

Ing. Otto Šmída
znalec z oboru ekonomika

Na jezírku 628
460 06 Liberec 6

Znalecký posudek č. 1520/80/15

STANOVENÍ HODNOTY AKCIÍ EMITENTA

MITOP, akciová společnost (IČ 14869799)

Posudek obsahuje 28 stran textu včetně titulního listu, přílohová část 12 listů.
Objednateli se předává ve 3 identických vyhotoveních, 1 vyhotovení archiv znalce.

I. Objednatel:

Auto Mitop, s. r. o.
IČ: 25456920

Pertoltická 142/IV
471 24 Mimoň

OBSAH:

Titulní list	1
Upozornění a prohlášení znalce	3
II. Účel posudku, znalecký úkol.....	3
III. Údaje o společnosti	6
IV. Základní ekonomické ukazatele.....	8
V. Strategická analýza.....	9
VI. Finanční plán a generátor hodnot.....	14
VII. Předpoklady pro ocenění	16
VIII. Výnosový model kapitalizovaných čistých výnosů	20
IX. Ocenění společnosti metodou účetních cen	24
X. Shrnutí	25
XI. Závěr	27
Znalecká doložka	27
Seznam příloh	28

Upozornění:

Posudek je sestaven z dat, která byla objednatelem poskytnuta znalci k dispozici v době jeho zpracování a z očekávaného vývoje známého k rozhodnému datu. Za případné změny situace po tomto datu nenese znalec žádnou odpovědnost.

Informace ke zpracování posudku byly poskytnuty objednatelem, jenž nese za jejich pravdivost a úplnost plnou odpovědnost. Výsledky a informace obsažené v tomto posudku nelze interpretovat jako prohlášení nebo závazný slib znalce ohledně budoucí situace posuzovaného subjektu, která se bude vyvíjet v závislosti na událostech ekonomického a právního charakteru ležících mimo vliv znalce.

Případní zájemci o koupi posuzovaného majetku by proto měli provést vlastní analýzy a šetření a svá případná investiční rozhodnutí založit pouze na jejich výsledku.

Prohlášení znalce:

Zpracovatel tohoto znaleckého posudku prohlašuje, že není k objednateli, k posuzované společnosti, k jejím statutárním orgánům a k jejím společníkům nebo akcionářům ve vztahu personální či finanční závislosti, v zaměstnaneckém či obdobném právním vztahu, stejně tak jako se nepodílí na řízení či kontrole podnikání posuzované společnosti.

Dále znalec prohlašuje, že jednání o odměně za zpracování tohoto znaleckého posudku byla vedena tak, aby výše odměny nebyla nijak závislá na výsledcích tohoto znaleckého posudku.

A) SITUACE**II. Účel posudku, znalecký úkol**

Zpracovat v souladu s ustanovením zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku písemný znalecký posudek, jehož předmětem bude ocenění hodnoty společnosti MITOP, akciová společnost, IČ 14869799, se sídlem Pertoltická 142, Mimoň IV, 471 24 Mimoň.

Účelem ocenění je zjištění tržní hodnoty akcií emitovaných společnostmi MITOP, akciová společnost pro účely doložení hodnoty posuzovaných akcií v souvislosti se zamýšleným nuceným přechodem účastnických cenných papírů v souladu s ustanovením § 375 a následujících zákona č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích.

II.1. Vymezení standardu hodnoty

Tržní hodnota je odhadnutelná částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.¹

Uvedená definice se opírá o několik významově specifických pojmů, které je zapotřebí zdůraznit:

¹ International Valuation Standards 2005, např. Miloš Mařík a kolektiv: Metody oceňování podniku, 2. vydání, Ekopress, Praha 2007,

- „**odhadnutelná částka**“ - odpovídá ceně vyjádřené v penězích, splatné za majetkovou hodnotou v transakci mezi samostatnými nezávislými partnery. Je to nejlepší cena rozumně dosažitelná prodávajícím a nejméně výhodná kupujícím.
- „**datum ocenění**“ - vyžaduje se, aby odhadnutá tržní cena byla časově vymezena daným datem. Protože trhy a tržní podmínky se mohou měnit, odhadnutá hodnota by mohla být v jiném čase nesprávná a neodpovídající.
- „**ochotný kupující**“ - kupující je motivován, ale ne nucen ke koupi. Není ani příliš chtivý, ani rozhodnutý kupovat za každou cenu. Kupující nezaplatí cenu vyšší, než trh požaduje.
- „**ochotný prodávající**“ - prodávající, který není ani přehnaně chtivý, ani nucený prodávajícím prodat za jakoukoliv cenu, ani není připraven trvat na ceně, která není považována za rozumnou na běžném trhu. Ten, kdo je připraven (ochoten) prodat, je tak zároveň motivován prodat majetek za tržních podmínek a to za cenu dosažitelnou na volném trhu po náležitém marketingu, ať je cena jakákoliv.
- „**transakce samostatných a nezávislých partnerů**“ - transakce mezi stranami, z nichž žádná nemá určující nebo zvláštní vztah k druhé (např. mateřská a dceřině společnosti nebo vlastník půdy a nájemce). Tržní hodnota předpokládá transakci mezi nepříbuznými stranami, kde každá jedná nezávisle.
- „**náležitý marketing**“ - znamená, že majetková hodnota bude vystavena na trhu nejvhodnějším způsobem, tzn. tak, aby se uskutečnil prodej za nejlepší cenu, rozumně dosažitelnou podle uvedené definice tržní hodnoty.
- Pojem tržní hodnota předpokládá docílení ceny sjednané na volném a konkurenčním trhu.

Výslednou hodnotu firmy nelze považovat za investiční ocenění (ocenění pro konkrétního investora či třídu investorů). Spíše se jedná o nalezení tzv. objektivizované hodnoty, která představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu vlastníka, neomezeně podléhající daním. Hodnota je stanovena na předpokladu, že obchodní závod bude pokračovat v nezměněném konceptu a plánech pod vedením stávajícího managementu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu obchodního závodu.

Hodnota obchodního závodu je zpracována na úrovni vlastního kapitálu společnosti MITOP, akciová společnost

II.2. Obecné předpoklady a omezující podmínky ocenění

- Při ocenění bylo vycházeno z veřejně dostupných informací, vlastní databáze a informačních zdrojů a podkladové dokumentace získané od objednatele. Předložené podklady znalec považuje za věrohodné, pravdivé a správné. V rámci předložených dat a kalkulace mohou vznikat drobné rozdíly z titulu zaokrouhlování dat, avšak tyto rozdíly neovlivňují závěry posudku. Vychází se rovněž z toho, že vlastnická práva k oceňovanému majetku jsou platná.
- Informace z ostatních zdrojů, které jsou použity v ocenění, jsou považovány za věrohodné, avšak nebyly ověřovány ve všech případech.
- Ocenění bylo vypracováno na základě podkladových dokumentů a podmínek, které byly známy v době jeho zpracování, a jsou zohledněny všechny známé skutečnosti, které by mohly ovlivnit závěry uvedené v dokumentu. Za případné změny v tržních podmínkách po předání ocenění nebere znalec žádnou odpovědnost. Zpracovatel si ponechává právo změnit kterékoli názory uvedené v tomto posudku v případě nových dodatečných informací, které mohou být k dispozici v budoucnu.
- Výsledky ocenění jsou platné pouze ve vztahu k vymezenému účelu a k uvedenému datu ocenění.

- Při ocenění byly respektovány právní předpisy platné v době zpracování.
- Tento dokument je důvěrný a ani jeho části nesmí být využity, kopírovány nebo předány za žádnými jinými účely bez předchozího souhlasu zpracovatele. Zpracovatel na sebe nebere odpovědnost vůči třetím stranám ani za porušení této povinnosti.

II.4. Podklady pro zpracování posudku

- Účetní dokumentace posuzované společnosti:
 - ⇒ Účetní závěrky a výkazy za rok 2011 až 2014
 - ⇒ Účetní závěrka a výkazy včetně přílohy k 31. 12. 2014
 - ⇒ Analytická evidence k 31. 12. 2014
 - ⇒ Rozdělení pohledávek a závazků dle doby splatnosti
 - ⇒ Ostatní informace a informace získané v rámci konzultací se zástupci společnosti
- Výpis z obchodního rejstříku - <http://www.justice.cz>
- Interní dokument společnosti MITOP „Modernizace technologie pro výrobu filtračních textilií a geotextilií ve společnosti MITOP, akciová společnost“
- www.czso.cz - internetové stránky Českého statistického úřadu
- www.mfcr.cz - internetové stránky Ministerstva financí ČR, Makroekonomická predikce MFČR
- ww.cnb.cz - internetové stránky České národní banky
- www.damodaran.com - internetové stránky prof. Damodarana
- www.federalreserve.gov - statistika FEDu
- Ostatní informační zdroje uvedené v textu.
- Zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku
- Vyhláška č. 199/2014 Sb.
- Zákon č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích
- Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví
- Vyhláška č. 500/2002
- České účetní standardy pro podnikatele
- Nový občanský zákoník
- Miloš Mařík a kolektiv: Metody oceňování podniku, 2. vydání, Ekopress, Praha 2007
- Eva Kislingerová a kol.: Manažerské finance, C. H. Beck, Praha 2004
- Miloslav Synek: Podniková ekonomika, 4. vydání, C. H. Beck, Praha 2006
- Tomáš Krabec: Oceňování podniku a standardy hodnoty, Grada Publishing, Praha 2009
- Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels, Valuation Measuring and Managing the Value of Companies, Mckinsey Company, 4. vydání, John Wiley and Sons, Inc. New Jersey 2005
- Aswath Damodaran: The dark Side of Valuation, Prentice-Hall, New York, 2001
- Aswath Damodaran: Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2. vydání, John Wiley & Sons, New York, 2002
- Enrique Arzac: Valuation for Mergers, Buyouts and Restructuring, John Wiley & Sons, New York, 2004
- Bohumil Poláček B., Jan Attl: Posudek znalce, C. H. Beck, Praha, květen 2006
- Archiv znalce

Poznámka:

1. Objednatelem poskytnuté informace nebyly dále přezkoumávány
2. Rozsah zpracování posudku je dán rozsahem vstupních informací.
3. Některé podklady byly poskytnuty v elektronické formě.

III. Údaje o společnosti

Obchodní firma:	MITOP, akciová společnost
Sídlo:	Pertoltická 142, Mimoň IV, 471 24 Mimoň
Identifikační číslo:	14869799
Právní forma:	akciová společnost
Datum zápisu:	27. března 1991
Základní kapitál:	24.000.000,- Kč
webová stránka	www.mitop.cz
Předmět podnikání:	Předmětem podnikání společnosti je dle obchodního rejstříku: ⇒ textilní výroba kromě živností řemeslných ⇒ zámečnictví ⇒ podnikání v oblasti nakládání s odpady ⇒ koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej ⇒ dodávky tepla pro provozovny cizích podnikatelů

Hlavním předmětem podnikání společnosti je v současné době textilní výroba a s tím spojené služby.

Oblast podnikání je regionálně omezená vzhledem k lokalizaci výrobních kapacit. To ovšem neplatí o obchodní činnosti, která je celostátní i zahraniční.

Společnost je držitelem:

- Osvědčení o shodě řízení výroby ze dne 12. 12. 2014
- Certifikátu ISO 9001:2009 č. 60/2000 ze dne 26. 11. 2012
- Certifikátu o shodě řízení výroby č. 0799-CPD-28 ze dne 02. 07. 2009, vystavitel Institut stavebních textilií a textilií pro životní prostředí, Greven, Německo

Další podrobnosti je možno nalézt v přílohové části tohoto posudku.

III.1. Stručná historie společnosti

Firma MITOP byla založena roku 1860 a v témže roce začala i první textilní výroba. Ve stejném roce byla vybudována tkalcovna s ručními stavy a úpravna, což umožnilo výrobu technických textilií, které se MITOP věnuje i v současnosti. Podnik také rozšířil své výrobní zaměření a začal vyrábět technická sukna a papírenské plstěnce. O 35 let později byl uveden do provozu první parní stroj, což umožnilo nahrazovat ruční výrobu strojovou. Ve stejné době začal MITOP expandovat do zahraničí a jeho výrobky našly uplatnění ve Francii, Německu, Anglii, Holandsku a Severní Americe. Roku 1958 se podnik spojil s dalšími podniky, jež se zabývaly podobnou činností, čímž vznikl národní podnik, který získal monopol na výrobu klasických plstí ve státě. O 11 let později začal podnik používat v tehdejší době revoluční postup výroby, tzv. vpichování, pomocí které vyráběla netkané textilie. V té době patřil podnik do výrobně hospodářské jednotky Vlnářský průmysl. Po pádu komunismu byl MITOP transformován ze státního podniku na státní akciovou společnost a následně byl zařazen do 1. vlny kuponové privatizace. Převážnou část akcií získali privatizační fondy (cca 70 %) a zbytek získali drobní akcionáři. Postupně docházelo ke zkupování akcií jedním privatizačním fondem a ten získal v akciové společnosti vliv. Tímto akcionářem byla společnost NBG, a. s., která měla podíl více než 70 %.

Po privatizaci měl MITOP, akciová společnost (**dále také „MITOP“**) také výrobní závody v Brně (zde se vyráběly klasické vlněné látkové plsti), v Ústí nad Orlicí (také výroba klasických

vlněných a chlupových plstí), v Žatci (výroba zvukově izolačních dílů pro automobilový průmysl) a dva výrobní provozy v Mimoní a jeden v obci Velký Grunov, nedaleko Mimoně. Výrobní závody v Brně a v Ústí nad Orlicí byly prodány, neboť výroba klasických vlněných a chlupových plstí byla zastaralá technologicky, energeticky náročná, probíhala v zastaralých provozech a byla vytlačována levnější výrobou tkaných a vpichovaných výrobků ze syntetických materiálů. Výrobní závod v Žatci byl modernizován ve druhé polovině 80. let minulého století a byla zde zavedena výroba zvukově izolačních dílů pro automobil Škoda Favorit. Po ukončení výroby Favoritu a nástupem výroby Felicie (počátkem 90. let minulého století) ztratil tento závod zakázky na dodávku dílů pro automobilový průmysl a byl také prodán, neboť MITOP, nedokázal pro tento závod najít efektivní výrobní program.

Od roku 1996 začala být společnost samostatná ve výrobě polypropylenové stříže (**dále také „POPs“**), která slouží jako základní surovina pro výrobu geotextilií. Hlavním důvodem byla snaha odstranit závislost na nákupu polypropylenové stříže ze zahraničí, protože v České republice se v té době POPs nevyráběla. Cena POPs podléhala velkým sezónním výkyvům podle poptávky na trhu (v období březen - říjen, kdy je poptávka po textiliích pro stavebnictví nejvyšší, cena rostla bez ohledu na cenu polypropylenového granulátu, z kterého se POPs vyrábí). Polypropylenová stříž má pro MITOP zásadní význam v souvislosti s výrobou geotextilií, které tvoří největší objem produkce a tržeb.

V roce 2001 získala společnost certifikát jakosti ISO 2001, čímž byl završen proces zavádění Systému řízení jakosti ve společnosti dle norem ISO. O dva roky později byl zavřen a odprodán výrobní provoz ve Velkém Grunově. Výrobní program a stroje byly přemístěny do tkalcovny v Mimoní. V současné době má MITOP dva výrobní areály v Mimoní. Jeden tzv. „Hlavní závod“ přímo v Mimoní a druhý „Lesní závod“ asi 2 km za Mimoní. V Hlavním závodě je sídlo společnosti a je zde umístěna výroba plstí pro papírenský průmysl a speciálních plstí. Základem pro výrobu těchto výrobků jsou provozy tkalcovna a úpravna a základní surovinou pro tyto výrobky je vlna a polyamidová vlákna a příze. V Hlavním závodě jsou dále výrobní linky na výrobu technických textilií vpichovanou technologií. V Lesním závodě jsou dvě výrobní střediska. Podobně jako v Hlavním závodě je zde středisko s výrobními linkami pro výrobu vpichovaných textilií pro stavební účely. Druhým střediskem je výroba polypropylenové stříže.

IV. Základní ekonomické ukazatele

Tabulka č. 1:

Rozhodující vybrané ukazatele výkazu zisků a ztrát (v tis. Kč)

Položka	Skut. 2011	Skut. 2012	Skut. 2013	Skut. 2014
Výkony	140 615	135 314	127 594	141 618
<i>změna</i>	<i>x</i>	<i>96,23</i>	<i>94,29</i>	<i>110,99</i>
Spotřeba materiálu a energie	96 547	87 420	84 384	93 772
Služby	12 451	11 034	10 762	11 651
Osobní náklady	37 011	34 772	33 881	34 433
Ostatní provozní náklady	2 637	1 218	1 166	20 163
EBIDTA	-5 516	1 745	-57	3 163
<i>Podíl na výkonech v %</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>
Odpisy	6 840	5 746	3 142	3 145
EBIT	-12 356	-4 001	-3 199	18
<i>Podíl na výkonech v %</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>
Nákladové úroky	466	407	352	349
Finanční výnosy	1 129	759	725	560
Finanční náklady	2 218	1 536	1 453	1 094
Mimořádný hospodářský výsledek	1 059	-152	-12	-14
Zisk před daní	-13 051	-5 535	-4 291	-880
Daň	0	0	0	0
Zisk po dani	-13 051	-5 535	-4 291	-880

Zdroj: Výkazy MITOP, akciová společnost, vlastní výpočet

Z výkazů je patrné, že společnost dosahuje v dlouhodobé časové řadě výkony s nevyrovnanými hodnotami, které mají v účetních obdobích 2012 a 2013 sestupnou tendenci (pokles o cca 9,3 % ve srovnání s r. 2010), v účetním období pak společnost vykazuje růst objemu výkonů (zvýšení o cca 0,7 % ve srovnání s r. 2010) přičemž hospodářský výsledek je ovlivňován především výši vynakládaných nákladů. I přes značnou rozkolísanost hodnot ročních hospodářských výsledků však nelze jednoznačně prohlásit, že společnost je hospodářsky nestabilizovaná. EBITDA vykazuje v dlouhodobém časovém horizontu relativně nevyrovnanou tendenci hodnot se skokovými rozdíly mezi jednotlivými účetními obdobími, zisk po zdanění (v tomto případě ztráta) vykazuje permanentní tendenci poklesu hodnot.

Tabulka č. 2:

Rozhodující ukazatele výkazu rozvaha (tis. Kč)

Položka	Skut. 2011	Skut. 2012	Skut. 2013	Skut. 2014
Aktiva celkem	85 256	79 791	71 615	74 681
Dlouhodobý majetek	41 378	36 698	33 976	32 236
<i>Podíl na aktivech v %</i>	<i>48,53</i>	<i>45,99</i>	<i>47,44</i>	<i>43,16</i>
Oběžný majetek	43 790	43 036	37 624	42 219
<i>Doba obratu</i>	<i>113,66</i>	<i>116,09</i>	<i>107,63</i>	<i>108,81</i>
Pohledávky	10 629	11 408	7 735	10 125
Pohledávky z obchodních vztahů	10 535	11 563	7 872	9 964
<i>Doba obratu</i>	<i>27,35</i>	<i>31,19</i>	<i>22,52</i>	<i>25,68</i>
Krátkodobé zálohy a ost. pohledávky	225	225	252	161
Poskytnuté půjčky	0	0	0	0
Krátkodobý finanční majetek	186	239	261	1 714
Časové rozlišení	88	57	15	226
<i>Podíl na aktivech v %</i>	<i>0,10</i>	<i>0,07</i>	<i>0,02</i>	<i>0,30</i>
Pasiva celkem	85 256	79 791	71 615	74 681
Vlastní kapitál	25 796	20 462	16 171	15 291
Základní kapitál	240 000	240 000	240 000	240 000

Položka	Skut. 2011	Skut. 2012	Skut. 2013	Skut. 2014
Fondy ze zisku	6 367	6 367	6 367	6 367
VH běžného období	-13 051	-5 535	-4 291	-880
Cizí zdroje	59 460	59 313	55 444	59 389
<i>Podíl na aktivech</i>	<i>69,74</i>	<i>74,34</i>	<i>77,42</i>	<i>79,52</i>
Krátkodobé závazky	52 102	52 911	50 262	48 256
Závazky z obchodních vztahů	38 663	30 997	26 733	24 112
<i>Doba obratu</i>	<i>100,36</i>	<i>83,61</i>	<i>76,47</i>	<i>62,15</i>
Přijaté provozní zálohy	82	0	67	57
Zaměstnanci a pojištění	4 593	4 415	3 302	4 632
Závazky vůči státu	198	1 710	695	325
Bankovní úvěry a výpomocí	7 358	6 402	5 182	11 133
Časové rozlišení	0	16	0	1
<i>Podíl na aktivech</i>	<i>0,00</i>	<i>0,02</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>

Zdroj: Výkazy MITOP, akciová společnost, vlastní výpočet

Dlouhodobý majetek společnosti představují nemovitosti, tj. pozemky, budovy a stavby, jakož i movitý hmotný majetek. Na celkových aktivech se podílí cca 43 % vykazované hodnoty.

Doba obratu pohledávek se pohybuje průměrně okolo 25 dní, což je uspokojivá hodnota (uspokojivé hodnoty jsou mezi 14 a 70 dny). Relativně vysoká je doba obratu (splácení) závazků, což se ovšem z hlediska společnosti jeví jako jev příznivý, neboť je tak využíván obchodní úvěr. Alarmující je permanentní zvyšování zadluženosti společnosti, kdy v r. 2014 dosáhl podíl cizích zdrojů na celkových netto aktivech téměř 80 %. Stejně tak lze negativně hodnotit permanentní pokles hodnoty vlastního kapitálu. Společnost používá bankovní úvěry, kdy jejich celkový objem představuje cca 15 % krytí objemu aktiv, dle předložených dokumentů jsou úvěry řádně spláceny.

V. Strategická analýza

V rámci strategické analýzy byly získány a vyhodnoceny informace, které charakterizují podnikatelské prostředí, ve kterém se oceňovaný subjekt pohybuje. Tyto údaje slouží k posouzení atraktivity příslušného trhu, k ohodnocení příležitostí a rizik a v konečné fázi přispívají ke stanovení celkového výnosového potenciálu společnosti MITOP, akciová společnost

V.1. Makroekonomické prostředí

Zdrojem dále uvedených skutečností jsou údaje zveřejněné Ministerstvem financí ČR v červenci 2015.

Česká ekonomika v současné době dynamicky roste. Reálný HDP zaznamenal extrémní mezičtvrtletní nárůst o 2,5 %. Stejně jako ve 4. čtvrtletí 2014 (kdy však působilo opačným směrem) byl ale růst HDP ovlivněn legislativním omezením doby prodeje tabákových výrobků se starou nálepkou. S ohledem na rozkolísanost HDP vlivem legislativních změn je proto mnohem vhodnějším ukazatelem pro hodnocení vývoje ekonomiky hrubá přidaná hodnota.

Reálná hrubá přidaná hodnota v 1. čtvrtletí 2015 mezičtvrtletně vzrostla o 1,3 %, což byl největší přírůstek od 4. čtvrtletí 2007. Hrubá přidaná hodnota se zvýšila téměř ve všech odvětvích ekonomiky, nejvíce však (stejně jako v předchozím čtvrtletí) ve zpracovatelském průmyslu, a to o 2,6 %. Ekonomický růst byl tažen výhradně domácí poptávkou. Meziročně se zvýšila spotřeba domácností a vlády, jakož i tvorba fixního kapitálu. Mimořádně vysoký příspěvek změny zásob byl dán jak obnovením zásoby zmíněných tabákových nálepek, tak i postupující konjunkturou včetně zvýšení zásoby nedokončených infrastrukturních projektů. V zahraničním obchodu se navzájem kompenzuje růst ekonomik hlavních obchodních partnerů ČR a zvýšené dovozy, dané rychlejším růstem domácí poptávky a vysokou dovozní náročností českého exportu. Dobrou

kondici ekonomiky potvrzují i další základní makroekonomické indikátory. Domácnosti nadále těží z velmi nízké inflace. Na trhu práce dynamicky roste zaměstnanost a klesá nezaměstnanost. Běžný účet platební bilance od roku 2014 dosahuje přebytku.

V roce 2015 je ekonomika stimulována několika jednorázovými faktory. Jde zaprvé o pozitivní nabídkový šok v podobě nízkých cen ropy - průměrná korunová cena ropy Brent by v roce 2015 měla být o čtvrtinu nižší než v roce 2014. Dalším pozitivním faktorem je fiskální stimulace, jejíž rozsah je odhadován okolo 0,4 % HDP. Efekt expanzivní fiskální politiky je dále prohlubován čerpáním z fondů EU z Programovacího období 2007 – 2013, které je možno využít do konce roku 2015. Zejména nečekaně silný růst ekonomiky v 1. čtvrtletí vedl k razantní revizi prognózy reálného růstu HDP v roce 2015 z 2,7 % na 3,9 %. Lepší reálný vývoj hospodářství nebyl důvodem pro zásadní revizi v predikci výnosu daní. Je to dáno tím, že daňové příjmy vesměs vycházejí především z nominálních hodnot. Z pohledu výdajových složek došlo především ke zvýšení predikce růstu tvorby hrubého fixního kapitálu a změny zásob, které nejsou samy o sobě daňově účinné. Největší přímý vliv na daňové příjmy je možné vyčíst z ukazatele nominální spotřeby a nominálního objemu mezd a platů. Predikce těchto veličin se změnila jen nepatrně. V roce 2016 by měly uvedené jednorázové faktory odeznít a ekonomický růst by měl odrážet normální podmínky a možnosti české ekonomiky.

Extrémní výkyvy inkasa spotřební daně by se již s ohledem na legislativní ukotvení neměly opakovat. Anticipovaná vyšší cena ropy bude prostřednictvím nákladů firem působit proinflačně, stejně jako narůstající kladná produkční mezera, která zvýší tlak na růst mezd. Fiskální politika bude mírně proticyklická, orientovaná na snižování deficitu vládního sektoru. Ukončení evropských projektů financovaných z minulé finanční perspektivy (2007 – 2013) a pomalejší náběh čerpání z nové finanční perspektivy 2014 – 2020 zmírní růst investic. Z těchto důvodů je predikce růstu reálného HDP pro rok 2016 ponechána na 2,5 %.

Existují však rizika, která mohou predikci hodnot ukazatelů ovlivnit. Pro vývoj světového obchodu jsou to nejistoty spojené s vývojem ekonomiky Číny, což by mohlo vést i ke zpomalení evropských exportů do této oblasti. Další rizika pro globální ekonomiku představují přetrvávající napětí na Ukrajině či nestabilita na Blízkém východě a v severní Africe, jež by mohly ovlivnit trhy s ropou a zemním plynem. Naopak pozitivně ve smyslu zpomalení cenového růstu ropy by mohl působit návrat íránské ropy na světové trhy. Situace Řecka, i když prochází poměrně dramatickým vývojem, by českou ekonomiku neměla přímo zásadněji ovlivnit. V české ekonomice mohou nastat tlaky na zhodnocení měnového kurzu pod hranici 27 CZK/EUR. ČNB však zatím o takovém kroku neuvažuje.

Tabulka č. 3:

Makroekonomické ukazatele ČR v letech 2010 – 2015 (* aktuální predikce)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015*)
Hrubý domácí produkt	mld. Kč, b.c.	3 954	4 023	4 042	4 077	4 261	4 469
Hrubý domácí produkt	růst v %, s.c.	2,3	2	-0,9	-0,5	2	3,9
Spotřeba domácností	růst v %, s.c.	1	0,3	-1,5	0,7	1,5	2,9
Spotřeba vlády	růst v %, s.c.	0,4	-3	-1,8	2,3	1,8	2
Tvorba hrubého fixního kapitálu	růst v %, s.c.	1,3	1,1	-3,2	-2,7	2	6,4
Příspěvek ZO k růstu HDP	p.b., s.c.	0,5	1,9	1,3	0	-0,2	-0,4
Průměrná míra inflace	%	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,5
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	průměr v %	7,3	6,7	7	7	6,1	5,7
Objem mezd a platů (dom. koncept)	růst v %, b.c.	0,6	2,2	2,5	0,4	1,9	4,2
Saldo běžného účtu	% HDP	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,6	0,5
Předpoklady:							
Směnný kurz CZK/EUR		25,3	24,6	25,1	26	27,5	27,5
Dlouhodobé úrokové sazby	% p.a.	3,7	3,7	2,8	2,1	1,6	0,8
Ropa Brent	USD/barel	80	111	112	109	99	61
HDP eurozóny (EA12)	růst v %, s.c.	2	1,6	-0,8	-0,4	0,8	1,4

Zdroj: Ministerstvo financí ČR, ČSÚ

V.2. Analýza odvětví

S ohledem na skutečnost, že společnost MITOP, akciová společnost působí na určitém segmentu trhu spojeným s textilní výrobou, zaměřil se znalec na dosavadní vývoj a očekávání v tomto oboru.

Obor podnikání posuzované společnosti je více než jiné obory, a také jiné produkty textilní výroby, závislý na stavu ekonomiky a jejím vývoji. Investiční výstavba a využívání nemovitého majetku je spolehlivým indikátorem růstu ekonomiky státu, ale také při jejím poklesu obvykle prvním postiženým, a posuzovaná společnost je svými produkty navázána na investiční výstavbu značnou měrou.

Hlavní limitující podmínky pro výrobní obchodní závody v následující dekádě proto budou:

- fungující ekonomika nejen České republiky a sousedních států – obchodujících partnerů ČR, ale i ekonomiky EU a světové ekonomiky;
- energetický vývoj ve světě – ubývání přírodních zdrojů energií a nutnost jejich úspor – to bude mít zásadní vliv na způsoby výstavby nových staveb (viz vývoj stavění ve Velké Británii a Francii) a zavádění nových výrobních technologií, jak v tradičních, tak i nových výrobních oborech;
- minimalizace negativních vlivů stavění a staveb na životní prostředí (na trhu se uplatní ten, kdo bude umět vyrobit výrobek nebo postavit stavbu s minimálními nároky na energie a dopady na životní prostředí), což představuje i zavádění nových technologií a nových materiálů.

Pro ilustraci znalec uvádí přehled objemu výroby některých vybraných výrobních skupin textilního průmyslu v období 2007 – 2013.

Tabulka č. 4:

Produkce vybraných výrobních skupin textilního průmyslu v ČR

Skupina výrobků		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Příze bavlněná, neupravená pro drobný prodej	t	33 600	29 940	14 297	12 535	7 526	5 632	4 766
Příze z česané vlny nebo jemné zvířecí srsti, neupravená pro maloobchodní prodej	t	5 721	5 470	i.d.	i.d.	i.d.	i.d.	i.d.
Příze z umělých střížových vláken	t	3 042	2 359	949	i.d.	i.d.	i.d.	i.d.
Tkaniny z vlněné příze vč. směsových	tis. m ²	16 851	14 013	i.d.	i.d.	i.d.	i.d.	i.d.
Prádlo ložní	t	.	2 372	1 488	1 611	1 053	1 043	857
Koberce a ostatní textilní podlahové krytiny	tis. m ²	4 922	2 073	3 441	4 249	4 441	5 251	5 836
Motouzy, šňůry, provazy, lana, z juty nebo jiných textilních vláken	t	22 426	18 273	14 084	13 391	15 223	16 810	17 217
Netkané textilie a výrobky z nich (kromě oděvů)	t	115 779	125 641	137 458	140 094	139 886	160 021	<u>158 423</u>

Zdroj: ČSÚ

Z dříve uvedené tabulky je patrné, že položka „Netkané textilie“ v letech 2008 – 2011, tj. v období globální finanční krize a deprese stagnaci hodnot, ale již v r. 2012 vykazuje růst potvrzený výsledkem r. 2013. Znamená to tedy, že tato výrobní skupina nebyla postižena působením globální finanční krize v takové míře jako jiné výrobní obory a nastartovala růstové tendence v době, kdy v jiných výrobních oborech oživení ještě nenastalo. Tato skutečnost potvrzuje platnost některých limitujících podmínek uváděných v předchozím textu. Znalec se zaměřil právě na netkané textilie, neboť do této oblasti směřuje i podnikatelský záměr posuzované

společnosti jak je možné posoudit náhledem do dokumentu společnosti MITOP „*Modernizace technologie pro výrobu filtračních textilií a geotextilií ve společnosti MITOP, akciová společnost*“, což jest možno doložit citací z tohoto dokumentu.

Citace:

Podstatou projektu je zvýšení konkurenceschopnosti a tržeb společnosti MITOP (tradičního výrobce technických textilií) prostřednictvím zkvalitněním výroby, a to v souvislosti s pořízením novější, moderní, inovativní technologie pro výrobu filtračních textilií a geotextilií. Realizací projektu dojde ke zvýšení výrobní kapacity společnosti, zkvalitnění i rozšíření sortimentu stávajících výrobků. Nová technologie bude disponovat vyššími technickými a užitnými parametry a zvyšovat efektivitu procesů, což bude prokazatelné zejména v následujících přínosech – vyšší produktivita, snížení nákladů na materiálovou náročnost produkce, výroba nových technicky náročnějších výrobků, přesnější rozměry výrobků. Projekt podporuje výrobu vlastních produktů s vyšší přidanou hodnotou (zejména výrobu nových a technicky náročnějších výrobků). Výroba a výrobní zařízení ve společnosti musí nezbytně projít inovací a modernizací, což je k udržení konkurenční výhody a postavení společnosti na trhu, v tuto chvíli naprostou nezbytností.

V rámci projektu bude pořízena kompletní vpichovací linka pro výrobu filtračních textilií a geotextilií. Výrobní zařízení bude obsahovat tyto nejvýznamnější součásti: zařízení pro zpracování vstupních surovin, dávkování požadovaného poměru vstupních surovin, následné míchání, mykací stroj, pokladač, dva vpichovací stroje (horní a spodní vpichování), zařízení pro tepelnou úpravu - kalandr, akumulátor, zařízení pro formátování, značení a navíjení hotových výrobků, zařízení pro balení hotových výrobků, trhací stroj pro rozvolnění a následné využití okrajů zpět ve výrobě, řídicí systém včetně SW zajišťujícího funkčnost a řízení linky včetně uložení receptur pro jednotlivé výrobky. Díky této technologii dojde k rozšíření portfolia výrobků žadatele.

Výstupem projektu (výrobky technologie) budou filtrační textilie a geotextilie. Technologie bude vyrábět i nové (resp. výrazně technicky vylepšené výrobky), a to geotextilie řady „Geofiltex“ 63 F, 63 T a 73Z, jež budou rozšířeny o gramáže 80, 100 a 120 g/m². Geotextilie se používají ve stavebnictví při stavbě pozemních komunikací. Místem realizace projektu bude výrobní závod – tzv. Lesní závod, současná výrobní hala, kde je umístěna linka na výrobu polypropylenové stříže

Konec citace.

V.3. Postavení společnosti na trhu

Akciová společnost MITOP, je českou právnickou osobou, založenou byla založena jednorázově zakladatelským plánem státního podniku MITOP Mimoň ze dne 05. 03. 1991, v souladu se zákonem o akciových společnostech a stanovami společnosti. Původně se jednalo o státní (národní) podnik, jenž byl po transformaci na akciovou společnost privatizován formou kupónové privatizace. Společnost vznikla dnem 27. března 1991 zápisem do obchodního rejstříku. Společnost je zapsána do obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Ústí nad Labem v oddíle B a vložce 95.

Od doby svého vzniku prošla společnost restrukturalizací zaměřením jak výroby, tak i organizačních a řídicích schémat. Hlavní činností před restrukturalizací nebyla podstatnou měrou změněna. Byly odprodány některé provozy a zastaveny nebo utlumeny některé výrobní programy, původní zaměření výroby však zůstává.

Za silné stránky společnosti MITOP v rámci existujícího konkurenčního prostředí lze považovat:

- vlastnickou strukturu a její stabilitu
- velmi silnou tradici
- specializaci na růstový segment textilní výroby
- široké produktové spektrum v rámci segmentu

- monopolní postavení v produkci některých výrobků (plstěné hadičky, které vyrábějí pouze 3 společnosti v Evropě apod.)
- odbornost, zkušenosti a dovednosti zaměstnanců
- dlouhodobou spolupráci s Technickou universitou v Liberci - lídrem evropského textilního výzkumu
- silné postavení na některých zahraničních trzích
- certifikáty, ochranné známky

Za slabší stánky konkurenční pozice společnosti MITOP, akciová společnost pak je nezbytné považovat:

- nutnost modernizace technologie (předmětem projektu) nevyvážená úroveň technologického vybavení výrobních linek a jejich nízká
- nedostatečné využívání veřejné podpory pro financování inovací a modernizací
- nerovnoměrnost odbytu
- nerozvíjení kooperací např. směrem k dodavatelům do autopřemyslu
- obecný stav textilní výroby v ČR

Společnost MITOP, akciová společnost se tedy v současné době zabývá převážně výrobou textilií se specializovaným použitím, má 110 zaměstnanců. Dlouhodobou strategií společnosti je inovovat současný strojový park, trvale stabilizovat pracovní kolektiv, nabízet osvědčené i inovované kvalitní výrobky na vysoké úrovni při trvalém snižování výrobních nákladů, a tím postupně docílit co nejvyšší ziskovosti a obsazenosti dostupných trhů.

Obecně se dá konstatovat, že krize nejvíce dopadá na malé a střední společnosti, které nemají možnost získání dodatečných zdrojů a diverzifikace svých činností. Na druhou stranu, u menších obchodních společností, které přecházejí krizi v relativním klidu, se dá očekávat mnohem rychlejší nastartování období prosperity. Tato skutečnost je dána zejména tím, že jsou připraveny daleko pružněji reagovat na situaci na trhu a přizpůsobit se jí.

Tabulka č. 5:

Vývoj tržeb od roku 2008 (v tis. Kč)

Výkony	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Vývoj výkonů (tržeb)	209 984	146 185	149 927	140 615	135 314	127 594	141 618
Změna (v %)	x	69,62	102,56	93,79	96,23	94,29	110,99
Meziroční index 2008=100 %	1,0000	0,6962	0,714	0,6696	0,6444	0,6076	0,6744

Zdroj: Výkazy MITOP, akciová společnost, vlastní výpočet

Vývoj tržeb společnosti od roku 2008, kdy se datuje počátek krize oboru, koreluje s vývojem trhu, ve stejném, případně i větším, měřítku. Během let 2009 – 2013 došlo k propadu tržeb až na úroveň 60,7 %, což je ovšem propad odpovídající průměrným hodnotám celého tržního segmentu.

V.4. Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

V rámci ocenění je nutné rozdělit aktiva společnosti na provozně potřebná a provozně nepotřebná. Důvodem rozdělení je, že část majetku, který má určitou hodnotu, nemusí být využívána k podnikatelské činnosti a neplnou z ní odpovídající příjmy anebo mají jiná rizika než je hlavní podnikání.

Po analýze jednotlivých složek majetku dospěl znalec k názoru, podpořenému majetkovou evidencí posuzované společnosti, že posuzovaná společnost nevykazuje provozně nepotřebná aktiva.

VI. Finanční plán a generátor hodnot

Nezbytným podkladem pro výnosové ocenění při použití obvyklých postupů různých modifikací metody diskontovaných peněžních toků je finanční plán. Posuzovaná společnost však takovýmto plánem, jenž by byl dostatečně rezistentní vůči náhlým změnám makroekonomických podmínek, nedisponuje. Z toho důvodu bude obsahem této kapitoly rekapitulace ekonomického vývoje společnosti ve střednědobé časové řadě tak, aby byly zřejmé dále uvedené oceňovací postupy.

Generátorem hodnoty se rozumí soubor základních podnikohospodářských veličin, které souhrnně definují, neboli generují, hodnotu obchodního závodu. Finanční plán pak podrobněji rozvádí projekci jednotlivých generátorů hodnoty.

Mezi nejdůležitější generátory hodnoty patří:

1. Tržby a jejich růst
2. Provozní náklady a zisková marže
3. Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
4. Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku
5. Diskontní míra
6. Způsob financování
7. Doba, po kterou je předpokládáno fungování obchodního závodu

VI.1. Výkony společnosti

Výkony z hlavního předmětu činnosti tj. výroby textilních produktů v minulých letech představovaly rozhodující část z celkových tržeb společnosti. Tržby z doplňkové činnosti – prodeje majetku, kromě roku 2009 a 2013, představovaly průměrně cca 1,57 %. V minulých letech byly celkové tržby doplněny prodejem nepotřebného materiálu a majetku, největší objem prodeje byl v r. 2009 a 2013, v ostatních letech oscilují hodnoty objemu tohoto prodeje okolo hodnoty cca 0,75 %.

Tabulka č. 6:

Vývoj tržeb a jejich struktura od roku 2008 (v tis. Kč)

Tržby	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Vývoj tržeb	209 984	146 185	149 927	140 615	135 314	127 594	141 618
Změna (v %)	x	69,62	102,56	93,79	96,23	94,29	110,99
Tržby z prodeje majetku	2 761	7 453	423	1 362	544	3 007	582
Podíl na tržbách celkem (v %)	1,31	5,10	0,28	0,97	0,40	2,36	0,41

Zdroj: Výkazy MITOP, akciová společnost

Negativní vývoj ekonomické situace a propad hospodaření v rámci tržního segmentu textilní výroby se dotknul i oceňované společnosti. Trend propadu tržeb koreluje s propadem tržeb v rámci celého oboru, jakož i průmyslové a stavební výroby. Tato skutečnost je s největší pravděpodobností dána jednak základními charakteristikami příslušného tržního segmentu, dále pak také úrovní nabídky a poptávky a celkovou charakteristikou konkurenčního prostředí.

Posuzovaná společnost neplánuje skokové navyšování tržeb, což je dáno jak technickou úrovní výrobního zařízení, tak i očekávanou potřebou nákladů na údržbu, opravy a nákup nových strojů. S největší pravděpodobností lze očekávat růst tržeb kopírující předpokládaný růst průmyslové výroby, alespoň minimálně v horizontu následujících tří let.

VI.2. Provozní náklady a zisková marže

Při uvádění níže uvedených skutečností vycházel znalec z dříve uvedené tabulky č. 1.

V minulých letech provozní zisk vyjádřený ukazatelem EBITDA (zisk před úroky, daněmi a odpisy) dosahoval 1,3 % až 2,2 % podílu na výkonech (uváděna pouze účetní období 2012 a 2014, v ostatních obdobích vykazovány záporné hodnoty). Provozní zisk EBIT (zisk před úroky a daněmi) se v minulých letech pohyboval na úrovni 0,13 % výkonů, a to pouze v r. 2014.

Největší položkou nákladů jsou náklady na spotřebu materiálu a energií, které v minulosti dosahovaly 64,6 % až 68,7 % z tržeb. Významnou nákladovou položkou byly rovněž osobní náklady (24,3 % – 26,6 %) a náklady na služby (8,2 % - 8,9 %).

VI.3. Provozně nutný kapitál

Pod pojmem provozně nutný pracovní kapitál se rozumí takový pracovní kapitál, jehož jednotlivé položky jsou stanoveny v provozně nutném rozsahu. Dále se tento provozně nutný pracovní kapitál odlišuje od pracovního kapitálu ve smyslu finanční analýzy také tím, že od oběžných aktiv odečítá pouze krátkodobé dluhy, tedy neúročený krátkodobý cizí kapitál, nikoliv celkový krátkodobý cizí kapitál včetně úročeného krátkodobého cizího kapitálu.

Provozně nutný pracovní kapitál se skládá z těchto položek:

- (+) zásoby
- (+) krátkodobé pohledávky
- (+) krátkodobý finanční majetek
- (-) krátkodobé dluhy
- (+) časové rozlišení aktivní
- (-) časové rozlišení pasivní

Z tabulky č. 7 je pak možno zjistit hodnotu provozně nutného pracovního kapitálu k rozhodnému datu.

Tabulka č. 7:

Provozně nutný pracovní kapitál (v tis. Kč)

Položka	Částka
Zásoby	30.380
Krátkodobé pohledávky	10.125
Krátkodobý finanční majetek	1.714
Krátkodobé dluhy	-48.256
Časové rozlišení aktivní	226
Časové rozlišení pasivní	-1
Celkem	-5.812

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočet

Záporná hodnota provozně nutného pracovního kapitálu svědčí jednak o skutečnosti relativně vysoké zadluženosti společnosti a dá se tedy předpokládat, že určitá část provozně nutného pracovního kapitálu je v případě potřeby zajišťována z cizích zdrojů – úvěrů.

VII. Předpoklady pro ocenění

VII.1. Volba metody ocenění

Na základě výsledků analýz, definice generátorů hodnoty a vytvořeného finančního plánu byla vytvořena závěrečná část posudku, tj. vlastní ocenění společnosti MITOP, akciová společnost

Obecně, pokud se dané aktivum aktivně a pravidelně obchoduje, nenastávají vážnější problémy s určením jeho hodnoty. Současné transakce poskytují jasnou indikaci jeho hodnoty. Jestliže však neexistuje stabilizovaný trh, kde by se dané aktivum pravidelně obchodovalo, používají se pro určení odhadu hodnoty následující metodologické postupy nebo jejich kombinace. Vždy je nutné posoudit aplikovatelnost příslušné metody v závislosti na účelu ocenění a povaze hodnoceného subjektu. V praxi jsou v zásadě využívány tři základní přístupy ocenění:

- Výnosové metody
- Metody tržní komparace
- Majetkové metody

VII.1.1. Výnosový přístup

Existuje několik metod, které se v rámci výnosového přístupu používají pro ocenění. Jednou z těchto metod je metoda diskontovaných peněžních toků. V rámci této metody jsou odhadovány budoucí peněžní toky, včetně terminální hodnoty na konci projektovaného období, které jsou diskontovány na současnou hodnotu požadovanou mírou výnosnosti. Metoda diskontovaných peněžních toků je považována (spolu s ostatními modely používajícími predikce budoucích výsledků) za teoreticky nejspřávnější metodu ocenění, protože explicitně bere do úvahy budoucí užitek spojený s vlastnictvím oceňovaného aktiva.

Další výnosová metoda je založena na kapitalizaci některého z ukazatelů výkonnosti společnosti jako například zisk nebo dividendy. Úroveň kapitalizace odráží jak riziko, tak i dlouhodobé vyhlídky oceňované společnosti. Při kapitalizaci historických ukazatelů finanční výkonnosti je nutné vzít na vědomí, že historické údaje slouží pro předpověď budoucnosti.

U obou metod se v diskontní sazbě, respektive v míře kapitalizace, odráží podmínky na trhu a jedinečnost oceňované společnosti.

Na základě analýzy výnosů, nákladů, potřebného pracovního kapitálu a investic, kapitálové struktury a požadované diskontní sazby je zpracována prognóza čistých budoucích výnosů hlavní činnosti za určité prognózované období. Budoucí výnosy lze definovat jako čistý zisk nebo peněžní tok. Peněžní toky lze dále definovat jako peněžní tok na úrovni equity (peněžní toky dostupné vlastníkům) a peněžní tok na úrovni entity (peněžní toky dostupné investorům s vlastním i dluhovým kapitálem). V obou případech lze peněžní toky počítat před zdaněním nebo po zdanění a v reálných (očištěných o inflaci) nebo nominálních (včetně inflace) hodnotách.

Volba nejvhodnější varianty pro definování budoucích výnosů závisí na odborném úsudku odhadce, který musí zvážit specifické skutečnosti a okolnosti jednotlivých případů.

Po určení diskontní sazby jsou budoucí výnosy a zůstatková hodnota diskontovány nebo kapitalizovány na jejich současnou hodnotu. Součet současných hodnot představuje hodnotu vlastního kapitálu u modelu peněžního toku vlastního kapitálu, a hodnotu celkového investovaného kapitálu (vlastní kapitál plus cizí úročený kapitál) u modelu peněžního toku na úrovni entity. Cizí úročený kapitál je třeba v případě posledně jmenované varianty odečíst, aby byla získána 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. Přihlíží 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 (reprodukční hodnotu sníženou o hodnotu opotřebení) – metoda substanční hodnoty.

Další majetkovou metodou je metoda likvidační hodnoty. V daném případě nepředpokládáme dlouhodobější existenci obchodního závodu a posuzujeme hodnotu z pohledu peněz, které bychom mohli získat prodejem jednotlivých částí majetku obchodního závodu po úhradě dluhů. Mezi majetkové metody patří rovněž metoda účetní hodnoty. V tomto případě vycházíme z ocenění 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

Po zpracování analýz je znalec přesvědčen, že obchodní závod splňuje předpoklad nekonečného trvání obchodního závodu, tzv. going concern. Na základě této skutečnosti se znalec rozhodl pro ocenění metodou kapitalizace čistých výnosů (zisků).

VII.2.1. Výnosový přístup ocenění obchodního závodu

V následující části byla provedena kalkulace výnosové hodnoty obchodního závodu založená na metodice kapitalizovaných čistých výnosů. Tato metoda využívá výsledků provedeného šetření a analýz oceňované společnosti za předpokladu pokračování její podnikatelské činnosti i v následujících letech („going concern“).

VII.2.1.1. Technika propočtu

Při použití metody kapitalizace čistých výnosů probíhá výpočet v následujících krocích.

Nejprve je určen trvale odnímatelný průměrný čistý výnos. Veškerý vyprodukovaný čistý zisk (výsledek hospodaření za účetní období) je uvažován jako trvale odnímatelný.

Hodnoty jednotlivých účetních období jsou upravovány bazickým cenovým indexem vztaženým k roku 2013 tak, aby byl zachycen vliv inflace.

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

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

Zjištěný výsledek pak vyjadřuje hodnotu obchodního závodu (společnosti) na úrovni vlastního kapitálu.

Rovnice č. 1:

Výpočet trvale odnímatelného průměrného čistého výnosu

$$V_P = \sum_{i=1}^n \frac{HV_i * IB_i * W_i}{n}$$

kde:

V_P *průměrný trvale odnímatelný čistý výnos*

HV_i *hospodářský výsledek za účetní období v roce i*

IB_i *bazický index inflace v roce i vztažený k roku n*

W_i *váha přidělená roku i*

n *délka období*

Rovnice č. 2:

Výpočet brutto výnosové provozní hodnoty obchodního závodu

$$H = \frac{V_P}{d}$$

kde:

H *aktualizovaná současná hodnota budoucí vyčíslené částky*

V_P *průměrný trvale odnímatelný čistý výnos*

d *diskontní míra*

Při rozdělení majetku na provozně potřebná a nepotřebná aktiva vycházíme z předpokladu, že obchodní závod potřebuje majetek určité velikosti a struktury ke své podnikatelské činnosti. Aktiva nezbytná pro základní podnikatelské zaměření jsou označována za aktiva provozně nutná. Ostatní jsou pak označována jako provozně nepotřebná nebo neprovozní aktiva. Důvody rozdělení spočívají jednak v tom, že část aktiv nemusí být používána nebo z nich neplnou žádné popř. nízké příjmy. S neprovozními aktivy je rovněž spojeno odlišné riziko na rozdíl od hlavního provozu obchodního závodu. K brutto výnosové provozní hodnotě se pak hodnota neprovozních aktiv přičítá

VII.2.1.2. Diskontní míra (míra kapitalizace)

V návaznosti na výpočet průměrného trvale odnímatelného zisku bylo přistoupeno ke stanovení diskontní míry, pomocí které byly převedeny čisté výnosy na současnou hodnotu. Pro model kapitalizace čistých výnosů byla aplikována diskontní míra na úrovni průměrných vážených

nákladů kapitálu (WACC). Náklady kapitálu odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do obchodního závodu a tomu odpovídajícímu riziku.

Obecný vzorec pro WACC odpovídá následujícímu vztahu:

Rovnice č. 3:

Výpočet vážených nákladů kapitálu

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

kde:

t sazba daně z příjmu

n_{ck} náklady na úročný cizí kapitál

CK „tržní“ hodnota úročného cizího kapitálu vloženého do obchodního závodu

n_{vk} náklady na vlastní kapitál při dané úrovni zadlužení

VK „tržní“ hodnota vlastního kapitálu

K celková hodnota investovaného kapitálu v „tržních“ hodnotách

Náklady na vlastní kapitál

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu byl použit model CAPM (Capital Asset Pricing Model). Je-li předmětem zájmu tržní hodnota, měla by diskontní míra odrážet stav na kapitálovém trhu (zejména pak tržní rizika). Z tohoto pohledu lze považovat model CAPM za teoreticky správný a ve světové praxi uznávaný způsob, jak kalkulovat diskontní míru pro tržní ocenění. Vzhledem k nerozvinutému kapitálovému trhu v České republice (relativně malá využitelnost a spolehlivost dat z tuzemského kapitálového trhu) byly použity některé informace z rozvinutějších trhů (zejména pak z amerického a evropského kapitálového trhu). V případě dostatečně spolehlivých informací byla použita data z českého kapitálového trhu. Získané výsledky pak znalec upravil o rizikovou prémii země.

Jako výpočtový základ byl použit následující vzorec:

Rovnice č. 4:

Náklady vlastního kapitálu

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

kde:

n_{vk} náklady na vlastní kapitál

r_f bezriziková úroková míra

β odvětvové *β* přenesené z evropského trhu a upravené na zadlužení oceňované společnosti v tržních hodnotách

RPT riziková premie kapitálového trhu USA

RPZ riziková premie země

p další přírážky za nízkou tržní kapitalizaci a další specifické přírážky

V případě *β* koeficientu byl promítnut vliv zadlužení obchodního závodu (kapitálová struktura) a informace o nezadlužené hodnotě *β* koeficientu pro obchodní podniky působící ve stejném odvětví.

Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál jsou z povahy věci levnějšími zdroji v porovnání s náklady na vlastní kapitál. Důvodem je skutečnost, že vlastník nese větší riziko než věřitel a požaduje vyšší výnos. Pro účely ocenění by náklady cizího kapitálu měly odrážet mimo jiné dlouhodobé tržní tendence na trhu zápůjčního kapitálu a finanční bonitu obchodního závodu.

VIII. Výnosový model kapitalizovaných čistých výnosů

Výpočet výnosové hodnoty podnikatelských aktivit MITOP, akciová společnost je založen na metodologických předpokladech a výše uvedených postupech.

VIII.1. Kalkulace průměrného trvale odnímatelného čistého výnosu

Kalkulace hodnoty kapitalizovaných čistých výnosů pak vychází z ekonomické historie společnosti a determinuje hodnotu společnosti na úrovni tržní hodnoty vlastního kapitálu. V posuzovaném případě vykazuje společnost trvale záporné výsledky hospodaření a běžné postupy ocenění nejsou pro takový případ použitelné. Znalec tedy zvolil modifikaci metody kapitalizace zisků a hodnota společnosti pak byla stanovena na bázi vývoje provozního výsledku hospodaření (EBIT).

Pro srozumitelnost považuje znalec za užitečné popsat dále prováděné výpočetní postupy.

- Pro výpočet byla zvolena časová řada 2011 – 2013.
- Veškerý vyprodukovaný čistý zisk za účetní období je uvažován jako trvale odnímatelný.
- Je-li v některém účetním období vykázován hospodářský výsledek zápornou hodnotou, je tato hodnota nahrazena hodnotou nulovou tak, aby významně neovlivnila výslednou hodnotu. V posuzovaném případě se však tato eventualita nevyskytuje.
- Hodnoty jednotlivých účetních období jsou upravovány bazickým cenovým indexem vztaženým k roku 2014 tak, aby byl zachycen vliv inflace.
- Hodnoty jednotlivých let jsou upraveny váhami, přičemž období nejvzdálenější je upravováno váhou nejnižší, období nejbližší hodnocení pak váhou nejvyšší.
- Volná provozní aktiva nejsou vykazována.
- Zjištěný výsledek pak vyjadřuje hodnotu společnosti na úrovni vlastního kapitálu.

Tabulka č. 8:

Stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu (v tis. Kč)

Ukazatel	2011	2012	2013	2014
Provozní hospodářský výsledek	-12 356	-4 001	-3 199	18
Odpisy	6 840	5 746	3 142	3 145
Tržby z prodeje investičního majetku	960	0	2 533	150
Zůstatková cena z prodeje investičního majetku	0	0	219	0
Změna stavu rezerv a opravných položek	-1 208	-152	428	-1 330
Ostatní provozní výnosy	224	468	392	20 031
Finanční výnosy provozního charakteru	1 128	759	725	560
Finanční náklady provozního charakteru	2 218	1 536	1 453	1 094
Upravený hospodářský výsledek před odpisy	-6 818	1 902	-1 607	-17 814
Inflace	1,9	3,3	1,4	0,4
Cenový index řetězový	1,019	1,033	1,014	1,004
Cenový index bazický vztažený k 2014	1,0517	1,0181	1,0040	1,0000
Upravený HV upravený inflací	-7 170	1 936	-1 613	-17 814
Váhy	1	2	3	4
Upravený HV upravený vahami	0	3 873	0	0

Zdroj: Výkazy MITOP, akciová společnost., ČSÚ, vlastní výpočet

$$V_p = \frac{3.873.000}{10} = \text{Kč } 387.300$$

VIII.2. Stanovení diskontní míry

Pro výpočet hodnoty obchodního závodu výnosovými metodami, které jsou založeny na bázi kapitalizovaných čistých výnosů, je potřebné stanovit diskontní míru, v daném případě míru kapitalizace. Pomocí této diskontní míry se v současné hodnotě promítnou faktory časové hodnoty 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 určitého typu 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 vypočteme 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 přírážky za obor, ve kterém firma působí, rizikovou přírážku za likvidnost investice, rizikovou přírážku za finanční stabilitu společnosti a přírážku za obchodní riziko. Cena dluhového kapitálu je odvozena z úrokové míry dlouhodobých úvěrů. Formalizovaný postup výpočtu je ukázán ve výše uvedeném vzorci rovnice č. 3.

VIII.2.1. Náklady na vlastní kapitál (CAPM)

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

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu použijeme následující rovnici.

Náklady vlastního kapitálu

$$n_{VK} = r_f + \beta \cdot RPT + RPZ + R$$

kde:

r_f bezriziková úroková míra

β koeficient BETA

RPT riziková prémie trhu

RPZ riziková prémie země

R přírážky za malou společnost a za sníženou likviditu

Bezriziková úroková míra – r_f

Vzhledem ke 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 25. 11. 2015 dána střední hodnotou výnosu **0,234 % p. a.**

Beta komparativních společností – β

Prostřednictvím webové adresy www.damodaran.com byla zjištěna hodnota nezadlužené β ve srovnatelném odvětví. Tato hodnota byla zjištěna v odvětví Building Materials (Europe) ve výši **1,05**.

Riziková prémie trhu – RPT

Prémie byla zjištěna ze zdroje www.damodaran.com, jako vážený aritmetický průměr rizikovitosti kapitálových trhů za období 1965 – 2014. Dle názoru znalce je použití geometrického průměru vhodnější než aritmetického, neboť sice nebere v úvahu i váženou pravděpodobnost výnosů, avšak autokorelace rizikové přírážky trhu je meziročně téměř nulová. S ohledem na skutečnost současné globální ekonomické deprese byl zvolen časový úsek dostatečně dlouhý tak, aby byly eliminovány dopady skokových meziročních změn v posledních cca 5 letech. Výsledná hodnota **4,84 % p. a.** pak, dle názoru znalce, je vhodným odhadem budoucí rizikové prémie.

Přírážka za riziko země – RPZ

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

Přírážky za velikost a sníženou likviditu – R

Prémie za riziko propočítává např. společnost Ibbotson Associates ve své publikaci 2014 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 přírážkou cca 4,0 % - 6,0 %. Znalec volil střední hodnotu uvedeného intervalu, výsledná hodnota je tedy **5,0 %**.

VIII.2.1. Výsledná kalkulace

Zjištěné hodnoty byly dosazeny do výše uvedeného vzorce:

$$n_{VK} = 0,234 \% + 1,05 * (4,83 \% + 1,05 \%) + 5,00 \% = \underline{\underline{11,419 \%}}$$

Náklady na cizí kapitál byly uvažovány, neboť společnost vykazuje použití cizích úročených zdrojů. Jedná se o bankovní úvěry vykazované částkou Kč 11.133.000. Hodnota úročených cizích zdrojů představuje cca 14,9 % z celkové hodnoty aktiv.

Při stanovení poměru vlastních a cizích zdrojů se vycházelo z účetní závěrky k 31. 12. 2014

Znalec zvolil pro dále uvedené výpočty platnou základní úrokovou sazbu České spořitelny a. s. Ta činí k datu zpracování tohoto posudku 6,3 %, je však třeba uvědomit si, že se jedná o sazbu Prime Rate, která je pro běžné klienty prakticky nedostupná. Obvykle bývá základní sazba navýšena o tzv. přírůstek, který vyjadřuje lokální a odvětvová rizika, jakož i bonitu dlužníka. Z toho důvodu znalec navýšil uváděnou základní sazbu o 2,5 procentní body na hodnotu **8,8 % p. a.** Česká spořitelna a. s. byla zvolena z toho důvodu, že se jedná o bankovní ústav poskytující služby značnému podílu z celkového objemu privátní i korporátní klientely v České republice a její úrokové podmínky lze, s ohledem na tuto skutečnost, považovat za podmínky, blíží se podmínkám obecným.

$$WACC = ((1-0,19) * 8,8 \% * 0,149) + (11,419 * 0,851) = 10,7792 \% \cong 10,779 \%$$

Diskontní míra použitá v dalším výpočtu je tedy **10,779 %**.

VIII.3. Stanovení výnosové hodnoty

Pomocí parametrů a vstupů uvedených v předchozích kapitolách byla zjištěna celková provozní hodnota společnosti („Hodnota brutto“). Společnost nevykazuje neprovozní volná aktiva, výsledná hodnota tedy bude i hodnotou netto na úrovni vlastního kapitálu.

Tabulka č. 9:

Výpočet brutto hodnoty obchodního závodu (v tis. Kč)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy z minulosti (tis. Kč)	387,300
Daň (19%)	73,587
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy po dani (tis. Kč)	313,713
Kalkulovaná diskontní míra	10,779 %
Ocenění (H) v tis. Kč	2.910,351
Volná provozní aktiva (nepotřebný majetek)	0,000
Hodnota jmění celkem	2.910,351

Zdroj: Výkazy MITOP, akciová společnost, vlastní výpočet

$$H = \frac{387.300}{0,10779} = \text{Kč } 2.910.351$$

IX. Ocenění společnosti metodou účetních cen

Použitá metoda účetních cen odpovídá ustanovení § 24, odst. 1 zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku, hodnota společnosti bude vyjádřena na úrovni vlastního kapitálu. Výsledek ocenění je uveden v tabulce č. 10:

Tabulka č. 10:

Jednotlivé druhy majetku a dluhy společnosti MITOP, akciová společnost k 31. 12. 2014

Položka majetku	Brutto (v tis. Kč)	Korekce (v tis. Kč)	Netto (v tis. Kč)
Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0	0	0
Dlouhodobý nehmotný majetek	2.299	-2.299	0
Dlouhodobý hmotný majetek	356.648	-324.412	32.236
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0
Zásoby	32.023	-1.643	30.380
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	15.701	-5.576	10.125
Krátkodobý finanční majetek	1.714	0	1.714
Časové rozlišení	226	0	226
Aktiva celkem	408.611	-333.930	74.681
Rezervy	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0
Krátkodobé závazky	48.256	0	48.256
Bankovní úvěry a výpomoci	11.133	0	11.133
<i>Cizí zdroje celkem</i>	<i>59.389</i>	<i>0</i>	<i>59.389</i>
Časové rozlišení pasivní	1	0	1
<i>Cizí zdroje + časové rozlišení pasivní</i>	<i>59.390</i>	<i>0</i>	<i>59.390</i>
Hodnota společnosti	x	x	15.291

Zdroj: Výkazy MITOP, akciová společnost.

Hodnota posuzované společnosti je pak vyjádřena na úrovni vlastního kapitálu částkou **Kč 15.291.000**.

Poznámka k tabulce č. 1:

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

Ověření uváděného výsledku je možné pomocí definice ukazatele *vlastní kapitál*, jež je určena vzorovým účtovým rozvrhem, který rozpracovává směrné účtové osnovy a další ustanovení vyhlášky č. 500/2002 Sb. ve znění pozdějších předpisů, kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb. o účetnictví. Vzorový účtový rozvrh uvádí zcela jednoznačně, z jakých dílčích 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 jsou řádového charakteru. 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 užitných 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 působení makroekonomického 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 ekonomického potenciálu. Odborná literatura² 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

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

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 drahé. 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 výsledek zjištěný pomocí metody účetních cen. Výše uvedený vzorec Schmalenbachovy metody rovněž použit nebyl. Hlavními důvody tohoto rozhodnutí jsou dále stručně zmíněné skutečnosti:

- Hospodářské výsledky posuzované společnosti vykazují značnou rozkolísanost a trvale vykazují záporné hodnoty. Výsledek vykázaný výnosovou metodou má za těchto okolností značně nižší vypovídací schopnost, než výsledek zjištěný metodou účetních cen. Přesto však použití výnosové metody nebylo zbytečné, neboť ukazuje reálnou hodnotu ekonomického potenciálu společnosti v okamžiku hodnocení.
- Aktiva posuzované společnosti hrají podstatnou roli v zajišťování příjmů společnosti, neboť představují klíčový výrobní prostředek, bez kterého by společnost nemohla naplňovat svou ekonomickou funkci.

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

- Stejně tak mohou aktiva společnosti sehrát pozitivní roli při zajištění peněžních toků v případě krizových situací. Prodej majetku sice z dlouhodobého hlediska není pozitivním jevem, neboť obchodní závod tak žije ze své materiální podstaty, nikoliv z ekonomických aktivit, z hlediska krátkodobého řešení potřeby likvidních zdrojů však takový postup může být i pozitivní.
- Je také ovšem třeba objektivně poznamenat, že hodnota zjištěná pomocí metody účetních cen, a z ní odvozená hodnota jedné akcie, představuje maximálně dosažitelnou cenu akcie, a to jak s ohledem na trvalý meziroční pokles hodnoty vykazovaného vlastního kapitálu, tak i s ohledem na výši zjištěné hodnoty ekonomického potenciálu společnosti prostřednictvím výnosové metody.

S ohledem na výše uvedené skutečnosti se tak použití majetkové metody jeví jako vhodné a přiměřené a znalec se k jejímu výsledku přiklonil jako k metodě rozhodující.

X.1. Stanovení hodnoty akcií

Společnost MITOP, akciová společnost je emitentem jediné emise akcií, a to 240.000 kusů kmenové akcie na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě každé jedné akcie Kč 100,00.

Celková hodnota zapsaného základního kapitálu je Kč 24.000.000.

Pro stanovení hodnoty akcií dle znaleckého úkolu byl použit postup vyplývající z ustanovení § 20, odst. 1 zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku, jenž definuje cenu akcií následovně:

Citace:

Kótované cenné papíry, které nejsou obchodovány na evropském regulovaném trhu ani na zahraničním trhu obdobně regulovanému trhu, a cenné papíry, které nebyly přijaty k obchodování na těchto trzích, se oceňují takto:

- a) *Akcie a podílové listy uzavřených podílových fondů podílem, v jehož čitateli je vlastní jmění akciové společnosti nebo uzavřeného podílového fondu podle účetní závěrky za předchozí účetní období, pokud není prokázána jiná hodnota vlastního jmění, a ve jmenovateli počet vydaných akcií nebo podílových listů převedený na shodnou emisní hodnotu.*

Konec citace.

S ohledem na existenci pouze jedné nominální hodnoty akcií je možné stanovit hodnotu jedné akcie přímým výpočtem.

Hodnota vlastního kapitálu zjištěná výše uvedeným výpočtem:	Kč 15.291.000
Počet emitovaných akcií shodné emisní hodnoty:	240.000 kusů

$$\text{Hodnota jedné akcie emisní hodnoty Kč 100,00} = \frac{15.291.000}{240.000} = \text{Kč 63,7125}$$

V závěrečném výroku bude shora zjištěná cena jedné akcie zaokrouhlena na celé Kč dle matematických metod zaokrouhlování.

Pro informaci provedl znalec zcela totožný výpočet hodnoty jedné akcie z výsledku zjištěného výnosovou metodou a dospěl k částce Kč 12,1264.

Na základě shora provedených analýz a výpočtů se znalec domnívá, že hodnota Kč 63,71 (resp. Kč 64,00) představuje 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 MITOP, akciová společnost, IČ 14869799, se sídlem Pertoltická 142, Mimoň IV, 471 24 Mimoň, znějících na jméno, takto:

1 kus akcie na jméno v listinné podobě, ve jmenovité hodnotě Kč 100,00, částkou

Kč 64,00
(slovy Šedesátčtyři).

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

- a) Jméno společnosti MITOP, akciová společnost je popsáno v předchozím textu a v dokumentech uváděných v přílohové části tohoto posudku.
- b) Pro ocenění byla zvolena a použita metoda účetních cen, spadající do skupiny metod majetkových, což jest ve shodě s ustanovením § 24, odst. 1 zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku. Dále pak byla použita metoda kapitalizovaných čistých výnosů ze skupiny metod výnosových, což jest v souladu s ustanovením § 24 odst. 2 a 3 výše jmenovaného zákona. Při oceňování se nevyskytly žádné zvláštní obtíže.
- c) Hodnota posuzovaných akcií emitenta MITOP, akciová společnost, IČ 47151510, se oceňuje výše uvedenou částkou Kč 64,00 za každou jednotlivou akcii.

V Liberci dne 25. listopadu 2015

Ing. Otto Šmída

D) ZNALECKÁ DOLOŽKA

Znalecký posudek jsem podal jako znalec jmenovaný rozhodnutím Krajského soudu v Ústí nad Labem ze dne 14. 4. 1997, č. j. Spr. 2273/97 pro obor ekonomika, odvětví ceny a odhady, zvláštní specializace ocenění nehmotných aktiv a práv, tržní odhady podniků.

Znalecký posudek byl zapsán pod pořadovým číslem 1520/80/15 znaleckého deníku.

Vyúčtování znalečného je přiloženo.

podpis a otisk znalecké pečeti

E) SEZNAM PŘÍLOH:

1. Kopie výpisu z obchodního rejstříku	2 listy
2. Kopie výkazu rozvaha MITOP, akciová společnost k 31. 12. 2014	4 listy
3. Kopie výkazu zisku a ztráty MITOP, akciová společnost k 31. 12. 2014	2 listy
4. Kopie výkazu zisku a ztráty MITOP, akciová společnost k 31. 12. 2013	2 listy
5. Kopie výkazu zisku a ztráty MITOP, akciová společnost k 31. 12. 2012	2 listy
<hr/>	
CELKEM	12 listů