

III. Překlady pro ocenění

IV. Výběr metody ocenění

■ základní výsledků analýz, definice generátorů hodnoty a vytvořeného finančního plánu byla
■ vložena do četné část posudku, tj. vlastní ocenění společnosti STAMEDOP, a. s.

► Díky tomu se dané aktivum aktivně a pravidelně obchoduje, nenastávají vážnější problémy s hodnoty. Současné transakce poskytují jasnou indikaci jeho hodnoty. Jestliže však existuje stabilizovaný trh, kde by se dané aktivum pravidelně obchodovalo, používají se pro hodnoty následující metodologické postupy nebo jejich kombinace. Vždy je nutné určit použitelnost příslušné metody v závislosti na účelu ocenění a povaze hodnoceného aktiva. V praxi jsou v zásadě využívány tři základní přístupy ocenění:

- **Dynamické metody**
 - **Metody s rozdíly komparace**
 - **Multimetody**

III. Fínský přístup

[REDAKTOVÁNO] říká metoda, které se v rámci výnosového přístupu používají pro ocenění. Jednou z [REDAKTOVÁNO] je metoda diskontovaných peněžních toků. V rámci této metody jsou odhadovány [REDAKTOVÁNO] toky, včetně terminální hodnoty na konci projektovaného období, které jsou [REDAKTOVÁNO] na současnou hodnotu požadovanou mírou výnosnosti. Metoda diskontovaných [REDAKTOVÁNO] je považována (spolu s ostatními modely používajícími predikce budoucích [REDAKTOVÁNO] nezáležitostí) nejsprávnější metodu ocenění, protože explicitně bere do úvahy budoucí [REDAKTOVÁNO] s vlastnictvím oceňovaného aktiva.

Historická metoda je založena na kapitalizaci některého z ukazatelů výkonnosti společnosti, jinak řečeno zisk nebo dividendy. Úroveň kapitalizace odráží jak riziko, tak i dlouhodobé výkonné společnosti. Při kapitalizaci historických ukazatelů finanční výkonnosti je vždy vědomi, že historické údaje slouží pro předpověď budoucnosti.

■ mění se v diskontní sazbě, respektive v míře kapitalizace, odráží podmínky na trhu a využívané společnosti.

[redacted] závisí výnosů, nákladů, potřebného pracovního kapitálu a investic, kapitálového rizika a určované diskontní sazby je zpracována prognóza čistých budoucích výnosů [redacted] ze určité prognózované období. Budoucí výnosy lze definovat jako čistý zisk [redacted] tak. Peněžní toky lze dále definovat jako peněžní tok na úrovni equity (peněžní [redacted] vlastníkům) a peněžní tok na úrovni entity (peněžní toky dostupné investorům s [redacted] kapitálem). V obou případech lze peněžní toky počítat před zdaněním nebo [redacted] reálných (ocíštěných o inflaci) nebo nominálních (včetně inflace) hodnotách.

[redacted] nejednotné varianty pro definování budoucích výnosů závisí na odborném úsudku [redacted] musí zvážit specifické skutečnosti a okolnosti jednotlivých případů.

diskontní sazby jsou budoucí výnosy a zůstatková hodnota diskontovány nebo **diskontovány** na jejich současnou hodnotu. Součet současných hodnot představuje hodnotu **úročeného kapitálu** u modelu peněžního toku vlastního kapitálu, a hodnotu celkového **úročeného kapitálu** (vlastní kapitál plus cizí úročený kapitál) u modelu peněžního toku na **vložky**. Cizí úročený kapitál je třeba v případě posledně jmenované varianty odečít, aby **zůstatková hodnota vlastního kapitálu**.

VII.1.2. Metody tržní komparace

Přístup tržního porovnávání určuje hodnotu vlastního kapitálu obchodního závodu na základě porovnání oceňované společnosti se srovnatelnými firmami působícími v podobné oblasti podnikání, které jsou veřejně obchodovatelné nebo jsou součástí veřejné či soukromé transakce. Přibliží se rovněž k předchozím transakcím týkajícím se vlastního kapitálu předmětné společnosti. Odhad se provádí na základě „metody srovnatelných obchodních závodů“ nebo na základě „metody srovnatelných transakcí“.

Nedílnou součástí tohoto přístupu je finanční analýza a porovnání oceňovaného obchodního závodu se „srovnatelnými obchodními závody“ z hlediska likvidity, zisků, výnosů, jejich růstu a produktivity. Srovnatelné transakce jsou analyzovány na základě kritérií porovnatelnosti, jakými jsou podmínky transakce, její rozsah a termín realizace. Tato analýza je důležitá při výběru příslušných koeficientů, které se aplikují na finanční údaje oceňovaného obchodního závodu. Příslušné údaje jsou porovnány a náležitě upraveny s ohledem na oceňovaný obchodní závod.

VII.1.3. Metody majetkové

Majetkové metody stanovují hodnotu majetkové podstaty obchodního závodu (substanci). Majetková hodnota obchodního závodu je pak dána jako rozdíl individuálně oceněných položek majetku a dluhů. Majetkové ocenění lze členit v závislosti na tom, podle jakých zásad a předpokladů budeme oceňovat jednotlivé složky. V případě, že pracujeme s předpokladem „going concern“, ocenění by mělo odrážet náklady na znovu pořízení majetku (reprodukci majetku) sníženou o hodnotu opotřebení) – metoda substanční hodnoty.

Základem majetkovou metodou je metoda likvidační hodnoty. V daném případě nepředpokládáme žádoucí existenci obchodního závodu a posuzujeme hodnotu z pohledu peněz, které by mohly získat prodejem jednotlivých částí majetku obchodního závodu po úhradě dluhů. ~~Metody majetkové~~ metody patří rovněž metoda účetní hodnoty. V tomto případě vycházíme z ~~zásad~~ majetku a dluhů na bázi účetních principů a zásad. V rámci přecenění dílčích složek majetku a dluhů lze samozřejmě využít i ostatní aplikovatelné metody.

VII.2 Přístup a výběr metody ocenění

~~Na začátku~~ analýz je znalec přesvědčen, že obchodní závod splňuje předpoklad nekonečného ~~existenci~~ podnikání obchodního závodu, tzv. going concern. Na základě této skutečnosti se znalec rozhodl pro ~~metodu~~ metodu kapitalizace čistých výnosů (zisků).

VII.2.1. Výnosový přístup ocenění obchodního závodu

~~Na začátku~~ této části byla provedena kalkulace výnosové hodnoty obchodního závodu založená na ~~metodou~~ kapitalizovaných čistých výnosů. Tato metoda využívá výsledků provedeného šetření a ~~ocenění~~ oceňované společnosti za předpokladu pokračování její podnikatelské činnosti i v ~~účetních~~ letech („going concern“).

VII.2.1.1. Technika propočtu

~~Na začátku~~ metody kapitalizace čistých výnosů probíhá výpočet v následujících krocích. ~~Na začátku~~ je určen trvale odnímatelný průměrný čistý výnos. Veškerý vyprodukovaný čistý zisk ~~na začátku~~ hospodaření za účetní období je uvažován jako trvale odnímatelný.

~~je~~ jednotlivých účetních období jsou upravovány bazickým cenovým indexem vztázeným tak, aby byl zachycen vliv inflace.

~~je~~ jednotlivých účetních období jsou upraveny váhami, přičemž období nejvzdálenější je ~~váhou~~ váhou nejnižší, období nejbližší hodnocení pak váhou nejvyšší.

~~zpracování~~ aktiva byla zjištěna, výsledek dále uvedeného výpočtu tedy bude dále upraven o krátkodobého finančního majetku, dále pak o hodnotu cizích úročených zdrojů, která je ~~posuzovaném~~ případě nulová, neboť společnost nevyužívá cizí úročený kapitál.

~~zpracování~~ výsledek pak vyjadřuje hodnotu obchodního závodu (společnosti) na úrovni vlastního ~~zpracování~~

Závěračné číslo:

~~zpracování~~ ale odnímatelného průměrného čistého výnosu

$$\overline{E} = \frac{\sum_{i=1}^n E_i * IB_i * W_i}{n}$$

~~zpracování~~ průměrný trvale odnímatelný čistý výnos
~~zpracování~~ hospodářský výsledek za účetní období v roce i
~~zpracování~~ bazický index inflace v roce i vztázený k roku n
~~zpracování~~ výška přidělená roku i
~~zpracování~~ délka období

Závěračné číslo:

~~zpracování~~ brutto výnosové provozní hodnoty obchodního závodu

$$\overline{E} = \frac{\sum_{i=1}^n E_i}{n}$$

~~zpracování~~ aktualizovaná současná hodnota budoucí vypočívané částky
~~zpracování~~ průměrný trvale odnímatelný čistý výnos
~~zpracování~~ diskontní míra

~~zpracování~~ brutto je následně odečtena hodnota úročeného cizího kapitálu. Výstupní informaci "provozní hodnota" (provozní hodnota vlastního kapitálu) společnosti. Tuto kategorii ~~zpracování~~ společnost vykazuje v celkové výši Kč 159.000. V závěrečném kroku se ~~zpracování~~ konfiguruje přičtením hodnoty neprovozního majetku.

~~zpracování~~ majetku na provozně potřebná a nepotřebná aktiva vycházíme z předpokladu, že ~~zpracování~~ závod potřebuje majetek určité velikosti a struktury ke své podnikatelské činnosti. ~~zpracování~~ základní pro základní podnikatelské zaměření jsou označována za aktiva provozně ~~zpracování~~. ~~zpracování~~ jsou pak označována jako provozně nepotřebná nebo neprovozní aktiva. Důvody ~~zpracování~~ spadují jednak v tom, že část aktiv nemusí být používána nebo z nich neplynou ~~zpracování~~ nízké příjmy. S neprovozními aktivy je rovněž spojeno odlišné riziko na rozdíl od ~~zpracování~~ závodu obchodního závodu.

1.2 Diskontní míra (míra kapitalizace)

Na výpočet průměrného trvale odnímatelného zisku bylo přistoupeno ke stanovení diskontní míry, pomocí které byly převedeny čisté výnosy na současnou hodnotu. Pro model hodnoty čistých výnosů byla aplikována diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Náklady kapitálu odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svého investic do obchodního závodu a tomu odpovídajícímu riziku.

Zároveň vzorec pro WACC odpovídá následujícímu vztahu:

Formule 3.3:

Vzorec výpočtu vážených nákladů kapitálu

$$WACC = (1 - t) * n_{CK} * \frac{CK}{K} + n_{VK} * \frac{VK}{K}$$

■ ~~zisk~~ daně z příjmu

■ ~~úročky~~ na úročený cizí kapitál

■ ~~úročka~~ hodnota úročeného cizího kapitálu vloženého do obchodního závodu

■ ~~úročky~~ na vlastní kapitál při dané úrovni zadlužení

■ ~~úročky~~ hodnota vlastního kapitálu

■ ~~úročka~~ hodnota investovaného kapitálu v „tržních“ hodnotách

vlastní kapitál

Na výpočet nákladů vlastního kapitálu byl použit model CAPM (Capital Asset Pricing Model). Tento model, zájmu tržní hodnota, měla by diskontní míra odrážet stav na kapitálovém trhu (vzájemného rizika). Z tohoto pohledu lze považovat model CAPM za teoreticky správný a využívaný způsob, jak kalkulovat diskontní míru pro tržní ocenění. Vzhledem k nedostupnosti kapitálovému trhu v České republice (relativně malá využitelnost a spolehlivost dat z českého kapitálového trhu) byly použity některé informace z rozvinutějších trhů (např. z amerického a evropského kapitálového trhu). V případě dostatečně spolehlivých dat byly použita data z českého kapitálového trhu. Získané výsledky pak znalec upravil o specifické země.

Základem byl použit následující vzorec:

Formule 3.4:

Vzorec výpočtu vlastního kapitálu

$$n_{VK} = r_f(\text{USA}) + \beta * \text{RPT}(\text{USA}) + \text{RPZ} + p$$

■ ~~úročky~~ na vlastní kapitál

■ ~~bezpečnostní~~ bezpečnostní úroková míra

■ ~~bezpečnostní~~ β přenesené z evropského trhu a upravené na zadlužení oceňované bezpečnostní hodnoty v tržních hodnotách

■ ~~bezpečnostní~~ bezpečnostní prémie kapitálového trhu USA

■ ~~bezpečnostní~~ bezpečnostní prémie země

■ ~~bezpečnostní~~ bezpečnostní prémie za nízkou tržní kapitalizaci a další specifické přirážky

[redakce] v koeficientu byl promítnut vliv zadlužení obchodního závodu (kapitálová struktura) a [redakce] je nezadlužené hodnotě β koeficientu pro obchodní podniky působící ve stejném [redakce]

[redakce] na cizí kapitál

[redakce] na cizí kapitál jsou z povahy věci levnějšími zdroji v porovnání s náklady na vlastní [redakce]. Důvodem je skutečnost, že vlastník nese větší riziko než věřitel a požaduje vyšší výnos. [redakce] by náklady cizího kapitálu měly odrážet mimo jiné dlouhodobé tržní tendenze [redakce] kapitálu a finanční bonitu obchodního závodu.

[redakce] model kapitalizovaných čistých výnosů

[redakce] výpočetné hodnoty podnikatelských aktivit STAMEDOP, a. s. je založen na [redakce] předpokladech a výše uvedených postupech.

[redakce] průměrného trvale odnímatelného čistého výnosu

[redakce] hodnoty kapitalizovaných čistých výnosů pak vychází z ekonomické historie [redakce] a determinuje hodnotu společnosti na úrovni tržní hodnoty vlastního kapitálu.

[redakce] pevažuje znalec za užitečné popsat dále prováděné výpočetní postupy.

[redakce] byla zvolena časová řada 2010 – 2013.

[redakce] vypočítaný čistý zisk za účetní období je uvažován jako trvale odnímatelný.

[redakce] účetním období vykazován hospodářský výsledek zápornou hodnotou, je tato [redakce] urazena hodnotou nulovou tak, aby významně neovlivnila výslednou hodnotu. [redakce] případě se však tato eventualita nevyskytuje.

[redakce] účetních období jsou upravovány bazickým cenovým indexem [redakce] roku 2013 tak, aby byl zachycen vliv inflace.

[redakce] let jsou upraveny váhami, přičemž období nejvzdálenější je [redakce] vzhledu nejnižší, období nejbližší hodnocení pak vzhledu nejvyšší.

[redakce] průměrného trvale odnímatelného zisku (v tis. Kč)

Příčka	2010	2011	2012	2013	Celkem
	633	32	506	2 735	x
	1,5	1,9	3,3	1,4	x
[redakce] index	1,015	1,019	1,033	1,014	x
[redakce] index k r. 2013	1,0674	1,0475	1,0140	1,0000	x
[redakce] index	676	34	513	2 735	x
	1	2	3	4	10
[redakce] vahami	676	67	1 539	10 940	13 222

[redakce] STAMEDOP, a. s., ČSÚ, vlastní výpočet

$$\frac{676}{10} = \text{Kč } 1.322.200$$

III.2. Stanovení diskontní míry

Při výpočtu hodnoty obchodního závodu výnosovými metodami, které jsou založeny na bázi bezrizikových čistých výnosů, je potřebné stanovit diskontní míru, v daném případě míru capitalizace. Pomocí této diskontní míry se v současné hodnotě promítají faktory časové vzdálenosti peněz a rizika spojených s nejistotou ohledně budoucích peněžních toků.

Diskontní míra, nebo náklady kapitálu – jsou minimální akceptovatelnou výnosností investice. Diskontní sazba vyjadřuje alternativní náklady příležitosti, které mají investoři investující do svého projektu.

Diskontní sazba stanovena jako vážený průměr hodnoty kapitálu (WACC = Weighted Average Cost of Capital) vyjadřuje časovou hodnotu peněz, používanou k přepočtu očekávaného budoucího příjmu do současné hodnoty. Diskontní míra tak bude tvořena průměrnými váženými náklady kapitálu (WACC), přičemž náklady vlastního kapitálu při konkrétní úrovni zadlužení využijeme pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM).

WACC se stanovuje jako vážený průměr ceny vlastního kapitálu a ceny dluhového kapitálu. Cena vlastního kapitálu je složena z ceny bezrizikové investice, rizikové přirážky za obor, ve kterém firma působí, rizikovou přirážku za likvidnost investice, rizikovou přirážku za finanční riziko společnosti a přirážku za obchodní riziko. Cena dluhového kapitálu je odvozena z diskontní míry dlouhodobých úvěrů. Formalizovaný postup výpočtu je ukázán ve výše uvedeném rovnici č. 3.

III.2.1. Náklady na vlastní kapitál (CAPM)

Metodu CAPM se znalec rozhodl použít z toho důvodu, že je zatím jedinou, ve světové praxi užívanou metodou pro výpočet diskontní míry pro tržní ocenění. Ve své podstatě vychází z dat kapitálovém trhu v USA, které jsou pro české podmínky upraveny o bezrizikovou úrokovou míru výnos desetiletých státních dluhopisů) a o rizikovou prémii země.

Při výpočtu nákladů vlastního kapitálu použijeme rovnici 5:

Rovnice č. 5:

Náklady vlastního kapitálu

$$\tilde{r}_e = r_f + \beta \cdot RPT + RPZ + R$$

• \tilde{r}_e

..... bezriziková úroková míra

r_f koeficient BETA

RPT riziková prémie trhu

RPZ riziková prémie země

R přirážky za malou společnost a za sníženou likviditu

Bezriziková úroková míra – r_f

Z hlediska skutečnosti, že srovnatelný ukazatel je k dispozici i pro Českou republiku, upustil znalec od použití bezrizikové sazby desetiletých dluhopisů v USA a pro stanovení bezrizikové sazby použil hodnotu výnosu státního dluhopisu SD 5,70/24, ISIN: CZ0001002547, která byla podle zdroje informace www.patria.cz z 17. 10. 2014 dána střední hodnotou výnosu 1,049 % p. a.

Béta komparativních společností – β

Předstědnictvím webové adresy www.damodaran.com byla zjištěna hodnota nezadlužené β ve stavebnatelném odvětví. Tato hodnota byla zjištěna v odvětví Retail General (Europe) ve výši 1,01. Toto odvětví bylo zvoleno s ohledem na skutečnost, že ekonomické aktivity společnosti jsou meziodvětvové (pronájem nemovitostí, doprava).

Riziková prémie trhu – RPT

Prémie byla zjištěna ze zdroje www.damodaran.com, jako vážený aritmetický průměr rizikovosti kapitálových trhů za období 1964 – 2013. Dle názoru znalce je použití geometrického průměru výhodnější než aritmetického, neboť sice nebene v úvahu i váženou pravděpodobnost výnosů, avšak autokorelace rizikové přírůžky trhu je meziročně téměř nulová. S ohledem na skutečnost současné globální ekonomické deprese byl zvolen časový úsek dostatečně dlouhý tak, aby byly z minimovány dopady skokových meziročních změn v posledních cca 5 letech. Výsledná hodnota **4,83 % p. a.** pak, dle názoru znalce, je vhodným odhadem budoucí rizikové prémie.

Přírůžka za riziko země – RPZ

Z ohledu získaného na webové stránce www.damodaran.com byla převzata hodnota rizika země – České republiky – **1,05 %**.

Přírůžky za velikost a sníženou likviditu – R

Prémie za riziko propočítává např. společnost Ibbotson Associates ve své publikaci 2013 Valuation Yearbook, která obsahuje část týkající se prémie za tržní kapitalizaci v členění obchodních závodů dle jejich velikosti (tržní kapitalizace). Svou velikostí se posuzovaná společnost řadí mezi obchodní závody s mikrokapitalizací, hodnocenými přírůžkou cca 4,0 % - 5,0 %. Znalec volil střední hodnotu uvedeného intervalu, výsledná hodnota je tedy **4,50 %**.

III.2.1. Výsledná kalkulace

Získané hodnoty byly dosazeny do výše uvedeného vzorce:

$$\text{r}_\text{a} = 1,049 \% + 1,01 * (4,83 \% + 1,05 \%) + 4,50 \% = \underline{\underline{11,4878 \%}}$$

Přírůžky na cizí kapitál byly uvažovány, neboť společnost vykazuje použití cizích úročených zdrojů. Jedná se o bankovní úvěry vykazované částkou Kč 159.000. Hodnota úročených cizích zdrojů představuje cca 4 % z celkové hodnoty aktiv.

Z stanovení poměru vlastních a cizích zdrojů se vycházelo z účetní závěrky k 31. 03. 2014

Znalec zvolil pro dále uvedené výpočty platnou základní úrokovou sazbu České spořitelny a. s. Tato k datu zpracování tohoto posudku 6,3 %, je však třeba uvědomit si, že se jedná o sazbu Fixed Rate, která je pro běžné klienty prakticky nedostupná. Obvykle bývá základní sazba stanovena o tzv. přírůstek, který vyjadřuje lokální a odvětvová rizika, jakož i bonitu dlužníka. Z tohoto důvodu znalec navýšil uváděnou základní sazbu o 3,0 procentní body na hodnotu **9,3 % p. a.** Česká spořitelna a. s. byla zvolena z toho důvodu, že se jedná o bankovní ústav poskytující značnému podílu z celkového objemu privátní i korporátní klientely v České republice a jeho zároveň podmínky lze, s ohledem na tuto skutečnost, považovat za podmínky, blížící se podmínek obecným.

$$\text{r}_\text{aCC} = ((1-0,19) * 9,3 \% * 0,004) + (11,4878 * 0,996) = 11,4719 \% \approx 11,472 \%$$

Diskontní míra použitá v dalším výpočtu je tedy **11,472 %**.

VIII.3. Stanovení výnosové hodnoty

Pomocí parametrů a vstupů uvedených v předchozích kapitolách byla zjištěna celková provozní hodnota společnosti („Hodnota brutto“).

$$H = \frac{1.322.200}{0,11472} = \text{Kč } 11.525.473$$

VIII.4. Shrnutí výnosové hodnoty společnosti STAMEDOP, a. s.

Jak již bylo uvedeno, posuzovaná společnost k rozhodnému datu vykazuje úročené cizí zdroje (bankovní úvěry) v celkové výši Kč 159.000.

Princip stanovení hodnoty provozně nepotřebných aktiv byl rovněž již uveden v předchozím textu tohoto posudku, jako 20 % z krátkodobého finančního majetku. Formálně zapsáno:

Rovnice č. 6:

Určení výše provozně nepotřebných aktiv

$$VNA = 0,20 * KFM$$

kde:

VNA provozně nepotřebná aktiva

KFM.... krátkodobý finanční majetek

$$VNA = 0,20 * 18.641.000 = \text{Kč } 3.728.200$$

Zábulka č. 8:

Šámutí výpočtů a stanovení hodnoty společnosti

Položka	Vzorec	Výsledek v Kč
- Současná hodnota kapitalizovaných čistých výnosů	$H = \frac{V_p}{d}$	11.525.473
= HODNOTA BRUTTO		11.525.473
- Úročené dluhy	D	-159.000
- Neprovozní aktiva (tržní hodnota)	VNA	3.728.200
= Tržní hodnota vlastního kapitálu	H	15.094.673

Objektivizovaná tržní hodnota společnosti STAMEDOP, a. s. vypočítaná výnosovou metodou kapitalizovaných čistých výnosů byla stanovena k datu ocenění ve výši Kč 15.094.673, po zaokrouhlení na celé tisíce dle matematických metod zaokrouhlování **Kč 15.095.000**.

IX. Ocenění společnosti metodou účetních cen

Příslušná metoda účetních cen odpovídá ustanovení § 24, odst. 1 zákona č. 151/1997 Sb. o oceněvání majetku, hodnota společnosti bude vyjádřena na úrovni vlastního kapitálu. Výsledek ocenění je uveden v tabulce č. 9:

Tabulka č. 9:

Jednotlivé druhy majetku a dluhy společnosti STAMEDOP, a. s. k 31. 07. 2014

Položka majetku	Brutto (v tis. Kč)	Korekce (v tis. Kč)	Netto (v tis. Kč)
Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0	0	0
Celkový nehmotný majetek	205	-205	0
Celkový hmotný majetek	83.773	-49.783	33.990
Celkový finanční majetek	0	0	0
Zásoby	234	0	234
Celkové pohledávky	0	0	0
Celkové pohledávky	6.997	-613	6.384
Celkový finanční majetek	18.641	0	18.641
Zásoby rozložení	501	0	501
Aktiva celkem	110.351	-50.601	59.750
Rezervy	0	0	0
Celkové závazky	0	0	0
Celkové závazky	1.804	0	1.804
Bankovní úvěry a výpomoci	159	0	159
Celkové celkem	1.963	0	1.963
Zásoby rozložení pasivní	27	0	27
Celkové celkem – časové rozložení pasivní	1.990	0	1.990
Hodnota společnosti			57.760

Zdroj: Bilanz STAMEDOP a. s.

Hodnota posuzované Společnosti je pak vyjádřena na úrovni vlastního kapitálu částkou **Kč 57.760.000**.

Poznámka k tabulce č. 1:

Hodnota vlastního kapitálu byla zjištěna tak, že k celkové sumě cizích zdrojů byla připočítána hodnota časového rozložení na straně pasiv. Již ze struktury výkazu rozvaha je patrné, že se jedná o dluh. Tyto položky bývají také nazývány jako zdroje cizím podobné, což zřejmě nejlépe vystihuje jejich charakter. Nejdřív se o faktický dluh, nicméně pro společnost představují reálné výdaje. V účetní praxi není tento postup využíván, nicméně spolehlivě vede k hodnotě vlastního kapitálu.

Uvedení uváděného výsledku je možné pomocí definice ukazatele *vlastní kapitál*, jež je určena zákonem účtovým rozvrhem, který rozpracovává směrné účtové osnovy a další ustanovení zákonem č. 500/2002 Sb. ve znění pozdějších předpisů, kterou se provádějí některá ustanovení zákonem č. 563/1991 Sb. o účetnictví. Vzorový účtový rozvrh uvádí zcela jednoznačně, z jakých hodnot se ukazatel *vlastní kapitál* skládá. Jedná se následující položky pasiv:

- * Základní kapitál,
- * Kapitálové fondy,
- * Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku,
- * Výsledek hospodaření minulých let,
- * Výsledek hospodaření běžného účetního období.

X. Shrnutí

Jak je z předešlých postupů patrné, vedou různé oceňovací metody k rozdílným výsledkům, které však nejsou řádového charakteru, byť je jejich rozdíl značný. Ocenění obchodního závodu a jeho jmění pomocí metody účetních cen vede k vyšší hodnotě, která je reálně podložena majetkovou podstatou obchodního závodu, zachycenou v účetních cenách. Z hlediska dlouhodobé srovnatelnosti jsou účetní ceny výhodným měřítkem, je však nezbytné upozornit, že z hlediska dlouhodobého použití účetních cen dochází k deformaci reálných hodnot majetku, který je popsán účetními cenami, neboť tyto ceny nejsou schopny zachytit pohyby tržních trendů a změny užitních hodnot konkrétních druhů majetku. Velmi zjednodušeně tak lze tento oceňovací postup přirovnat k hodnocení obchodního závodu jako správce majetku, aniž by však byla hodnocena efektivnost této správy.

Výnosové metody by pak shora zmíněný nedostatek účetních cen měly eliminovat a hodnoty zjištěné pomocí těchto metod tak vyjadřují skutečnou hodnotu ekonomického potenciálu hodnoceného obchodního závodu. Vazby na hodnotu majetku jsou při použití těchto metod pouze zprostředkované tak, jak se projevují ve výkazu zisku a ztráty, akcentováno je naopak zjištění makroekonomickeho prostředí, v němž obchodní závod realizuje své aktivity. Opět velmi zjednodušené přirovnání – obchodní závod je v tomto případě hodnocen jako producent zisku.

Je jasné, že ve výsledné hodnotě by se mělo projevit jak hodnocení majetkové, tak i hodnocení ekonomickeho potenciálu. Odborná literatura³ v podobných případech doporučuje použití metody střední hodnoty (tzv. Schmalenbachova metoda), která je prostým aritmetickým průměrem získaných hodnot. Zároveň však upozorňuje na skutečnost, že příslušná oceňovací metoda může mít rozdílnou váhu a doporučuje použití vzorce

$$\bar{H} = \frac{x_1 * V_1 + x_2 * V_2}{x_1 + x_2}$$

Kde x_1 a x_2 jsou zvolené váhy pro obě veličiny.

Zároveň však i upozorňuje na skutečnost, že by metoda střední hodnoty měla být použita v případech, kdy se výsledky substanční a výnosové metody od sebe příliš neliší (orientační odhad 5 % až 10 %), při vyšší hodnotě rozdílu doporučuje přihlížet pouze k hodnotě výnosové (viz. str. 278 a 279 předmětné publikace). Zdůvodňuje to předpokladem, že hodnota zjištěná výnosovou metodou je pro investora do obchodního závodu podstatná. Pokud obchodní závod například vynáší málo, pak pro jeho ocenění není důležité, že by jeho znovuvybudování bylo čtrnácté. Naopak pokud výnosová hodnota značně převyšuje hodnotu substanční, naznačuje to existenci goodwillu v obchodním závodě.

Znalec však na samostatné použití výsledku výnosové metody nepřistoupil a rozhodl se použít pro stanovení výsledné hodnoty výše uvedený vzorec. Hlavními důvody tohoto rozhodnutí jsou dále stručně zmíněné skutečnosti:

- Hospodářské výsledky posuzované společnosti vykazují značnou rozkolísanost a nelze tedy zodpovědně určit, zda relativně vysoká hodnota hospodářského výsledku účetního období 2013 je jevem nahodilým, či zda je projevem nastartování vzestupné tendenze hospodářských výsledků. Lze však usuzovat, že se jedná o řízený proces, především s ohledem na snižování absolutních hodnot provozních nákladů, a tudíž by bylo možno předpokládat, že se jedná o jev dlouhodobějšího charakteru. Je však také ale třeba objektivně poznamenat, že snižování

³ Miloš Mařík a kolektiv: Metody oceňování podniku (2. upravené a rozšířené vydání – Praha 2007, Ekopress s. r. o.)

Záložka č. 11:Převod ceny akcií na počet o shodné emisní hodnotě

Emisní hodnota	Počet	Shodná EH	Koeficient	Počet
100,00	309	30.900.000	100	30.900
10,00	635	6.350.000	10	6.350
5,00	292	1.460.000	5	1.460
1,00	732	732.000	1	732
Celkem	x	x	x	39.442

Záložka č. 11: rejstřík vlastní výpočet

Hodnota vlastního kapitálu zjištěná výše uvedeným výpočtem:

Kč 36.427.500

Počet jednotlivých akcií shodné emisní hodnoty:

39.442 kusy

$$\text{Hodnota jedné akcie emisní hodnoty Kč 1.000} = \frac{36.427.500}{39.442} = \text{Kč 923,57}$$

V zařízení je třeba převést cenu akcie o shodné emisní hodnotě na skutečnou emisní hodnotu. Postup je ukázán v tabulce č. 11.

Záložka č. 11:Převod ceny shodné emisní hodnoty na jednotlivé emisní hodnoty (v Kč)

Emisní hodnota	Cena 1 akcie shodné EH	Koeficient	Cena 1 akcie reálné EH	Počet	Cena emise
100,00	923,57	100	92.357,13	309	28.538.313
10,00	923,57	10	9.235,71	635	5.864.670
5,00	923,57	5	4.617,86	292	1.348.412
1,00	923,57	1	923,57	732	676.053
Celkem	x	x	x	x	36.427.448

Záložka č. 11: rejstřík vlastní výpočetPoznámka:

Pozn.: Kč 2,00 oproti výpočtem zjištěné hodnotě vlastního kapitálu vznikl ze zaokrouhlování jednotlivých dílčích výpočtů.

Nárokladě shora provedených analýz a výpočtů se znalec domnívá, že hodnoty uváděné v tabulce č. 11 představují přiměřené protiplnění v penězích za uvedené účastnické cenné papíry.

XI. Závěr

S ohledem na shora uvedené skutečnosti a výpočetní postupy stanovuje znalec hodnotu akcií ~~emitenta~~ STAMEDOP, a. s., IČ 47673729, se sídlem Olomouc - Chválkovice , U Panelárny 533/1, PSC 772 11, znějících na jméno, takto:

• 1 ks akcie na jméno v listinné podobě, ve jmenovité hodnotě Kč 100.000, částkou

Kč 92.357,13
(slovy Devadesátdvatisícečtristapadesátsedmí 13/100),

• 1 ks akcie na jméno v listinné podobě, ve jmenovité hodnotě Kč 10.000, částkou

Kč 9.235,71
(slovy Devětisícdvěstřicetpět 71/100),

• 1 ks akcie na jméno v listinné podobě, ve jmenovité hodnotě Kč 5.000, částkou

Kč 4.617,86
(slovy Čtyřitisícešestsetsedmnáct 86/100),

• 1 ks akcie na jméno, ve jmenovité hodnotě Kč 1.000, částkou

Kč 923,57
(slovy Devětsetdvacettři 57/100).

V souladu s příslušnými ustanoveními zákona č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích znalec
 dříží:

- a) Jméni společnosti STAMEDOP, a. s. je popsáno v předchozím textu a v dokumentech uváděných v přílohouv části tohoto posudku.
- b) Pro ocenění byla zvolena a použita metoda kapitalizace čistých výnosů, spadající do skupiny metod výnosových, což jest ve shodě s ustanovením § 24, odst. 2 – 3 zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku. Dále pak byla použita metoda účetních cen ze skupiny metod majetkových, což jest v souladu s ustanovením § 24 odst. 1 výše jmenovaného zákona. Při oceňování se nevyskytly žádné zvláštní obtíže.
- c) Hodnota posuzovaných akcií emitenta STAMEDOP, a. s., IČ 47151510, se oceňuje výše uvedenými částkami Kč 92.357,13, Kč 9.235,71, Kč 4.617,86 a Kč 923,57.

V Liberci dne 21. října 2014

Ing. Otto Šmídá