

Znalecký posudek

3112-172/17

o stanovení hodnoty akcií emitovaných
společností Pradědský lesní závod, a.s.
pro účely dražby

ZNALECKÝ POSUDEK

3112-172/17

o stanovení hodnoty akcií emitovaných společností Pradědský lesní závod, a.s. pro účely dražby

Objednavatel	CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.
Adresa	Veveří 3163/111, Žabovřesky, 616 00 Brno
IČ	27758419
	Spisová značka B 5249 vedená u Krajského soudu v Brně
Vypracoval	Kreston A&CE Consulting, s.r.o. Znalecký ústav
Adresa	Ptašínského 4, 602 00 Brno
Zastoupený	Ing. David Hrazdára, jednatel společnosti
Bankovní spojení:	Sberbank CZ Brno, č. účtu 4100002909/6800
IČ	441 19 097
DIČ	CZ699001790 - člen skupiny Kreston A&CE Group
	Spisová značka C 4037 vedená u Krajského soudu v Brně
Zpracovatelé	Ing. David Hrazdára Ing. Pavel Neugebauer Ing. Lubomír Šibor Ing. Jiří Faltýnek
Účel ocenění	Předkládaný Znalecký posudek o stanovení hodnoty akcií emitovaných společností Pradědský lesní závod, a.s. je vypracován pro účely dražby těchto akcií.
Posudek obsahuje	65 stran textu včetně příloh
Posudek se předává	ve 3 vyhotoveních
Výtisk číslo	4 – archivní
Datum	V Brně dne 10. července 2017

OBSAH

OBSAH	3
1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE	5
1.1. Předmět a účel ocenění	5
1.2. Den ocenění	5
1.3. Prohlášení znalce o nezávislosti	5
1.4. Použitelnost znaleckého posudku	5
2. NÁLEZ	6
2.1. Zjištění stavu	6
2.2. Podklady pro zpracování ocenění	6
2.2.1. Podklady poskytnuté pověřenými osobami Objednavatele	6
2.2.2. Podklady opatřené zpracovatelem a použitá literatura	6
2.2.3. Ověření vstupních dat	7
2.3. Popis předmětu ocenění	7
2.3.1. Základní identifikace Společnosti	7
2.3.2. Výchozí bilance Společnosti.....	9
2.4. Strategická analýza	11
2.4.1. Vývoj hospodářství.....	11
2.4.2. Sektorová analýza	11
2.5. Základní předpoklady obecné povahy	19
2.5.1. Zvažované období.....	19
2.5.2. Právní forma	19
2.5.3. Daňová politika.....	19
2.5.4. Ekonomické uspořádání a právní systém.....	19
2.5.5. Účetní zásady	19
3. POSUDEK	20
3.1. Metodika oceňování	20
3.1.1. Názvosloví	20
3.2. Používané metody obecně	21
3.2.1. Výnosový přístup	22
3.2.2. Srovnávací přístup	22
3.2.3. Metody založené na analýze majetku – substanční.....	23
3.2.4. Metoda likvidační hodnoty.....	25
3.2.5. Dividendový diskontní model (DDM)	25
3.2.6. Používané metody ocenění nemovitého majetku	29
3.2.7. Používané metody ocenění movitého majetku	31
3.3. Použitý způsob ocenění	34
3.3.1. Detailní popis výnosové metody ocenění	34
3.4. Výnosové ocenění	38
3.4.1. Specifické předpoklady ocenění metodou DCF společnosti.....	38
3.4.2. Finanční plán	38
3.4.3. Plán provozního hospodářského výsledku	38
3.4.4. Plán provozního příjmu - shrnutí.....	41
3.4.5. Plán pracovního kapitálu	41
3.4.6. Plán provozního Cash flow	42
3.4.7. Plán Bilance	42
3.4.8. Provozní hotovost	44
3.4.9. Pokračující hodnota.....	44

3.4.10.	Míra růstu v období perpetuity	45
3.4.11.	Kalkulace CF do perpetuity.....	45
3.4.12.	Diskontní míra.....	46
3.4.13.	Vlastní ocenění výnosovou metodou.....	50
3.5.	Majetkové ocenění na principu historických cen.....	52
3.6.	Rekapitulace výsledků ocenění.....	53
3.7.	Přepoččet na hodnotu akcií pro účely dražby.....	53
4.	ZÁVĚR.....	55
	ZNALECKÁ DOLOŽKA	56

1. VŠEOBECNÉ ÚDAJE

1.1. Předmět a účel ocenění

Znalecký posudek o hodnotě akcií společnosti Pradědský lesní závod, a.s. (v textu dále též označena jako „Společnost“), IČ 02598183, se sídlem Nádražní 599, Vrbno pod Pradědem, PSČ 793 26, byl zpracován pro účely dražby akcií této společnosti.

Posudek je vypracován za účelem stanovení hodnoty 921 200 kusů kmenových akcií na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10,- Kč emitovaných společností Pradědský lesní závod, a.s. (v textu dále označena též jako „Společnost“), IČ: 02598183, které se nyní mají stát předmětem dražby.

1.2. Den ocenění

Ocenění jmění Společnosti, z něž je následně stanovena hodnota akcií této Společnosti, je prováděno podle stavu relevantních, zejména účetních podkladů a stavu majetku a závazků k datu 31.12.2016.

Předpokládáme, že hodnota podniku/Společnosti je veličina v krátkodobém horizontu poměrně stálá, výsledky ocenění k 31.12.2016 proto považujeme pro daný účel za relevantní.

1.3. Prohlášení znalce o nezávislosti

Společnost Kreston A&CE Consulting, s. r. o., prohlašuje, že není ke společnosti Pradědský lesní závod, a.s. ani k jejím společníkům 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 znaleckého posudku

Tento Znalecký posudek je použitelný jenom pro výše uvedený účel – pro stanovení hodnoty akcií Společnosti pro účely jejich dražby.

2. NÁLEZ

2.1. Zjištění stavu

Vstupní údaje použité pro ocenění v tomto znaleckém posudku byly ověřeny výlučně z podkladů poskytnutých pověřenými osobami Objednavatele a z veřejně dostupných informací.

2.2. Podklady pro zpracování ocenění

2.2.1. Podklady poskytnuté pověřenými osobami Objednavatele

- Finanční výkazy Společnosti k 31.12.2016;
- Výroční zprávy Společnosti, účetní závěrky k 31.12 za roky 2012 – 2015.

2.2.2. Podklady opatřené zpracovatelem a použitá literatura

- Výpis z obchodního rejstříku společnosti Pradědský lesní závod, a.s., vedeného Krajským soudem v Ostravě, oddíl B, vložka 10561, pořízený prostřednictvím internetu;
- Informace o odvětví z finanční databáze AMADEUS
- Makroekonomická predikce České republiky, duben 2016 (Zdroj:www.mfcr.cz)
- Webové stránky Společnosti (<http://www.plz.cz>)
- 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.;
- Zákon č. 151/1997 Sb., „o oceňování majetku a o změně některých zákonů“ (zákon o oceňování majetku), v aktuálním znění;
- 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;
- Vyhláška Ministerstva spravedlnosti ČR č. 37/1967 Sb.;
- Zákon č. 90/2012 o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích);
- Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev (zákon o přeměnách);
- Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník;
- Mezinárodní standardy pro oceňování IVS 1-4, The International Assets Valuation Standards Committee v březnu 1994;
- Bjacek, P.: Překlad. Mezinárodní účetní standardy, Praha, AmiCom, 1994;
- Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL);
- Copeland, T.; Koller, T.; Murrin, J.: Stanovení hodnoty firem, Victoria publishing 1994
- Tichý, G.E.: Oceňování podniku, Praha, Linde Praha, 1991;
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, Ekopress, Praha 2011;
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, Ekopress, Praha 2007;
- Mařík, M.: Určování hodnoty firem, Praha, Ekopress, 1998;
- Mařík, M.: Diskontní míra v oceňování, Vysoká škola ekonomická 2001;
- Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, Ekopress, Praha 2011;

- Brealey R., Myers S.: Teorie a praxe firemních financí, Praha, Victoria Publishing, 1991;
- Raffeegeau J., Dubois F.: Finanční oceňování podniků, Praha, HZ Praha, 1996;
- Bradáč, A. a kol.: Soudní inženýrství, Akademické nakladatelství CERM, s.r.o.;
- Duff&Phelps, 2016 Valuation Handbook, Guide to Cost of Capital, ISBN 978-1-119-10976-1;
- Duff & Phelps - The 2015 Valuation Handbook - Guide to Cost of Capital.

2.2.3. Ověření vstupních dat

Znalecký posudek je založen výlučně na údajích poskytnutých Společností a získaných prostřednictvím Objednavatele a na veřejně dostupných informacích. Údaje nám poskytnuté považuje znalec za pravdivé, úplné a správné a nebyly již dále verifikovány. Poskytnuté podkladové materiály pro zpracování tohoto znaleckého posudku jsou v kompetenci a odpovědnosti zpracovatelů těchto materiálů.

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

- Finanční výkazy Společnosti k 31.12.2016;
- Výroční zprávy Společnosti, účetní závěrky k 31.12 za roky 2012 – 2015.

Pro úplnost uvádíme, že prostřednictvím dražebníka byla oceňovaná společnost Pradědský lesní závod, a.s. oslovena žádostí o poskytnutí podkladů v rozsahu odpovídajícím potřebám pro zpracování ocenění, které jsme obdrželi jen v rozsahu uvedeném výše (také viz. příloha).

Údaje a kalkulace finančních toků zahrnují účinky inflace. Kalkulace jsou dále založeny na předpokladu, že činnost probíhá nezávisle v jejím současném stavu a v souladu s tím neodráží synergické efekty, které by mohly být přístupné třetí straně.

V této souvislosti Znalec podotýká, že odchylky od prognózovaného vývoje mohou nastat částečně:

- z důvodů určitých nejistot v budoucím českém ekonomickém a legislativním vývoji,
- z dalších rizik vztahujících se na podmínky daného odvětví (riziko nepředpokládaného vývoje trhu, rizika marketingové, technické, finanční a ekonomické povahy).

Poslední nám dostupné informace byly získány a použity dne 7. července 2017. Závěry v tomto znaleckém posudku je nezbytné revidovat v případě, že se relevantní informace či předpoklady ovlivňující způsob či hodnotu ocenění změni.

2.3. Popis předmětu ocenění

Posudek je vypracován za účelem stanovení hodnoty 921 200 kusů kmenových akcií na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10,- Kč emitovaných společností Pradědský lesní závod, a.s. (v textu dále označena též jako „Společnost“), IČ: 02598183, které se nyní mají stát předmětem dražby.

2.3.1. Základní identifikace Společnosti

Společnost Pradědský lesní závod, a.s. (IČ 02598183) vznikla splynutím k 1.2.2014, kdy na ni přešlo jmění zanikajících obchodních společností Pradědská lesní a.s. (IČ 60792116) a Pradědský lesní závod, a.s. (IČ 47151218), a to na základě projektu fúze splynutím ze dne 30.6.2013.

Společnost se sídlem ve Vrbně pod Pradědem se zabývá převážně lesnickou činností v regionu Jeseníky. Poskytuje komplexní služby v lesnických pracech jako je pěstební činnost (vlastní školka lesních a okrasných dřevin), těžba a přibližování dříví. Prodává palivové dříví jak surové, tak štípané a provozuje dopravu a manipulaci. V areálu firmy je provozován pneuservis i pro veřejnost, se službami kompletního servisu osobních a nákladních automobilů. Dále je v areálu podniku prodejna Les, zahrada, hobby. Společnost rovněž provozuje chov skotu bez tržní produkce mléka, za účelem údržby luk a pastvin, prodává maso. Dále nabízí poradenství v oblasti účetnictví, výkonu funkce odborného lesního hospodáře a poradenství v lesnictví.

Společnost Pradědský lesní závod, a.s. je charakterizována následujícími údaji (dle internetového zdroje www.justice.cz):

Tabulka: Základní údaje o společnosti Pradědský lesní závod, a.s. dle OR (21. 6. 2016)

Údaj	Popis
Obchodní firma	Pradědský lesní závod, a.s.
Datum zápisu	1. února 2014
Sídlo	Nádražní 599, Vrbno pod Pradědem, PSČ 793 26
Identifikační číslo	02598183
Právní forma	akciová společnost
Základní kapitál	94 091 880,- Kč
Předmět podnikání	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - osobní provozovaná vozidly určenými pro přepravu nejvýše 9 osob včetně řidiče ▪ výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Předmět činnosti	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Myslivost podle ustanovení § 2 písm. a) zákona č. 449/2001 Sb., o myslivosti
Statutární orgán - představenstvo	<p>předseda představenstva: MILOSLAV KOMÁREK, dat. nar. 10. října 1961 Mnichov 363, 793 26 Vrbno pod Pradědem Den vzniku funkce: 1. února 2014 Den vzniku členství: 1. února 2014</p> <p>místopředseda představenstva: VLADISLAV HERMAN, dat. nar. 3. ledna 1954 č.p. 342, 793 23 Karlovice Den vzniku funkce: 1. února 2014 Den vzniku členství: 1. února 2014</p> <p>člen představenstva: JAROSLAV MARTÍNEK, dat. nar. 2. listopadu 1954 Železná 174, 793 26 Vrbno pod Pradědem Den vzniku členství: 1. února 2014</p>
Způsob jednání	Společnost zastupuje každý člen představenstva samostatně
Dozorčí rada	<p>člen dozorčí rady: LADISLAVA KOCIÁNOVÁ, dat. nar. 6. ledna 1953 č.p. 372, 793 23 Karlovice Den vzniku členství: 1. února 2014</p> <p>člen dozorčí rady:</p>

Údaj	Popis
	MILAN KUDLÍK, dat. nar. 4. dubna 1955 Bílý Potok 152, 793 26 Vrbno pod Pradědem Den vzniku členství: 1. února 2014 člen dozorčí rady: VÁCLAV HOCHMAN, dat. nar. 6. září 1958 č.p. 283, 793 23 Karlovice Den vzniku členství: 9. prosince 2014
Akcie	<ul style="list-style-type: none"> 9 409 188 ks kmenové akcie na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10,- Kč
Ostatní skutečnosti	<ul style="list-style-type: none"> Obchodní korporace se podřídila zákonu jako celku postupem podle § 777 odst. 5 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech. Obchodní společnost Pradědský lesní závod, a.s. vznikla splynutím, kdy na ni přešlo jmění zanikajících obchodních společností Pradědská lesní a.s. se sídlem Vrbno pod Pradědem, Nádražní č.p. 599, PSČ 793 26, identifikační číslo: 607 92 116 a Pradědský lesní závod, a.s. se sídlem Vrbno pod Pradědem, Nádražní č.p. 599, PSČ 793 26, identifikační číslo 471 51 218, a to na základě projektu fúze splynutím ze dne 30.6.2013.

Zdroj: obchodní rejstřík

2.3.2. Výchozí bilance Společnosti

Od pověřených osob Objednavatele znaleckého posudku jsme obdrželi definici společnosti Pradědský lesní závod, a.s. v podobě bilance sestavené k datu 31.12.2016.

Tabulka – Aktiva Společnosti k 31.12.2016 (tis. Kč)

Položka	31.12.2016
AKTIVA CELKEM	158 620
Stálá aktiva	107 957
Dlouhodobý nehmotný majetek	500
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	500
Dlouhodobý hmotný majetek	101 619
Pozemky	24 541
Stavby	47 387
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	29 539
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	152
Dlouhodobý finanční majetek	5 838
Podíly – ovládaná nebo ovládající osoba	5 835
Oběžná aktiva	49 572
Zásoby	4 298
Materiál	629
Výrobky	3669
Dlouhodobé pohledávky	0
Krátkodobé pohledávky	24 842
Pohledávky z obchodních vztahů	18 453
Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba	4 351
Stát – daňové pohledávky	1 470

Položka	31.12.2016
Krátkodobé poskytnuté zálohy	519
Dohadné účty aktivní	10
Jiné pohledávky	39
Krátkodobý finanční majetek	20 432
Časové rozlišení	1 091

V rámci následující tabulky je provedena definice pasiv Společnosti k datu ocenění, tj. k 31.12.2016.

Tabulka – Pasiva Společnosti k 31.12.2016 (tis. Kč)

Položka	31.12.2016
PASIVA CELKEM	158 620
Vlastní kapitál	115 557
Cizí zdroje	94 092
Rezervy	0
Dlouhodobé závazky	9 984
Odložený daňový závazek	9 984
Krátkodobé závazky	17 290
Závazky z obchodních vztahů	13 623
Závazky k zaměstnancům	1 056
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	836
Stát - daňové závazky a dotace	1 556
Krátkodobé poskytnuté zálohy	39
Dohadné účty pasivní	179
Jiné závazky	1
Bankovní úvěry a výpomoci	15 406
Časové rozlišení	383

2.4. Strategická analýza

2.4.1. Vývoj hospodářství

Při zpracování této části bylo přihlédnuto k odhadům ekonomického vývoje v rámci dokumentu „Makroekonomická predikce České republiky – duben 2017“, 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 ČR, vývoj a predikce

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2016	2017	2018
		Aktuální predikce						Minulá predikce			
Hrubý domácí produkt	mld. Kč	4 060	4 098	4 314	4 555	4 715	4 889	5 103	4 719	4 885	5 082
Hrubý domácí produkt	růst v %, s.c.	-0,8	-0,5	2,7	4,5	2,4	2,5	2,5	2,5	2,6	2,4
Spotřeba domácností	růst v %, s.c.	-1,2	0,5	1,8	3,0	2,9	2,4	2,7	2,7	2,4	2,4
Spotřeba vlády	růst v %, s.c.	-2,0	2,5	1,1	2,0	1,2	1,7	1,5	2,0	1,6	1,4
Tvorba hrubého fixního kapitálu	růst v %, s.c.	-3,1	-2,5	3,9	9,0	-3,7	3,8	3,0	-2,4	3,8	3,0
Příspěvek ZO k růstu HDP	p.b., s.c.	1,3	0,1	-0,5	0,1	1,1	0,2	0,2	1,1	0,2	0,3
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	p.b., s.c.	-0,2	-0,7	1,1	0,3	0,7	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0
Deflátor HDP	růst v %	1,5	1,4	2,5	1,0	1,1	1,1	1,8	1,1	0,9	1,6
Průměrná míra inflace	%	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,4	1,7	0,7	2,0	1,6
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %	0,4	1,0	0,8	1,4	1,9	1,1	0,3	1,8	0,3	0,3
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	průměr v %	7,0	7,0	6,1	5,1	4,0	3,4	3,3	4,0	3,9	3,9
Objem mezd a platů (dom. koncept)	růst v %, b.c.	2,6	0,5	3,6	4,4	5,8	5,7	4,8	5,6	5,0	4,5
Saldo běžného účtu	% HDP	-1,6	-0,5	0,2	0,2	1,1	0,4	0,5	2,1	1,2	1,3
Saldo vládního sektoru	% HDP	-3,9	-1,2	-1,9	-0,6	0,6	0,4	.	0,5	.	.
Předpoklady											
Směnný kurz CZK/EUR		25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,9	26,3	27,0	26,9	26,3
Dlouhodobé úrokové sazby	% p.a.	2,8	2,1	1,6	0,6	0,4	0,9	1,5	0,4	0,6	1,1
Ropa Brent	USD/barel	112	109	99	52	44	56	57	44	57	57
HDP eurozóny	růst v %, s.c.	-0,9	-0,3	1,2	2,0	1,7	1,5	1,6	1,6	1,4	1,6

2.4.2. Sektorová analýza

Sektorovou analýzu provádíme za využití databáze AMADEUS, což je databáze obsahující finanční informace o více než 21 milionech evropských společností. AMADEUS obsahuje také základní informace o společnostech, jako jsou právní forma, datum vzniku, vlastníci, předmětu podnikání atd. Zkoumat budeme u srovnatelných společností celkové tržby a poměrový ukazatel EBITDA marže. Vzhledem k rozdílnému způsobu vykazování účetních dat společností napříč Evropou si vymežíme poměrový ukazatel EBITDA a tržby tak, jak jej interpretuje AMADEUS.

Poměrový ukazatel EBITDA marže je v rámci této analýzy chápán jako poměr: EBITDA/provozní výnosy. Položka EBITDA je v databázi AMADEUS kalkulována jako součet provozního zisku a odpisů dlouhodobého majetku. Provozní výnosy („Operating revenue“) = celkový provozní obrát, který zahrnuje tržby z prodeje zboží, tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, aktivaci, změnu stavu zásob vlastní výroby, tržby z prodeje majetku a materiálu a ostatní provozní výnosy.

Relevantní trh pro námi oceňovanou Společnost jsme vymezili dle členění NACE rev. 2 jako „**02.10 Lesní hospodářství a jiné činnosti v oblasti lesnictví, 02.20 Těžba dřeva, 02.40 Podpůrné činnosti pro lesnictví**“, jelikož v rámci takto vymezeného trhu realizuje Společnost většinu svých tržeb za vlastní výrobky a služby, jedná se o její hlavní předmět činnosti. Tabulka níže zobrazuje námi zvolené omezující podmínky pro vyhledávací strategii v databázi AMADEUS:

Tabulka: Vyhledávací strategie v databázi AMADEUS: 02.10 Lesní hospodářství a jiné činnosti v oblasti lesnictví, 02.20 Těžba dřeva, 02.40 Podpůrné činnosti pro lesnictví

Product name	Amadeus		
Update number	266		
Software version	14.00		
Data update	17/11/2016 (n° 2662)		
Export date	26/05/2017		
Cut off date	31/03		
	Step result	Search result	
1. Status: Active	3,140,064	3,140,064	
2. Region/Country/region in country: Czech Republic	74,546	72,110	
3. NACE Rev. 2 (Primary codes only): 021 - Silviculture and other forestry activities, 022 - Logging, 024 - Support services to forestry	8,225	202	
4. Type of accounts: U1 (companies with unconsolidated accounts only), NRF (No recent financial), LF (Limited financial)	3,302,664	202	
5. Years with available accounts: 2015, 2014, 2013, 2012	1,783,743	82	
Boolean search : 1 And 2 And 3 And 4 And 5			
	TOTAL	82	

Zdroj: Databáze AMADEUS

Omezili jsme vyhledávání pouze na aktivní společnosti v geografickém regionu Česká republika. Kritérium pro vymezení relevantního trhu bylo zvoleno členění dle Nace rev. 2, zvolen byl trh 02.10 Lesní hospodářství a jiné činnosti v oblasti lesnictví, 02.20 Těžba dřeva, 02.40 Podpůrné činnosti pro lesnictví. Omezili jsme typy účtů na nekonsolidované. Dále bylo nastaveno omezení pouze na společnosti s dostupnými účty v období 2012 – 2015.

Celkem bylo tímto způsobem nalezeno 82 společností, srovnatelných svým předmětem činnosti s námi oceňovanou Společností. Oceňovaná společnost není součástí nalezeného vzorku z důvodu nedostupnosti účetních údajů v databázi, kdy byla vyřazena z nalezeného vzorku zadáním kritéria dostupnosti účtů v období 2012-2015.

2.4.2.1. Analýza tržeb

V této analýze se budeme zabývat pohledem na celkové provozní tržby všech 82 společností v rámci námi vymezeného relevantního trhu 02.10 Lesní hospodářství a jiné činnosti v oblasti lesnictví, 02.20 Těžba dřeva, 02.40 Podpůrné činnosti pro lesnictví.

Tabulka – Přehled nalezených společností a celkových provozních tržeb společností (tis. Kč)

Společnost	2011	2012	2013	2014	2015
LESY ČESKÉ REPUBLIKY, S.P.	12 832 251	12 280 984	12 143 703	14 582 156	13 066 499
UNILES, A.S.	787 593	1 183 602	2 556 028	2 683 189	2 835 696
VOJENSKÉ LESY A STATKY ČR, S.P.	1 958 928	2 092 793	2 100 798	2 341 095	2 422 397

Společnost	2011	2012	2013	2014	2015
KLOBOUCKÁ LESNÍ, S.R.O.	1 713 138	1 994 910	2 456 846	2 404 823	2 142 573
PROGLES, S.R.O.	1 075 903	1 390 760	1 592 748	1 799 281	1 796 723
OPAVSKÁ LESNÍ, A.S.	1 410 399	1 001 431	1 057 591	1 221 778	1 297 991
1. PÍSECKÁ LESNÍ A DŘEVAŘSKÁ, A.S.	769 279	945 388	544 700	716 270	792 660
LESY BESKYDY, A.S.	663 480	105 192	494 028	627 541	595 600
JACER - CZ, A.S.	195 011	220 942	339 209	346 616	461 203
BAGO, S.R.O.	83 566	128 939	233 983	390 492	458 199
LDF ROŽNOV, A.S.	438 257	418 740	493 997	534 010	447 997
JIHOZÁPADNÍ DŘEVAŘSKÁ, A.S.	639 145	278 988	406 148	418 132	433 515
KINSKÝ ŽDÁR, A.S.	183 462	184 181	201 169	215 384	208 189
LESNICKO - DŘEVAŘSKÁ FIRMA, S.R.O.	43 901	149 330	166 271	203 923	171 035
HEDERA ZIMA, S.R.O.	121 683	108 061	133 344	146 721	152 508
LESNÍ DRUŽSTVO OBCÍ	147 298	135 328	147 085	137 706	151 512
KINSKÝ DAL BORG, A.S.	113 081	111 511	120 430	132 007	145 349
AGROWALD ROŽMBERK, S.R.O.	27 607	143 044	144 517	116 257	128 765
LESCUS CETKOVICE, S.R.O.	51 694	77 256	122 460	118 052	115 707
LESNÍ SPOLEČNOST PŘIMDA, S.R.O.	118 827	82 657	129 107	113 243	113 456
MĚSTSKÉ LESY VOLARY, S.R.O.	62 693	96 710	117 155	116 727	108 976
LESY MĚSTA OLOMOUCE, A.S.	38 172	41 894	48 499	58 997	101 173
MP LESY, S.R.O.	87 849	71 697	69 022	83 536	85 639
KRISTINA COLLOREDO-MANSFELDOVÁ	83 727	75 505	85 083	84 472	82 127
LOKETSKÉ MĚSTSKÉ LESY, S.R.O.	68 869	66 512	70 330	82 594	82 113
B.F.P., LESY A STATKY TOMÁŠE BATI, SPOL. S R.O.	58 200	58 226	64 028	76 249	79 571
LESY MĚSTA PÍSKU, S.R.O.	78 217	66 454	67 966	71 529	78 989
LESNÍ DRUŽSTVO VE ŠTOKÁCH	78 814	98 872	81 162	77 269	78 471
LESNÍ SPOLEČNOST TEPLÁ, A. S.	94 551	76 874	92 543	94 574	77 883
KŘENEK FOREST SERVICE, S.R.O.	171 394	64 146	59 462	76 278	69 158
MĚSTSKÉ LESY HRADEC KRÁLOVÉ, A.S.	53 052	140 589	65 602	67 665	62 821
MĚSTSKÉ LESY A RYBNÍKY KUTNÁ HORA, S.R. O. (SPOL. S R.O.)	62 813	50 131	48 659	48 103	60 695
LESNÍ SPOLEČNOST KRÁLOVSKÝ HVOZD, A. S.	119 343	102 813	100 331	62 087	53 248
MĚSTSKÁ SPRÁVA LESŮ PELHŘIMOV, S.R.O.	39 251	41 622	48 128	45 415	51 654
LESY A RYBNÍKY MĚSTA ČESKÝCH BUDĚJOVIC, S.R.O.	44 460	44 175	46 197	45 715	49 884
PACOVSKÁ LESNÍ, S.R.O.	14 533	21 711	26 520	35 448	46 249
LESOSPOL ZBIROH, S.R.O.	44 739	39 987	56 524	45 607	45 009
LESNÍ SPOLEČNOST LITOMĚŘICE, A.S.	25 839	31 558	48 303	51 135	43 120
DESNÁ A. S.	53 472	49 760	45 366	41 137	42 397
ELID, S.R.O.	21 599	24 885	25 020	26 018	41 484

Společnost	2011	2012	2013	2014	2015
LESY POD JAVORNÍKEM, S.R.O.	10 880	12 273	15 569	23 595	38 697
LESNÍ DRUŽSTVO BOROVNÁ	32 030	30 183	43 906	30 931	38 632
LESY A PARKY TRUTNOV, S.R.O.	35 898	32 039	43 855	38 421	35 838
LESY MĚSTA ROKYCAN, S.R.O.	35 037	33 313	36 297	36 874	34 571
MADREV, S.R.O.	10 638	25 722	14 632	14 099	33 229
LESNÍ DRUŽSTVO OBCÍ LEDEČ NAD SÁZAVOU	35 293	30 939	37 776	35 559	32 751
EBF, S.R.O.	17 931	18 270	19 410	23 522	32 556
LESNÍ DRUŽSTVO OBCÍ MĚŘÍN, DRUŽSTVO	15 906	22 296	22 867	19 212	27 426
SPRÁVA LESŮ MĚSTA TÁBORA, S.R.O.	19 063	17 196	21 944	27 751	25 614
ZÁBŘEŽSKÁ LESNÍ, S.R.O.	22 274	21 715	20 620	17 781	25 507
OBECNÍ LESY LIPOVÁ - LÁZNĚ, S.R.O.	20 113	23 429	22 838	24 616	25 447
LESY MĚSTA DVŮR KRÁLOVÉ N.L., S.R.O.	27 120	25 992	23 797	25 900	24 176
ČESKOMORAVSKÁ LESNÍ, A.S.	35 475	18 848	18 651	27 687	23 924
LESNÍ SPOLEČNOST PRYLOVI, S.R.O.	22 085	25 027	29 327	28 450	22 911
LESY MĚSTA NÁCHODA, S.R.O.	24 194	20 916	19 382	21 728	20 786
LESY JANEČEK, S.R.O.	N/A	24 481	17 204	27 171	20 750
VOLARSKÁ LESNÍ A DŘEVAŘSKÁ SPOLEČNOST, S.R.O.	13 364	16 055	18 847	19 079	19 615
DATO-Forest, S.R.O.	18 159	17 657	14 586	19 263	18 589
LESNÍ DRUŽSTVO V POLNÉ, DRUŽSTVO	15 253	15 962	18 368	16 485	18 051
AICHELBURG COMPANY, S.R.O.	7 204	6 219	8 952	8 994	17 491
MĚSTSKÉ LESY VYSOKÉ MÝTO, S.R.O.	23 591	20 780	20 269	19 059	17 202
CHÝNOVSKÁ MAJETKOVÁ, S.R.O.	0	14 724	20 000	15 115	16 382
MĚSTSKÉ LESY VIMPERK, S.R.O.	15 092	16 181	17 107	16 647	16 308
SLUŽBY LUKA, S.R.O.	8 771	8 221	11 385	10 991	16 274
DENDRIA, S.R.O.	20 789	16 762	16 201	15 636	15 762
LESY MLADÁ BOLESLAV, A.S.	28 377	34 649	18 686	17 232	15 472
PLÁNSKÉ LESY, S.R.O.	15 216	15 356	13 882	15 610	15 374
OPTIMA LANŠKROUN, S.R.O.	18 874	15 113	13 351	14 337	14 268
VELKOSTATEK TETÍN, S.R.O.	5 402	9 499	10 434	11 617	13 920
MĚSTSKÉ LESY KRASLICE, S.R.O.	14 414	11 856	11 433	13 175	13 339
TOPAZ PRAHA PLUS DRUŽSTVO	9 960	8 572	6 875	13 189	12 364
KODAVO, S.R.O.	19 800	16 311	21 505	17 018	11 690
SLUŽBY OBCE KRASOV, S.R.O.	6 259	6 964	5 807	6 249	11 440
MĚSTSKÉ LESY DAČICE, S.R.O.	7 039	8 536	7 960	8 606	10 185
PLZEŇSKÝ LESPROJEKT, A.S.	11 602	6 720	5 449	5 003	9 056
LESY JEZEŘÍ, K.S.	144 675	88 717	4 655	6 962	7 712
LESY ŽLUTICE, S.R.O.	5 166	4 632	6 988	6 028	6 616
SPRÁVA LESŮ MĚSTA SOBĚSLAVI, S.R.O.	7 928	7 253	6 652	6 673	5 867
MĚSTSKÉ LESY MORAVSKÝ KRUMLOV,	6 060	5 092	4 862	6 004	5 141

Společnost	2011	2012	2013	2014	2015
S.R.O.					
KRIBO, S.R.O.	5 441	4 587	4 307	3 171	4 895
LESY MĚSTA ZLÍNA, S.R.O.	1 644	2 170	2 208	4 861	2 907
LESNÍ HOSPODÁŘSTVÍ, S.R.O.	2 025	2 101	2 074	2 406	2 089

Zdroj: databáze AMADEUS

Z přehledu tržeb je patrné, že v námi vymezeném odvětví figuruje jeden velký hráč – a to Lesy České republiky, s.p., který má tržní podíl přes 40% a průměrnou EBITDA marži téměř 50%. Jedná se tedy o zcela zásadního hráče, ovlivňujícího trh.

Tabulka – Analýza celkových provozních tržeb vymezeného relevantního trhu (tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015
Celkové tržby	25 472 132	25 061 486	27 550 980	31 261 938	30 059 059
Meziroční růst	-	-1,61%	9,93%	13,47%	-3,85%
Medián	35 037	31 799	37 037	35 504	38 665
Průměrná výše	314 471	305 628	335 988	381 243	366 574
Počet pozorování	81	82	82	82	82

Pozn. celkové tržby = tržby za prodej zboží a vlastní výroby a služby, aktivace, změna stavu zásob vlastní výroby, tržby z prodeje majetku a materiálu a ostatní provozní výnosy

Zdroj: vlastní tvorba na základě dat z AMADEUS

Z tabulky výše je patrné, že vývoj celkových tržeb námi vymezeného odvětví je poměrně proměnlivý, s poklesem v roce 2011 a 2015, ovšem se značnými růsty v letech 2013-2014. **Průměrné tempo růstu trhu za analyzované období 2011 – 2015 představuje hodnotu 4,49%**, což je poměrně solidní růst. Medián tržeb, pohybující se v intervalu 30 – 40 mil. Kč je výrazně nižší než průměr, který je desetkrát vyšší, kolem 350 mil. Kč, což svědčí o tom, že na trhu je několik výrazně větších hráčů a zbytek jsou poměrně malí hráči.

Mezi největší hráče patří již zmíněné Lesy České republiky, s.p., jakožto jasná jednička, dále pak Uniles, a.s., Vojenské lesy a statky ČR, s.p., Kloboucká lesní, s.r.o., Progles, s.r.o. a Opavská lesní, s.r.o. Všichni tito hráči realizují tržby ve výši přes 1 mld. Kč. Z pohledu velikosti tržeb je oceňovaná Společnost s tržbami kolem 250 mil. Kč na námi vymezeném trhu podprůměrná.

2.4.2.2. Analýza EBITDA marže

V rámci této analýzy budeme zkoumat u srovnatelných společností poměrový ukazatel EBITDA marže. Ukazatel EBITDA je běžně chápán jako zisk před odečtením úroků, daní, odpisů a amortizace.

Tabulka – EBITDA marže relevantních konkurenčních subjektů za roky 2011 - 2015

Společnost	2011	2012	2013	2014	2015
LESY ČESKÉ REPUBLIKY, S.P.	44,54%	47,08%	43,80%	57,26%	53,68%
UNILES, A.S.	0,20%	1,41%	2,04%	2,23%	1,61%
VOJENSKÉ LESY A STATKY ČR, S.P.	14,87%	21,92%	18,33%	17,68%	20,44%
KLOBOUCKÁ LESNÍ, S.R.O.	6,09%	3,59%	5,00%	3,92%	3,94%
PROGLES, S.R.O.	2,27%	1,71%	1,87%	1,55%	1,75%

Společnost	2011	2012	2013	2014	2015
OPAVSKÁ LESNÍ, A.S.	-0,51%	0,80%	2,71%	2,68%	2,99%
1. PÍSECKÁ LESNÍ A DŘEVAŘSKÁ, A.S.	3,10%	3,04%	4,68%	3,02%	1,35%
LESY BESKYDY, A.S.	0,44%	-1,09%	6,50%	7,37%	6,12%
JACER - CZ, A.S.	2,60%	2,43%	1,50%	1,67%	1,94%
BAGO, S.R.O.	1,79%	2,34%	4,28%	1,40%	0,74%
LDF ROŽNOV, A.S.	1,96%	2,20%	1,96%	1,73%	2,44%
JIHOZÁPADNÍ DŘEVAŘSKÁ, A.S.	0,94%	2,63%	0,46%	5,27%	3,60%
KINSKÝ ŽDÁR, A.S.	27,34%	27,65%	25,54%	27,55%	26,04%
LESNICKO - DŘEVAŘSKÁ FIRMA, S.R.O.	1,91%	0,77%	0,91%	1,27%	0,86%
HEDERA ZIMA, S.R.O.	3,89%	7,86%	7,80%	6,51%	4,94%
LESNÍ DRUŽSTVO OBCÍ	4,49%	3,83%	5,33%	5,69%	8,44%
KINSKÝ DAL BORG, A.S.	19,90%	19,62%	22,10%	19,84%	21,42%
AGROWALD ROŽMBERK, S.R.O.	-0,34%	3,14%	3,87%	4,60%	0,71%
LESCUS CETKOVICE, S.R.O.	17,50%	14,22%	10,63%	15,88%	14,81%
LESNÍ SPOLEČNOST PŘIMDA, S.R.O.	7,85%	7,88%	8,37%	12,41%	15,91%
MĚSTSKÉ LESY VOLARY, S.R.O.	2,36%	1,86%	3,25%	3,81%	4,82%
LESY MĚSTA OLOMOUCE, A.S.	-0,31%	1,59%	3,49%	5,30%	3,47%
MP LESY, S.R.O.	35,83%	22,96%	14,04%	24,63%	21,36%
KRISTINA COLLOREDO-MANSFELDOVÁ	16,12%	11,91%	23,16%	13,77%	19,45%
LOKetské MĚSTSKÉ LESY, S.R.O.	3,92%	5,02%	3,10%	9,08%	9,94%
B.F.P., LESY A STATKY TOMÁŠE BATI, SPOL. S R.O.	16,64%	19,90%	19,11%	29,79%	24,88%
LESY MĚSTA PÍSKU, S.R.O.	4,45%	5,29%	4,05%	5,50%	4,83%
LESNÍ DRUŽSTVO VE ŠTOKÁCH	10,15%	14,54%	16,73%	14,10%	14,78%
LESNÍ SPOLEČNOST TEPLÁ, A. S.	5,11%	-8,14%	-5,20%	-0,59%	-1,17%
KŘENEK FOREST SERVICE, S.R.O.	-3,48%	13,28%	5,74%	4,65%	11,77%
MĚSTSKÉ LESY HRADEC KRÁLOVÉ, A.S.	1,88%	-0,08%	2,07%	2,98%	3,28%
MĚSTSKÉ LESY A RYBNÍKY KUTNÁ HORA, S.R. O. (SPOL. S R.O.)	7,77%	8,88%	7,76%	8,35%	5,78%
LESNÍ SPOLEČNOST KRÁLOVSKÝ HVOZD, A. S.	-12,12%	1,69%	2,99%	-1,21%	-5,62%
MĚSTSKÁ SPRÁVA LESŮ PELHŘIMOV, S.R.O.	7,47%	5,09%	4,92%	4,98%	6,44%
LESY A RYBNÍKY MĚSTA ČESKÝCH BUDĚJOVIC, S.R.O.	8,91%	8,83%	8,19%	9,09%	16,33%
PACOVSKÁ LESNÍ, S.R.O.	9,83%	14,92%	3,90%	2,08%	4,55%
LESOSPOL ZBIROH, S.R.O.	12,62%	12,18%	11,01%	17,67%	8,47%
LESNÍ SPOLEČNOST LITOMĚŘICE, A.S.	-2,50%	8,51%	-16,05%	-0,97%	-0,49%
DESNÁ A. S.	12,36%	8,25%	9,13%	20,95%	12,24%
ELID, S.R.O.	30,34%	24,49%	27,16%	17,87%	28,81%
LESY POD JAVORNÍKEM, S.R.O.	2,67%	5,13%	5,30%	5,28%	8,53%
LESNÍ DRUŽSTVO BOROVNÁ	7,21%	9,19%	5,12%	4,07%	10,04%

Společnost	2011	2012	2013	2014	2015
LESY A PARKY TRUTNOV, S.R.O.	4,29%	5,11%	3,84%	6,39%	10,29%
LESY MĚSTA ROKYCAN, S.R.O.	6,64%	9,44%	10,27%	9,51%	8,76%
MADREV, S.R.O.	24,17%	20,46%	24,70%	25,26%	37,09%
LESNÍ DRUŽSTVO OBCÍ LEDEČ NAD SÁZAVOU	7,15%	9,05%	3,14%	8,83%	19,83%
EBF, S.R.O.	0,86%	-0,32%	4,95%	3,44%	4,38%
LESNÍ DRUŽSTVO OBCÍ MĚŘÍN, DRUŽSTVO	11,32%	7,45%	11,23%	3,97%	9,79%
SPRÁVA LESŮ MĚSTA TÁBORA, S.R.O.	5,09%	5,08%	5,51%	5,58%	5,34%
ZÁBŘEŽSKÁ LESNÍ, S.R.O.	-0,45%	-6,62%	-8,61%	6,54%	22,75%
OBECNÍ LESY LIPOVÁ - LÁZNĚ, S.R.O.	7,81%	7,50%	8,03%	6,82%	N/A
LESY MĚSTA DVŮR KRÁLOVÉ N.L., S.R.O.	15,00%	14,28%	9,13%	13,12%	13,23%
ČESKOMORAVSKÁ LESNÍ, A.S.	3,68%	2,46%	5,67%	3,66%	6,65%
LESNÍ SPOLEČNOST PRYLOVI, S.R.O.	29,81%	18,93%	23,20%	36,50%	28,20%
LESY MĚSTA NÁCHODA, S.R.O.	3,15%	3,69%	3,42%	3,54%	4,73%
LESY JANEČEK, S.R.O.	N/A	9,28%	-11,38%	14,50%	6,22%
VOLARSKÁ LESNÍ A DŘEVAŘSKÁ SPOLEČNOST, S.R.O.	20,27%	30,03%	49,18%	41,56%	32,25%
DATO-Forest, S.R.O.	1,64%	4,01%	4,39%	8,99%	9,96%
LESNÍ DRUŽSTVO V POLNÉ, DRUŽSTVO	0,52%	4,61%	5,71%	6,81%	4,54%
AICHELBURG COMPANY, S.R.O.	-74,38%	2,46%	9,40%	19,66%	16,84%
MĚSTSKÉ LESY VYSOKÉ MÝTO, S.R.O.	7,34%	8,41%	8,38%	8,61%	7,65%
CHÝNOVSKÁ MAJETKOVÁ, S.R.O.	N/A	0,65%	N/A	2,30%	3,72%
MĚSTSKÉ LESY VIMPERK, S.R.O.	19,08%	22,42%	16,82%	13,11%	19,34%
SLUŽBY LUKA, S.R.O.	8,41%	0,61%	9,98%	12,05%	3,91%
DENDRIA, S.R.O.	8,60%	-6,57%	5,50%	6,33%	10,55%
LESY MLADÁ BOLESLAV, A.S.	13,44%	22,28%	2,78%	9,60%	5,40%
PLÁNSKÉ LESY, S.R.O.	7,87%	0,03%	2,61%	2,64%	2,45%
OPTIMA LANŠKROUN, S.R.O.	10,04%	N/A	5,31%	8,44%	7,23%
VELKOSTATEK TETÍN, S.R.O.	-97,80%	-1,90%	29,39%	18,78%	-13,05%
MĚSTSKÉ LESY KRASLICE, S.R.O.	19,16%	15,66%	10,98%	12,98%	15,60%
TOPAZ PRAHA PLUS DRUŽSTVO	1,62%	7,98%	0,79%	2,98%	7,62%
KODAVO, S.R.O.	-9,74%	-29,61%	-8,71%	-17,30%	-38,08%
SLUŽBY OBCE KRASOV, S.R.O.	-3,31%	-0,35%	-4,27%	-7,94%	-8,40%
MĚSTSKÉ LESY DAČICE, S.R.O.	8,50%	6,00%	6,53%	7,09%	4,62%
PLZEŇSKÝ LESPROJEKT, A.S.	11,13%	-10,12%	-3,95%	-7,20%	23,96%
LESY JEZEŘÍ, K.S.	-41,75%	5,95%	-73,02%	-41,18%	-56,82%
LESY ŽLUTICE, S.R.O.	10,12%	10,67%	2,35%	4,86%	7,72%
SPRÁVA LESŮ MĚSTA SOBĚSLAVI, S.R.O.	2,81%	2,14%	-0,63%	3,30%	4,01%
MĚSTSKÉ LESY MORAVSKÝ KRUMLOV, S.R.O.	27,99%	19,25%	16,50%	24,62%	21,05%
KRIBO, S.R.O.	13,86%	15,76%	3,55%	4,60%	N/A

Společnost	2011	2012	2013	2014	2015
LESY MĚSTA ZLÍNA, S.R.O.	35,16%	29,91%	33,83%	14,79%	30,27%
LESNÍ HOSPODÁŘSTVÍ, S.R.O.	26,22%	36,08%	33,03%	44,68%	41,22%

Zdroj: Databáze AMADEUS

Tabulka – Statistická analýza EBITDA marže srovnatelných firem ČR námi vymezeného odvětví Společnosti

Statistická veličina	2011	2012	2013	2014	2015
1. kvartil	1,85%	2,14%	2,78%	3,33%	3,69%
Medián	6,90%	5,95%	5,31%	6,45%	7,42%
3. kvartil	12,83%	14,22%	10,63%	13,61%	16,01%
Počet pozorování	80	81	81	82	80
Průměr	6,04%	8,28%	7,36%	9,19%	9,34%
Praděský lesní závod, a.s.	0,83%	4,32%	1,99%	3,73%	N/A

Zdroj: vlastní tvorba na základě dat z AMADEUS

Z tabulky výše je patrné, že medián EBITDA marže námi vymezeného odvětví po poklesu v letech 2012-2013 se vrací v roce 2014 na hodnoty roku 2011 a v roce 2015 dále roste k hodnotě 7,4%. **Průměrný medián za celé období je ve výši 6,41%.** Průměr EBITDA marže analyzovaného vzorku společností se pohybuje výše než medián, v intervalu 6 – 9,3% a vykazuje spíše rostoucí trend. Nejziskovější firmy vymezeného odvětví, které reprezentuje 3. kvartil, se pohybují v rozmezí 10% - 16%.

Historická EBITDA marže společnosti Praděský lesní závod, a.s. je velmi rozkolísaná, v období 2011 – 2014 se pohybuje v rozmezí 0,83 – 4,32%, **průměr období představuje hodnota 2,72%.** V roce 2014 je EBITDA marže 3,73%.

2.4.2.3. Závěr sektorové analýzy

V rámci provedené analýzy tržeb vymezeného odvětví bylo zjištěno, že na trhu figuruje několik, cca 6, velkých hráčů s ročními tržbami přes 1 mld. Kč a zbytek společností je výrazně menší. Průměrné tempo růstu trhu za analyzované období 2011 – 2015 představuje hodnotu 4,49%, což je poměrně solidní růst.

Námi provedená analýza EBITDA marže na základě srovnatelných firem z databáze AMADEUS potvrdila, že existují značné rozdíly ve zkoumaném odvětví, 1. kvartil, tedy kategorie méně ziskových společností realizuje EBITDA marže mezi 2 - 3%, medián je 6,4% a nejziskovější firmy 3. kvartilu i přes 14%. Obecně lze říci, že EBITDA marže odvětví po letech poklesu 2012 - 2013 v čase roste, značný nárůst zaznamenává v letech 2014 - 2015.

Posuzované hodnoty EBITDA marže námi oceňované Společnosti a vymezeného relevantního odvětví poukazují na fakt, že oceňovaná Společnost se pohybuje pod mediánem odvětví, spíše v oblasti méně ziskových společností 1. kvartilu.

2.5. Základní předpoklady obecné povahy

Dále jsou uvedeny rozhodující právní, ekonomické a ostatní předpoklady, které byly uvažovány pro účely ocenění jmění společnosti Pradědský lesní závod, a.s.:

- zvažované období;
- právní forma;
- daňová politika;
- ekonomické uspořádání a právní systém;
- účetní zásady.

2.5.1. Zvažované období

Za rozhodující z hlediska ocenění je považován jmění Společnosti ke dni ocenění, tj. k 31.12.2016.

2.5.2. Právní forma

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

2.5.3. Daňová politika

Pro účely prognózy byl přijat předpoklad, že daň z příjmu právnických osob bude činit 19%.

2.5.4. Ekonomické uspořádání a právní systém

Předpokládá se, že nedojde k podstatným změnám podmínek, v nichž 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 společnosti.

2.5.5. Účetní zásady

Ocenění bylo zpracováno v souladu s českou účetní praxí. Znalec předpokládá, že účetní údaje poskytnuté pověřenými osobami Objednavatele byly sestaveny v souladu se zásadami pro účetnictví platnými v České republice.

3. POSUDEK

3.1. Metodika oceňování

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

3.1.1. Názvosloví

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 je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

3.1.1.5. Výnosová hodnota

Uvažovaná jistina, kterou je nutno při stanovené úrokové sazbě uložit, aby úroky z této jistiny byly stejné jako čistý výnos ze závodu (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

3.1.1.8.1. Cena administrativní

Cena zjištěná podle cenového předpisu.

3.1.1.8.2. Cena historická (pořizovací)

Týká se především jednotlivých prvků investičního majetku společnosti. 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.

3.1.1.8.3. Cena reprodukční

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

3.1.1.8.4. 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.

3.1.1.9. Cash flow

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

3.1.1.10. Goodwill

Hodnota, o kterou přesahuje souhrn předpokládaných budoucích příjmů současnou věcnou hodnotu i se započtením úvah o kapitalizaci. Kupující při koupi závodu 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 závodu, ochrannou známku či obchodní značku a možnosti jejich využití. Goodwill je vyčíslitelná hodnota a může nabývat také záporných hodnot (záporný goodwill).

3.2. Používané metody obecně

Pro určení hodnoty akciových podílů, čistého obchodního majetku, jmění, majetku, závodu 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, Majetkové ocenění na principu tržních cen
- Metody srovnávací

3.2.1. Výnosový přístup

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

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

Druhou používanou výnosovou metodou je 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).

3.2.2. 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 závodu 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.

3.2.3. Metody založené na analýze majetku – substanční

Princip majetkového ocenění je jednoduchý a obecně srozumitelný. Majetková hodnota společnosti je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odpočtena suma individuálně oceněných dluhů. 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 závodu (going concern princip) dostáváme se k ocenění na základě:

- reprodukčních cen
- historických cen – metoda čistého obchodního majetku (ČOM) nebo vlastního kapitálu (VK), resp. účetní hodnota na principu historických cen
- uspořené nákladů
- tržních cen

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

- likvidační hodnotu na základě ČOM nebo VK
- reprodukční ceny

3.2.3.1. Metoda reprodukčních cen

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

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

Metoda reprodukční pořizovací hodnoty neboli DRC (depreciation replacement costs) 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. Metoda je nejčastěji používána pro ocenění specializovaných aktiv (nemocnice, divadla, jednoúčelové stroje, apod.), respektive také v případech, kdy je porušen princip tzv. nepřetržitého podnikání (tzv. on going business). Dále je hojně používána v pojišťovnictví, kde je potřebné stanovit hodnotu pro výpočet základny pojistného.

3.2.3.2. Metoda historických cen

Tento majetkový přístup je založen na korektním ocenění majetku (vybrané auditorské postupy se zohledněním opravných položek, vyhodnocení přínosů jednotlivých aktiv – např. postupem DCF, údaji z kapitálového trhu, ostatními relevantními postupy) a ocenění dluhů (vybrané auditorské postupy), přičemž výsledek je dán vztahem ocenění majetku celkem minus ocenění dluhů celkem.

3.2.3.2.1. Metoda zjištění hodnoty společnosti na úrovni vlastního kapitálu (VK)

Podmnožinou metody ČOJ je metoda, která zjišťuje hodnotu závodu na úrovni vlastního kapitálu (položka výkazu rozvaha), jako rozdíl rozvahově evidovaného majetku a dluhů (aktiva celkem mínus cizí zdroje mínus ostatní pasiva), tedy na základě historických cen.

Účetní ocenění čistého obchodního majetku společnosti (tj. hodnotu odvozenou z účetní hodnoty vlastního kapitálu) nelze považovat za metodu ocenění zobrazující správně hodnotu oceňovaného závodu s výjimkou případu, kdy jde o zcela nově pořízená aktiva závodu, u něhož dosud nelze usuzovat na další vývoj z důvodu krátkého trvání jeho existence, což není případ oceňované společnosti.

3.2.3.2.2. Metoda uspořené nákladů

Pokud má investor rozhodnout mezi alternativou koupě závodu a vybudováním nového závodu, nejsou likvidační hodnota a substanční hodnota na principu reprodukčních nákladů přiměřeným kritériem pro rozhodování. Pokud můžeme vycházet z předpokladu, že je známa pravděpodobná úroveň budoucích výnosů, pak hodnota závodu uvažovaného ke koupi plyne ze schopnosti jeho substance nahradit výdaje spojené s vybudováním nového závodu.

Substanční hodnota uspořené nákladů je kvantitativním vyjádřením substitučního efektu existující majetkové podstaty. Hodnota majetkové podstaty společnosti je pak dána schopností nahradit plánované investiční výdaje s přihlédnutím k provozním nákladům.

Metoda úspory nákladů je tedy založena na předpokládaném podnikatelském konceptu, který může klást v mnohém odlišné nároky na podnikovou substanci. Tím se liší od základního provedení substanční hodnoty na bázi reprodukčních nákladů. Substanční hodnota na základě úspory nákladů je tedy hodnota závodu odvozená na principech:

- Vazby k budoucnosti
- Ocenění závodu jako celku
- Subjektivního přístupu

3.2.3.3. Majetkové ocenění na principu tržních cen

Tento přístup spočívá v ocenění majetkových položek společnosti jejichmi tržními hodnotami. Hodnota vlastního kapitálu společnosti by pak byla stanovena jako součet tržních hodnot majetkových položek snížený o dluhy.

Tento typ majetkového ocenění pokračující společnosti je vhodný (a často i jediný možný) u investičních společností a firem holdingového typu. Je to tedy případ závodu, jejichž hlavní činnost nespočívá ve výrobě, obchodu nebo poskytování služeb, ale v držbě aktiv, nejčastěji finančních nebo realitních.

Dle názoru odborné veřejnosti nemá velký význam aplikovat tuto metodu na běžnou provozní společnost, pokud se předpokládá jeho další trvání, i když se s takovýmto případem můžeme někdy setkat. Je třeba si uvědomit, že oceníme-li každou majetkovou položku tržní hodnotou, předpokládáme, že by teoreticky byla jako samostatná položka prodána. To je ale neslučitelné s předpokladem dalšího pokračování závodu jako funkčního celku. U běžné provozní společnosti má tedy tento přístup význam při předpokladu ukončení jeho provozu. Pak ovšem ústí v ocenění likvidační hodnotou, která je popsána v následujících kapitolách.

3.2.3.4. Zjištění goodwill u substanční metody

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

Jako vhodnou metodu zobrazující nejlépe hodnotu oceňované společnosti ji lze použít:

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

Goodwill (zde) chápeme jako nadhodnotu celkové společnosti 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 společnosti = věcná hodnota plus/mínus goodwill, kde věcná hodnota může být zjištěna precizněji (reprodukční hodnota) či zjednodušeně (metoda ČOJ nebo vlastního kapitálu), a kde goodwill (záporný goodwill) zjišťujeme nejčastěji výnosovými metodami.

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

3.2.4. 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 (závodu) – je zpochybněn či porušen going concern princip a tehdy se předpokládá, že likvidace přinese větší zisk, než další pokračování v podnikání společnosti, tedy likvidační hodnota > výnosová hodnota.

3.2.5. Dividendový diskontní model (DDM)

Dividendové diskontní modely představují svým způsobem zvláštní případ modelu DCF pracující v čitateli s hodnotou volného cash flow pro akcionáře (FCFE). Výpočet vnitřní hodnoty akcie, tj. tržní

hodnoty vlastního kapitálu, je založen, jak již vyplývá z názvu kapitoly, na výnosu akcionáře ve tvaru dividendy a kapitálových zisků.

Pro aplikaci modelu DDM jako primární metody ocenění musí být v závodu splněny určité předpoklady, máme-li na mysli zajištění přiměřené vypovídací schopnosti výsledků. K základním třem předpokladům, které mají být splněny u všech modelů, patří:

- Společnost má založenou dlouhodobou, stabilní dividendovou politiku a s tím spojený ustálený výplatní a aktivační poměr
- Ve společnosti existuje vysoká míra závislosti mezi úrovní dividendy a FCFE, tj. dividendy se prakticky rovná propočtenému FCFE
- Závod se vyznačuje ustálenou strukturou financování, tj. má stabilní finanční páku

Když investoři kupují akcie, obvykle očekávají, že obdrží 2 příjmy: dividendy v průběhu období držení akcie a očekávanou cenu na konci období držení akcie. Očekávaná cena je determinována budoucími dividendami, hodnota akcie je rovna čisté současné hodnotě dividend.

$$\text{hodnota} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{DPS_t}{(1+r)^t}$$

kde

DPS_t jsou očekávané výnosy na akcii
 r požadovaná míra návratnosti

Základní model leží v pravidlu současné hodnoty, tj. hodnota jakéhokoliv aktiva je rovna současné hodnotě očekávaných toků diskontovaných mírou, která odpovídá riziku spojenému s cash flow.

Výše uvedený model má dva základní postupy: očekávané dividendy a požadovanou míru návratnosti vlastního kapitálu. K určení budoucích dividend se používají očekávané budoucí míry růstu výnosů a výplatních poměrů. Požadovaná míra návratnosti vlastního kapitálu je determinována rizikem měřeným různě v různých modelech: pomocí koeficientu beta v modelu CAPM, pomocí faktorů v arbitrážním nebo vícekritériálním modelu.

Základní verze dividendových diskontních modelů:

Byly vyvinuty různé verze dividendových diskontních modelů, které jsou založeny především na rozdílných předpokladech budoucího růstu:

- Gordonův růstový model
- Dvoustupňový dividendový diskontní model
- H model
- Třístupňový dividendový diskontní model

3.2.5.1. Gordonův růstový model

Tento model může být použit pro stanovení hodnoty firmy, která je stabilizovaná, dividendy rostou konstantním tempem růstu v dlouhém období. Vyjadřuje vztah hodnoty akcie vzhledem

k očekávaným dividendám v dalším období, k požadované míře návratnosti vlastního kapitálu a k očekávanému tempu růstu dividend:

$$\text{Hodnota akcie} = \text{DPSt} / (r-g)$$

Kde,

DPSt jsou očekávané dividendy v příštím roce,

r – požadovaná míra návratnosti pro investory

g – tempo růstu dividend

Jak vyplývá z výše uvedeného modelu, jeho použití je omezeno pro firmy se stabilním tempem, tj. očekává se, že míra růstu dividend potrvá donekonečna, a rovněž že tempo růstu firmy potrvá rovněž donekonečna.

Gordonův model představuje jednoduchý a vyhovující způsob ocenění pro stanovení hodnoty akcií, je ale velmi citlivý na vstupy v podobě míry růstu. Když míra růstu konverguje k diskontní míře, hodnota se blíží k nekonečnu. Růstový model je nevhodnější pro firmy, které rostou tempem stejným nebo nižším než ekonomika jako celek a mají dobře zavedené dividendové politiky, které zamýšlejí do budoucna zachovat. Vyplácení dividendy musí být konzistentní s předpokladem stability, protože stabilní firmy obecně vyplácejí velké dividendy.

3.2.5.2. Dvoustupňový dividendový diskontní model

Tento model předpokládá 2 stupně: počáteční fáze se vyznačuje vysokou mírou růstu a následující stálá fáze stabilní mírou růstu, o které se předpokládá, že zůstane neměnná po delší období. Fáze výjimečného růstu trvá n let a stabilní fáze do nekonečna:

$$P_0 \equiv \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}, \text{ kde } P_n = \frac{DPS_{n+1}}{(r-g_n)}$$

Kde P_0 je hodnota akcie dnes,

DPS_t - očekávané dividendy na akcii v roce t,

r – požadovaná míra návratnosti

P_n - cena na konci roku n,

g_n - míra růstu po roce n do nekonečna

V případě, že vysoké tempo růstu g a výplatní poměr jsou neměnné v období prvních n let, může být vzorec upraven takto:

$$P_0 = \frac{DPS_0 \times (1+g) \times \left(1 - \frac{(1+g)^n}{(1+r)^n}\right)}{r-g} + \frac{DPS_{n+1}}{(r-g_n) \times (1+r)^n}$$

Kde vstupy jsou stejné jako u předchozího vzorce.

Pro výpočet druhé fáze, tj. pokračující hodnoty (také označované jako terminal value), platí stejný závěr jako pro míru růstu v Gordonově růstovém modelu, platí i pro konečnou míru růstu g

v tomto modelu. Navíc musí být výplatní poměr konzistentní s odhadovanou mírou růstu. Pokud se očekává, že dojde k podstatnému skoku míry růstu po počáteční růstové fázi, může být výplatní poměr vyšší ve stabilní fázi než v růstové fázi. Jedním ze způsobů odhadu tohoto nového výplatního poměru je použití fundamentálního růstového modelu:

$$g = b \times (ROA + D / E \times (ROA - i \times (1 - t)))$$

Kde b je aktivační poměr = 1 – výplatní poměr

ROA – výnosnost celkových aktiv = (čistý zisk + nákladový úrok x (1-t))/celková aktiva

D/E – cizí zdroje/vlastní jmění (v účetní hodnotách)

i – nákladový úrok/účetní hodnota cizích zdrojů

Výplatní poměr = 1 – b = 1 – (g/ROA+D/E x (ROA – i x (1-t)))

Charakteristiky firmy ve stabilní fázi by měly korespondovat s předpokladem stability. Při práci s dvoustupňovým modelem nutno řešit tři základní problémy:

- Definice délky období
- Práce s předpokladem, že vysoká míra růstu v počáteční fázi se ihned transformuje do stabilní nižší míry ve druhé fázi
- Význačnost parametru Terminal value, která je vypočtena podle Gordonova růstového modelu, jež je velmi citlivý na stabilitu míry růstu.

S ohledem na výše uvedené je doporučeno Gordonův růstový model použít v případě ocenění firem nacházejících se ve fázi růstu.

Determinanty hodnoty růstu lze označit následující:

- Míra růstu v průběhu fáze s mimořádným růstem (čím vyšší míra růstu v mimořádném období, tím vyšší je odhadovaná hodnota růstu)
- Délka období s mimořádným růstem (čím delší je mimořádné období, tím vyšší je hodnota růstu)
- Ziskovost projektů (ziskovost projektů determinuje jak míra růstu v počáteční fázi, tak konečnou hodnotu. Pokud se projekty stanou ziskovější, způsobí zvýšení obou měř růstu a výsledná hodnota mimořádného růstu bude větší)
- Riziko akcií vlastního kapitálu - Riziko investic do vlastního kapitálu určuje diskontní míra, kterými jsou diskontovány peněžní toky počáteční fáze. Zatímco diskontní míra se s růstem rizika zvětšuje, současná hodnota mimořádného růstu se snižuje.

3.2.6. Používané metody ocenění nemovitého majetku

3.2.6.1. 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.

3.2.6.2. 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:

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

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 spjaty věcné břemena, zástavní práva, předkupní práva apod.

3.2.6.3. 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 prodejích 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.

3.2.7. Používané metody ocenění movitého majetku

3.2.7.1. Metoda stanovení obvyklé ceny

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

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

3.2.7.2. Zjištění časové ceny

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

Výpočet časové ceny se provede dle vzorce:

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

kde:

CČcena časová

THtechnická hodnota v %

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:

THtechnická 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/Spřirážka 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.

3.2.7.3. Vozidla

Významnou pomůckou pro stanovení obecné ceny vozidel je Znalecký standard č. 1/2005: 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).

3.2.7.4. 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.

3.3. Použitý způsob ocenění

Znalecký posudek je vypracován za účelem stanovení hodnoty 921 200 kusů kmenových akcií na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10,- Kč emitovaných společností Pradědský lesní závod, a.s. (v textu dále označena též jako „Společnost“), IČ: 02598183, které se nyní mají stát předmětem dražby.

Při volbě způsobu ocenění jsme analyzovali hospodářskou a finanční pozici Společnosti a zjistili jsme, že společnost Pradědský lesní závod, a.s. je schopná pokračovat v další činnosti a je tedy splněn předpoklad going concern princip.

Společnost není v situaci, která by oceňovatele opravňovala k zjištění likvidační hodnoty podniku a z toho důvodu, že nelze předpokládat, že by tato situace reálně nastala je dle našeho názoru hodnotu pro potenciálního budoucího vlastníka akcií vzhledem k účelu ocenění v tuto chvíli nutné konzervativně odvozovat jen z předpokladu pokračujícího fungování společnosti.

Společnost není ani v situaci, kdy předpokládá výraznou změnu podnikatelské činnosti, pouze kontinuálně provádí zefektivnění činnosti za účelem dosahovat kladné hospodářské výsledky.

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

1. Výnosová metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
2. Majetková metoda účetní hodnoty čistého obchodního majetku

Výnosová metoda - metodika analýzy diskontovaného salda cash-flow (DCF). Jedná se o kvantifikaci hodnot toho majetku/závazků závodu, která mají přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow závodu. Tato metoda dle našeho názoru nejlépe vystihuje reálnou hodnotu jmění oceňované Společnosti.

Metoda vyhodnocení účetní hodnoty vlastního kapitálu vychází z účetní hodnoty majetku a po odečtení závazků verifikuje hodnotu vlastního kapitálu. Účetní metoda má výhodu ve své průkaznosti, neboť vychází pouze z metod a principů platných a používaných v účetnictví, které si klade za cíl, mimo jiné, věrně zobrazit stav majetku a závazků. Účetní postupy však mají i svá omezení, která mohou vést ke zkreslení reálné hodnoty společnosti, primárním cílem účetnictví ani není vyjádření tržní hodnoty společnosti. Proto je vhodné účetní hodnotu jmění Společnosti verifikovat i za pomoci jiných oceňovacích metod.

Po zohlednění všech skutečností je podle našeho názoru v tomto případě nejvíce relevantní a reprezentativní použít k ocenění akcií společnosti Pradědský lesní závod, a.s. výnosovou metodu - metodiku analýzy diskontovaného salda cash-flow (DCF), kterou považujeme za hlavní metodu ocenění v tomto Znaleckém posudku.

3.3.1. Detailní popis výnosové metody ocenění

3.3.1.1. 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.

3.3.1.1.1. 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

3.3.1.1.2. 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.

$$EV = CHP - TÚCZ + NM - NZ$$

3.3.1.1.3. 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).

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

3.3.1.1.4. 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.

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

3.3.1.1.5. Náklady na cizí zdroje

Pro určení nákladů na cizí zdroje byly kalkulovány v souladu s poskytnutými informacemi o financování Společnosti v minulosti.

3.3.1.1.6. 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.

3.3.1.1.7. 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.

3.4. Výnosové ocenění

V následující kapitole je provedeno ocenění Společnosti výnosovou metodou DCF.

3.4.1. Specifické předpoklady ocenění metodou DCF společnosti

Ocenění metodou výnosovou metodou je provedeno na výchozích datech k 31.12.2016.

3.4.1.1. Výchozí bilance

Výchozí bilance je uvedena v rámci kapitoly 2.3.2. Výchozí bilance.

3.4.2. Finanční plán

Od zástupců Společnosti jsme získali historické finanční výkazy Společnosti za roky 2013 až 2016. Ostatní informace jsme získali z veřejně dostupných zdrojů a také i databáze AMADEUS. Jiné údaje jsme neměli k dispozici (viz. příloha).

Na základě uvedených informací jsme zpracovali finanční plán Společnosti pro období 2017 – 2026, jež je hlavním podkladem pro výnosové ocenění, který byl vyhotoven především na základě analýzy historických účetních výkazů Společnosti a také s přihlédnutím k průměrným hodnotám klíčových poměrových hospodářských ukazatelů z daného odvětví, získaných z finanční databáze AMADEUS.

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb i ostatní provozní výnosy jsou predikovány ve výši 2% tempa růstu po celé období plánu, což je dlouhodobý inflační cíl ČNB. Výkonová spotřeba byla plánována na základě historicky dosahovaného poměru na výkonech, který byl v minulosti vcelku stabilní. V průběhu plánu dochází k postupné konvergenci k odvětvovému průměru EBITDA marže na základě provedené strategické analýzy.

Pro období finančního plánu byly separátně plánovány účetní odpisy, jež jsou primárně odrazem predikce investic.

Pro období 2017 – 2026 byl tedy vytvořen plán hospodářských parametrů Společnosti především na základě analýzy historických účetních výkazů Společnosti s přihlédnutím k průměrným hodnotám klíčových poměrových hospodářských ukazatelů z daného odvětví, získaných z finanční databáze AMADEUS.

Finanční plán pro období 2017 – 2026 koresponduje se strategií Společnosti a jejími možnostmi v rámci relevantního odvětví, v jejímž rámci Společnost působí.

3.4.3. Plán provozního hospodářského výsledku

Plán provozního hospodářského výsledku vychází především z predikce tržeb. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb představují okolo 95% z celkových realizovaných výnosů Společnosti. Plánujeme růst výkonů ve výši 2% po celé období plánu, což je dlouhodobý inflační cíl ČNB. Ostatní provozní výnosy, jsou rovněž pro období plánu predikovány s 2% tempem růstu po celé období plánu, což je v souladu s dlouhodobým inflačním cílem ČNB.

Výkony Společnost realizuje zejména za prodej surového dříví (68%), poskytování komplexních služeb lesnických prací jako je pěstební činnost (9%), těžební činnost (9%), doprava dříví (5%), prodej řeziva (4%). V areálu firmy je provozován pneuservis i pro veřejnost, se službami kompletního servisu osobních a nákladních automobilů a prodejna Les, zahrada, hobby. Dále

Společnost nabízí poradenství v oblasti účetnictví, výkonu funkce odborného lesního hospodáře a poradenství v lesnictví. Tržby za prodej zboží Společnost vykazuje v nulové výši.

Tabulka – Predikce provozních výnosů v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby z prodeje zboží	0	0	0	0	0
Výkony	189 688	193 482	197 352	201 299	205 325
<i>Tržby za prodej vlastních výr. a služeb</i>	<i>189 688</i>	<i>193 482</i>	<i>197 352</i>	<i>201 299</i>	<i>205 325</i>
Ostatní provozní výnosy	1 000	1 020	1 040	1 061	1 082
Ostatní finanční výnosy	150	153	156	159	162
TRŽBY PROVOZNÍ	190 838	194 655	198 548	202 519	206 570

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
Tržby z prodeje zboží	0	0	0	0	0
Výkony	209 431	213 620	217 892	222 250	226 695
<i>Tržby za prodej vlastních výr. a služeb</i>	<i>209 431</i>	<i>213 620</i>	<i>217 892</i>	<i>222 250</i>	<i>226 695</i>
Ostatní provozní výnosy	1 104	1 126	1 149	1 172	1 195
Ostatní finanční výnosy	166	169	172	176	179
TRŽBY PROVOZNÍ	210 701	214 915	219 213	223 598	228 070

Mezi hlavní nákladové položky finančního plánu patří výkonová spotřeba a osobní náklady. Výkonová spotřeba je plánována jako poměr na celkových výkonech, výsledný poměr představuje 84% a je určen jako vážený průměr poměru výkonová spotřeba/výkony let 2014 – 2016, kde váha se snižuje směrem do minulosti. Podíl složek výkonové spotřeby, tj. spotřeba materiálu a služeb jsou stanoveny dle poměru na výkonové spotřebě roku 2016. Osobní náklady představují kolem 7% z výkonů Společnosti v roce 2016. Pro celé období plánu je hodnota osobních nákladů roku 2016 prolongována ve výši tempa růstu 2%.

Plánování odpisů se znalec věnuje dále v tomto znaleckém posudku.

Tabulka – Predikce provozních nákladů v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
Náklady na prodané zboží	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	159 852	163 049	166 310	169 009	171 751
<i>Spotřeba mat. a energie</i>	<i>114 356</i>	<i>116 643</i>	<i>118 976</i>	<i>120 907</i>	<i>122 869</i>
<i>Služby</i>	<i>45 496</i>	<i>46 406</i>	<i>47 334</i>	<i>48 102</i>	<i>48 883</i>
Osobní náklady	18 314	18 680	19 054	19 435	19 824
<i>Mzdové náklady</i>	<i>13 706</i>	<i>13 980</i>	<i>14 259</i>	<i>14 545</i>	<i>14 836</i>
<i>Náklady na SZP</i>	<i>4 584</i>	<i>4 676</i>	<i>4 769</i>	<i>4 864</i>	<i>4 962</i>
<i>Sociální náklady</i>	<i>24</i>	<i>25</i>	<i>25</i>	<i>26</i>	<i>26</i>
<i>Daně a poplatky</i>	<i>50</i>	<i>51</i>	<i>52</i>	<i>53</i>	<i>54</i>
Ostatní provozní náklady	1 500	1 530	1 561	1 592	1 624
Ostatní finanční náklady	505	515	525	536	547
NÁKLADY PROVOZNÍ	180 221	183 826	187 502	190 625	193 799
Odpisy (účetní)	7 450	7 414	7 392	7 385	7 393

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
Náklady na prodané zboží	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	174 538	177 370	180 248	183 173	186 145
<i>Spotřeba mat. a energie</i>	124 862	126 888	128 947	131 039	133 166
<i>Služby</i>	49 676	50 482	51 301	52 134	52 979
Osobní náklady	20 220	20 625	21 037	21 458	21 887
<i>Mzdové náklady</i>	15 132	15 435	15 744	16 058	16 380
<i>Náklady na SZP</i>	5 061	5 162	5 265	5 371	5 478
<i>Sociální náklady</i>	27	28	28	29	29
<i>Daně a poplatky</i>	55	56	57	59	60
<i>Ostatní provozní náklady</i>	1 656	1 689	1 723	1 757	1 793
<i>Ostatní finanční náklady</i>	557	569	580	592	603
NÁKLADY PROVOZNÍ	197 027	200 309	203 646	207 038	210 488
Odpisy (účetní)	7 416	7 454	7 508	7 578	8 005

Na základě výše uvedených dat predikujeme výši položky Provozní hospodářský výsledek pro období finančního plánu 2017 – 2026 následovně:

Tabulka – Predikce provozního hospodářského výsledku v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
TRŽBY PROVOZNÍ	190 838	194 655	198 548	202 519	206 570
NÁKLADY PROVOZNÍ	180 221	183 826	187 502	190 625	193 799
Odpisy (účetní)	7 450	7 414	7 392	7 385	7 393
PROVOZNÍ hospodářský výsledek	3 167	3 415	3 654	4 509	5 377

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
TRŽBY PROVOZNÍ	210 701	214 915	219 213	223 598	228 070
NÁKLADY PROVOZNÍ	197 027	200 309	203 646	207 038	210 488
Odpisy (účetní)	7 416	7 454	7 508	7 578	8 005
PROVOZNÍ hospodářský výsledek	6 258	7 152	8 059	8 981	9 577

Predikce účetních odpisů pro období finančního plánu 2017 – 2026 je kalkulována navíc separátně v rámci následující kapitoly.

3.4.3.1. Plán investic a odpisů

Plán investic a odpisů byl kalkulován s ohledem investiční činnosti Společnosti v minulosti. Investice jsou zařazeny do odpisové skupiny č. 3 a 5.

Tabulka – Predikce investic a odpisů v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
Investice	7 000	7 140	7 283	7 428	7 577
Účetní odpisy	7 450	7 414	7 392	7 385	7 393
Daňové odpisy	7 450	7 414	7 392	7 385	7 393

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
Investice	7 729	7 883	8 041	8 202	18 366

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
Účetní odpisy	7 416	7 454	7 508	7 578	8 005
Daňové odpisy	7 416	7 454	7 508	7 578	8 005

Z dat uvedených výše je patrné, že predikce účetních odpisů je kalkulována na základě výše investic v průběhu plánu. V posledním roce plánu předpokládáme investici do nemovitého majetku.

3.4.4. Plán provozního příjmu - shrnutí

Na základě výše uvedeného byla pro období finančního plánu provedena kalkulace provozního příjmu a to následovně:

Tabulka – Predikce Provozního příjmu v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
Provozní zisk před zdaněním a úroky	3 167	3 415	3 654	4 509	5 377
Celkový daňový předpis (-)	-545	-597	-646	-813	-983
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-57	-52	-48	-43	-39
Prodaný dlouhodobý majetek	0	0	0	0	0
Odpisy	7 450	7 414	7 392	7 385	7 393
PROVOZNÍ PŘÍJEM	10 015	10 180	10 352	11 038	11 749

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
Provozní zisk před zdaněním a úroky	6 258	7 152	8 059	8 981	9 577
Celkový daňový předpis (-)	-1 155	-1 329	-1 506	-1 685	-1 803
Rozdíl daně celkové a z provozního HV	-35	-30	-26	-21	-17
Prodaný dlouhodobý majetek	0	0	0	0	0
Odpisy	7 416	7 454	7 508	7 578	8 005
PROVOZNÍ PŘÍJEM	12 485	13 247	14 036	14 853	15 762

3.4.5. Plán pracovního kapitálu

V následující tabulce predikujeme změny jednotlivých položek Pracovního kapitálu promítající se do predikce provozní výše Cash flow v období finančního plánu 2017 – 2026. Jednotlivé položky byly plánovány na základě historické doby obratu.

Tabulka – Predikce změn položek Pracovní kapitál v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
Zásoby (nárůst -/pokles +)	-899	-104	-106	-108	-110
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	-296	-405	-413	-422	-430
Čas. rozlišení aktivní (nárůst -/pokles +)	971	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-259	-67	-69	-58	-59
Závazky (nárůst +/pokles -)	1 297	337	344	290	295
z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)	86	23	23	24	24
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	-337	0	0	0	0
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	477	-240	-244	-297	-304

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
Zásoby (nárůst -/pokles +)	-113	-115	-117	-119	-122
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	-439	-448	-457	-466	-475
Čas. rozlišené aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-60	-61	-62	-63	-64
Závazky (nárůst +/pokles -)	300	305	310	315	321
z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)	25	25	26	26	27
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	-311	-318	-325	-333	-340

3.4.6. Plán provozního Cash flow

V návaznosti na informace uvedené v rámci předchozích kapitol predikujeme pro období finančního plánu 2017 – 2026 roční výši Provozního Cash flow následovně:

Tabulka – Predikce Provozního Cash flow v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
PROVOZNÍ PŘÍJEM	10 015	10 180	10 352	11 038	11 749
INVESTICE (-)	-7 000	-7 140	-7 283	-7 428	-7 577
POHYB PRAC. KAPITÁLU (+/-)	477	-240	-244	-297	-304
PROVOZNÍ CASH-FLOW	3 492	2 801	2 825	3 312	3 867
FINANČNÍ CASH-FLOW	-983	-1 156	-1 135	-1 127	-1 107
Hotovost na začátku období	20 432	22 942	24 587	26 276	28 461
ČISTÉ CASH-FLOW	2 510	1 645	1 689	2 185	2 760
Hotovost na konci období	22 942	24 587	26 276	28 461	31 221

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
PROVOZNÍ PŘÍJEM	12 485	13 247	14 036	14 853	15 762
INVESTICE (-)	-7 729	-7 883	-8 041	-8 202	-18 366
POHYB PRAC. KAPITÁLU (+/-)	-311	-318	-325	-333	-340
PROVOZNÍ CASH-FLOW	4 445	5 046	5 670	6 319	-2 944
FINANČNÍ CASH-FLOW	-1 087	-1 067	-1 047	-1 027	-1 007
Hotovost na začátku období	31 221	34 579	38 558	43 180	48 472
ČISTÉ CASH-FLOW	3 358	3 979	4 623	5 291	-3 951
Hotovost na konci období	34 579	38 558	43 180	48 472	44 521

3.4.7. Plán Bilance

Na základě výše uvedeného predikujeme výhled jednotlivých položek Bilance pro období finančního plánu 2017 – 2026 následovně:

Tabulka – Predikce Bilance v (tis. Kč)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
FIXNÍ AKTIVA	107 507	107 233	107 124	107 167	107 351
OBEŽNÁ AKTIVA	53 277	55 431	57 640	60 354	63 655

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
Zásoby	5 197	5 301	5 407	5 515	5 625
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	25 138	25 543	25 957	26 379	26 809
Hotovost	22 942	24 587	26 276	28 461	31 221
ČASOVÉ ROZLIŠ. AKTIVNÍ	120	120	120	120	120
AKTIVA CELKEM	160 904	162 784	164 883	167 641	171 126
VLASTNÍ KAPITÁL	117 880	120 424	123 179	126 647	130 836
CIZÍ ZDROJE	42 977	42 314	41 658	40 949	40 244
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	9 984	9 984	9 984	9 984	9 984
Krátkodobé závazky	18 587	18 924	19 268	19 559	19 854
Bankovní úvěry a výpomoci	14 406	13 406	12 406	11 406	10 406
ČASOVÉ ROZLIŠ. PASIVNÍ	46	46	46	46	46
PASIVA CELKEM	160 904	162 784	164 883	167 641	171 126

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
FIXNÍ AKTIVA	107 664	108 093	108 626	109 249	119 610
OBĚŽNÁ AKTIVA	67 564	72 105	77 302	83 178	79 824
Zásoby	5 738	5 853	5 970	6 089	6 211
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	27 248	27 695	28 152	28 617	29 092
Hotovost	34 579	38 558	43 180	48 472	44 521
ČASOVÉ ROZLIŠ. AKTIVNÍ	120	120	120	120	120
AKTIVA CELKEM	175 348	180 318	186 048	192 547	199 554
VLASTNÍ KAPITÁL	135 758	141 423	147 842	155 026	162 712
CIZÍ ZDROJE	39 544	38 850	38 160	37 475	36 796
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	9 984	9 984	9 984	9 984	9 984
Krátkodobé závazky	20 154	20 460	20 770	21 085	21 406
Bankovní úvěry a výpomoci	9 406	8 406	7 406	6 406	5 406
ČASOVÉ ROZLIŠ. PASIVNÍ	46	46	46	46	46

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
PASIVA CELKEM	175 348	180 318	186 048	192 547	199 554

3.4.7.1. Způsob financování

Oceňovaná Společnost eviduje k datu ocenění úročené cizí závazky v celkové výši 15 406 tis. Kč. Informace o úrokové sazbě nám nebyly poskytnuty, proto jsme použili průměrnou sazbu dosahovanou společnostmi v rámci odvětví. Splátky jsou plánovány s ohledem na finanční možnosti Společnosti v letech plánu.

Přehled o splácení a čerpání úvěrů je uveden níže:

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

BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI	2017	2018	2019	2020	2021
Dlouhodobé úvěry					
Úroková míra	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%
Stav k 1.1.	15 406	14 406	13 406	12 406	11 406
Čerpání (+)					
Splátka (-)	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000
Úrok	349	325	302	279	255
Stav k 31.12.	14 406	13 406	12 406	11 406	10 406

BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI	2022	2023	2024	2025	2026
Dlouhodobé úvěry					
Úroková míra	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%
Stav k 1.1.	10 406	9 406	8 406	7 406	6 406
Čerpání (+)					
Splátka (-)	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000
Úrok	232	208	185	162	138
Stav k 31.12.	9 406	8 406	7 406	6 406	5 406

3.4.8. Provozní hotovost

Změna provozní hotovosti promítající v rámci provozního Cash flow období 2017 – 2026 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

Společnost eviduje k 31.12.2016 položku Krátkodobý finanční majetek ve výši 20 432 tis. Kč. Peněžní likvidita k datu ocenění činí 118%. Dle našeho názoru lze konstatovat, že Společnost k 31.12.2016 disponuje neprovozní (přebytečnou) hotovostí, nad úroveň hotovosti odpovídající 20% peněžní likvidity (L1) v celkové výši 16 974 tis.Kč.

3.4.9. Pokračující hodnota

Pro období perpetuity je cash-flow kalkulováno tzv. parametrickým vzorcem, který je založen na faktorech tvorby hodnoty, přičemž investice do pracovního kapitálu jsme propočítali s přihlédnutím

k hodnotě ukazatele CAPEX (míra čistých investic), který je odvozen od projektované míry růstu a konzervativního předpokladu, že minimální dlouhodobá rentabilita kapitálu neklesne pod WACC.

3.4.10. Míra růstu v období perpetuity

Dlouhodobou míru růstu pro období perpetuity (tj. po roce 2026) stanovujeme ve výši 2% p.a. Domníváme se, že z dlouhodobého pohledu takto stanovená míra růstu reálně odráží dlouhodobě udržitelný potenciál Společnosti i sílu konkurence.

Pro rok 2027 a následující již nebyl vytvořen finanční plán a projekce byla založena na předpokladu dlouhodobého růstu. Pro výpočet CF v perpetuitě platí tedy vztah:

- $CF \text{ perpetuitní} = [\text{Upravený EBIT} * (1 - \text{daň. sazba}) - NI] * (1 + \text{míra růstu})$, kde:
- Upravený EBIT – je upravený provozní hospodářský výsledek (2026)
- Daň. sazba – je předpokládaná daňová sazba pro období perpetuity (19%)
- NI (net investment) = $[\text{Upravený EBIT} * (1 - \text{daň. sazba})] * CAPEX$
- CAPEX – tzv. capital expenditures = tempo růstu / náklady kapitálu v perpetuitní fázi
= 2% / 11,30% = 17,69%

3.4.11. Kalkulace CF do perpetuity

Pro období perpetuity jsou pro zabezpečení stabilizovaného vývoje Společnosti kalkulovány investice do pracovního kapitálu s přihlédnutím k hodnotě ukazatele CAPEX.

Z důvodů profinancování růstu činí čisté investiční výdaje (tzv. net capital expenditures), tedy investice a změna pracovního kapitálu v průměru 17,69% z provozního hospodářského výsledku po zdanění (viz. např. www.stern.nyu.edu/~adamodar). Míra čistých investic námi použitá je odvozena od projektované míry růstu a předpokladu, že minimální dlouhodobá rentabilita kapitálu v daném sektoru neklesne pod WACC. Je spočítána jako:

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

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

- $CF \text{ do perpetuity} = [\text{Upravený EBIT}(2026) * (1 - \text{daň. sazba}) - NI] * (1 + \text{míra růstu})$
- $CF \text{ do perpetuity} = [9\,577 * (1 - 0,19) - 1\,372] * (1 + 0,02)$
- $CF \text{ do perpetuity} = 6\,512 \text{ tis. Kč}$

Pro období perpetuity lze na základě výše uvedených propočtů kalkulovat hodnotu provozního cash-flow každoročně ve výši 6 512 tis. Kč.

Tabulka - Přehled výpočtu CF do perpetuity (tis. Kč)

Položka	Hodnota (% , tis. Kč)
Provozní zisk před zdaněním a úroky (2025)	9 577
Daňová sazba pro perpetuitu	19%
Předpokládaná rentabilita kapitálu (WACC)	11,30%
Růst v perpetuitě	2,00%
CAPEX (míra čistých investic)	17,69%
Čisté investice	1 372
CF do perpetuity	6 513

3.4.12. Diskontní míra

Pro stanovení nákladu kapitálu je nutné stanovit:

- Náklady vlastního kapitálu
- Náklady na cizí zdroje

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

3.4.12.1. 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

3.4.12.2. Bezriziková sazba

V červnu 2017 činila průměrná výnosnost dlouhodobých dluhopisů ČR se splatností 10 let hodnotu 0,721% pro nákup a 0,597 % p.a. pro prodej. Výnosnost dluhopisů s nejdelší splatností (41 let) činila k uvedenému datu hodnotu 2,346% pro nákup a 2,212 % pro prodej.

Tabulka – Sazba bezrizikových dluhopisů

Název	Cena		Výnos do doby splatnosti	
	Nákup	Prodej	Nákup	Prodej
ST. DLUHOP. VAR/17	100,1	100,5	0,398	-2,774
ST. DLUHOP. 0,00/17	100,15	100,54	-0,355	-1,273
ST. DLUHOP. 0,00/18	100,2	100,68	-0,32	-1,081
ST. DLUHOP. 0,85/18	100,76	101,34	-0,132	-0,871
ST. DLUHOP. 4,60/18	105,76	106,22	-0,211	-0,573
ST. DLUHOP. 5,00/19	109,34	110,05	-0,067	-0,423
ST. DLUHOP. 0,00/19	100,18	100,81	-0,085	-0,382
ST. DLUHOP. 1,50/19	103,94	104,81	-0,143	-0,494
ST. DLUHOP. 0,00/20	100,05	100,47	-0,019	-0,175
ST. DLUHOP. 3,75/20	113,21	113,9	-0,277	-0,469
ST. DLUHOP. VAR/20	101,28	101,98	-0,288	-0,482
ST. DLUHOP. 3,85/21	117,25	118,22	-0,139	-0,341
ST. DLUHOP. 0,00/22	98,95	101,05	0,224	-0,221
ST. DLUHOP. 4,70/22	125,53	126,21	-0,132	-0,244
ST. DLUHOP. VAR/23	107,25	108,05	-0,106	-0,234
ST. DLUHOP. 0,45/23	101,79	102,59	0,168	0,043
ST. DLUHOP. 5,70/24	138,55	140,46	0,135	-0,089
ST. DLUHOP. 2,40/25	115,52	116,36	0,483	0,388
ST. DLUHOP. 1,00/26	104,12	104,85	0,532	0,452
ST. DLUHOP. 0,25/27	95,61	96,75	0,721	0,597
ST. DLUHOP. VAR/27	102,55	104,05	0,029	-0,11

ST. DLUHOP. 2,50/28	117,37	118,13	0,868	0,803
ST. DLUHOP. 0,95/30	99,21	100,69	1,015	0,893
ST. DLUHOP. 4,20/36	145,74	147,85	1,481	1,382
ST. DLUHOP. 4,85/57	164,95	170,05	2,346	2,212

Zdroj: www.patria.cz

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

Pro období prvních deseti let finančního plánu tedy aplikujeme sazbu aktuální výnosnosti vládních dluhopisů **0,597% p.a.** a následně pro období perpetuity pak kalkulaci dle prof. E. Wengera vycházející ze srovnání aktuálních výnosnosti desetiletých dluhopisů a výnosnosti dluhopisů s nejdelší dobou splatnosti (tj. se splatností do r. 2057), jež v daném případě činí **3,03% p.a.**

3.4.12.3. Koeficient β

3.4.12.3.1. Definice

Koeficient β měří citlivost výnosnosti (akcie) společnosti na výnosnost trhu jako celku, což lze obecně nazvat systematickým rizikem. Dle metodiky CAPM se tomuto systematickému riziku nelze vyhnout a je tak součástí všech (akcií) subjektů působících na trhu (s výjimkou bezrizikových státních dluhopisů) a nelze jej plně eliminovat diverzifikací portfolia. Výše, resp. intenzita tohoto systematického rizika je měřena právě vlivem koeficientu β .

3.4.12.3.2. Metody kalkulace

V praxi lze očekávanou výši koeficientu β , tj. očekávanou míru systematického rizika konkrétní společnosti odhadnout několika způsoby:

- kalkulace koeficientu β metodou analogie, tj. převzetím hodnoty koeficientu β od podobných (resp. analogických) podniků
- kalkulace koeficientu β na základě historických dat podniku (přímá analogie)
- kalkulace koeficientu β na základě analýzy faktorů, které na něj působí

Metoda analogie, jež pracuje s historickými daty evropského, resp. amerického kapitálového trhu, se v praxi jeví jako nejpřesnější, neboť při konstrukci očekávané hodnoty koeficientu β , jež je ukazatelem rizikovosti odvětví společnosti, pracuje s hodnotami historické výnosnosti, resp. rizikovosti společností, působících na americkém, resp. evropském trhu.

3.4.12.3.3. Koeficient β

Koeficient beta je stanoven metodou analogie podle relevantních společností působících ve stejném odvětví v rámci evropského regionu. Jedná se o odvětví „Paper/Forest products“, které se nám jeví jako nejbližší obory, ve kterých působí oceňovaná společnost. Nezadlužená beta je tedy pro účel výpočtu diskontu kalkulována ve výši **0,83**.

Tabulka - Stanovení beta metodou analogie

Odvětví	Počet firem	Beta	D/E poměr	Nezadlužená beta
Paper/Forest Products	42	1,12	41,48%	0,83

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

3.4.12.4. Riziková prémie pro vyspělé trhy

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

Nejvhodnějším základem pro výpočet historických premií jsou disponibilní data o vývoji kapitálových trhů v USA, a to za období 1928-2016 (www.damodaran.com). Základem pro výpočet přírážky za tržní riziko je tedy co možná nejdelší časová řada historických dat, z nichž je přírážka za tržní riziko kalkulována metodou průměrování. V souladu s českou i zahraniční odbornou literaturou aplikujeme způsob průměrování příslušných dat v závislosti na úrovni závislosti jednotlivých dat uvedené časové řady. S ohledem na kalkulovanou úroveň vzájemné závislosti/korelace dat ($R_M - r_f$) kapitálového trhu jednotlivých let uvedené časové řady pohybující se v hodnotách blízkých 0 lze konstatovat, že data časové řady jsou vzájemně nekorelována a tudíž lze pro účely kalkulace přírážky za tržní riziko aplikovat aritmetický průměr.

Tabulka – Kalkulace rizikové prémie aritmetickým průměrem

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

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

Tabulka – Kalkulace rizikové prémie geometrickým průměrem

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

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

Pro účely kalkulace diskontu v rámci ocenění metodou DCF uvažujeme výši prémie za tržní riziko společnosti kalkulované mediánem aritmetického a geometrického průměru za období 1928-2016, tedy ve výši **5,43% p.a.**

3.4.12.5. Přirážka za riziko země

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

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

3.4.12.6. Prémie za velikost a tržní kapitalizaci

Prémie za riziko je propočítávána v rámci publikace 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 připočíst prémii za velikost a tržní kapitalizaci v hodnotě **3,58 % p.a.**

Tabulka – Kalkulace přirážky za tržní kapitalizaci

Decil	Tržní kapitalizace nejmenších společností (v mil. \$)	Tržní kapitalizace největších společností (v mil. \$)	Přirážka za tržní kapitalizaci
střední kapitalizace	2 090,566	9 611,187	1,00%
nízká kapitalizace	448,502	2 083,642	1,70%
mikro kapitalizace	1,963	448,079	3,58%

Zdroj: 2016 Valuation Handbook- Guide to Cost of Capital

3.4.12.7. Přirážka za specifická rizika

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

S ohledem na účel ocenění jsme se rozhodli přirážku za specifická rizika neuplatňovat.

3.4.12.8. Výsledná kalkulace nákladů vlastního kapitálu

Zjištěné hodnoty mohou tedy být dosazeny do vzorce:

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

Výslednou kalkulaci diskontního faktoru (WACC) uvádíme v části níže.

3.4.12.8.1. Diskontní míra – náklady cizích zdrojů

Náklady cizích zdrojů jsou odvozené od plánovaných nákladů (úrokových sazeb) na cizí financování (viz. kapitola 3.4.7.1. Způsob financování).

3.4.12.8.2. 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

DISKONTNÍ FAKTOR	2017	2018	2019	2020	2021
Bezriziková sazba	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%
Nezadlužená beta	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83
Market Risk Premium	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%
Country Risk Premium	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Market Capitalization Premium	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	30,08%	26,86%	24,14%	21,52%	19,18%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročené cizí zdroje	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%
Náklady na vlastní zdroje	11,33%	11,06%	10,85%	10,66%	10,50%
WACC	8,49%	8,60%	8,69%	8,78%	8,85%

DISKONTNÍ FAKTOR	2022	2023	2024	2025	2026	Perpetuita
Bezriziková sazba	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	3,03%
Nezadlužená beta	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83
Market Risk Premium	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%
Country Risk Premium	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Market Capitalization Premium	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	17,26%	15,34%	13,58%	11,96%	10,44%	10,44%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročené cizí zdroje	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%	2,16%	2,16%
Náklady na vlastní zdroje	10,38%	10,26%	10,16%	10,07%	9,98%	12,42%
WACC	8,92%	8,98%	9,04%	9,09%	9,12%	11,31%

3.4.13. Vlastní ocenění výnosovou metodou

3.4.13.1. 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 (zaokrouhloeno):

Provozní + perpetuitní efekt celkem 52 747 tis. Kč

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

3.4.13.2.1. Volná hotovost

Z informací uvedených v kapitole 3.4.8 Provozní hotovost je patrné, že Společnost disponuje k datu ocenění volnou či nadbytečnou hotovostí.

Celková hodnota volné hotovosti k datu ocenění tedy činí 16 974 tis. Kč.

3.4.13.2.2. Neprovozní pohledávky

Společnost ke dni ocenění eviduje pohledávku za ovládanými a řízenými osobami. Tuto pohledávku považujeme za neprovozní a bude přičtena k výsledku ocenění.

Celková hodnota neprovozních pohledávek k datu ocenění tedy činí 4 351 tis. Kč.

3.4.13.2.3. Dlouhodobý finanční majetek

Společnost ke dni ocenění eviduje dlouhodobý finanční majetek v podobě podílu v ovládaných a řízených osobách. Bližší specifikaci podílu se nám nepodařilo zjistit. Tento majetek považujeme za neprovozní a bude přičten k výsledku ocenění v pořizovací ceně.

Celková hodnota dlouhodobého finančního majetku k datu ocenění tedy činí 5 838 tis. Kč.

3.4.13.2.4. Odečitatelné cizí zdroje

V bilanci společnosti se k datu ocenění vyskytují položky odečitatelných cizích zdrojů – Bankovní úvěry, které budou odečteny od výsledku ocenění ve výši 15 406 tis.Kč.

K datu ocenění eviduje Společnost rovněž položku Odložený daňový závazek (resp. „ODZ“) a to v účetní výši 9 984 tis. Kč. S ohledem na jeho 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	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
1/10 ODZ	998	998	998	998	998	998	998	998	998	998
diskont	8,52%	8,60%	8,69%	8,77%	8,85%	8,92%	8,98%	9,04%	9,09%	9,12%
NPV	6 482	6 036	5 557	5 042	4 486	3 884	3 232	2 524	1 754	915

Společnost Pradědský lesní závod, a.s. eviduje k 31.12.2016 položku Odložený daňový závazek po přecenění ve výši 6 482 tis. Kč.

Celková hodnota odečitatelných cizích zdrojů k datu ocenění tedy činí 21 888 tis. Kč.

3.4.13.3. 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 52 747 tis. Kč

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

Neprovozní hotovost 16 974 tis. Kč

Neprovozní pohledávky 4 351 tis. Kč

Dlouhodobý finanční majetek 5 838 tis. Kč

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

Odložený daňový závazek -6 482 tis. Kč

Hodnota bankovních úvěrů -15 406 tis. Kč

Hodnota společnosti 58 022 tis. Kč

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

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

Rok	2022	2023	2024	2025	2026	Perpetuita
Cash-flow pro ocenění	4 445	5 046	5 670	6 319	-2 944	6 513
Diskontní sazba	8,92%	8,98%	9,04%	9,09%	9,12%	9,31%
NPV	60 701	61 670	62 163	62 111	61 439	69 989

Rok	2017	2018	2019	2020	2021
Cash-flow pro ocenění	3 492	2 801	2 825	3 312	3 867
Diskontní sazba	8,52%	8,60%	8,69%	8,77%	8,85%
NPV	52 747	53 750	55 573	57 578	59 318
Hodnota dluhů	-21 888				
Neprovozní aktiva	10 189				
Volná hotovost	16 974				
Hodnota podniku	58 022				

Hodnota čistého obchodního majetku (jmění) společnosti Pradědský lesní závod, a.s., stanovená výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků ke dni ocenění činí, po zaokrouhlení na celé tisíce, částku 58 022 tis. Kč.

3.5. Majetkové ocenění na principu historických cen

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

na další vývoj z důvodu krátkého trvání jeho existence. Metodu považujeme za vhodnou jako výchozí informaci pro oceňovatele.

K datu ocenění činila dle dodaných finančních výkazů hodnota Vlastního kapitálu Společnosti 115 557 tis. Kč, proto stanovujeme účetní hodnotu Vlastního kapitálu dle těchto výkazů na částku **115 557 tis. Kč**.

Hodnota čistého obchodního majetku, resp. jmění, společnosti Pradědský lesní závod, a.s., stanovená majetkovou metodou na principu historických cen, činí ke dni ocenění částku 115 557 tis. Kč.

3.6. Rekapitulace výsledků ocenění

Hodnotu jmění společnosti Pradědský lesní závod, a.s. jsme stanovili dvěma následujícími metodami:

Tabulka – Rekapitulace ocenění jmění Společnosti (tis. Kč)

Metoda	Ocenění jmění Společnosti (tis. Kč)
Majetkové ocenění na principu hist. cen	115 557
Výnosová metoda ocenění dle diskontovaných peněžních toků po zdanění (DCF entity)	58 022

V souladu s informacemi uvedenými v rámci předchozí kapitoly 3.3. Použitý způsob ocenění **preferujeme výnosovou metodu ocenění (DCF Entity)**

Hodnotu jmění společnosti Pradědský lesní závod, a.s. pro účely ocenění společnosti indikujeme na základě výše uvedených informací a předpokladů, po přiměřeném zaokrouhlení zohledňujícím zvolenou metodu ocenění, celkem na částku 58 022 tis. Kč.

3.7. Přepočítání na hodnotu akcií pro účely dražby

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

- Diskont za minoritu ve výši 15%
- Diskont za nelikviditu ve výši 11,91%

Tabulka – Hodnota Společnosti po zohlednění diskontu za minoritu a nelikviditu (tis. Kč, %)

Hodnota podniku	58 022
diskont za minoritu	15,00%
diskont za nelikviditu	12,21%
Hodnota podniku včetně diskontu za minoritu a nelikviditu	42 370

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

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

počet akcií	jmen. hodn. 1 akcie	nominál celkem	výnosová h. celkem	výnos. h. 1 akcie
9 409 188	10	94 091 880	42 370 000	4,50

Hodnotu jedné akcie Společnosti o jmenovité hodnotě 10 Kč stanovujeme pro účely dražby na částku 4,50 Kč.

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

4. ZÁVĚR

Jsmo názoru, že při splnění všech výše uvedených předpokladů činí hodnota 100% akcií společnosti Pradědský lesní závod, a.s., IČ 02598183, ke dni ocenění:

42 370 000,- Kč

slovy: čtyřicetdvamilionůtřístasedmdesát tisíc korun českých

Na základě přepočtu výsledného ocenění 100% jmění společnosti Pradědský lesní závod, a.s., IČ 02598183, stanovujeme hodnotu jednotlivých emitovaných akcií následovně:

4,50 Kč za jednu kmenovou akcii na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10,- Kč

slovy: čtyři koruny české padesát haléřů českých

V Brně dne 10. července 2017

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

Ing. David Hrazdíra
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 3112-172/17 znaleckého deníku.

Otisk znalecké pečeti



Podpis za znalecký ústav

Seznam příloh:

- 1) Výpis z obchodního rejstříku společnosti Pradědský lesní závod, a.s., vedeného Krajským soudem v Ostravě, oddíl B, vložka 10561, pořízený prostřednictvím internetu
- 2) Výzva k poskytnutí informací pro realizaci dražby
- 3) Odpověď na výzvu k poskytnutí informací pro realizaci dražby

Příloha č. 1

Výpis z obchodního rejstříku společnosti Pradědský lesní závod, a.s., vedeného Krajským soudem
v Ostravě, oddíl B, vložka 10561, pořízený prostřednictvím internetu

Výpis

z obchodního rejstříku, vedeného
Krajským soudem v Ostravě
oddíl B, vložka 10561

Datum zápisu:	1. února 2014
Spisová značka:	B 10561 vedená u Krajského soudu v Ostravě
Obchodní firma:	Pradědský lesní závod, a.s.
Sídlo:	Nádražní 599, 793 26 Vrbno pod Pradědem
Identifikační číslo:	025 98 183
Právní forma:	Akciová společnost
Předmět podnikání:	Silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - osobní provozovaná vozidly určenými pro přepravu nejvýše 9 osob včetně řidiče Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Předmět činnosti:	Myslivost podle ustanovení § 2 písm. a) zákona č. 449/2001 Sb., o myslivosti
Statutární orgán - představenstvo:	
předseda představenstva:	MILOSLAV KOMÁREK, dat. nar. 10. října 1961 Mnichov 363, 793 26 Vrbno pod Pradědem Den vzniku funkce: 1. února 2014 Den vzniku členství: 1. února 2014
místopředseda představenstva:	VLADISLAV HERMAN, dat. nar. 3. ledna 1954 č.p. 342, 793 23 Karlovice Den vzniku funkce: 1. února 2014 Den vzniku členství: 1. února 2014
člen představenstva:	JAROSLAV MARTÍNEK, dat. nar. 2. listopadu 1954 Železná 174, 793 26 Vrbno pod Pradědem Den vzniku členství: 1. února 2014
Počet členů:	3
Způsob jednání:	Společnost zastupuje každý člen představenstva samostatně
Dozorčí rada:	
člen dozorčí rady:	LADISLAVA KOCIÁNOVÁ, dat. nar. 6. ledna 1953 č.p. 372, 793 23 Karlovice Den vzniku členství: 1. února 2014
člen dozorčí rady:	MILAN KUDLÍK, dat. nar. 4. dubna 1955 Bílý Potok 152, 793 26 Vrbno pod Pradědem Den vzniku členství: 1. února 2014
člen dozorčí rady:	VÁCLAV HOCHMAN, dat. nar. 6. září 1958

č.p. 283, 793 23 Karlovice
Den vzniku členství: 9. prosince 2014

Počet členů: 3

Akcie:

9 409 188 ks kmenové akcie na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10,- Kč

Základní kapitál: 94 091 880,- Kč

Splaceno: 100%

Ostatní skutečnosti:

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

Obchodní společnost Pradědský lesní závod, a.s. vznikla splynutím, kdy na ni přešlo jmění zanikajících obchodních společností Pradědská lesní a.s. se sídlem Vrbno pod Pradědem, Nádražní č.p. 599, PSČ 793 26, identifikační číslo: 607 92 116 a Pradědský lesní závod, a.s. se sídlem Vrbno pod Pradědem, Nádražní č.p. 599, PSČ 793 26, identifikační číslo 471 51 218, a to na základě projektu fúze splynutím ze dne 30.6.2013.

Příloha č. 2

Výzva k poskytnutí informací pro realizaci dražby

Pradědský lesní závod, a.s.
Miloslav Komárek
předseda představenstva
Nádražní 599
793 26 Vrbno pod Pradědem

V Brně 4. 5. 2017

Výzva k poskytnutí informací pro realizaci dražby

Vážený pane Komárku,

jako dražebník – obchodník s cennými papíry připravujeme dražbu akcií společnosti Pradědský lesní závod, a.s. na návrh navrhovatele Mgr. Jiřího Ostravského, likvidátora společnosti **FORESTINVEST Velké Karlovice, a.s. v likvidaci**, IČO 48533718, která je významným (kvalifikovaným) akcionářem vaší společnosti. V této souvislosti vás vyzývám k poskytnutí informací o stavu hospodaření společnosti **Pradědský lesní závod, a.s.**, IČO 02598183, se sídlem Nádražní 599, 793 26 Vrbno pod Pradědem, potřebných dle § 13 odst. 2 zákona 26/2000 Sb., o veřejných dražbách k provedení odhadu dražených akcií. Požadované informace jsou specifikovány níže.

Neposkytnutí informací nezpůsobí nemožnost provedení dražby (viz. §13 odst. 3 zákona 26/2000 Sb., o veřejných dražbách), může však způsobit vyvození odpovědnosti statutárního orgánu z důvodu neposkytnutí součinnosti podle zákona.

A. Podklady základní
1. Kompletní účetní výkazy v oficiálním formátu k 31. 12. 2016 (postačí předběžné) a obrátové předvahy k nim
2. Znalecké posudky o hodnotě jmění zpracované pro fúzi splynutím Pradědský lesní závod a.s. a Pradědská lesní a.s.
B. Doplnkové podkladové materiály pro ocenění
1. Sestavy dlouhodobého majetku s informacemi: název/identifikace, datum pořízení, pořizovací cena, oprávky a zůstatková cena
2. Manažerský rozpad historických nákladů a výnosů, je-li k dispozici
3. Finanční plán společnosti – plán výnosů, nákladů a bilance v co nejdetailnější podobě na 3 až 5 let, ideálně i v manažerské podobě
4. Identifikace trhu společnosti a případné konkurence, základní charakteristika

odběratelů (počet a průměrná tržba, obvyklé délky a výše kontraktů, opakovatelnost klientů atp.)
5. Detail plánu financování z cizích zdrojů (typ financování, splatnost, úrokové sazby)
6. Detail plánu investic pro známé období (konkrétní předmět investice, částka, rok pořízení, očekávaná životnost) a předpokládaná potřebná průměrná výše investic za tímto horizontem
7. Přehled investic realizovaných formou leasingu (celková cena předmětu leasingu, stav splátek ve stavu ke konci 2016)
8. Přehled neprovozního majetku společnosti s případným odhadem jeho tržní hodnoty, je-li k dispozici. Neprovozní majetek je majetek, který je možné prodat, aniž by byl ohrožen provoz společnosti (typicky rekreační objekty, nevyužívaný strojní majetek atp.)
9. Další relevantní podklady a informace, které by mohly mít vliv na hodnotu společnosti

Preferujeme elektronické verze podkladů, tabulkové podklady pak v MS Excel zaslané na níže uvedenou e-mailovou adresu.

Děkuji za pochopení a za spolupráci.

S pozdravem



Ing. Tomáš Kunčický
předseda představenstva
CYRRUS CORPORATE FINANCE a.s.
Veveří 111 (PLATINIUM)
616 00 Brno
tel.: 538 705 786
e-mail: corporate@cyrrus.cz

Příloha č. 3

Odpověď na výzvu k poskytnutí informací pro realizaci dražby



Nádražní 599, 793 26 Vrbno pod Pradědem

DOPORUČENĚ

CYRRUS CORPORATE FINANCE a. s.
Ing. Tomáš Kunčický
předseda představenstva
Veveří 111 (PLATINIUM)
616 00 Brno

Váš dopis č.j.

Naše značka
116/102/17

Vyřizuje
Ing. Komárek M.

Vrbno pod Pradědem dne
2017-05-23

Vážený pane předsedo,

v souladu s Vaším dopisem ze dne 4.5.2017 o připravované dražbě akcií obchodní společnosti Pradědský lesní závod, a. s., IČ: 02598183, Vám zasílám informace o hospodaření této společnosti v podobě kompletních účetních výkazů k datu 31.12.2016.

Po konzultaci s naší právní službou jsem toho názoru, že Vámi ostatní požadované informace jsou buď veřejně přístupné anebo jsou interní povahy, o jejichž uvolnění mohou rozhodnout jen akcionáři společnosti.

S pozdravem

Pradědský lesní závod, a.s.
Nádražní 599
793 26 Vrbno pod Pradědem
IČ: 025 98 183, DIČ: CZ02598183

Ing. Miloslav Komárek, Ph.D.
předseda představenstva

Pradědský lesní závod, a. s.
Nádražní 599, 793 26 Vrbno pod Pradědem
T: 420 554 700 100 • F: +420 554 741 700
pr@plz.cz • www.plz.cz
IČ: 025 98 183 • DIČ: CZ02598183

Společnost je zapsána v obchodním rejstříku u Krajského soudu v Brně, oddíl: 0026, číslo: 1482, IČ: 025 98 183