnosti pro období 2016-2025 zobrazit následujícím způsobem:

Graf – Historický i očekávaný vývoj ukazatele „Obrat“ Společnosti (tis. Kč)



V následující tabulce je zobrazena kalkulace komplexního finančního plánu provozního hospodaření Společnosti pro období 2016-2025:

Tabulka – Provozní výsledek hospodaření - predikce (tis. Kč)

OBDOBÍ	1.-9.2016	10.-12.2016	2017	2018	2019
TRŽBY					
Tržby z prodeje zboží	0	0	0	0	0

OBDOBÍ	1.-9.2016	10.-12.2016	2017	2018	2019
Výkony	41 049	6 570	51 047	54 504	57 961
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	31 517	10 673	45 227	48 290	51 353
Změna stavu zásob vlastní výroby	6 812	-5 003	1 939	2 071	2 202
Aktivace	2 720	900	3 881	4 143	4 406
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	1 491	474	2 106	2 249	2 392
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	1 478	472	2 090	2 232	2 373
Tržby z prodeje materiálu	13	2	16	17	18
Ostatní provozní výnosy	8 069	5 309	14 341	15 312	16 283
TRŽBY PROVOZNÍ CELKEM	50 609	12 353	67 495	72 065	76 636
NÁKLADY					
Náklady na prodané zboží	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	28 355	6 205	36 734	38 888	40 996
Spotřeba materiálu a energie	22 700	4 540	28 953	30 652	32 312
Služby	5 655	1 665	7 780	8 237	8 683
Osobní náklady	10 177	5 416	16 705	17 827	18 948
Mzdové náklady	7 536	3 944	12 307	13 140	13 973
Odměny členům orgánů společnosti	0	0	0	0	0
Náklady na SZP	2 492	1 421	4 195	4 479	4 763
Sociální náklady	150	50	204	208	212
Daně a poplatky	138	47	198	212	225
Náklady na prod. dlouh. majetek a materiál	887	113	1 072	1 145	1 217
Náklady na prod. dlouh. majetek (=ZC)	887	113	1 072	1 145	1 217
Náklady na prod. materiál (=ZC)	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek	135	-116	0	0	0
Změna stavu rezerv		-129		0	0
Změna stavu opravných položek		12	0	0	0
Ostatní provozní náklady	980	310	1 371	1 452	1 530
NÁKLADY PROVOZNÍ CELKEM	40 673	11 974	56 080	59 523	62 916
Odpisy (účetní)	7 957	2 743	10 745	10 508	10 356
PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	1 979	-2 364	669	2 034	3 363

Tabulka – Provozní výsledek hospodaření - predikce (tis. Kč)

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
TRŽBY						
Tržby z prodeje zboží	0	0	0	0	0	0
Výkony	61 390	64 760	68 040	71 198	74 486	76 812
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	54 391	57 377	60 283	63 081	65 994	68 055
Změna stavu zásob vlastní výroby	2 332	2 460	2 585	2 705	2 830	2 918
Aktivace	4 667	4 923	5 172	5 412	5 662	5 839
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	2 533	2 672	2 808	2 938	3 074	3 170
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	2 514	2 652	2 786	2 916	3 050	3 145
Tržby z prodeje materiálu	19	20	21	22	23	24
Ostatní provozní výnosy	17 247	18 194	19 115	20 002	20 926	21 579
TRŽBY PROVOZNÍ CELKEM	81 170	85 626	89 963	94 138	98 486	101 561
NÁKLADY						

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Náklady na prodané zboží	0	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	43 040	45 403	47 703	49 917	52 222	53 853
Spotřeba materiálu a energie	33 924	35 787	37 599	39 344	41 161	42 447
Služby	9 116	9 617	10 104	10 573	11 061	11 406
Osobní náklady	20 061	21 155	22 219	23 245	24 312	25 069
Mzdové náklady	14 800	15 612	16 403	17 164	17 957	18 518
Odměny členům orgánů společnosti	0	0	0	0	0	0
Náklady na SZP	5 045	5 322	5 591	5 851	6 121	6 312
Sociální náklady	216	221	225	230	234	239
Daně a poplatky	238	252	264	277	289	298
Náklady na prod. dlouh. majetek a materiál	1 289	1 360	1 429	1 495	1 564	1 613
Náklady na prod. dlouh. majetek (=ZC)	1 289	1 360	1 429	1 495	1 564	1 613
Náklady na prod. materiál (=ZC)	0	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek	0	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv	0	0	0	0	0	0
Změna stavu opravných položek	0	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	1 607	1 695	1 781	1 863	1 949	2 010
NÁKLADY PROVOZNÍ CELKEM	66 235	69 864	73 396	76 796	80 338	82 843
Odpisy (účetní)	10 276	10 258	10 284	10 340	10 422	10 527
PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	4 658	5 504	6 283	7 001	7 726	8 191

Výše uvedená predikce provozního výsledku hospodaření pro období 2016-2025 koresponduje s níže uvedenou predikcí poměrových ukazatelů:

Tabulka – Poměrové ukazatele Společnosti - predikce (tis. Kč)

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Míra růstu tržeb za vl. výrobky a služby	-7%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	3%
Výkonová spotřeba/Výkony	73%	72%	71%	71%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Mzdové N/Výkony	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
N na soc. a zdr. Pojišť./Mzdové N	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
Soc. N/Mzdové N	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Daně a poplatky/Výkony	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
OPV/Výkony	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
OPN/Výkonová spotřeba	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%

V rámci této kapitoly byla následně provedena kontrolní kalkulace položky EBITDA/Provozní výnosy:

Tabulka – Predikce ukazatelů EBITDA a Provozní výnosy Společnosti (tis. Kč, %)

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020
Obrat	62 962	67 495	72 065	76 636	81 170
EBITDA	10 315	11 415	12 542	13 719	14 934
EBITDA (po očištění)	10 334	11 415	12 542	13 719	14 934
EBITDA po očištění/Obrat	16,4%	16,9%	17,4%	17,9%	18,4%

Tabulka – Predikce ukazatelů EBITDA a Provozní výnosy Společnosti (tis. Kč, %)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Obrat	85 626	89 963	94 138	98 486	101 561

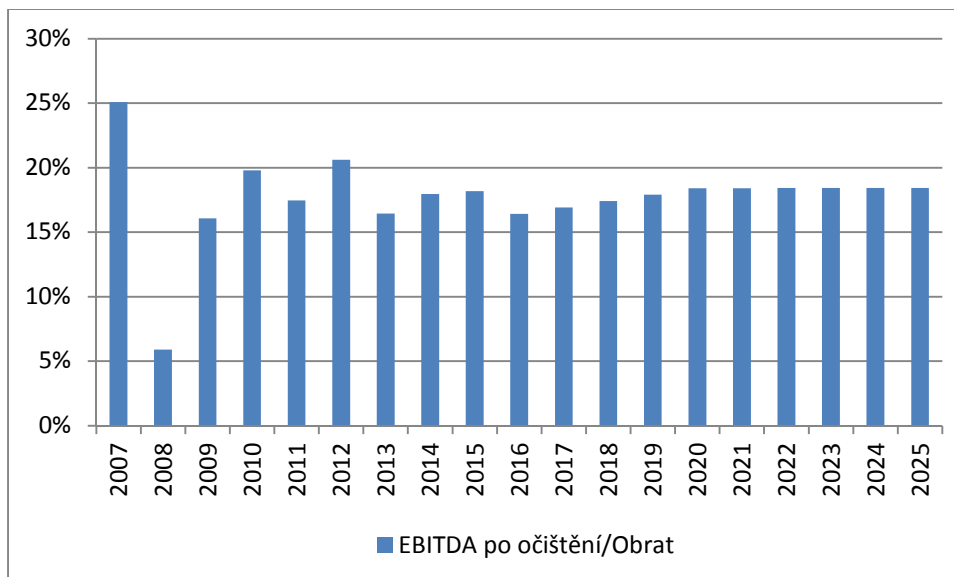
OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA	15 762	16 567	17 342	18 149	18 718
EBITDA (po očištění)	15 762	16 567	17 342	18 149	18 718
EBITDA po očištění/Obrat	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%

Z dat je patrné, že plán poměrového ukazatele „EBITDA/Provozní výnosy“ Společnosti generovaný v průběhu predikovaného období činí cca 18,4%, jež což koresponduje s průměrnou hodnotou ukazatele EBITDA/Obrat za celé odvětví platné pro období 2007-2014 uvedené v rámci kapitoly 0
Zdroj: www.mfcr.cz

Sektorová analýza.

Graficky lze historický i očekávaný vývoj ukazatele „EBITDA/Obrat“ zobrazit pro období 2007-2025 následovně:

Graf – Historický i očekávaný vývoj ukazatele „EBITDA/Obrat“ Společnosti (%)



3.3.2.2. Pracovní kapitál

Projekce pracovního kapitálu je založena zejména na předpokladu obrátek u nejvýznamnějších položek pohledávek a závazků, jež byly kalkulovány dle predikce položek příslušných krátkodobých pohledávek, závazků i zásob. Plán jednotlivých položek pracovního kapitálu je uveden dále v tabulkách, včetně skutečnosti k 30.9.2016. Náklady a výnosy, které jsou základnou pro výpočet obrátek, jsou uvedeny v tabulce. Provozní tržby = tržby z prodeje zboží + výkony. Provozní náklady = náklady na prodané zboží + výkonová spotřeba.

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

OBDOBÍ	1.-9.16	2016	2017	2018	2019
Provozní tržby	31 517	42 190	45 227	48 290	51 353
Provozní náklady	28 355	34 560	36 734	38 888	40 996

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

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
--------	------	------	------	------	------	------

Provozní tržby	54 391	57 377	60 283	63 081	65 994	68 055
Provozní náklady	43 040	45 403	47 703	49 917	52 222	53 853

3.3.2.2.1. Provozní pohledávky

Krátkodobé pohledávky z obchodního styku a Krátkodobé jiné pohledávky byly predikovány s přihlédnutím k očekávané době obratu pro období 2016-2025 na úrovni období 2016 a rovněž vzhledem k očekávané výši položky Provozní tržby pro období 2016-2025 (viz výše).

Ostatní položky krátkodobých pohledávek byly pro období 2016-2025 predikovány primárně dle hodnot nejbližší predikce, tj. z období 2016.

Tabulka - Plán provozních pohledávek Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	1.-9.2016	10.-12.2016	2017	2018	2019
POHLEDÁVKY Z OBCHODNÍCH VZTAHŮ					
Stav ke konci období	4 068	2 200	2 358	2 518	2 678
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	35,36	19,03	19,03	19,03	19,03
Průměrná meziroční změna	-807	1 868	-158	-160	-160
POHLEDÁVKY ZA OVLÁD. A ŘÍZ. OSOBAMI					
Stav ke konci období	2 452	2 452	2 452	2 452	2 452
Průměrná meziroční změna	-7 664	0	0	0	0
STÁT - DAŇOVÉ POHLEDÁVKY					
Stav ke konci období	1 496	3 500	3 500	3 500	3 500
Průměrná meziroční změna	1 936	-2 004	0	0	0
OSTATNÍ POSKYTNUTÉ ZÁLOHY					
Stav ke konci období	287	0	0	0	0
Průměrná meziroční změna	59	287	0	0	0
JINÉ POHLEDÁVKY					
Stav ke konci období	1	0	0	0	0
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Průměrná meziroční změna	-1	1	0	0	0
DOHADNÉ ÚČTY AKTIVNÍ					
Stav ke konci období	8 618	4 800	4 800	4 800	4 800
Průměrná meziroční změna	-4 188	3 818	0	0	0
POHLEDÁVKY CELKEM					
Stav ke konci období	16 921	12 952	13 110	13 270	13 430
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	147,11	112,05	105,80	100,30	95,45
Průměrná meziroční změna	4 664	3 969	-158	-160	-160

Tabulka - Plán provozních pohledávek Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
POHLEDÁVKY Z OBCHODNÍCH VZTAHŮ						
Stav ke konci období	2 836	2 992	3 143	3 289	3 441	3 549
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	19,03	19,03	19,03	19,03	19,03	19,03
Průměrná meziroční změna	-158	-156	-152	-146	-152	-107
POHLEDÁVKY ZA OVLÁD. A ŘÍZ. OSOBAMI						
Stav ke konci období	2 452	2 452	2 452	2 452	2 452	2 452
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0
STÁT - DAŇOVÉ POHLEDÁVKY						
Stav ke konci období	3 500	3 500	3 500	3 500	3 500	3 500
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
OSTATNÍ POSKYTNUTÉ ZÁLOHY						
Stav ke konci období	0	0	0	0	0	0
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0
JINÉ POHLEDÁVKY						
Stav ke konci období	0	0	0	0	0	0
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0
DOHADNÉ ÚČTY AKTIVNÍ						
Stav ke konci období	4 800	4 800	4 800	4 800	4 800	4 800
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0
POHLEDÁVKY CELKEM						
Stav ke konci období	13 588	13 744	13 895	14 041	14 193	14 300
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	91,18	87,43	84,13	81,25	78,50	76,70
Průměrná meziroční změna	-158	-156	-152	-146	-152	-107

3.3.2.2.2. Provozní závazky

Krátkodobé závazky z obchodního styku a Krátkodobé jiné závazky byly predikovány s přihlédnutím k očekávané době obratu pro období 2016-2025 na úrovni období 2016 a rovněž vzhledem k očekávané výši položky Provozní náklady pro období 2016-2025 (viz výše)

Položka závazky k zaměstnancům, soc. zabezpečení a zdravotního pojištění byla pro období dodaného plánu 2016-2025 predikována ve výši 1/12 průměrných měsíčních mzdových nákladů, resp. nákladů na soc. zabezpečení a zdravotní pojištění.

Ostatní položky krátkodobých závazků byly predikovány převážně na úrovni hodnot z nejbližší známé predikce pro období 2016.

Tabulka - Plán provozních závazků Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	1.-9.2016	10.-12.2016	2017	2018	2019
ZÁVAZKY Z OBCHODNÍCH VZTAHŮ					
Stav ke konci období	17 340	4 371	4 646	4 918	5 185
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	167,56	46,16	46,16	46,16	46,16
Průměrná meziroční změna	3 584	-12 969	275	273	267
ZÁVAZKY K ZAMĚSTNANCŮM					
Stav ke konci období	641	1 200	1 026	1 095	1 164
Průměrná meziroční změna	-208	559	-174	69	69
ZÁVAZKY ZE SOC. ZABEZPEČENÍ A ZDRAV. POJ.					
Stav ke konci období	386	710	350	373	397
Průměrná meziroční změna	-113	324	-360	24	24
STÁT - DAŇOVÉ ZÁVAZKY A DOTACE					
Stav ke konci období	74	200	200	200	200
Průměrná meziroční změna	-56	126	0	0	0
JINÉ ZÁVAZKY					
Stav ke konci období	47	50	42	45	47
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	0,46	0,42	0,42	0,42	0,42
Průměrná meziroční změna	-1	3	-8	2	2
DOHADNÉ ÚČTY PASIVNÍ					
Stav ke konci období	2 070	700	700	700	700
Průměrná meziroční změna	1 436	-1 370	0	0	0

OBDOBÍ	1.-9.2016	10.-12.2016	2017	2018	2019
ZÁVAZKY CELKEM					
Stav ke konci období	20 559	7 231	6 963	7 332	7 694
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	198,67	76,37	69,19	68,81	68,50
Průměrná meziroční změna	4 643	-13 328	-268	368	362

Tabulka - Plán provozních závazků Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ZÁVAZKY Z OBCHODNÍCH VZTAHŮ						
Stav ke konci období	5 444	5 742	6 033	6 313	6 605	6 811
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	46,16	46,16	46,16	46,16	46,16	46,16
Průměrná meziroční změna	259	299	291	280	292	206
ZÁVAZKY K ZAMĚSTNANCŮM						
Stav ke konci období	1 233	1 301	1 367	1 430	1 496	1 543
Průměrná meziroční změna	69	68	66	63	66	47
ZÁVAZKY ZE SOC. ZABEZPEČENÍ A ZDRAV. POJ.						
Stav ke konci období	420	443	466	488	510	526
Průměrná meziroční změna	23	23	22	22	23	16
STÁT - DAŇOVÉ ZÁVAZKY A DOTACE						
Stav ke konci období	200	200	200	200	200	200
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0
JINÉ ZÁVAZKY						
Stav ke konci období	50	52	55	58	60	62
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
Průměrná meziroční změna	2	3	3	3	3	2
DOHADNÉ ÚČTY PASIVNÍ						
Stav ke konci období	700	700	700	700	700	700
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0	0
ZÁVAZKY CELKEM						
Stav ke konci období	8 047	8 439	8 821	9 189	9 572	9 842
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	68,24	67,84	67,50	67,19	66,90	66,71
Průměrná meziroční změna	353	392	382	368	383	271

3.3.2.2.3. Zásoby

Analogicky s předchozím byly zásoby predikovány pro období plánu dle doby obratu predikované pro období 2016 a rovněž s přihlédnutím k plánu položky Provozní náklady pro období 2016-2025.

Tabulka – Plán Zásob Společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	1.-9.2016	10.-12.2016	2017	2018	2019	2020
Stav ke konci období	34 040	29 100	31 195	33 307	35 420	37 515
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	295,93	251,75	251,75	251,75	251,75	251,75
Průměrná meziroční změna	-6 668	4 940	-2 095	-2 112	-2 113	-2 095

Tabulka – Plán Zásob Společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Stav ke konci období	39 575	41 579	43 509	45 519	46 940
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	251,75	251,75	251,75	251,75	251,75
Průměrná meziroční změna	-2 060	-2 005	-1 930	-2 010	-1 421

3.3.2.2.4. Rezervy a OP a Časové rozlišení

V návaznosti na předchozí informace i postup predikujeme jednotlivé položky změny stavu rezerv a OP a Časového rozlišení pro období finančního plánu následovně:

Tabulka – Plán změny stavu rezerv a opravných položek (v tis. Kč)

OBDOBÍ	1.-9.2016	10.-12.2016	2017-2025
REZERVY			
Stav ke konci období	691	562	562
Průměrná meziroční změna	130	-129	0
ZMĚNA STAVU OPRAVNÝCH POLOŽEK			
Průměrná meziroční změna		12	0
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (aktiva)			
Stav ke konci období	175	175	175
Průměrná meziroční změna	-157	0	0
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (pasiva)			
Stav ke konci období	0	0	0
Průměrná meziroční změna	-2	0	0

3.3.2.2.5. Provozní hotovost

Změna provozní hotovosti promítající v rámci provozního Cash flow období 2016-2025 byla plánována s ohledem na minimální požadovanou výši peněžní likvidity (kalkulována s ohledem na historickou výši peněžní likvidity i výši peněžní likvidity k datu ocenění) a rovněž s ohledem na plánovanou výši krátkodobých závazků a krátkodobých úročených cizích zdrojů, tedy následovně:

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

OBDOBÍ	2 012	2 013	2 014	2 015	30.9.2016
Krátkodobý finanční majetek	40	22	20	27	92
Krátkodobé závazky - provozní	6 545	4 674	10 049	15 916	20 559
Krátkodobé bankovní úvěry	200	0	200	187	265
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
Peněžní likvidita	0,61%	0,47%	0,20%	0,17%	0,45%
Optimální peněžní likvidita	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%
Provozní hotovost	11	8	17	27	35
Průměrná meziroční změna	-6	3	-9	-10	-8
NEPROVOZNÍ HOTOVOST	29	14	3	0	57

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

OBDOBÍ	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
Krátkodobý finanční majetek	2 804	1 418	1 549	2 389	5 419
Krátkodobé závazky - provozní	7 231	6 963	7 332	7 694	8 047
Krátkodobé bankovní úvěry	265	212	159	106	53
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
Peněžní likvidita	38,78%	20,36%	21,13%	31,05%	67,34%
Optimální peněžní likvidita	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%
Provozní hotovost	12	12	13	13	14
Průměrná meziroční změna	23	0	-1	-1	-1
NEPROVOZNÍ HOTOVOST	2 792	1 406	1 537	2 376	5 405

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

OBDOBÍ	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025
Krátkodobý finanční majetek	9 015	13 416	18 375	23 785	30 024
Krátkodobé závazky - provozní	8 439	8 821	9 189	9 572	9 842
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
Peněžní likvidita	106,82%	152,08%	199,97%	248,49%	305,04%
Optimální peněžní likvidita	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%
Provozní hotovost	14	15	16	16	17
Průměrná meziroční změna	-1	-1	-1	-1	0
NEPROVOZNÍ HOTOVOST	9 001	13 401	18 359	23 768	30 007

Z dat je patrné, že za optimální míru provozní peněžní likvidity považujeme její výši k datu ocenění, tedy 0,17%.

3.3.2.2.6. Změna pracovního kapitálu – závěrečné shrnutí

Na základě výše uvedeného plánujeme celkový pohyb pracovního kapitálu promítající se do období finančního plánu 2016-2025 tedy následovně:

Tabulka – Celkový pohyb pracovního kapitálu (tis. Kč)

OBDOBÍ	10.-12.16	2017	2018	2019	2020
Zásoby (nárůst -/pokles +)	4 940	-2 095	-2 112	-2 113	-2 095
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	3 969	-158	-160	-160	-158
Čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	23	0	-1	-1	-1
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	0	0	0	0	0
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	-12	0	0	0	0
Závazky (nárůst +/pokles -)	-13 328	-268	368	362	353
<i>z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)</i>	559	-174	69	69	69
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	-129	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	12	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	-4 525	-2 521	-1 904	-1 911	-1 901

Tabulka – Celkový pohyb pracovního kapitálu (tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Zásoby (nárůst -/pokles +)	-2 060	-2 005	-1 930	-2 010	-1 421
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	-156	-152	-146	-152	-107
Čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-1	-1	-1	-1	0
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	0	0	0	0	0
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	0	0	0	0	0
Závazky (nárůst +/pokles -)	392	382	368	383	271
<i>z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)</i>	68	66	63	66	47
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	-1 824	-1 775	-1 709	-1 779	-1 258

3.3.2.3. Investice a odpisy

V tabulce níže uvádíme nejprve historickou výši investic i účetních odpisů Společnosti, vycházející z jejich historických finančních výkazů za období 2009-2015:

Tabulka – Investice a účetní odpisy Společnosti 2009-2015 (tis. Kč)

OBDOBÍ	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DNM celkem	0	0	0	0	0	0	0
Odepisovaný DNM	0	0	0	0	0	0	0
DHM celkem	65 763	61 871	66 045	62 417	63 325	68 624	73 551
neodepisovaný DHM majetek (pozemky)	6 194	6 735	7 448	8 998	11 115	11 473	11 663
Odepisovaný DHM	59 569	55 136	58 597	53 419	52 210	57 151	61 888
Odepisovaný majetek celkem	59 569	55 136	58 597	53 419	52 210	57 151	61 888
Investice	4 123	3 969	11 766	8 219	9 712	11 101	17 748
Investice do neodepisovaného majetku	142	541	713	1 550	2 117	358	190
Investice do odepisovaného majetku	3 981	3 428	11 053	6 669	7 595	10 743	17 558
účetní odpisy v T/ Odepisovaný majetek v čase T-1	13%	13%	14%	15%	17%	16%	20%
účetní odpisy	8 343	7 855	7 794	8 761	9 001	8 151	11 276

Z dat uvedených výše je patrné, následující:

- Průměrná výše investic Společnosti za období 2009-2015 činí 9 520 tis. Kč
- Průměrná výše účetních odpisů Společnosti za období 2009-2015 činí 8 740 tis. Kč

Následně predikujeme dle disponibilních podkladů výši investic i účetních odpisů Společnosti pro období 2016-2025:

Tabulka – Investice a účetní odpisy Společnosti 2016-2020 (tis. Kč)

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020
DNM celkem	0	0	0	0	0
Odepisovaný DNM	0	0	0	0	0
DHM celkem	77 070	75 627	74 701	74 214	74 102
neodepisovaný DHM majetek (pozemky)	11 663	11 663	11 663	11 663	11 663
Odepisovaný DHM	65 407	63 964	63 038	62 551	62 439
Odepisovaný majetek celkem	65 407	63 964	63 038	62 551	62 439
Investice	14 219	9 303	9 582	9 869	10 164
Investice do neodepisovaného majetku	6 097				
Investice do odepisovaného majetku	8 122	9 303	9 582	9 869	10 164
účetní odpisy v T/ Odepisovaný majetek v čase T-1	17%	16%	16%	16%	16%
účetní odpisy	10 700	10 745	10 508	10 356	10 276

Následně predikujeme dle disponibilních podkladů výši investic i účetních odpisů Společnosti pro období 2021-2025:

Tabulka – Investice a účetní odpisy Společnosti 2021-2025 (tis. Kč)

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
DNM celkem	0	0	0	0	0
Odepisovaný DNM	0	0	0	0	0
DHM celkem	74 263	74 606	75 105	75 739	76 490
neodepisovaný DHM majetek (pozemky)	11 663	11 663	11 663	11 663	11 663
Odepisovaný DHM	62 600	62 943	63 442	64 076	64 827

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Odepisovaný majetek celkem	62 600	62 943	63 442	64 076	64 827
Investice	10 419	10 627	10 840	11 056	11 277
Investice do neodepisovaného majetku	-	-	-	-	-
Investice do odepisovaného majetku	10 419	10 627	10 840	11 056	11 277
účetní odpisy v T/ Odepisovaný majetek v čase T-1	16%	16%	16%	16%	16%
účetní odpisy	10 258	10 284	10 340	10 422	10 527

Z dat uvedených výše je patrné, následující:

- Průměrná výše investic Společnosti za období 2016-2025 činí 10 736 tis. Kč
- Průměrná výše účetních odpisů Společnosti za období 2016-2025 činí 10 442 tis. Kč

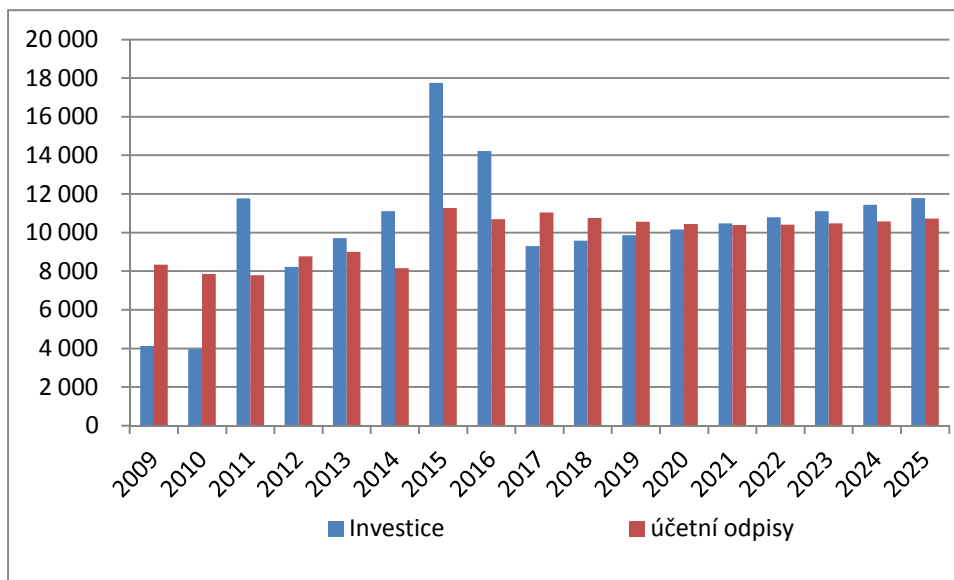
Účetní a daňové odpisy jsou kalkulovány ve stejné výši. Z dat uvedených níže je patrné, že účetní odpisy byly kalkulovány primárně dle podílu k odepisovatelnému majetku v předchozím období.

Z dat uvedených výše je patrné, že v průběhu plánovaného období 2016-2025 průměrná roční výše investic dosahovala cca 102,8% úrovně průměrné roční výše účetních odpisů, přičemž na konci predikovaného období je očekávána v souladu s dosažením podmínek odpovídajícím „stabilizovanému období“ konvergence obou veličin.

Z dat uvedených výše je patrné, že vyjma období 2016 Společnost neplánuje investice do pozemků. Důvodem je skutečnost, že plánovanou investicí do pozemků v r. 2016 bude navýšeno množství zemědělských pozemků vlastněných Společností na úroveň cca 218 ha, tvořících cca 20,1% z celkové velikosti obhospodařovaných pozemků (1 085 ha). Dle informací uvedených v rámci disponibilního dokumentu „Strategie pro růst, České zemědělství a potravinářství v rámci společné zemědělské politiky EU po roce 2013“ je možné provést odhad optimálního podílu pronajaté půdy na celkové obhospodařované půdě na úrovni cca 78 %, což indikuje 22% podíl vlastní půdy na celkově obhospodařované půdě podniků působících v ČR. V souladu s těmito informacemi lze konstatovat, že cílový podíl vlastní půdy na celkově ohospodařované půdě Společnosti byl očekávanou realizací investic v r. 2016 v podstatě dosažen a tudíž není třeba predikovat další investice do pozemků Společnosti.

Graficky lze výše uvedené predikce pro období finančního plánu v návaznosti na historicky dosažené hodnoty zobrazit následujícím způsobem:

Graf – Historie i Plán investic a odpisů Společnosti (tis. Kč)



V návaznosti na historická data pro období 2009-2015 považujeme plán investic a souvisejících účetních odpisů pro období 2016-2025 z dlouhodobého hlediska za vyvážený, splňující předpoklady „going concern“ principu, resp. principu nepřetržitého fungování podniku.

3.3.2.4. Způsob financování

Společnost k datu ocenění eviduje úročené cizí zdroje v celkové výši 1 180 tis. Kč. Jedná se o hypoteční bankovní úvěr (KB), k datu ocenění v účetní výši 37 tis. Kč, s fixní sazbou úročení 5% p.a. a rovněž o investiční úvěr (ČSOB) k datu ocenění v účetní výši 1 143 tis. Kč, s fixní sazbou 2,490%.

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

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

OBDOBÍ	10.-12.16	2017	2018	2019	2020
Celkové úročené cizí zdroje na počátku období	1 180	5 473	3 806	2 139	472
Nákladové úroky	21	116	74	33	9
Tržní hodnota vlastního kapitálu	64 048	64 794	70 154	74 580	78 516
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	1,81%	7,79%	5,15%	2,79%	0,60%
Náklady na cizí zdroje	2,49%	2,49%	2,49%	2,49%	2,49%

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

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Celkové úročené cizí zdroje na počátku období	236	0	0	0	0
Nákladové úroky	3	0	0	0	0
Tržní hodnota vlastního kapitálu	80 449	81 934	82 701	82 959	82 781
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	0,29%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady na cizí zdroje	2,49%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Pro období perpetuity (tj. po roce 2025) predikujeme zadlužení Společnosti na úrovni jejího tržního zadlužení z období posledního roku plánu, tj. ve výši 0,0%.

3.3.2.5. 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 2025 plánujeme míru růstu Společnosti s ohledem na vzdálenost časového horizontu od data ocenění ve výši dlouhodobě očekávané výše inflace, tj. 2% p.a.

Při kalkulaci CF do perpetuity jsme použili základní přístup:

- dle rentability investovaného kapitálu ekvivalentní WACC

Pro výpočet CF v perpetuitě platí tedy vztah:

$$CF_{2025} = [Upravený\ EBIT * (1 - daň.\ sazba) - NI] * (1 + míra\ růstu)$$
 kde,

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

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

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

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

$$NI = [8\ 191 * (1 - 0,19)] * (0,02 / 0,0828)$$

$$NI = 1\ 603\ \text{tis. Kč}$$

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

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

$$CF\ \text{do}\ \text{perpetuity} = [8\ 191 * (1 - 0,19) - 1\ 603] * (1 + 0,02)$$

$$CF\ \text{do}\ \text{perpetuity} = 5\ 132\ \text{tis. Kč}$$

Pro Období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu CF provozní každoročně ve výši 5 132 tis. Kč.

3.3.2.6. Finanční analýza finančního plánu

V rámci následující kapitoly je provedena finanční analýza finančního plánu Společnosti a to za období 2016-2025:

Tabulka – Finanční analýza finančního plánu (% , dny)

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Rentabilita vlastního kapitálu	-0,3%	0,5%	1,5%	2,4%	3,2%	3,7%	4,0%	4,3%	4,5%	4,6%
Rentabilita celkového kapitálu	-0,3%	0,6%	1,4%	2,2%	2,9%	3,3%	3,7%	3,9%	4,1%	4,2%
Produkční síla (Rentabilita aktiv)	-0,3%	0,5%	1,3%	2,2%	2,9%	3,3%	3,7%	3,9%	4,1%	4,2%
Rentabilita tržeb	-0,9%	1,5%	4,2%	6,5%	8,6%	9,6%	10,4%	11,1%	11,7%	12,0%

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Kvóta vlastního kapitálu	87,2%	88,6%	89,7%	90,9%	91,1%	91,2%	91,3%	91,4%	91,6%	91,7%
Úrokové zatížení (Úrokové krytí)	100,0%	8,0%	1,0%	0,4%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Míra úplatného cizího kapitálu	7,4%	6,8%	5,6%	4,1%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Peněžní likvidita	0,24	0,12	0,13	0,20	0,44	0,71	1,02	1,36	1,72	2,12
Pohotová likvidita	1,13	1,05	1,05	1,11	1,34	1,59	1,90	2,22	2,56	2,96
Celková likvidita	3,60	3,77	3,88	4,03	4,36	4,70	5,07	5,45	5,85	6,28
Celkový obrat [tis. Kč]	42 190	45 227	48 290	51 353	54 391	57 377	60 283	63 081	65 994	68 055
Doba obratu celkových aktiv [dny]	1 077,3	991,7	931,3	885,8	862,4	846,8	839,1	836,8	836,6	848,3
Doba obratu zásob [dny]	251,8	251,8	251,8	251,8	251,8	251,8	251,8	251,8	251,8	251,8
Doba inkasa pohledávek [dny]	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
Doba úhrady závazků [dny]	46,2	46,2	46,2	46,2	46,2	46,2	46,2	46,2	46,2	46,2
Porovnání DIP-DUZ	-27,13	-27,13	-27,13	-27,13	-27,13	-27,13	-27,13	-27,13	-27,13	-27,13

3.3.2.7. 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.

3.3.2.7.1. Diskontní míra – náklady vlastního kapitálu

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu je nutné zjistit:

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

3.3.2.7.1.1. Bezriziková sazba

V listopadu 2016 (15.11.2016) činila průměrná výnosnost dlouhodobých dluhopisů České republiky se splatností 10 let hodnotu 0,409% 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 **0,409% p.a.**

Průměrná výnosnost dlouhodobých dluhopisů České republiky se splatností v r. 2057 (41 let) pak činila hodnotu 1,75% p.a. pro prodej.

Tabulka – Sazba dluhopisů České republiky

Název	Měna	Cena		Y-T-M	
		Nákup	Prodej	Nákup	Prodej
ST. DLUHOP. 4,00/17	CZK	100,95	102,32	1,556	-1,757
ST. DLUHOP. VAR/17	CZK	100,95	101,75	-0,164	-1,304
ST. DLUHOP. 0,00/17	CZK	100,35	101,25	-0,358	-1,266

Název	Měna	Cena		Y-T-M	
		Nákup	Prodej	Nákup	Prodej
ST. DLUHOP. 0,00/18	CZK	100,45	101,45	-0,381	-1,215
ST. DLUHOP. 0,85/18	CZK	101,85	102,75	-0,536	-1,194
ST. DLUHOP. 4,60/18	CZK	108,65	110,05	-0,32	-1,057
ST. DLUHOP. 5,00/19	CZK	112,85	114,25	-0,33	-0,856
ST. DLUHOP. 0,00/19	CZK	100,45	101,55	-0,169	-0,577
ST. DLUHOP. 1,50/19	CZK	104,85	106,05	-0,141	-0,531
ST. DLUHOP. 3,75/20	CZK	114,15	115,65	0,039	-0,319
ST. DLUHOP. VAR/20	CZK	101,45	102,3	-0,29	-0,492
ST. DLUHOP. 3,85/21	CZK	118,95	119,65	-0,041	-0,17
ST. DLUHOP. 4,70/22	CZK	126,45	128,35	0,132	-0,149
ST. DLUHOP. VAR/23	CZK	107,95	109,25	-0,116	-0,305
ST. DLUHOP. 0,45/23	CZK	100,82	102,25	0,33	0,124
ST. DLUHOP. 5,70/24	CZK	140,35	142,45	0,271	0,044
ST. DLUHOP. 2,40/25	CZK	115,95	117,85	0,545	0,344
ST. DLUHOP. 1,00/26	CZK	102,85	105,55	0,692	0,409
ST. DLUHOP. VAR/27	CZK	102,45	103,65	0,04	-0,066
ST. DLUHOP. 2,50/28	CZK	118,45	121,35	0,846	0,614
ST. DLUHOP. 0,95/30	CZK	99,95	103,05	0,954	0,712
ST. DLUHOP. 4,20/36	CZK	151,95	160,05	1,253	0,909
ST. DLUHOP. 4,85/57	CZK	174,95	190,05	2,104	1,753

Zdroj: www.patria.cz

Vzhledem k délce období finančního plánu a rovněž k aktuální výši sazeb vládních dluhopisů (nízké 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 **2,38% p.a.**

3.3.2.7.1.2. 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 diskontu Společnosti kalkulována ve výši průměrné hodnoty s těchto odvětví **0,36**.

Tabulka - Stanovení beta metodou analogie

Odvětví	Počet firem	Beta	D/E poměr	Nezadlužená beta
Farming/Agriculture	44	0,84	148,65%	0,36

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

3.3.2.7.1.3. Riziková prémie pro vyspělé trhy

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

Nejvhodnějším základem pro výpočet historických premií jsou disponibilní data o vývoji kapitálových trhů v USA, a to za období 1928-2015 (www.damodaran.com). Základem pro výpočet přírážky za tržní riziko je tedy co možná nejdelší časová řada historických dat, z nichž je přírážka za tržní riziko kalkulována metodou průměrování. V souladu s českou i zahraniční odbornou literaturou aplikujeme způsob průměrování příslušných dat v závislosti na úrovni závislosti jednotlivých dat uvedené časové řady. S ohledem na kalkulovanou úroveň vzájemné závislosti/korelace dat ($R_M - r_f$) kapitálového trhu jednotlivých let uvedené časové řady pohybující se v hodnotách blízkých 0 lze konstatovat, že data časové řady jsou vzájemně nekorelována a tudíž lze pro účely kalkulace přírážky za tržní riziko aplikovat aritmetický průměr. 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	Prémie za riziko trhu (Stocks - T.Bonds)
1928-2015	9,50%	3,45%	4,96%	4,54%
1961-2015	9,61%	4,92%	6,71%	2,90%
2001-2015	7,25%	1,14%	4,71%	2,53%

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

Tabulka – Kalkulace rizikové prémie aritmetickým průměrem

OBDOBÍ	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Prémie za riziko trhu (Stocks - T.Bonds)
1928-2015	11,41%	3,49%	5,23%	6,18%
1961-2015	11,01%	4,97%	7,12%	3,89%
2001-2015	9,03%	1,16%	5,16%	3,88%

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

Pro účely kalkulace diskontu v rámci ocenění metodou DCF uvažujeme výši prémie za tržní riziko společnosti kalkulované mediánem mezi aritmetickým a geometrickým průměrem za období 1928-2015, tedy ve výši **5,36% p.a.**

3.3.2.7.1.4. 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. Mařík 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 volatility výnosnosti akciového a dluhopisového trhu.

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

3.3.2.7.1.5. Prémie za velikost a tržní kapitalizaci

Prémie za riziko propočítává např. společnosti Duff&Phelps, 2016 Valuation Handbook, Guide to Cost of Capital, která obsahuje část týkající se prémie za velikost v členění podniků dle jejich velikosti (tržní kapitalizace). S ohledem na velikost Společnosti, subjekt řadíme mezi podniky s mikrokapitalizací, a proto lze pro období 2016 a následující období připočítat prémii 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

3.3.2.7.1.6. Přírážka za specifická rizika

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

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

3.3.2.7.1.7. 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 3.3.2.7.3 Průměrné vážené náklady kapitálu - WACC.

3.3.2.7.2. Diskontní míra – náklady cizích zdrojů

Náklady na cizí zdroje jsme stanovili dle obdržených informací ve výši sjednaných úrokových sazbách. Bližší popis úročených cizích zdrojů je uveden v kapitole 3.3.2.4 Způsob financování.

3.3.2.7.3. Průměrné vážené náklady kapitálu - WACC

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

Tabulka - Diskontní faktor pro období plánu a perpetuity

OBDOBÍ	10.-12.2016	2017	2018	2019	2020
Bezriziková sazba	0,41%	0,41%	0,41%	0,41%	0,41%
Nezadlužená beta	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36
Přirážka za tržní riziko	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%
Přirážka za riziko země	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Přirážka za tržní kapitalizaci	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	1,81%	7,79%	5,15%	2,79%	0,60%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročení cizí zdroje	2,49%	2,49%	2,49%	2,49%	2,49%
Náklady na vlastní zdroje	6,34%	6,47%	6,41%	6,36%	6,32%
WACC	6,26%	6,12%	6,18%	6,24%	6,29%

Tabulka - Diskontní faktor pro období plánu a perpetuity

DISKONTNÍ FAKTOR	2021	2022	2023	2024	2025	Perpetuita
Bezriziková sazba	0,41%	0,41%	0,41%	0,41%	0,41%	2,38%
Nezadlužená beta	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36
Přirážka za tržní riziko	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%	5,36%
Přirážka za riziko země	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Přirážka za tržní kapitalizaci	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	0,29%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročení cizí zdroje	2,49%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady na vlastní zdroje	6,31%	6,31%	6,31%	6,31%	6,31%	8,28%
WACC	6,30%	6,31%	6,31%	6,31%	6,31%	8,28%

3.3.2.8. Projekce cash flow

Finanční plán společnosti se odráží v celkovém cash-flow. Výchozí pro výpočet je projekce provozního zisku, jež byla uvedena v rámci předchozích kapitol 3.3.2.1 Finanční plán a v rámci následujících kapitol. Projekce Cash flow z provozu pro období finančního plánu 2016-2025 je uvedena níže:

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

OBDOBÍ	10.-12.2016	2017	2018	2019	2020
Provozní zisk před zdaněním a úroky	-2 364	669	2 034	3 363	4 658
Celkový daňový předpis (-)	0	-57	-383	-636	-883
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	0	1	-4	-3	-2
Prodaný dlouhodobý majetek	113	1 072	1 145	1 217	1 289
Prodaný materiál	0	0	0	0	0
Odpisy	2 743	10 745	10 508	10 356	10 276
PROVOZNÍ PŘÍJEM	492	12 430	13 300	14 298	15 338

OBDOBÍ	10.-12.2016	2017	2018	2019	2020
INVESTICE (-)	1	-9 303	-9 582	-9 869	-10 164
Zásoby (nárůst -/pokles +)	4 940	-2 095	-2 112	-2 113	-2 095
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	3 969	-158	-160	-160	-158
Čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	23	0	-1	-1	-1
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	0	0	0	0	0
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	-12	0	0	0	0
Závazky (nárůst +/pokles -)	-13 328	-268	368	362	353
<i>z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)</i>	<i>559</i>	<i>-174</i>	<i>69</i>	<i>69</i>	<i>69</i>
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	-129	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	12	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	-4 525	-2 521	-1 904	-1 911	-1 901
PROVOZNÍ CASH-FLOW	-4 033	606	1 814	2 518	3 273

Pozn.: Součástí Cash flow z provozu pro období 10-12 2016 je rovněž daň z příjmu právnických osob kalkulovaná za období 1-9 2016.

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

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025
Provozní zisk před zdaněním a úroky	5 504	6 283	7 001	7 726	8 191
Celkový daňový předpis (-)	-1 045	-1 194	-1 330	-1 468	-1 556
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-1	0	0	0	0
Prodaný dlouhodobý majetek	1 360	1 429	1 495	1 564	1 613
Prodaný materiál	0	0	0	0	0
Odpisy	10 258	10 284	10 340	10 422	10 527
PROVOZNÍ PŘÍJEM	16 076	16 802	17 507	18 245	18 775
INVESTICE (-)	-10 419	-10 627	-10 840	-11 056	-11 277
Zásoby (nárůst -/pokles +)	-2 060	-2 005	-1 930	-2 010	-1 421
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	-156	-152	-146	-152	-107
Čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-1	-1	-1	-1	0
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	0	0	0	0	0
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	0	0	0	0	0
Závazky (nárůst +/pokles -)	392	382	368	383	271
<i>z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)</i>	<i>68</i>	<i>66</i>	<i>63</i>	<i>66</i>	<i>47</i>
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	-1 824	-1 775	-1 709	-1 779	-1 258
PROVOZNÍ CASH-FLOW	3 834	4 400	4 958	5 409	6 239

Níže je uvedena v návaznosti na projekci jednotlivých položek Cash flow z provozu projekce jednotlivých položek rozvahy Společnosti a to rovněž pro období finančního plánu 2016-2025:

Tabulka – Projekce Rozvahy (tis. Kč)

OBDOBÍ	30.9.2016	31.12.2016	2017	2018	2019
FIXNÍ AKTIVA	84 806	81 949	79 434	77 363	75 659
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	78 926	76 069	73 554	71 483	69 779
Dlouhodobý finanční majetek	5 880	5 880	5 880	5 880	5 880
OBĚŽNÁ AKTIVA	51 053	42 404	43 271	45 674	48 786
Zásoby	34 040	29 100	31 195	33 307	35 420
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	16 921	10 500	10 658	10 818	10 978
Hotovost	92	2 804	1 418	1 549	2 389
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ AKTIVNÍ	175	175	175	175	175
AKTIVA CELKEM	136 034	124 528	122 881	123 213	124 621
VLASTNÍ KAPITÁL	110 956	108 614	108 902	110 533	113 245
Základní kapitál	97 800	97 800	97 800	97 800	97 800
Kapitálové fondy	3	3	0	0	0
Zákonný rezervní fond	1 120	1 120	1 120	1 202	1 337
Zisk/ztráta	11 730	9 396	9 982	11 531	14 108
CIZÍ ZDROJE	25 077	15 913	13 979	12 680	11 375
Rezervy	691	562	562	562	562
Dlouhodobé závazky	2 647	2 647	1 216	-215	-1 646
Krátkodobé závazky	20 559	11 524	11 256	11 625	11 987
Bankovní úvěry a výpomoci	1 180	1 180	944	708	472
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ PASIVNÍ	0	0	0	0	0
PASIVA CELKEM	136 034	124 528	122 881	123 212	124 620

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

Tabulka – Projekce Rozvahy (tis. Kč)

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
FIXNÍ AKTIVA	74 258	73 059	71 973	70 977	70 047	69 185
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	68 378	67 179	66 093	65 097	64 167	63 305
Dlouhodobý finanční majetek	5 880	5 880	5 880	5 880	5 880	5 880
OBĚŽNÁ AKTIVA	54 070	59 882	66 439	73 473	81 045	88 812
Zásoby	37 515	39 575	41 579	43 509	45 519	46 940
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	11 136	11 292	11 443	11 589	11 741	11 849
Hotovost	5 419	9 015	13 416	18 375	23 785	30 024

OBDOBÍ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ AKTIVNÍ	175	175	175	175	175	175
AKTIVA CELKEM	128 504	133 116	138 587	144 626	151 267	158 172
VLASTNÍ KAPITÁL	117 011	121 467	126 556	132 227	138 485	145 120
Základní kapitál	97 800	97 800	97 800	97 800	97 800	97 800
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
Zákonný rezervní fond	1 526	1 749	2 003	2 287	2 599	2 931
Zisk/ztráta	17 685	21 919	26 753	32 140	38 086	44 389
CIZÍ ZDROJE	11 492	11 649	12 030	12 398	12 781	13 052
Rezervy	562	562	562	562	562	562
Dlouhodobé závazky	-1 646	-1 646	-1 646	-1 646	-1 646	-1 646
Krátkodobé závazky	12 340	12 732	13 114	13 482	13 865	14 135
Bankovní úvěry a výpomoci	236	0	0	0	0	0
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ PASIVNÍ	0	0	0	0	0	0
PASIVA CELKEM	128 503	133 116	138 587	144 625	151 266	158 172

3.3.3. Výsledný propočet

3.3.3.1. 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.....65 228 tis. Kč

Celková hodnota provozního a perpetuitního efektu Společnosti k datu ocenění tedy činí 65 228 tis. Kč.

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

3.3.3.2.1. Dlouhodobý finanční majetek

Společnost AGRO Rozsochy, a.s. eviduje k 30.9.2016 položku Dlouhodobý finanční majetek v účetní výši netto 5 880 tis. Kč (jedná se o 4,13% podíl ve společnosti Družstvo Agrofarm Sněžné, družstvo v účetní výši 3 944 tis. Kč a o 6,86% podíl ve společnosti Sagras,a.s. v účetní výši 1 936 tis. Kč)

Níže je uvedena struktura dceřiných společností mateřské společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 31.12.2015:

Schéma – Struktura dceřiných společností AGRO Rozsochy, a.s. k 31.12.2015

AGRO Rozsochy, a.s.

6,86%	Sagras, a.s.
4,13%	Družstvo Agrofarm Sněžné, družstvo
48,02%	Agroslužby Žďár nad Sázavou, a.s.

50,34%	AGROFARM, a.s.
1,64%	jiné

V návaznosti na výše uvedené jsou následně uvedena disponibilní data jednotlivých dceřiných společností pořízená na základě disponibilních finančních výkazů těchto společností k 31.12.2015.

Tabulka – Finanční data dceřiných společností Společnosti k 31.12.2015 (tis. Kč)

Položka	Sagras, a.s.	Družstvo Agrofarm Sněžné, družstvo	Agroslužby Žďár nad Sázavou, a.s.	AGROFARM, a.s.
Aktiva	47 361	101 209	97 464	355 809
Stálá aktiva	26 465	101 121	63 786	174 190
Oběžná aktiva	20 860	88	33 797	180 676
Časové rozlišení	36		-119	943
Pasiva	47 361	101 209	97 464	355 809
Vlastní kapitál	34 826	101 202	51 038	277 960
Cizí zdroje	12 358	6	46 425	77 149
Časové rozlišení	177		1	700
Tržby za zboží	55 288		64 969	
Výkony	20 199		34 992	347 553
Přidaná hodnota	12 149	-3	19 110	15 508
Provozní HV	1 509	-8	-361	2 029
HV za účetní období	430	-16	-1 009	827

Komentář k ocenění dceřiných společností

- Hodnota podílu ve společnosti Sagras, a.s., jež je součástí rozvahy AGRO Rozsochy, a.s. k datu ocenění (6,86% ve výši 1 936 tis. Kč) po přepočtu na 100% hodnoty společnosti Sagras, a.s. činí částku 28 222 tis. Kč. Při srovnání s účetní výší Vlastního kapitálu této společnosti k 31.12.2015 (34 826 tis. Kč), lze konstatovat proporcčně víceméně ekvivalentní hodnotu, jež je vzhledem k dosaženému provoznímu výsledku za období 2015 (provozní HV ve výši 1 509 tis. Kč) označit za optimistickou. Pro daný účel ocenění proto s ohledem na disponibilní data přečnujeme výši 6,86% podílu ve společnosti Sagras, a.s. na částku 1 936 tis. Kč, odpovídající její účetní hodnotě zahrnuté do majetku společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k datu ocenění.
- Hodnota podílu ve společnosti Družstvo Agrofarm Sněžné, družstvo, jež je součástí rozvahy AGRO Rozsochy, a.s. k datu ocenění (4,13% ve výši 3 944 tis. Kč) po přepočtu na 100% hodnoty společnosti Družstvo Agrofarm Sněžné, družstvo činí částku 95 496 tis. Kč. Při srovnání s účetní výší Vlastního kapitálu této společnosti k 31.12.2015 (101 202 tis. Kč), lze i v tomto případě konstatovat proporcčně víceméně ekvivalentní hodnotu, jejíž hodnota pak odpovídá %-nímu podílu primárně v dceřiných společnostech Agroslužby Žďár nad Sázavou, a.s.(48,02%) a AGROFARM, a.s. (50,34%). Vzhledem k značně vysoké účetní výši Vlastního kapitálu a naopak poměrně nízké hodnotě dosažených provozních výsledků je stanovení orientační výše přecenění těchto společností poněkud problematické, proto pro daný účel ocenění a s ohledem na disponibilní data relevantních společností přečnujeme výši 4,13% podílu ve společnosti Družstvo Agrofarm Sněžné, družstvo na částku 3 944 tis.

Kč, odpovídající její účetní hodnotě zahrnuté do majetku společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k datu ocenění.

Celková hodnota dlouhodobého finančního majetku Společnosti k datu ocenění tedy činí 5 880 tis. Kč.

3.3.3.2.2. Neprovozní pohledávky

Společnost AGRO Rozsochy, 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 2 452 tis. Kč.

Celková hodnota krátkodobých neprovozních pohledávek Společnosti k datu ocenění tedy činí 2 452 tis. Kč.

3.3.3.2.3. Volná hotovost

Společnost AGRO Rozsochy, a.s. eviduje k 30.9.2016 položku Krátkodobý finanční majetek ve výši 92 tis. Kč. Peněžní likvidita k datu ocenění činí 0,45%. Dle našeho názoru lze konstatovat, že Společnost k 30.9.2016 disponuje neprovozní (přebytečnou) hotovostí, nad úroveň hotovosti odpovídající 0,17% peněžní likvidity (L1), což je nejnižší hodnota dosažené peněžní likvidity za období 2012-2015.

Vliv vývoje provozní hotovosti na provozní CF je rovněž nedílnou součástí plánování pracovního kapitálu, a to v rámci subkapitoly 3.3.2.2.5 Provozní hotovost

Neprovozní hotovost.....57 tis. Kč

Celková hodnota volné hotovosti Společnosti k datu ocenění tedy činí 57 tis. Kč.

3.3.3.2.4. Neprovozní či úročené odečitatelné cizí zdroje

Společnost AGRO Rozsochy, a.s. eviduje k 30.9.2016 bankovní úvěry ve výši -1 180 tis. Kč.

Bankovní úvěry.....-1 180 tis. Kč

K datu ocenění eviduje Společnost rovněž položku Odložený daňový závazek a to v účetní výši 2 647 tis. Kč. S ohledem na její hodnotový význam stanovujeme výši kalkulací její současné hodnoty za předpokladu rovnoměrného odepisování po dobu 10ti let, tedy následovně:

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

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1/10 ODZ	265	265	265	265	265	265	265	265	265	265
diskont	6,26%	6,12%	6,18%	6,24%	6,29%	6,30%	6,31%	6,31%	6,31%	6,31%
NPV	1 927	1 783	1 627	1 463	1 290	1 106	911	704	483	249

Společnost AGRO Rozsochy, a.s. eviduje k 30.9.2016 položku Odložený daňový závazek po přecenění ve výši -1 927 tis. Kč.

Odložený daňový závazek.....-1 927 tis. Kč

Celková hodnota odečitatelných cizích zdrojů Společnosti k datu ocenění tedy činí -3 107 tis. Kč.

3.3.3.3. Závěrečná analýza

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

Aktiva (majetek) / pasiva (závazky) společnosti, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow.....65 228 tis. Kč

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

Dlouhodobý finanční majetek 5 880 tis. Kč
 Neprovozní pohledávky 2 452 tis. Kč
 Neprovozní (volná) hotovost.....57 tis. Kč

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

Hodnota odečitatelných cizích zdrojů-3 107 tis. Kč
Hodnota společnosti..... 70 510 tis. Kč

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

Tabulka – výnosové ocenění DCF Společnosti (tis. Kč)

Rok	2021	2022	2023	2024	2025	Perpetuita
Cash-flow pro ocenění	3 834	4 400	4 958	5 409	6 239	5 132
Diskontní sazba	6,30%	6,31%	6,31%	6,31%	6,31%	6,28%
NPV	80 685	81 934	82 701	82 959	82 781	81 763

Tabulka – výnosové ocenění DCF Společnosti (tis. Kč)

Rok	10.-12.2016	2017	2018	2019	2020	
Cash-flow pro ocenění		-4 033	606	1 814	2 518	3 273
Diskontní sazba		6,26%	6,12%	6,18%	6,24%	6,29%
NPV		65 228	70 267	73 960	76 719	78 988
Hodnota dluhů		-3 107				
Neprovozní aktiva		8 332				
Volná hotovost		57				
Hodnota podniku		70 510				

Hodnota čistého obchodního majetku, resp. jmění, společnosti AGRO Rozsochy, a.s., stanovená výnosovou metodou DCF, činí ke dni ocenění částku 70 510 tis. Kč.

3.4. Likvidační metoda ocenění

3.4.1. Dlouhodobý nehmotný majetek

Součástí oceňovaného majetku není žádný nehmotný majetek.

Substanční hodnota dlouhodobého nehmotného majetku společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 30.9.2016 činí, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, celkem částku 0,- Kč.

3.4.2. Dlouhodobý hmotný majetek

3.4.2.1. Nemovitý majetek

Předmětem ocenění jsou nemovité věci (včetně součástí a příslušenství) zapsané na níže uvedených listech vlastnictví. Uvedené listy vlastnictví jsou součástí příloh tohoto znaleckého posudku.

č. LV	K.ú.	Obec	Okres	Kraj
20	Vojetín u Rozsoch	Rozsochy	Žďár nad Sázavou	Vysočina
62	Rovné	Bystřice nad Pernštejnem	Žďár nad Sázavou	Vysočina
63	Rovné	Bystřice nad Pernštejnem	Žďár nad Sázavou	Vysočina
100	Rozsochy	Rozsochy	Žďár nad Sázavou	Vysočina
107	Rovné	Bystřice nad Pernštejnem	Žďár nad Sázavou	Vysočina
112	Albrechtice u Rozsoch	Rozsochy	Žďár nad Sázavou	Vysočina
159	Rovné	Bystřice nad Pernštejnem	Žďár nad Sázavou	Vysočina
167	Divišov	Bystřice nad Pernštejnem	Žďár nad Sázavou	Vysočina
185	Rovné	Bystřice nad Pernštejnem	Žďár nad Sázavou	Vysočina
262	Blažejovice u Rozsoch	Rozsochy	Žďár nad Sázavou	Vysočina
278	Rozsochy	Rozsochy	Žďár nad Sázavou	Vysočina
291	Rozsochy	Rozsochy	Žďár nad Sázavou	Vysočina
373	Kundratice u Rozsoch	Rozsochy	Žďár nad Sázavou	Vysočina
401	Rozsochy	Rozsochy	Žďár nad Sázavou	Vysočina
2023	Domanínec	Bystřice nad Pernštejnem	Žďár nad Sázavou	Vysočina

Předmětný nemovitý majetek byl pro potřeby ocenění rozdělen podle svého druhu a situování do následujících celků:

- Správní středisko Rozsochy
- Hospodářské středisko Rozsochy
- Bramborárna Rozsochy
- Sklad na nádraží Rozsochy
- Hospodářské středisko Kundratice
- Kolny Rovné
- Zemědělské pozemky

Při volbě způsobu stanovení obvyklé ceny předmětných nemovitých věcí jsme nejprve analyzovali obecné podmínky mající vliv na jejich cenu v daném místě a čase. Dále jsme zkoumali pozici obdobných nemovitých věcí na reálním trhu v daném regionu.

Po provedeném šetření v reální inzerci na internetu, v reálních kancelářích a dle vlastní databáze znaleckého ústavu jsme pro každý oceňovaný celek našli v dané či obdobné lokalitě několik srovnatelných nemovitých věcí nabízených k prodeji, popř. již uskutečněných prodejů a tudíž jsme se rozhodli pro použití porovnávací metody. Samotná analýza byla provedena pomocí multikriteriální metody přímého porovnání podle Bradáče, spočívající v tom, že z databáze znalce

o realizovaných, resp. inzerovaných prodejích podobných nemovitých věcí je pomocí přepočítacích indexů jednotlivých objektů odvozena tržní cena oceňovaného objektu. Indexy odlišnosti u jednotlivých objektů respektují jejich rozdíl oproti oceňovanému objektu. Z takto získané ceny je následným statistickým vyhodnocením zjištěna cena průměrná, v případě vhodnosti i cena minimální a maximální. V našem případě jsme provedli porovnání jednotkové ceny za 1 m² užitné plochy objektů, případně za 1 m² výměry pozemků.

Nabídkové ceny srovnatelných objektů byly upraveny koeficientem ve výši 0,90, vyjadřujícím předpokládané nedosažení celé nabídkové ceny při realizaci případného prodeje (tzv. koeficient redukce na pramen ceny). Nabídkové ceny jsou uváděny bez provizí realitních kanceláří.

Vzhledem k velkému rozsahu posuzovaného nemovitého majetku a též z důvodů zpřehlednění Znaleckého posudku jsou bližší identifikace, popis a ocenění výše uvedených částí nemovitého majetku uvedeny v příloze Znaleckého posudku, která je jeho nedílnou součástí. Níže proto uvádíme pouze rekapitulaci ocenění nemovitého majetku:

Tabulka – Rekapitulace ocenění nemovitého majetku podle jednotlivých celků

Název	Ocenění (Kč)
Správní středisko Rozsochy	7 280 000
Hospodářské středisko Rozsochy	11 020 000
Bramborárna Rozsochy	2 050 000
Sklad na nádraží Rozsochy	560 000
Hospodářské středisko Kundratice	22 440 000
Kolny Rovné	600 000
Zemědělské pozemky	29 360 117
Celkem	73 310 117

Substanční hodnota dlouhodobého nemovitého majetku společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k datu 30.9.2016 činí, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, částku 73 310 000,-Kč.

3.4.2.2. Movitý majetek

Předmětem ocenění jsou movité věci ve formě samostatných movitých věcí a drobného majetku. Při vlastním ocenění jsme ponechali rozdělení majetku v členění, které nám bylo dodáno objednavatelem znaleckého posudku a které odpovídá účetnímu rozdělení na účty 022 200, 022 300 a 022 800.

Při ocenění movitých věcí postupovali zpracovatelé znaleckého posudku individuálně a přecenili každou majetkovou položku.

Výchozí cena byla stanovena přepočtem pořizovací ceny při zavedení do účetnictví na současnou cenovou úroveň a to s využitím úhrnného cenového indexu průmyslových výrobců, zaslaným ČSÚ, Krajskou reprezentací v Brně, oddělením informačních služeb. Při stanovení výchozí ceny motorových vozidel jsme využili ceník redakční a znalecké kanceláře Galáš a ceník motorových

vozidel České pojišťovny, a.s. U vybraných položek oceňovaného movitého majetku byla výchozí cena stanovena cenovým porovnáním.

Výchozí cena byla dále pronásobena technickou hodnotou odpovídající nejlépe povaze a účelu užití daného movitého majetku. Technická hodnota, která je uvažovaná pro stanovení časové ceny, je brána jako opotřebení zohledňující dobu a podmínky provozu jednotlivých majetkových položek. Ke stanovení technické hodnoty jsme využili amortizačních křivek pro stroje a zařízení s dobou životnosti 5 - 25 let. Při stanovení obvyklé ceny je pak časová cena přehodnocena koeficientem prodejnosti (kp), který vyjadřuje skutečnou realizovatelnost prodeje opotřebeného zboží na trhu. V případě, že konkrétní majetková položka není předmětem běžného prodeje, je koeficient prodejnosti stanoven na základě názoru znalce.

Při výpočtu obvyklé ceny motorových vozidel nám byl oporou Znalecký standard č. I/2005: Oceňování motorových vozidel, zpracovaný A. Bradáčem a P. Krejčířem.

Bližší identifikace a ocenění movitých věcí v jednotlivých kategoriích je provedeno v přílohách znaleckého posudku, které jsou jeho nedílnou součástí.

Rekapitulace ocenění movitého majetku v zaokrouhlené výši na celé Kč:

Kategorie majetku	Obvyklá cena
Účet 022 200 – stroje a zařízení	8 518 370,- Kč
Účet 022 200 – zemědělské pracovní stroje s vydaným technickým průk.	11 888 290,- Kč
Účet 022 300 – motorová vozidla, traktory, přívěsy, návěsy a jiná zvláštní vozidla	10 839 002,- Kč
Účet 022 800 – drobný majetek	334 127,- Kč
Movitý majetek celkem	31 579 789,- Kč

Substanční hodnota dlouhodobého hmotného movitého majetku společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 30.9.2016 činí, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, částku 31 580 000,-Kč.

3.4.2.3. Základní stádo a tažná zvířata

Součástí oceňovaného majetku je dobytek a to především dojně krávy v účetní zůstatkové hodnotě 6 002 tis. Kč. Ocenění tohoto majetku provedli pověřeni pracovníci Společnosti na základě předpokládaných jatečních cen, což je pravděpodobně jediný způsob zpeněžení tohoto majetku při spěšném prodeji. Celková hodnota základního stáda dle tohoto propočtu činí 5 112 tis. Kč.

Substanční hodnota základního stáda a tažných zvířat společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 30.9.2016 činí, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, částku 5 112 000,-Kč.

3.4.2.4. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek

Součástí oceňovaného majetku jsou položky nedokončeného majetku v celkové zůstatkové hodnotě 129 tis. Kč. Veškeré tyto položky jsou zohledněny v rámci ocenění nemovitého majetku.

Substanční hodnota nedokončeného dlouhodobého hmotného majetku společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 30.9.2016 činí, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, částku 0,-Kč.

3.4.3. Dlouhodobý finanční majetek

Ocenění dlouhodobého finančního majetku je provedeno v rámci kapitoly 3.3.2.2.1. Dlouhodobý finanční majetek.

Substanční hodnota dlouhodobého finančního majetku společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 30.9.2016 činí, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, částku 5 880 000,- Kč.

3.4.4. Zásoby

Společnost eviduje ke dni ocenění zásoby ve formě materiálu (PHM, obaly, hnojiva, krmiva apod.), nedokončené výroby, výrobků (rostlinná a živočišná výroba) a zvířat (telata, jalovice).

Stav zásob jsme konzultovali s pověřenými pracovníky Společnosti a při jejich ocenění jsme se snažili maximálně využít informace o předpokládané prodejní ceně (ponížené o náklady na její dosažení). Tyto skutečnosti jsme také promítly do ocenění zásob. U ostatních zásob bylo konstatováno, že jejich účetní hodnota odpovídá hodnotě tržní (vyjma zásob materiálu, kde byl uplatněn koeficient prodejnosti 0,9).

K dispozici nám byly následující informace:

Odborný odhad tržeb při prodeji zásob produktů Společnosti, které byly na skladě k 30.9.2016:

- nedokončená výroba – 4 500 tis. Kč
- výrobky – 13 026 tis. Kč
- zvířata – 4 801 tis. Kč

Veškeré tyto informace byly promítnuty do ocenění zásob následovně:

Tabulka – Zásoby

Položka	Účetní výše brutto (tis. Kč)	Opravná položka (tis. Kč)	Účetní výše netto (tis. Kč)	Ocenění (tis. Kč)
Materiál	923	0	923	831
Nedokončená výroba	7 037	0	7 037	4 500
Výrobky	18 651	0	18 651	13 026
Zvířata	7 447	-18	7 429	4 801
SUMA celkem	34 058	-18	34 040	23 158

Hodnota zásob společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 30.9.2016 činí, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, celkem částku 23 158 000,-Kč.

3.4.5. Dlouhodobé pohledávky

K datu ocenění Společnost neeviduje žádné dlouhodobé pohledávky.

3.4.6. Krátkodobé pohledávky

Účetní hodnota krátkodobých pohledávek k datu ocenění činí 16 921 tis. Kč, přičemž jsou tvořeny krátkodobými pohledávkami z obchodních vztahů v účetní výši 4 067 tis. Kč, pohledávkami za ovládanými a řízenými osobami v účetní výši 2 452 tis. Kč, daňovými pohledávkami za státem v účetní výši 1 496 tis. Kč, krátkodobě poskytnutými zálohami v účetní výši 287 tis. Kč, dohadnými účty aktivními v účetní výši 8 618 tis. Kč a jinými pohledávkami v účetní výši 1 tis. Kč.

Provedli jsme analýzu veškerých pohledávek a především jsme se zaměřili na pohledávky po datu splatnosti. Na základě této analýzy konstatujeme, že drtivá většina pohledávek je bonitních. K nedobytným pohledávkám byla vytvořena opravná položka.

Hodnotu krátkodobých pohledávek stanovujeme v souladu s účetní evidencí.

Substanční hodnota krátkodobých pohledávek společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 30.9.2016 činí, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, částku 16 921 000 Kč.

3.4.7. Finanční majetek

Účetní hodnota položky krátkodobý finanční majetek k datu ocenění činí 92 tis. Kč, přičemž se jedná o peněžní prostředky v hotovosti.

Substanční hodnota finančního majetku společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 30.9.2016 činí, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, částku 92 000,-Kč.

3.4.8. Časové rozlišení aktiv - náklady příštích období

Náklady příštích období společnosti činí k 30.9.2016 celkem 175 000 tis. Kč. Veškeré tyto položky byly oceněny v souladu s účetní evidencí.

Substanční hodnota časového rozlišení aktiv – nákladů příštích období společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 30.9.2016 činí, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, částku 175 000,-Kč.

3.4.9. Rezervy

K datu ocenění Společnost eviduje rezervy v účetní výši 691 tis. Kč, které jsou na účtu ostatní rezervy, a jedná se o rezervy na odměny.

Hodnotu těchto rezerv stanovujeme v účetní zůstatkové hodnotě a předpokládáme, že budou ze strany zaměstnanců nárokovány.

Hodnota celkových rezerv společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 30.9.2016 tedy činí, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, částku 691 000,- Kč.

3.4.10. Dlouhodobé závazky

K datu ocenění Společnost eviduje dlouhodobé závazky v účetní výši 2 647 tis. Kč, které jsou tvořeny odloženým daňovým závazkem.

Vzhledem ke skutečnosti, že při ocenění dlouhodobého majetku je daňová povinnost již počítána z rozdílu předpokládané prodejní a daňové zůstatkové ceny, oceňujeme výši odloženého daňového závazku a 0 Kč.

Hodnota dlouhodobých závazků společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 30.9.2016 tedy činí, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, částku 0,- Kč.

3.4.11. Krátkodobé závazky

Společnost eviduje k datu ocenění krátkodobé závazky v celkové výši 20 559 tis. Kč, z čehož je převážná část (17 340 tis. Kč) tvořena krátkodobými závazky z obchodního styku. Zbývající část je tvořena závazky k zaměstnancům (641 tis. Kč), závazky ze sociálního a zdravotního pojištění (386 tis. Kč), závazky ke státu (74 tis. Kč), dohadnými účty pasivními (2 071 tis. Kč) a jinými závazky (47 tis. Kč).

Veškeré tyto závazky jsme se rozhodli ocenit v účetní zůstatkové hodnotě.

Hodnota krátkodobých závazků společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 30.9.2016 tedy činí, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, částku 20 559 000,- Kč.

3.4.12. Bankovní úvěry a výpomoci

K datu ocenění Společnost eviduje bankovních úvěry a výpomoci v účetní výši 1 181 tis. Kč.

Hodnota bankovních úvěrů společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 30.9.2016 tedy činí, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, částku 1 181 000,- Kč.

3.4.13. Časové rozlišení – výdaje příštích období

K datu ocenění Společnost neeviduje žádné časové rozlišení pasív.

Hodnota časového rozlišení pasiv společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 30.9.2016 tedy činí, po zaokrouhlení na celé tisíce Kč, částku 0,- Kč.

3.4.14. Čistý obchodní majetek

Z výše uvedeného ocenění vyplývá, že účetní hodnoty majetku jsme korigovali o rozdíl vyplývající z ocenění pouze u následujících položek (ostatní byly převzaty z účetní evidence společnosti):

- **Dlouhodobý hmotný majetek** – ocenění dlouhodobého hmotného majetku v rozvaze k 30.9.2016 bylo v účetní hodnotě ve výši 78 926 tis. Kč, naše ocenění je ve výši 110 002 tis. Kč (korekce tedy činí + 31 076 tis. Kč)
- **Zásoby** – ocenění zásob v rozvaze k 30.9.2016 bylo v účetní hodnotě ve výši 34 040 tis. Kč, naše ocenění je ve výši 23 158 tis. Kč (korekce tedy činí – 10 882 tis. Kč)
- **Dlouhodobé závazky** – ocenění dlouhodobých závazků v rozvaze k 30.9.2016 bylo v účetní hodnotě ve výši 2 647 tis. Kč, naše ocenění je ve výši 0 tis. Kč (korekce tedy činí – 2 647 tis. Kč)

Tabulka – Přehled majetku a závazků k 30.9.2016 před a po ocenění (tis. Kč)

Položka	Hodnota dle rozvahy k 30.9.2016	Hodnota dle znalce	Rozdíl
Stálá aktiva	84 806	115 882	31 076

Položka	Hodnota dle rozvahy k 30.9.2016	Hodnota dle znalce	Rozdíl
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	78 926	110 002	31 076
Dlouhodobý finanční majetek	5 880	5 880	0
Oběžná aktiva	51 053	40 171	-10 882
Zásoby	34 040	23 158	-10 882
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	16 921	16 921	0
Krátkodobý finanční majetek	92	92	0
Časové rozlišení aktiv	175	175	0
Cizí zdroje	25 078	22 431	-2 647
Rezervy	691	691	0
Dlouhodobé závazky	2 647	0	-2 647
Krátkodobé závazky	20 559	20 559	0
Bankovní úvěry	1 181	1 181	0
Časové rozlišení pasiv	0	0	0

Tabulka – Čistý obchodní majetek (ČOM) v tis. Kč

Položka	Hodnota k 30.9.2016 (v tis. Kč)
Hodnota majetku podle rozvahy	136 034
Korekce majetku dle Znalce	20 194
Hodnota majetku po korekcích Znalce	156 228
Hodnota cizích zdrojů a ostatních pasiv podle rozvahy	25 078
Korekce závazků dle Znalce	-2 647
Hodnota cizích zdrojů a ostatních pasiv po korekcích Znalce	22 431
Hodnota ČOM	133 797

Hodnota čistého obchodního majetku společnosti AGRO Rozsochy, a.s. činí ke dni ocenění 133 797 tis. Kč.

3.4.15. Úprava ocenění, náklady likvidace a časový faktor

Zjištěnou hodnotu čistého obchodního majetku společnosti je nutné upravit na likvidační hodnotu. Likvidace je poměrně složitý proces nesoucí s sebou určité náklady a to jednak přímé (mzdové, provozní a administrativní náklady po dobu likvidace, odstupné zaměstnancům, administrativní náklady a odměny spojené se zpeněžením majetku atp.), tak i nepřímé plynoucí z charakteru tohoto procesu (tzv. prodej v časové tísní, prodávání majetku po větších souborech atp.), které se promítají do nižší hodnoty majetku reálně získatelné jeho zpeněžením. Zároveň je proces likvidace vymezen určitým časem, po který likvidace probíhá, což je nutné zohlednit při přepočtu výplaty likvidačního zůstatku na současnou hodnotu.

3.4.15.1. Dlouhodobý hmotný majetek

V případě nemovitostí a rovněž předpokládáme reálný výnos ze zpeněžení v rámci likvidace nižší o 10% oproti námi zjištěné výchozí hodnotě. Toto snížení odvozujeme na základě reálných zkušeností z realizovaných prodejů majetku podobného typu při spěšném prodeji v rámci likvidace.

U movitého majetku je tzv. koeficient prodejnosti již zohledněn při položkovém ocenění v rámci zjištění substanční hodnoty.

Důvodem dosažení nižších prodejních cen bývají zejména:

- nedostatečná síla poptávky v regionu
- využití časové tísně prodávajícího
- odlišné požadavky kupujícího na polohu, vybavenost a funkční vlastnosti prodáváného majetku ve vazbě na jeho záměry s ním, které je však ochoten akceptovat za předpokladu snížení ceny
- požadavek kupujícího na snížení ceny v případě, že kupuje část majetku, o kterou nemá zájem, ale kterou prodávající váže ke kupovanému majetku, neboť by ji samostatně velmi obtížně realizoval atp.

3.4.15.2. Oběžný majetek

Likvidační hodnota položek zásob byla v případě jednotlivých položek materiálu na základě informací pověřených osob Společnosti ponížena individuálně o diskont kalkulovaný v závislosti na posouzení jejich reálné prodejnosti. Srážku z hodnoty jsme stanovili jednotně ve výši 10%.

Předpokládaná hodnota ostatních zásob (výrobky, nedokončená výroby, zvířata) byla stanovena individuálně kvalifikovaným odhadem pověřených osob Společnosti a na tyto zásoby nebyly uplatněny žádné další srážky.

Výchozí hodnotu postupitelných pohledávek z obchodního styku uvedenou v rámci kapitoly 3.4.6. Krátkodobé pohledávky upravujeme o diskont ve výši 1% z celkové zjištěné hodnoty, což je námi zjištěná obvyklá sazba při prodeji souboru pohledávek faktoringové společnosti při regresním faktoringu.

U ostatních složek aktiv a závazků nebyly aplikovány srážky tohoto charakteru.

3.4.15.3. Likvidační hodnota majetku

S ohledem na výše uvedené informace stanovujeme vyšší likvidační hodnoty majetku Společnosti k datu ocenění následovně:

Tabulka – Likvidační hodnota majetku

Položka	Výchozí tržní hodnota (v tis. Kč)	Likvidační hodnota (v tis. Kč)
Hodnota nemovitého majetku	0	0
Hodnota nemovitostí včetně pozemků	73 310	65 979
Hodnota movitého majetku	31 580	31 580
Hodnota základního stáda a tažných zvířat	5 112	5 112
Hodnota finančních investic	5 880	5 880
Hodnota zásob	23 158	23 158
Hodnota pohledávek	16 921	16 767
Majetek celkem	155 961	148 475

Dále je vypočtena hodnota daně z příjmu a to z daňového základu, který je vypočten rozdílem daňové zůstatkové ceny a předpokládané prodejní ceny u dlouhodobého majetku. Tato hodnota je posléze násobena sazbou 19%, což je sazba daně z příjmu.

Tabulka – Úprava čistého výchozí hodnoty ocenění

Položka	(v tis. Kč)
ČOM	133 797
Rozdíl výchozí tržní a likvidační hodnoty majetku	7 485
Daň z příjmu	8 695
Upravená hodnota ČOM	117 616

Zjištěnou hodnotu je ovšem nutné v případě likvidace dále upravit o náklady spojené s likvidací. Následující tabulky prezentují odhad těchto nákladů.

Předpokládáme, že prodej majetku bude trvat s ohledem na jeho velikost i strukturu minimálně 2 roky, proto náklady spojené s likvidací zahrnují toto časové období. Akcionáři tak vzniknou mzdové náklady na likvidátora, účetní a pracovníka údržby, dále sociální a zdravotní zabezpečení. Přesný přehled mzdových nákladů podává níže uvedená tabulka.

Tabulka – Mzdové náklady při likvidaci Společnosti

Položka	Hodnota (v tis. Kč)
Měsíční mzda (likvidátor + účetní, admin.+pracovník údržby)	120
Sociální a zdravotní zabezpečení	41
Celkem za měsíc	161
Celkem za rok	1 930
počet let likvidace	2
Mzdové náklady dohromady za 2 roky	3 859

Kromě mzdových nákladů je nutné zohlednit také náklady na likvidaci spojené se správou a zpeněžením majetku ve formě odměn a poplatků (např. pro realitní agentury, dražitele, likvidátora). Tyto náklady odhadujeme na výši 5% z likvidační hodnoty zpeněžitelného majetku. Dále předpokládáme po dobu prodeje (2 let) ostatní režijní náklady ve výši 50 tis. měsíčně v podobě právních nákladů, nákladů na ostatní poradenské služby (daně, znalecké služby), administrativní, notářské poplatky atd.

Společnost musí také vyplatit propuštěným zaměstnancům odstupné. Náklady na odstupné činí dohromady pět měsíčních platů (včetně nákladů na sociální a zdravotní pojištění), které zahrnují plat během dvou měsíční výpovědní lhůty a odstupné v podobě tří měsíčních platů.

Rovněž je nutné započítat ostatní provozní náklady režijního charakteru, jež byly pro období 2 let likvidace odvozeny z průměrné výše režijních nákladů Společnosti za období roku 2015. S výjimkou nákladů na daň z nemovitosti a ostatních nákladů, jsme tyto položky zahrnuli do nákladů likvidace ve výši 10% z jejich výchozí referenční výše a to z důvodu, že se jedná o středně velký a komplexní areál a výroba může být utlumena poměrně rychle.

Tabulka – Režijní náklady

POLOŽKA	Skutečnost 2015	Průměrná měsíční výše	Koeficient	Simulace za 2 roky
Režijní materiál	26 423	2 202	10%	5 285
Energie	1 556	130	10%	311
Opravy	2 872	239	10%	574
Ostatní služby	6 614	551	10%	1 323
Daň z nemovitosti	167	14	50%	167
Pojistné	1 097	91	50%	1 097
Ostatní provozní náklady	100	8	10%	20
SUMA	38 829	3 236		8 777

Ostatní náklady na likvidaci tedy stanovujeme s ohledem na výše uvedené následovně:

Tabulka – Ostatní náklady na likvidaci

Položka	Hodnota (v tis. Kč)
Náklady na likvidaci (5%) z likvidační hodnoty majetku zpeněžitelného prodejem	7 424
Ostatní režijní náklady (50 tis. měsíčně) za 2 roky	1200
Odstupné zaměstnancům	4 234
koeficient ad soc. a zdravotní pojištění zaměstnanců	576
Náklady na odstupné zaměstnancům celkem	4 810
Ostatní provozní náklady (režijní materiál, energie, pojistné, ostatní služby..)	8 777
Celkem	22 210

Z upravené hodnoty čistého obchodního majetku Společnosti odečteme celkové náklady na likvidaci.

Tabulka – Likvidační zůstatek Společnosti

Položka	Hodnota (v tis. Kč)
ČOM - likvidační zůstatek	117 616
Mzdové náklady při likvidaci Společnosti	3 859
Náklady na likvidaci ostatní	22 210
Celkem likvidační zůstatek	91 547

Za předpokladu optimistického scénáře, by byla likvidace v podniku tohoto typu dokončena zhruba za 2 roky od okamžiku svého zahájení. Vzhledem k této době je nutné výnos z likvidačního zůstatku diskontovat na současnou hodnotu. Diskontní míra byla stanovena ve výši 6,50%. Tato diskontní sazba odpovídá diskontní sazbě zjištěné v rámci kapitoly 3.3.2.7 Diskontní míra. Následující tabulka znázorňuje výsledek diskontování resp. konečnou současnou likvidační hodnotu Společnosti, resp. jejich akcií.

Tabulka – Likvidační hodnota Společnosti

Položka	Hodnota
Likvidační zůstatek (tis. Kč)	91 547
diskont	6,26%
počet let diskontování	2
Likvidační hodnota – současná hodnota (tis. Kč)	81 184

Hodnota čistého obchodního majetku, resp. jmění, společnosti AGRO Rozsochy, a.s., stanovená likvidační metodou, činí ke dni ocenění částku 81 184 tis. Kč.

K výše uvedenému výsledku nutno připomenout, že použití likvidační metody ocenění má opodstatnění zejména v případě, kdy není předpokládána další existence společnosti (podniku), tedy v případech, kdy je zpochybněn či porušen „going concern“ princip a lze tedy očekávat, že jeho proces likvidace daného podniku/Společnosti přinese větší zisk, než další pokračování v podnikání, tedy že „likvidační hodnota > výnosová hodnota“. Analýza disponibilních dat Společnosti, zejména pak historických finančních dat a rovněž i dat finančního plánu tuto skutečnost prokázala.

Srovnání výsledků metod ocenění Společnosti je provedeno v rámci následující kapitoly 3.6 Rekapitulace ocenění 100% jmění společnosti AGRO Rozsochy, a.s.

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 30.9.2016. Účetní výše vlastního kapitálu činila dle neauditované rozvahy k 30.9.2016 hodnotu 110 956 tis. Kč, příslušná rozvaha Společnosti je nedílnou součástí příloh tohoto Posudku.

Hodnota čistého obchodního majetku, resp. jmění, společnosti AGRO Rozsochy, a.s., stanovená majetkovou metodou ocenění na principu historických cen, činí ke dni ocenění částku 110 956 tis. Kč.

3.6. Rekapitulace ocenění 100% jmění společnosti AGRO Rozsochy, a.s.

Hodnotu jmění společnosti AGRO Rozsochy, a.s. jsme stanovili následujícími metodami.

Tabulka – Přehled metod ocenění (tis. Kč)

metoda ocenění	ocenění jmění Společnosti (v tis. Kč)
Výnosová metoda ocenění DCF	70 510
Likvidační majetková metoda ocenění	81 184
Majetkové ocenění na principu hist. cen	110 956

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

Hodnotu jmění, resp. hodnotu 100% podílu vzhledem k celku na společnosti AGRO Rozsochy, a.s. stanovenou za účelem stanovení výše protiplnění v penězích menšinovým akcionářům společnosti AGRO Rozsochy, a.s., IČ: 634 68 026, 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, po přiměřeném zaokrouhlení zohledňujícím zvolenou metodu ocenění, stanovujeme celkem na částku 81 184 tis. Kč.

3.7. Přepočítání hodnoty akcií emitovaných Společností

Hodnotu 100% jmění Společnosti lze přepočítat na její akcie následovně:

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

počet kusů akcií	jmenovitá hodnota	jm. hodnota celkem	tržní h. celkem	tržní h. 1 akcie
1 600	50 000	80 000 000	66 408 180	41 505
1 500	10 000	15 000 000	12 451 534	8 301
2 800	1 000	2 800 000	2 324 286	830
		97 800 000	81 184 000	

3.8. Výše protiplnění v penězích

Na základě provedeného ocenění stanovujeme výši protiplnění v penězích menšinovým akcionářům společnosti AGRO Rozsochy, a.s., IČ: 634 68 026, 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, jež s ohledem na použitou metodu a rovněž i účel ocenění zaokrouhlujeme na celé koruny, následovně:

- na částku 41 505,- Kč za jednu kmenovou akcii na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 50 000,- Kč
- na částku 8 301,- Kč za jednu kmenovou akcii na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč
- na částku 830,- Kč za jednu kmenovou akcii na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč

4. ZÁVĚR

Jsme názoru, že při splnění všech uvedených předpokladů činí výše protiplnění v penězích menšinovým akcionářům společnosti AGRO Rozsochy, a.s., IČ: 634 68 026, 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 likvidační metodou ocenění, po zaokrouhlení na celé Kč, částku:

**41 505 Kč za jednu kmenovou akcii na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě
50 000,- Kč**

slovy: čtyřicetjedentisícpětsetpět korun českých

**8 301 Kč za jednu kmenovou akcii na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě
10 000,- Kč**

slovy: osmtisícčtyřstajedna korun českých

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

slovy: osmsetřicet korun českých

V Brně dne 29. listopadu 2016

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

Ing. Leoš Kozohorský
jednatel společnosti

ZNALECKÁ DOLOŽKA

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

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 2798-68/16 znaleckého deníku.

Otisk znalecké pečeti

Podpis za znalecký ústav

Seznam příloh:

- 1) Výpis z obchodního rejstříku společnosti AGRO Rozsochy, a.s., vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl B, spisová značka 1633, pořízený prostřednictvím Internetu
- 2) Finanční výkazy (rozvaha a výkaz zisků a ztrát) společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 31.12.2015, k 31.12.2014, 31.12.2013, 31.12.2012
- 3) Finanční výkazy (rozvaha a výkaz zisků a ztrát) společnosti AGRO Rozsochy, a.s. k 30.9.2016
- 4) Finanční výkazy (rozvaha a výkaz zisků a ztrát) dceřiných společností Sagra, a.s., Družstvo Agrofarm Sněžné, družstvo k 31.12.2015
- 5) Finanční výkazy (rozvaha a výkaz zisků a ztrát) společností Agroslužby Žďár nad Sázavou, a.s. AGROFARM, a.s. (dceřiné společnosti subjektu Družstvo Agrofarm Sněžné, družstvo) k 31.12.2015
- 6) Ocenění nemovitého majetku společnosti AGRO Rozsochy, a.s.
- 7) Ocenění movitého majetku evidovaného na účtu 022 200 - stroje a zařízení
- 8) Ocenění movitého majetku evidovaného na účtu 022 200 - zemědělské pracovní stroje s vydaným technickým průkazem
- 9) Ocenění movitého majetku evidovaného na účtu 022 300 - motorová vozidla, traktory, přívěsy, návěsy a jiná zvláštní vozidla
- 10) Ocenění movitého majetku evidovaného na účtu 022 800 - drobný majetek