

ZNALCKÝ POSUDEK

OCENĚNÍ JMĚNÍ

**společnosti Tylex Letovice, akciová společnost za
účelem stanovení přiměřeného vypořádání pro
menšinové akcionáře**

(Výtisk č. 1)

Účel znaleckého posudku:	Ocenění jmění společnosti Tylex Letovice, akciová společnost pro účely stanovení přiměřeného vypořádání pro menšinové akcionáře v procesu přechodu účastnických cenných papírů
Objednatel znaleckého posudku:	BANAL Invest s.r.o., IČO 247 59 414
Číslo znaleckého posudku:	420 - 1/2018
Znalecký posudek vypracoval:	Ing. Eva Jiráčková, trvale bytem Praha 5- Hlubočepy, Devonská 1179/4, PSČ 152 00, znalec v oboru ekonomika, jmenovaný rozhodnutím Krajského soudu v Praze ze dne 7.12.2000 č.j. Spr. 4129/99
Ocenění provedeno ke dni:	31.12.2017
Počet listů znaleckého posudku:	58 stran textu bez příloh (přílohy mají vlastní číslování stránek)
Počet vyhotovených výtisků znaleckého posudku:	3 (výtisky č. 1 až 3 pro Objednatele, elektronicky pro Objednatele a archiv Znalce)
Datum vyhotovení znaleckého posudku:	27.2.2018

OBSAH

1	Úvod	6
1.1	<i>Popis předmětu ocenění</i>	6
1.2	<i>Objednatel a zpracovatel tohoto posudku</i>	6
1.3	<i>Zdroje informací a ověření vstupních dat</i>	6
1.4	<i>Předpoklady a omezující podmínky</i>	7
1.5	<i>Základní vymezení</i>	7
1.6	<i>Den ocenění</i>	7
1.7	<i>Základní zásady aplikované při zpracování posudku</i>	8
1.8	<i>Platnost a použitelnost znaleckého posudku</i>	8
1.9	<i>Obtíže při ocenění</i>	9
2	Strategická analýza společnosti	10
2.1	<i>Identifikace společnosti</i>	10
2.1	<i>Stručná historie společnosti</i>	10
2.2	<i>Podnikatelské zaměření společnosti</i>	11
2.3	<i>Nehmotná práva</i>	11
2.2	<i>Obchodní partneři</i>	12
2.3	<i>Konkurence</i>	13
2.4	<i>Distribuční kanály</i>	14
2.5	<i>Zaměstnanci</i>	14
2.6	<i>Organizační schéma</i>	14
2.7	<i>Dividendová politika</i>	15
2.8	<i>Základní ekonomické ukazatele</i>	15
2.9	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	15
2.4	<i>Účetnictví společnosti</i>	16
3	Makroekonomická analýza	17
3.1	<i>Shrnutí a rizika predikce</i>	17
3.2	<i>Finanční analýza</i>	19
3.2.1	<i>Soustava bilančních analýz podle Rudolfa Douchy</i>	19
3.2.2	<i>Stručný závěr z finanční analýzy</i>	21

4	Použité metodické postupy	22
4.1	Účetní hodnota vlastního kapitálu.....	22
4.2	Substanční hodnota (individuální přecenění majetku a závazků).....	22
4.3	Výnosová metoda diskontovaného peněžního toku DCF equity (dvoufázová metoda).....	22
4.4	Porovnávací hodnota.....	25
5	Ocenění jmění společnosti Tylex Letovice, akciová společnost na bázi účetní hodnoty vlastního kapitálu	26
6	Ocenění na bázi substanční hodnoty	27
6.1	Dlouhodobý majetek.....	27
	Dlouhodobý nehmotný majetek	27
	Nemovitosti	27
	Samostatné věci movité	30
	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek.....	30
6.2	Oběžná aktiva.....	31
	Zásoby	31
	Pohledávky	32
	Peněžní prostředky.....	33
	Časové rozlišení	33
	Rekapitulace ocenění majetku metodou substanční	33
6.3	Cizí zdroje a časové rozlišení.....	34
6.4	Mimobilanční závazky	35
	Investice do spalování uhlí	35
	Investice do plynofikace	36
6.5	Ocenění jmění substanční metodou.....	37
7	Finanční plán	38
7.1	Záměry finančního plánu	38
7.2	Východiska pro tvorbu finančního plánu	38
8	Ocenění jmění na bázi výnosové metody DCF equity	44
8.1	Zjištění volných peněžních toků (FCFE).....	44
8.2	Zjištění výše nákladů na vlastní kapitál	45
8.3	Kumulovaný volný peněžní tok FCFE pro vlastníky (I. fáze propočtu).....	48
8.4	Pokračující hodnota (II. fáze propočtu).....	48
8.5	Hodnota neprovozního majetku a závazků.....	49
8.6	Hodnota čistého obchodního majetku společnosti Tylex Letovice, akciová společnost zjištěná výnosovou metodou DCF equity	49
9	Ocenění prostřednictvím porovnávací metody	50

9.1	Dražba 2005	50
9.2	Dražba 2007	50
9.3	Dražba 2010	50
9.4	Převod 195 198 ks akcií	50
9.5	Převod 115 414 ks akcií	50
9.6	Shrnutí	50
10	Závěrečná rozprava	51
11	Výsledek ocenění jmění a přiměřená hodnota protiplnění společnosti Tylex Letovice, akciová společnost	53
12	Celková rekapitulace ocenění	54
13	Prohlášení o nezávislosti.....	55
14	Znalecká doložka	56
15	Použitá literatura a zdroje	57
16	Přílohy	58

1 Úvod

1.1 Popis předmětu ocenění

Předmětem tohoto znaleckého posudku je **odhad hodnoty jmění společnosti Tylex Letovice, akciová společnost** (dále také jen „**TYLEX**“), IČO: 000 13 366, se sídlem Brněnská 20/3, 679 61 Letovice, zapsané do obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 391, pro účely **procesu přechodu účastnických cenných papírů** (také „*squeeze out*“), které spočívá v možnosti finančního vypořádání drobných, menšinových, resp. minoritních akcionářů většinovým či majoritním akcionářem dané společnosti po nabytí 90% balíku akcií této společnosti. Na základě provedeného ocenění je následně stanovena drobným akcionářům **přiměřená výše protiplnění**. Ke stanovení přiměřené výše protiplnění slouží tento znalecký posudek.

1.2 Objednatel a zpracovatel tohoto posudku

Objednatelem tohoto znaleckého posudku je společnost **BANAL Invest s.r.o.**, se sídlem Brněnská 20/3, 679 61 Letovice, IČO 247 59 414 (dále také jen „**Objednatel**“).

Znalecký posudek zpracovala Ing. Eva Jiráčková, znalec v oboru ekonomika, ceny a odhady se zvláštní specializací podniků (dále také jen „**Znalec**“).

1.3 Zdroje informací a ověření vstupních dat

Znalecký posudek je založen na údajích poskytnutých objednatelem a cílovou společností. Tento zdroj považuji za dostatečný a věrohodný. Přijaté podklady a informace jsem dále neverifikovala z hlediska jejich pravosti.

Pro účely tohoto znaleckého posudku jsem měla k dispozici následující podkladové materiály, na kterých je ocenění založeno:

- Výpis z Obchodního rejstříku;
- Účetní závěrky společnosti k 31.12.2013, 31.12.2014, 31.12.2015, 31.12.2016 a 31.12.2017;
- Obrátová předvaha společnosti k 31.12.2017;
- Výhled hospodaření společnosti na rok 2018;
- Prezentace činnosti společnosti;
- Popisné údaje;
- Další podkladové materiály k jednotlivým položkám majetku a závazků.

K ocenění jsem použila také další zdroje:

- Průběžné konzultace s Objednatelem tohoto posudku;
- Osobní prohlídka;
- Právní předpisy;
- Vlastní archiv;
- Internet a veřejné databáze;
- Sbírká listin Krajského soudu v Brně;
- Materiál „Makroekonomická predikce České republiky“ vydávaný Ministerstvem financí ČR, odborem Finanční politiky;
- Neveřejná databáze zpravodajského serveru hospodářských novin (*webová stránka <http://www.vyhledavani.ihned.cz>*);

- Další média (zejména periodika, literatura uvedená v kapitole č. 15 - Použitá literatura a zdroje, apod.);
- Externí konzultace a další zdroje;

1.4 Předpoklady a omezující podmínky

Při zpracování tohoto znaleckého posudku jsem vycházela z následujících předpokladů a omezujících podmínek:

- Údaje o skutečnostech obsažených ve znaleckém posudku považuji za pravdivé a správné.
- Při zpracování tohoto znaleckého posudku jsem vycházela ze zdrojů uvedených v kapitole č. 1.3 – Zdroje informací a vstupních dat. Vzhledem k věrohodnosti těchto zdrojů jsem poskytnuté údaje dále neověřovala. Při zpracování tohoto znaleckého posudku jsem dále využila literaturu a další zdroje uvedené v kapitole č. 15 - Použitá literatura a zdroje.
- Analýzy, názory a závěry uvedené v tomto znaleckém posudku jsou platné jen za omezených podmínek a předpokladů, které jsou uvedeny v tomto posudku a jsou mými osobními, nezaujatými a dle mého názoru profesionálními analýzami, názory a závěry.
- V souladu s tím, co je uvedeno v kapitole č. 13 - Prohlášení o nezávislosti konstatuji, že nemám žádné současné ani budoucí zájmy na předmětu ocenění v rámci tohoto znaleckého posudku ani na zúčastněných osobách a současně neexistuje osobní zájem nebo zaujatost vzhledem k výsledku znaleckého posudku.

1.5 Základní vymezení

Základnou pro ocenění jmění společnosti Tylex Letovice, akciová společnost v tomto znaleckém posudku je **objektivizovaná (tržní) hodnota** („fair value“) vyjádřená v peněžních jednotkách (v české právní terminologii cena obvyklá). Tato objektivizovaná hodnota je definována v souladu s doporučením Evropského sdružení odhadců majetku TEGoVA (The European Group Of Valuers Of Fixed Assets) jako „finanční částka, která může být směřněna mezi dobrovolně jednajícími potenciálními kupujícími a prodávajícími, aniž by byl činěn nátlak na koupi nebo prodej. Přitom obě zúčastněné strany si plně uvědomují a znají všechna relevantní fakta o dané věci“.

S touto definicí je v souladu i aktuální definice obvyklé ceny, uvedená v zákoně o oceňování majetku č. 151/1997 Sb., ve znění pozdějších předpisů: „obvyklou cenou se rozumí cena, která by byla dosažena při prodeji stejného, případně obdobného majetku, nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku, ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího, nebo kupujícího, ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi se rozumí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládána majetku nebo službě, vyplývající z osobního vztahu k nim“.

1.6 Den ocenění

Odhad hodnoty jmění společnosti pro účely stanovení průměrného vypořádání je prováděn podle stavu ke dni **31.12.2017**, který je dnem ocenění.

1.7 Základní zásady aplikované při zpracování posudku

Při zpracování tohoto posudku jsem aplikovala základní zásady akcentující objektivitu ocenění, nezávislost znalce a transparentnost použitých postupů. Jedná se především o následující zásady:

a) Komplexnost

Dle mého názoru ocenění nezávisle, nestranně a komplexně přihlíží ke všem známým relevantním skutečnostem, ke kterým mohlo být při jeho zpracování přihlédnuto.

b) Úplnost

Ocenění považuji za úplné, neboť dle mého mínění obsahuje veškeré náležitosti, které zabezpečují jednoznačně transparentní a plně použitelný výstup.

c) Vnitřní konzistence

Ocenění je vnitřně konzistentní. Dle mého názoru byly při zpracování tohoto posudku použity postupy a metody v souladu s obecnými předpoklady a principy.

d) Nezávislost, nestrannost

Konstatuji, že nejsem žádným způsobem závislá na výsledku ocenění (*viz prohlášení v kapitole č. 13 - Prohlášení o nezávislosti*).

Dle mého mínění je ocenění opakovatelné, což znamená, že je kýmkoliv přezkoumatelné. Vzhledem k transparentním a obecně známým postupům může objednatel tohoto posudku přezkoumat použitý postup při ocenění.

e) Důvodnost a odůvodněnost

V tomto posudku byly důvodně a odůvodněně použity takové metodické postupy, které byly vhodné, přiměřené a plně vyhovující relevantním informacím, které jsem měla k dispozici.

f) Vzájemná kontrola

V rámci tohoto posudku použity alespoň **dva metodické postupy**. Obě metody tak umožňují vzájemnou kontrolu dosažených dílčích výsledků.

g) Spolehlivost

Jak je uvedeno v kapitole č. 1.3.- *Zdroje informací a vstupních dat*, považuji zdroje, z nichž bylo čerpáno pro účely tohoto posudku, za věrohodné.

h) Relevantnost

Dle mého názoru jsou údaje použité v tomto posudku relevantní a nezbytné pro jeho fundované a kvalitní zpracování.

1.8 Platnost a použitelnost znaleckého posudku

Podotýkám, že případné odchylky, které mohou v budoucnosti nastat částečně z důvodu určitých nejistot v tuzemském podnikatelském prostředí, celkového rámcového vývoje české a evropské ekonomiky a z dalších rizik vztahujících se k předmětu ocenění, si mohou časem vyžádat odpovídající korekce. Z toho důvodu považuji tento znalecký posudek za platný **do doby 6 měsíců** od data jeho vyhotovení.

Znalecký posudek je použitelný pouze ve vztahu k vymezenému předmětu ocenění specifikovanému v kapitole č. 1.1 - *Popis předmětu ocenění* a závěry v něm uvedené nelze zobecňovat k jakýmkoliv jiným případům.

1.9 Obtíže při ocenění

V průběhu prací na tomto znaleckém posudku jsem se nesetkala s žádnými zvláštními (neobvyklými) potížemi, které by byly nestandardní při obdobné práci.

2 Strategická analýza společnosti

2.1 Identifikace společnosti

Výpis z obchodního rejstříku společnosti Tylex Letovice, akciová společnost (internetová verze) je uveden v příloze č. 1 tohoto posudku.

Společnost Tylex Letovice, akciová společnost je zapsána do obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 391.

Tabulka č. 1: Základní identifikace společnosti Tylex Letovice, akciová společnost

Obchodní firma	Tylex Letovice, akciová společnost
Sídlo	Brněnská 20/3, 679 61 Letovice
IČO	000 13 366
Právní forma	Akciová společnost
Den vzniku společnosti	14. března 1991
Předmět podnikání	Barvení a chemická úprava textilií Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Statutární orgán – představenstvo	Ing. Jiří Zdražil – předseda Ing. Milan Skácel – člen Ing. Karel Jarůšek – člen Josef Novák – člen Vladimír Tenora – člen
Dozorčí rada	Ing. Bořivoj Frýbert – předseda Ing. Karel Havlíček – člen Luboš Machala – člen
Základní kapitál	96 110 700,-- Kč

Základní kapitál je rozložen na 320 369 ks kmenových akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 300 Kč každé jedné. Podle obdržené informace v době zpracování tohoto posudku disponuje majoritní akcionář společnost BANAL Invest s.r.o. více než 90% akcií.

2.1 Stručná historie společnosti

Tradice krajkářské výroby v Letovicích sahá až do 1. poloviny 19. století. Mnohem později byla do Letovic soustředěna výroba záclon. Jednalo se o výrobu tkaných bobinetových záclon.

Po druhé světové válce byla ve firmě zavedena výroba pletených záclon. Rozhodující investiční akce proběhly ve dvou etapách v 60. a 70. letech. Do roku 1993 pracovalo v Tylexu cca. 1 600 lidí.

Společnost Tylex Letovice, akciová společnost byla založena rozhodnutím ministra průmyslu České republiky č. 481/1990. Na základě tohoto rozhodnutí ze dne 26.11.1990 byl bez likvidace zrušen původní s.p. Tylex, a to ke dni 30.11.1990. Kompletní hmotný majetek s.p. Tylex byl dnem 1.12.1990 vložen do nově založené společnosti Tylex Letovice, akciová společnost. Tato společnost poté vznikla zápisem do obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Brně dne 14.3.1991.

Původní základní kapitál společnosti Tylex Letovice, akciová společnost při jejím vzniku činil 236 605 tis. Kč. Dne 30.3.1993 bylo Krajským soudem v Brně zapsáno zvýšení základního kapitálu společnosti na částku 280 369 tis. Kč a dne 1.11.1996 byl základní kapitál zápisem do obchodního rejstříku opětovně navýšen na hodnotu 320 369 tis. Kč. Dne 8.1.2009 bylo do obchodního rejstříku

zapsáno snížení základního kapitálu na hodnotu 240 277 tis. Kč (důvodem snížení základního kapitálu byla, dle rozhodnutí valného hromady ze dne 16.5.2008, úhrada ztráty minulých let, tvorba rezervního fondu k úhradě budoucí ztráty a uvolnění prostředků společnosti vázaných v základním kapitálu ve prospěch akcionářů společnosti, když dosavadní výše základního kapitálu je pro obchodní činnost společnosti z ekonomického hlediska nepřiměřeně vysoká).

V následujících letech byl snížen základní kapitál ještě dvakrát, a to z titulu úhrady ztráty minulých let a vytvoření rezervního fondu na budoucí ztráty, a to v roce 2009 na částku 128 147 600 snížením jmenovité hodnoty jedné akcie na 400 Kč a v roce 2012 na současnou částku 96 110 700 Kč snížením jmenovité hodnoty jedné akcie na 300 Kč.

K datu 31.10.2005 byla do obchodního rejstříku zapsána změna formy akcí společnosti Tylex Letovice, akciová společnost z původní formy na majitele na současnou formu na jméno.

2.2 Podnikatelské zaměření společnosti

Předmětem podnikání společnosti je **výroba záclon, tylů, krajek, výšivek, bytových textilií, technických textilií, maloobchodní prodej textilních výrobků, zahraničně obchodní činnost a poskytování služeb.**

Sídlo společnosti Tylex Letovice, akciová společnost je v Letovicích.

Výrobní areál se nachází při komunikaci I. třídy č. 43 spojující Brno a Svitavy vedle železniční tratě, na jižním okraji města Letovice. Stáří areálu je rozdílné, nejstarší objekty byly postaveny v roce 1910. Podstatná část výstavby proběhla v letech 1960 až 1981. Vytápění je z centrální uhelné parní kotelny. Odpadní vody komunální i technologické jsou svedeny na čistírnu odpadních vod, která je na jižním okraji. V areálu jsou tři vodní zdroje a v komunikaci, která prochází areálem, je vodovodní řád města. V komunikaci nad závodem je plynové potrubí. Součástí areálu je trafostanice. Prohlídka areálu potvrdila, že výrobní haly jsou rozlehlé a málo využívané, s čímž souvisí i mimořádná energetická náročnost výroby.

V areálu se nacházejí 3 základní výrobní úseky, tj. pletárna, zušlechťovna a dokončovna.

K doplnění sortimentu se nakupuje menší množství zboží k dalšímu prodeji.

2.3 Nehmotná práva

Nehmotná práva společnosti Tylex Letovice, akciová společnost jsem prověřovala u následujících úřadů:

- Úřad průmyslového vlastnictví České republiky¹;
- World Intellectual Property Organization (WIPO)²;
- European Patent Office (EUIPO)³;
- Úřadu pro průmyslové vlastnictví Slovenská republika.

Společnost Tylex Letovice, akciová společnost měla k datu ocenění u Úřadu průmyslového vlastnictví ČR zaregistrovány následující ochranné známky:

¹ Zdroj: <http://www.upv.cz> (náhled dne 5.1.2018)

² Zdroj: <http://www.wipo.int/portal/index.html.en> (náhled dne 5.1.2018).

³ Zdroj: http://ep.espacenet.com/quickSearch?locale=en_EP (náhled dne 5.1.2018).

Tabulka č. 2: Ochramné známky společnosti Tylex Letovice, akciová společnost

Pořad. číslo	Číslo zápisu	Druh	Datum práva přednosti	Stav	Znění
1.	178609	obrazová	2.6.1992	Platný dokument	„TYLEX“ „Tylex – kvalita českého výrobce“
2.	178610	obrazová	2.6.1992	Platný dokument	
3.	226818	kombinovaná	16.4.1999	Platný dokument	
4.	326421	Slovní	16.11.2011	Platný dokument	

Společnost Tylex Letovice, akciová společnost měla k datu ocenění u EUIPO zaregistrovány následující ochrannou známku:

Tabulka č. 3: Ochramné známky společnosti Tylex Letovice, akciová společnost

Pořad. číslo	Číslo zápisu	Druh	Datum registrace	Znění
1.	006106991	Slovní	4.4.2008	„SANATYL“

Společnost Tylex Letovice, akciová společnost měla k datu ocenění u Úřadu pro průmyslové vlastnictví Slovenská republiky zaregistrovány následující ochranné známky:

Pořad. číslo	Číslo zápisu	Druh	Datum práva přednosti	Stav	Znění
1.	175103	obrazová	27.6.1995	platný	
2.	175339	obrazová	31.7.1995	platný	

Dále jsem v rámci databáze patentů a užitných vzorů Úřadu průmyslového vlastnictví ČR identifikovala následující tituly:

Tabulka č. 4: Patenty a užitné vzory společnosti Tylex Letovice, akciová společnost

Pořad. číslo	Patent, užitný vzor (UV)	Číslo přihlášky	Číslo ochranného dokumentu	Název
1.	UV	2005-17336	16257	Matrace obsahující distanční úplet
2.	UV	2006-17791	16721	Distanční úplet

2.2 Obchodní partneři

Mezi **nejvýznamnější dodavatele** společnosti Tylex Letovice, akciová společnost patří především společnosti.

Tabulka č. 5: Hlavní dodavatelé společnosti Tylex Letovice, akciová společnost v období 7/2016 až 6/2017

Obchodní firma	Teritorium	Podíl na dodávkách
DOPAZ s r.o.	ČR	12,63%
e-on	ČR	11,68%
KSO	Německo	9,23%
NUREL	Španělsko	6,61%
TREVIRA	Německo	2,99%

Tabulka č. 6: Hlavní odběratelé společnosti Tylex Letovice, akciová společnost v období 7/2016 až 6/2017

Obchodní firma	Teritorium	Podíl na dodávkách
Sintex	ČR	6,47%
Alpha Dam sp. Z o.o.	Polsko	5,86%
VESNA	ČR	5,81%
ITG GmbH Logistik & Distribution	Německo	5,47%
Natural	Polsko	5,20%
P.P.H.U. Lido	Polsko	3,66%
TIMO	ČR	3,53%

2.3 Konkurence

Společnost TYLEX podniká ve velmi silně konkurenčním oboru.

V tuzemsku je TALEX jediným výrobcem v sortimentu záclon a krajk. Konkurenci vytváří zejména dovozy z Polska, Turecka a Číny. Tyto dovážené výrobky jsou sice méně kvalitní, ale cenově výrazně nižší. Další konkurencí na tuzemském trhu jsou výrobci z Německa. Tyto firmy používají náš trh k realizaci výprodejů svých výrobků a na druhé straně vysokými cenami běžné produkce velmi omezují možnost prodeje do zemí západní Evropy.

Na Slovensku je situace obdobná, kde není domácí výrobce tohoto sortimentu. Dováží se z Polska a v jižních regionech je navíc značná konkurence z Maďarska, a to přímo od výrobců nebo prostřednictvím exportu z Turecka přes Maďarsko.

Konkrétní konkurenční firmy jsou zejména:

Gerster

Albani

Orbytex

Rovitex

Libatex

Domitex

V sortimentu bytového textilu tvoří konkurenci dovozy z Asie. V sortimentu textilní galanterie jsou v nižších cenových hladinách rovněž tyto dovozy. Ve vyšších cenových hladinách je to pak i vlastní produkce evropských zemí, zejména firmy z Itálie, Španělska, Francie a Německa.

Tržní situace a konkurence v sortimentu technických textilií je obdobná jako u ostatní výroby.

Kromě přímé konkurence u tradičních výrobků je velmi silné i konkurenční prostředí, které přináší rozvojové a módní trendy výrobků, kterými mohou být stávající výrobky nahrazovány. Konkuruji si různé technologie výroby, rozmanitost materiálů a rovněž vnímání spotřebitele z pohledu užitné hodnoty výrobků.

2.4 Distribuční kanály

Distribuční kanály, které používá společnost Tylex Letovice, akciová společnost, jsou následující:

- Regionální prodejci;
- Velkoobchodní firmy;
- Řetězce;
- Zpracovatelé;
- Zásilková služba;
- Maloobchodní prodej.

2.5 Zaměstnanci

Společnost Tylex Letovice, akciová společnost zaměstnávala v uplynulých letech následující průměrné počty zaměstnanců:

Tabulka č. 7: Zaměstnanci

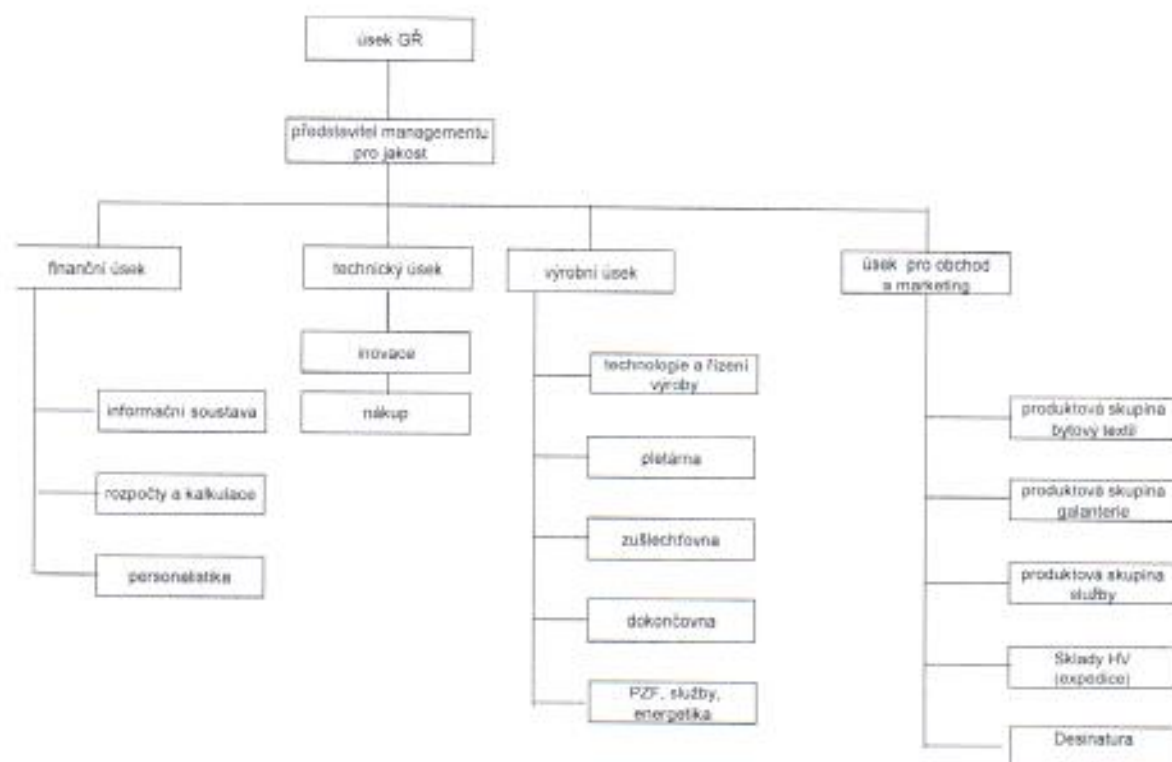
Rok	THP	Dělníci	Celkem
2017	29	76	105
2016	29	76	105
2015	31	78	109
2014	31	73	104

Ke dni ocenění společnost zaměstnávala celkem 105 zaměstnanců.

2.6 Organizační schéma

Organizační schéma společnosti Tylex Letovice, akciová společnost k datu zpracování tohoto posudku bylo následující:

Schéma č. 1: Organizační schéma společnosti



2.7 Dividendová politika

Podle sdělení managementu společnosti Tylex Letovice, akciová společnost nevyplácela společnost akcionářům za posledních pět hospodářských období žádné dividendy.

2.8 Základní ekonomické ukazatele

Tabulka č. 8: Základní ekonomické údaje za období let 2011 až 2017

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aktiva	179 556	149 291	132 282	126 458	124 051	126 269	120 364
Vlastní kapitál	120 785	100 853	88 360	88 724	90 882	89 954	83 565
Cizí zdroje	58 771	48 438	43 917	37 729	33 169	36 309	36 797
Tržby	103 527	92 023	85 464	113 162	124 595	109 574	97 064
Hospodářský výsledek běžného účetního období	-26 857	-19 932	-12 493	363	2 159	-928	-6 390

Hospodaření společnosti je dlouhodobě ztrátové. Podrobnější popis poskytuje finanční analýza (příloha č. 3 tohoto posudku). Dlouhodobě ztrátové hospodaření mne vede k přesvědčení, že při současném výrobním programu nelze očekávat podstatné zlepšení, a to vede k obavám o další existenci firmy.

2.9 Dlouhodobý finanční majetek

Společnost TYLEX nemá žádné tituly dlouhodobého finančního majetku.

2.4 Účetnictví společnosti

Společnost Tylex Letovice, akciová společnost je účetní jednotkou *dle ust. § 2 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů* s povinností vést účetnictví na bázi podvojných zápisů *dle ust. § 3 odst. 1 stejného zákona*.

Účetnictví společnosti v souladu s *ust. § 20, odst. 1 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů* **podléhá povinnosti ověřování účetní závěrky auditorem**. Audit provádí za společnost SYSTEMA AUDIT a.s., číslo osvědčení KAČR č. 237, ing. Daniel Čížek, oprávnění KAČR č. 1868.

Rozvaha a výkaz zisků a ztrát, příloha k účetní závěrce a zpráva auditora společnosti Tylex Letovice, akciová společnost k 31.12.2017 bez auditorské zprávy jsou uvedeny v příloze č. 2 tohoto znaleckého posudku.

3 Makroekonomická analýza

Makroekonomická analýza byla zpracována s využitím materiálu „Makroekonomická predikce České republiky“, vydaného Ministerstvem financí ČR, odborem Finanční politiky, jehož poslední aktualizace proběhla v lednu 2017⁴.

3.1 Shrnutí a rizika predikce

V Makroekonomické predikci ČR je uvedeno následující shrnutí⁵:

Růst světové ekonomiky překonává předchozí očekávání. Ekonomika eurozóny i Evropské unie jako celku dosáhla v roce 2017 pravděpodobně nejvyššího tempa ekonomického růstu za dekádu. Těží přitom ze zlepšující se situace na trhu práce, nebývale vysoké důvěry ekonomických subjektů a z toho vyplývající robustní spotřeby domácností. Rovněž ekonomiky Spojených států amerických a Číny dosahují velmi dobrých výsledků. I když je pro letošní rok ve většině případů očekáváno mírné zpomalení dynamiky, růstové vyhlídky zůstávají nadále velmi nadějně.

Příznivý vývoj hlavních obchodních partnerů i stabilní situace uvnitř české ekonomiky, charakterizovaná nárůstem důvěry, vytvářejí podmínky pro další úspěšné pokračování ekonomické konjunktury v České republice. Je pozitivní, že dynamický růst probíhá v podmínkách přebytkového salda sektoru vládních institucí i běžného účtu platební bilance. Za hlavní bariéru pro vyšší růst české ekonomiky považujeme situaci na trhu práce, který vykazuje symptomy přehřívání.

Reálný hrubý domácí produkt se ve 3. čtvrtletí 2017 meziročně zvýšil o 4,7 %, což je nejvíce od 4. čtvrtletí 2015, kdy však byla ekonomika do značné míry stimulována koncem minulé finanční perspektivy u projektů Evropské unie. Po očištění o sezónní a kalendářní vlivy (3. čtvrtletí 2017 mělo meziročně o 1 pracovní den více) činil růst dokonce 5,0 %, v porovnání s předcházejícím rekordním čtvrtletím ale zpomalil na 0,5 %.

Tradičně nejvýznamnější složkou užití byla spotřeba domácností. Meziročně se zvýšila o 4,1 %, a to nejen díky vysoké dynamice objemu mezd a platů, ale i klesající míře úspor, jež reflektuje situaci na trhu práce, nízké úrokové sazby a vysokou důvěru spotřebitelů v další vývoj. Ekonomiku rovněž podpořil meziroční nárůst spotřeby sektoru vládních institucí o 1,2 %.

K růstu investic do fixního kapitálu, který ve 3. čtvrtletí akceleroval na 6,3 %, přispěly největší měrou investice do strojů, zařízení (mimo dopravní prostředky) a informačních a komunikačních technologií. Největší dynamika (10,9 %) pak byla zaznamenána u investic do obydlí, což odráží vysokou poptávku. Ze sektorového hlediska byla investiční aktivita tažena soukromými investicemi, když investice sektoru vládních institucí stagnovaly.

Příspěvek zahraničního obchodu k hospodářskému růstu se mírně snížil na 0,4 p. b. Čisté vývozy byly na jedné straně podpořeny rostoucí vnější poptávkou, ale projevila se zde i vysoká dovozní náročnost investic.

Pozitivní ekonomická situace by měla pokračovat i v roce 2018. Růst by měl být nadále tažen spotřebou domácností odrážející mzdovou dynamiku při extrémně nízké míře nezaměstnanosti, vysoké míře participace a rekordním počtu volných pracovních míst. Spotřeba domácností bude dále podporována navýšením platů v sektoru vládních institucí,

⁴ Zdroj: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce> (náhled ze dne 11.2.2018).

⁵ Jde o citaci ze strany 1 Makroekonomické predikce ČR.

snížením daňové zátěže u rodin s dětmi a nárůstem výdajů na sociální zabezpečení. Investice by měly být stimulovány nejen pomocí prostředků Evropských strukturálních a investičních fondů, ale i snižující se relativní cenou kapitálu vůči ceně práce při stále ještě nízkých reálných úrokových sazbách.

Velmi dobrá kondice české ekonomiky i vnějšího prostředí vede ke zvýšení odhadu růstu reálného hrubého domácího produktu za rok 2017 z 4,1 % na 4,3 % a predikce na rok 2018 z 3,3 % na 3,4 %. Vzhledem k předpokládanému mírnému zpomalení růstu v eurozóně, zpřísnění měnových podmínek a napjaté situaci na trhu práce by se měl ekonomický růst v roce 2019 dále zpomalit na 2,6 %.

Od konce roku 2016 se meziroční růst spotřebitelských cen až na výjimky pohybuje v horní polovině tolerančního pásma inflačního cíle České národní banky. Očekáváme, že se inflace bude nad hranici 2 % pohybovat i letos a v převážné části příštího roku. Proinflační efekty vyšší ceny ropy, zvyšování mezd a kladné produkční mezery by měly převážit nad protiinflačními vlivy vyplývajícími z předpokládaného zpřísnění měnových podmínek.

Průměrná míra inflace v roce 2017 dosáhla 2,5 %. Predikci na rok 2018 zvyšujeme z 2,4 % na 2,6 %, pro rok 2019 počítáme s průměrným nárůstem spotřebitelských cen o 2,1 %.

Vysoký růst zaměstnanosti, který od konce roku 2014 setrvale přesahuje hranici 1 %, vyčerpává nevyužité zdroje na trhu práce. Sezónně očištěná harmonizovaná míra nezaměstnanosti v listopadu 2017 dále klesla na 2,5 %. Nedostatek zaměstnanců se tak stává bariérou pro extenzivní růst produkce, což firmy motivuje k investicím zvyšujícím produktivitu práce.

Prostor pro další pokles nezaměstnanosti je zřejmě již značně omezený, na základě odhadu dosažené úrovně za rok 2017 (2,9 %) však snižujeme predikci míry nezaměstnanosti na rok 2018 z 2,8 % na 2,4 %. V roce 2019 očekáváme míru nezaměstnanosti okolo 2,3 %.

Běžný účet platební bilance dosáhl ve 3. čtvrtletí 2017 přebytku ve výši 0,6 % HDP. Kladná salda bilancí zboží a služeb převyšují schodek prvotních důchodů, na nějž má největší vliv odliv důchodů z přímých zahraničních investic ve formě dividend a reinvestovaného zisku. Přebytek běžného účtu má od poloviny roku 2016 tendenci ke snižování zejména vlivem vyšší tuzemské poptávky po dovozech generované růstem spotřeby i investic.

Predikce přebytku běžného účtu (po odhadu 0,5 % za rok 2017) se pro rok 2018 snižuje z 0,5 % HDP na téměř vyrovnanou úroveň 0,1 % HDP, které by mělo být dosaženo i v roce 2019.

Odhad hospodaření sektoru vládních institucí v roce 2017 zachováváme na úrovni 1,1 % HDP. K celkovému výsledku pozitivně přispívalo přebytkové hotovostní hospodaření místních rozpočtů a zdravotních pojišťoven. K výraznému meziročnímu zlepšení došlo také na úrovni státního rozpočtu, jehož hotovostní saldo očištěné o vliv projektů Evropské unie a finančních mechanismů bylo ve srovnání s rokem 2016 o 12,3 mld. Kč lepší, tedy téměř vyrovnané. Pro rok 2018 zůstává prozatím predikce přebytku hospodaření sektoru vládních institucí zachována na úrovni 1,3 % HDP. Dluh sektoru vládních institucí by měl ke konci roku 2017 poklesnout na 34,6 % HDP a v tomto klesajícím trendu pokračovat i v roce 2018 až na úroveň 33,1 % HDP.

Dále uvádím přehled hodnot některých makroekonomických indikátorů:

Tabulka č. 9: Makroekonomické indikátory ČR						
Název	Rok 2013	Rok 2014	Rok 2015	Rok 2016	Rok 2017	Rok 2018 a dále*
Přírůstek HDP (stálé ceny) str. 2	-0,5 %	2,7 %	5,3 %	2,6 %	4,3 %	3,0 %
Přírůstek HDP (běžné ceny) str. 32 předlože	0,9 %	5,3 %	6,5 %	3,9 %	5,6 %	4,3 %
Průměrná míra inflace str. 2 předlože	1,4 %	0,4 %	0,3 %	0,7 %	2,5 %	2,0 %
Průměrná obecná míra nezaměstnanosti (VŠPS) str. 2 předlože	7,0 %	6,1 %	5,1 %	4,0 %	2,9 %	2,3 %
Výnos státních dluhopisů (10Y) do doby splatnosti str. 16 předlože	2,11 %	1,58 %	0,61 %	0,43 %	0,98 %	1,50 %
Směnný kurz CZK/EUR str. 2 předlože	26,00	27,50	27,30	27,00	26,30	24,75

* odhad znalce

3.2 Finanční analýza

Finanční analýza je provedena v příloze č. 4 tohoto posudku.

3.2.1 Soustava bilančních analýz podle Rudolfa Douchy

Na výsledky společnosti jsem aplikovala soustavu bilančních analýz II. řádu podle Rudolfa Douchy (tzv. Douchova analýza)⁶. Tuto analýzu lze využít v jakémkoliv podniku, bez ohledu na jeho velikost. Soustava je vytvořena pro podmínky Českých subjektů.

Douchova analýza druhého řádu představuje promyšlenou soustavu 17 různých ukazatelů finanční analýzy, čtyř dílčích ukazatelů (stabilita, likvidita, aktivita, rentabilita) a celkového výsledného ukazatele, přičemž pomocí vzájemných přepočtových koeficientů je možno jednoduše interpretovat vývojové trendy výsledků. Klesají-li vypočtené ukazatele v čase, situace ve sledovaném subjektu má zhoršující se trend a naopak.

Konkrétní skladby ukazatelů Douchovy analýzy II. řádu a způsob jejich výpočtu jsou shrnuty v následujícím přehledu:

Tabulka č. 10: Způsob výpočtu ukazatelů finančního zdraví podle Douchovy analýzy II. řádu

Krátkodobé dluhy	krátkodobé závazky + krátkodobé finanční výpomoci + běžné bankovní úvěry
Čistý pracovní kapitál	oběžný majetek se splatností do 1 roku - krátkodobý cizí kapitál => zásoby + krátkodobé pohledávky + peněžní prostředky - krátkodobé závazky - běžné bankovní úvěry - krátkodobé finanční výpomoci
S1	vlastní kapitál / dlouhodobý majetek
S2	(vlastní kapitál / celková aktiva) * 2
S3	vlastní kapitál / cizí zdroje
S4	celková aktiva / (krátkodobé dluhy * 5)
S5	celková aktiva / (zásoby * 15)
S - Stabilita celkem	(2*S1 + S2 + S3 + S4 + 2*S5) / 7

⁶ Bliže viz Petra Růžicková, Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi, Grada, 2007.

L1	$(2 * \text{peněžní prostředky}) / (\text{krátkodobé dluhy})$
L2	$(\text{peněžní prostředky} + \text{krátkodobé pohledávky}) / (\text{krátkodobé dluhy})$
L3	$\text{oběžná aktiva} / \text{krátkodobé dluhy}$
L4	$(\text{pracovní kapitál} / \text{pasiva celkem}) * 3,33$
L - Likvidita celkem	$(5*L1 + 8*L2 + 2*L3 + L4) / 16$

A1	$(\text{tržby celkem} / 2) / \text{pasiva celkem}$
A2	$(\text{tržby celkem} / 4) / \text{vlastní kapitál}$
A3	$(\text{přidaná hodnota} * 4) / \text{tržby celkem}$
A - Aktivita celkem	$(A1 + A2 + A3) / 3$

R1	$(10 * \text{zisk po zdanění}) / \text{přidaná hodnota}$
R2	$(8 * \text{zisk po zdanění}) / \text{vlastní kapitál}$
R3	$(20 * \text{zisk po zdanění}) / \text{pasiva celkem}$
R4	$(40 * \text{zisk po zdanění}) / (\text{tržby za prodej zboží} + \text{výkony})$
R5	$(1,33 * \text{provozní HV}) / (\text{provozní} + \text{finanční HV})$
R - Rentabilita celkem	$(3*R1 + 7*R2 + 4*R3 + 2*R4 + R5) / 17$

Celkový výsledný ukazatel	$(2*S + 4*L + A + 5*R) / 12$
----------------------------------	------------------------------

Finanční zdraví subjektu se posuzuje na základě hodnoty celkového výsledného ukazatele:

Tabulka č. 11: Hodnocení finančního zdraví podle celkového výsledného ukazatele Douchovy analýzy II. řádu

Hodnota celkového výsledného ukazatele	Finanční zdraví hodnoceného subjektu
Větší než 1	Dobrá stav finančního zdraví
od 0,5 do 1	Šedá zóna, průměrné finanční zdraví
Nižší než 0,5	Špatný stav finančního zdraví
Záporné hodnoty	Velmi špatné výsledky finančního zdraví

Na základě dodaných podkladů jsem u společnosti vypočetla následující hodnoty ukazatelů Douchovy analýzy II. řádu:

Tabulka č. 12: Hodnocení finančního zdraví podle Douchovy analýzy II. řádu

	Rok 2015	Rok 2016	Rok 2017
S1	1,00	1,00	1,00
S2	1,00	1,00	1,00
S3	1,00	1,00	1,00
S4	0,56	0,67	0,57
S5	0,20	0,23	0,21
S - Stabilita celkem	0,71	0,73	0,71
L1	0,04	0,07	0,21
L2	0,40	0,44	0,37
L3	1,00	1,00	1,00
L4	0,42	0,43	0,30
L - Likvidita celkem	0,37	0,39	0,39

A1	0,48	0,44	0,42
A2	1,00	1,00	0,30
A3	1,00	1,00	1,00
A - Aktivita celkem	0,83	0,81	0,57

R1	0,48	0,00	0,00
R2	1,00	1,00	0,00
R3	0,35	0,00	0,00
R4	0,76	0,00	0,00
R5	1,00	0,20	1,00
R - Rentabilita celkem	0,73	0,42	0,06

Celkový ukazatel	0,61	0,50	0,32
<i>Finanční zdraví společnosti</i>	Šedá zóna	Špatné	Špatné

Hodnoty vychylující se nad rámec mezi (tj. nižší než 0 a vyšší než 1) jsem pro účely zajištění co nejmenší míry zkreslení celkového výsledku nahradila mezními hodnotami 0 nebo 1.

3.2.2 Stručný závěr z finanční analýzy

- Objem bilanční sumy poklesl.
- Dlouhodobý majetek je tvořen pouze dlouhodobým hmotným majetkem.
- Čisté investice společnosti do dlouhodobého majetku klesaly, v posledním sledovaném období do záporných hodnot.
- Oběžná aktiva jsou tvořena především zásobami a krátkodobými pohledávkami.
- Podíl cizích zdrojů na celkových pasivech vzrostl, z hlediska absolutních objemů je v nízké výši.
- Hodnoty pracovního kapitálu vykázaly klesající trend a svědčí tak o sílící hrozbě nedostatku finančních prostředků pro zajištění běžné činnosti společnosti.
- Tržby vykázaly ve sledovaných obdobích pokles.
- Tvorba přidané hodnoty klesala, tedy základní zdroj zisku společnosti se snižoval.
- Mzdové náklady na 1,-- Kč přidané hodnoty rostly, celkový objem lze označit za vysoký.
- Provozní výsledky hospodaření vykázaly klesající charakter, přičemž v posledních dvou sledovaných obdobích byly záporné.
- Hodnoty rentability byly zcela nedostatečné.
- Likviditu společnosti shledávám, na základě předložených výkazů, rovněž jako nedostatečnou.
- Doba obratu zásob, krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů i krátkodobých závazků z obchodních vztahů je zvýšená.

Z celkového pohledu tak lze finanční zdraví společnosti zhodnotit jako zhoršené. Tuto skutečnost dle mého názoru potvrdila rovněž provedená Douchova analýza druhého řádu.

4 Použité metodické postupy

Pro účely zjištění čistého obchodního majetku předmětu ocenění, tj. jmění společnosti, jsem použila standardní metody ocenění. Jedná se o tyto:

- 1) Účetní hodnota vlastního kapitálu;
- 2) Substanční hodnota;
- 3) Výnosová metoda diskontovaného peněžního toku DCF equity (dvoufázová metoda).
- 4) Metoda porovnávací

Všechny uvedené metodické postupy vycházejí z metod pro ocenění podniku. Těmito postupy je možno zjistit hodnotu jmění společnosti, resp. výši čistého obchodního majetku společnosti, současně i jmění společnosti.

4.1 Účetní hodnota vlastního kapitálu

Jde o aplikaci metody účetní hodnoty vlastního kapitálu. Vlastní kapitál společnosti představuje zdroje, které byly vloženy do podnikání vlastníky společnosti, příp. které společnost vyprodukovala v rámci své podnikatelské činnosti (např. výsledek hospodaření minulých let a výsledek hospodaření běžného účetního období). Zjednodušená struktura vlastního kapitálu vypadá následovně:

- základní kapitál;
- kapitálové fondy;
- rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku;
- výsledek hospodaření minulých let;
- výsledek hospodaření běžného účetního období.

Vlastní kapitál tak představuje rozdíl mezi účetní hodnotou majetku a závazků společnosti v historických cenách. Jedná se o statický pohled, nicméně jeho základní funkcí je poskytnutí přehledu o majetku a závazcích společnosti k určitému datu.

4.2 Substanční hodnota (individuální přecenění majetku a závazků)

Tento způsob ocenění je založen na simulaci principu náhrady výdajů na pořízení majetkové podstaty (substance) podniku. Základním logickým předpokladem této metody je, že kupující majetkové substance by nezaplatil za předmětná aktiva (majetek) více, než činí náklady na jejich pořízení. Při použití tohoto způsobu jsou jednotlivé druhy aktiv individuálně oceněny. Součet oceněných aktiv (majetku) po odpočtu dluhů (závazků) představuje hodnotu čistého obchodního majetku daného podniku.

Pro jednotlivé části majetku a závazků jsou používány různé způsoby ocenění, které se vztahují ke konkrétnímu majetku, jeho druhu a formě, dostupným podkladům a účelu ocenění. Substanční hodnota společnosti (resp. jeho čistý obchodní majetek) je tvořena rozdílem hodnot souboru majetku a závazků.

4.3 Výnosová metoda diskontovaného peněžního toku DCF equity (dvoufázová metoda)

Cílem této metody je zjištění reálné hodnoty čistého obchodního majetku (jmění) společnosti Tylex Letovice, akciová společnost Tato metoda patří do skupiny **výnosových metod**. Metodický postup

výnosové metody DCF equity vychází z postupů popsaných v publikaci => Miloš Mařík - Určování hodnoty firem (Ekopress, Praha, 2007)⁷.

Výnosová metoda diskontovaného peněžního toku DCF equity (dvoufázová metoda) je založena na koncepci stanovení „časové hodnoty peněz a relativního rizika investice“. Předmět ocenění je považován za investici, na kterou je potřeba efektivně vynaložit finanční prostředky. Budoucí očekávané výnosy a náklady spojené s investicí jsou převedeny na současnou hodnotu za použití odpovídající diskontní míry (resp. nákladů na vlastní kapitál). Tato metoda umožňuje zhodnotit veškeré budoucí hotovostní toky (tj. výnosy i náklady) investice s rozložením v čase (vztažením budoucích hotovostních toků k současnosti).

Metoda diskontovaného peněžního toku DCF equity vychází z představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze:

První **anuitní fáze** zahrnuje období, po které je znalec schopen posoudit věrohodný finanční plán hospodaření oceňovaného subjektu do budoucna.

Druhá **perpetuitní fáze** pak obsahuje zbytek časového horizontu od konce první fáze do nekonečna (*tuto dobu zohledňuje tzv. „pokračující hodnota“*).

a) První anuitní fáze

V první fázi výpočtu je zapotřebí identifikovat tzv. kumulované volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE), a to vždy ke konci období po celou dobu trvání finančního plánu. Výpočet probíhá podle následujícího schématu:

Vzorec č. 2: Metoda diskontovaného peněžního toku DCF equity – I. fáze

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních
+ Odpisy
+ Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
- Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity)
- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít, tj. úrok * (1 – daňová sazba)
- Splátky úročeného cizího kapitálu
- Nově přijatý úročený cizí kapitál
= FCFE

Tyto peněžní toky se pak diskontují pomocí nákladů na vlastní kapitál, které jsou stanoveny pro danou míru zadlužení. Výsledkem je výnosová hodnota vlastního kapitálu.

Délka první fáze vychází z počtu let, po jejichž dobu je k dispozici zpracovaný vyvážený finanční plán. Zpravidla se jedná o dobu okolo 5 let.

Vzorec pro výpočet 1. anuitní fáze výpočtu vypadá následovně:

Vzorec č. 3: Výpočet 1. anuitní fáze DCF equity

⁷ Strana 170 a následující, resp. 205 a následující.

$$H_1 = \sum_{t=1}^T FCFE * (1+i_k)^{-t} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+i_k)^t}$$

kde

H_1 je hledaná hodnota 1. anuitní fáze

$FCFE_t$ představuje volné peněžní toky v období t

i_k je diskontní míra (zpravidla náklady na vlastní kapitál) v období k

T je délka první fáze v letech

b) Druhá perpetuitní fáze

Druhá fáze je vypočítána jako pokračující hodnota na období zbývajících časového horizontu nad rámec 1. anuitní fáze propočtu (zpravidla do nekonečna).

Výsledkem výpočtu druhé fáze je tzv. **perpetuita** (tj. „pokračující hodnota“) vyjádřená v současné hodnotě.

Vzorec pro výpočet 2. perpetuitní fáze výpočtu vypadá následovně:

Vzorec č. 4: Výpočet 2. perpetuitní fáze DCF equity

$$H_2 = \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} * (1+i_k)^{-T} = \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} * \frac{1}{(1+i_k)^T}$$

kde

H_2 je hledaná hodnota 2. perpetuitní fáze

$FCFE_{T+1}$ představuje volné peněžní toky v období $T+1$ (období prvního roku, ve kterém již není k dispozici plán)

i_k je kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů na vlastní kapitál

g je předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi výpočtu

T poslední rok prognózovaného období

Součet výsledků první a druhé fáze dává tímto postupem základnu pro výpočet hodnoty podniku pro vlastníky.

Zjištěné hodnoty anuitní a perpetuitní fáze jsou zohledněny z hlediska času prostřednictvím diskontní míry. Pro účely této výnosové metody se používají tzv. náklady na vlastní kapitál. Ty je možno identifikovat několika způsoby. Velmi rozšířeným postupem je identifikace nákladů na vlastní kapitál na základě tzv. „Modelu CAPM“ (capital asset pricing model).

Tento model je založen na rozlišení diverzifikovaného a nediverzifikovaného rizika. Důležitým prvkem modelu CAPM je tzv. „přímka cenných papírů“, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu. Riziková prémie, která je součástí výpočtu, je chápána jako rozdíl mezi očekávaným výnosem cenného papíru a bezrizikovou mírou.

Vypočtená diskontní míra bývá zpravidla ještě upravena o tzv. **průměrné tempo růstu**, které snižuje „náročnost“ hodnoty diskontní míry, kterou je diskontována pokračující hodnota (perpetuita).

Postup při výpočtu hodnoty na bázi výnosové metody DCF equity je následující:

- Sestavení finančního plánu hospodaření společnosti.
- Zjištění volných peněžních toků na úrovni podnikatelské jednotky (FCF).

- c) Zjištění volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE).
- d) Zjištění diskontní míry (*náklady na vlastní kapitál*).
- e) Výpočet kumulovaného diskontovaného FCFE (po dobu trvání finančního plánu) => I. anuitní fáze propočtu.
- f) Kalkulace „pokračující hodnoty“ (*FCFE pro vlastníky, které je v průměru očekáváno v budoucnosti nad rámec I. anuitní fáze propočtu*) => II. perpetuitní fáze propočtu.
- g) Součet hodnot anuitní a perpetuitní fáze = hodnota podniku bez vlivu hodnoty neprovozního majetku.
- h) Odhad přeceněné hodnoty neprovozního majetku a závazků.
- i) Zjištění hodnoty podniku přičtením hodnoty zvlášť oceněného neprovozního majetku.

Výsledná hodnota představuje **čistý obchodní majetek** dané společnosti vypočtený danou metodou.

4.4 Porovnávací hodnota

Hodnota stanovená porovnáním vychází z předpokladu, že je k dispozici databáze nebo alespoň dostatek veřejně přístupných informací o hodnotě obdobných transakcí (prodejů, v tomto případě podniků, respektive podílů). K porovnání lze využívat ceny v nedávné minulosti realizované na trhu. V české ekonomice není taková četnost obdobných případů a relevantních informací o nich. Pokud ale existuje spolehlivá informace o prodeji téhož majetku mezi nezávislými subjekty, lze ji také pro tento účel využít.

5 Ocenění jmění společnosti Tylex Letovice, akciová společnost na bázi účetní hodnoty vlastního kapitálu

Obecný metodický postup je uveden v kapitole „4.1. – Účetní hodnota vlastního kapitálu“. Jako základ pro stanovení substanční hodnoty slouží rozvaha společnosti k příslušnému datu. V tomto případě jde o datum 31.12.2017.

1) Aktiva (majetek)

Tabulka č. 13: Aktiva (majetek) společnosti Tylex Letovice, akciová společnost k 31.12.2017

Majetek	Účetní hodnota brutto v tis. Kč	Korekce v tis. Kč	Účetní hodnota netto v tis. Kč
Dlouhodobý nehmotný majetek	11 631	11 474	157
Dlouhodobý hmotný majetek	422 145	355 417	66 728
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0
Zásoby	39 935	-2 497	37 438
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	12 181	632	11 549
Krátkodobý finanční majetek – peněžní prostředky	4 259	0	4 259
Časové rozlišení	232	0	232
Majetek celkem	490 383	370 019	120 364

2) Pasiva

Tabulka č. 14: Pasiva společnosti Tylex Letovice, akciová společnost k 31.12.2017

Pasiva (v tis. Kč)	Účetní hodnota v tis. Kč
Vlastní kapitál	83 565
Rezervy	0
Dlouhodobé závazky	8 667
Krátkodobé závazky	28 131
Časové rozlišení	2
Pasiva celkem	120 364

Hodnota jmění společnosti Tylex Letovice, akciová společnost byla k datu ocenění, pro účely tohoto posudku, v souladu s použitými principy posouzení na bázi účetní hodnoty vlastního kapitálu, identifikována ve výši 83 565 tis. Kč.

6 Ocenění na bázi substanční hodnoty

Obecný metodický postup je uveden v kapitole „4.2. – Substanční hodnota“. Jako základ pro stanovení substanční hodnoty slouží rozvaha společnosti k příslušnému datu. V tomto případě jde o datum 31.12.2017 a řada dalších dílčích podkladů.

6.1 Dlouhodobý majetek

Dlouhodobý nehmotný majetek

Společnost vede ve svém účetnictví dlouhodobý nehmotný majetek v pořizovací hodnotě 11 631 tis. Kč a zůstatkové hodnotě 157 tis. Kč. Jde především o software. Položky softwaru velmi rychle morálně zastarávají a jejich prodejnost nelze uvažovat. Pro účely ocenění jsem tedy použila symbolické ocenění v částce **157 tis. Kč**.

Nemovitosti

Společnost má v majetku pozemky v pořizovací hodnotě 2 752 tis. Kč a stavby v pořizovací hodnotě 188 403 tis. Kč a zůstatkové hodnotě 56 918 tis. Kč.

Tabulka č. 15: Pozemky v pořizovací hodnotě k 31.12.2017

číslo parcely	pořizovací cena v Kč	druh pozemku
667	6 444,80	trvalý travní porost
705	2 325,00	zast.plocha
718	87 792,00	Zahrada
719	1 536,00	trvalý travní porost
787	956,80	trvalý travní porost
838	792 732,00	zast.plocha
843	3 720,00	zast.plocha
844	205 716,00	zast.plocha
845	69 936,00	zast.plocha
846	9 021,00	zast.plocha
859	48 639,00	zast.plocha
916	4 929,00	zast.plocha
1977/1	399 847,20	Zahrada
1977/2	22 227,00	Zahrada
1987/1	2 766,00	ostatní plocha
1987/2	345,00	ostatní plocha
666/2	3 789,00	ostatní plocha
713/13	1 767,00	zast.plocha
713/16	1 674,00	zast.plocha
717/2	17 019,00	Zahrada
789/1	1 224,00	ostatní plocha
833/4	48 276,79	ostatní plocha
834/2	697,60	trvalý travní porost
834/3	33 575,32	ostatní plocha
834/5	35 822,78	zast.plocha
834/6	77 775,00	ostatní plocha
834/7	7 559,57	ostatní plocha
839/1	9 645,00	ostatní plocha
839/4	56 823,00	zast.plocha

842/1	5 667,00	ostatní plocha
842/2	397 110,00	zast.plocha
842/4	5 115,00	zast.plocha
848/1	20 286,00	ostatní plocha
848/2	1 035,00	ostatní plocha
851/1	22 344,00	ostatní plocha
851/3	18 228,00	zast.plocha
852/1	25 478,40	vodní plocha
858/2	6 138,00	ostatní plocha
863/1	2 934,00	ostatní plocha
864/1	489,00	vodní tok
914/3	52 896,00	vodní plocha
918/1	5 217,00	ostatní plocha
918/10	246,00	ostatní plocha
918/3	4 278,00	zast.plocha
921/1	17 923,20	trvalý travní porost
921/13	72,00	ostatní plocha
921/15	30 504,00	zast.plocha
921/2	14 579,20	trvalý travní porost
921/22	4 836,00	zast. Plocha
921/23	5 022,00	zast. Plocha
921/8	151 869,00	zast. Plocha
921/9	3 348,00	zast. Plocha
923/1	1 324,80	trvalý travní porost
923/2	3,20	trvalý travní porost
Celkem	2 751 523,65	X

Tabulka č. 16: Stavby v pořizovací a zůstatkové hodnotě k 31.12.2017

<i>Stavba</i>	<i>Pořizovací cena v Kč</i>	<i>Zůstatková cena v Kč</i>
PALICKARNA-PLETARNA	27 577 299,77	7 244 107,00
TRAFOSTANICE OBJEKT 29	2 870 468,40	964 121,00
SKLAD CHEMIKALII-NOVY-u zušl.	724 960,00	164 511,00
BUDOVA c.340 (býv. vých. a soc. zařízení SOU)	3 491 717,54	50 494,00
DOKONCOVNA VCETNE PRISTAVBY A ADAPTACE	23 497 537,27	5 551 219,00
SKLAD HORLAVIN-u zušl.	201 962,00	7 224,00
LAVKA II	16 039,00	0
CHODNIKY	203 251,00	75 548,00
VENKOVNI OSVETLENÍ	476 573,00	200 671,00
KOTELNA	15 461 756,60	211 196,00
PRAMENISTE PITNE VODY	50 433,00	15 044,00
OPLOCENÍ za kotelnou	150 376,00	32 653,00
ZAUHLOVACI NASYPKA	658 459,00	182 340,00
VRATNICE NOVA	47 385,00	2 065,00
CISTIRNA SPLASKOVYCH VOD	461 959,00	127 877,00
NADVORI + CHODNIK U DOKONCOVNY	1 318 524,00	23 458,00
MOBILNI PRISTRESEK	87 252,00	0
STUDNA U REKY	31 001,00	0
CERPACI STANICE PITNE VODY	78 162,00	21 770,00
PARKOVISTE A ZAKRYTI POTOKA	330 317,00	105 039,00

MISICI A VYROVNAVACI NADRZ	631 430,00	32 868,00
PARNI POTRUBI	776 046,00	0
SKLAD BEDEN	341 780,00	24 996,00
NAPAJECI ROZVOD SILNOPROUDU	927 159,00	620 137,00
CISTIRNA SPLASKOVYCH VOD KOTELNY	38 127,00	10 596,00
KROUPKA VODOVOD 6 BYTOV.JEDNOTEK	131 408,00	60 501,00
OPLOCENI GPS KOTELNY + ZVS	206 139,00	80 433,00
GARAZ PRO BULDOZER	195 381,00	79 909,00
NAPAJECI ROZVODY SILNOPROUDU	3 016 852,00	1 280 243,00
VYCHLAZOVACI JIMKA	191 639,00	53 312,00
Preložka Jindrichovského potoka	3 006 016,00	1 471 918,00
VOZOVKY	4 556 855,00	1 923 972,00
LAVKA PRES TURBINOVY KANAL	143 510,00	43 203,00
DOCASNY SKLAD ZAKLADNIHO MATERIALU	1 328 829,00	336 302,00
SKLADKA UHLI	308 036,00	93 071,00
UPRAVNA SUROVE VODY	88 250,00	37 734,00
ZUSLECHTOVNA /nova/	28 238 076,96	10 381 347,00
VNEJSI ROZVODY SDELOVACI	548 132,00	163 225,00
REKONSTRUKCE VEDENI VN LETOVICEII. ETAPA	225 302,00	30 981,00
CERPACI STANICE SUROVE VODY	95 407,00	26 495,00
GARAZ PRO BULDOZER	127 045,00	37 988,00
VODOJEMY V POTUCKACH	1 338 427,00	482 199,00
ZAUHLOVACI MOST	227 013,00	67 626,00
POZARNI VODOVOD PLETAREN	518 974,00	243 055,00
SKLADY NEBEZPECNEHO ODPADU-u kotelny	3 913 163,00	2 175 571,00
SKLAD PRO DUM 21/41 LETOVICE(nájem garáže)	61 150,00	19 841,00
TERMINALOVY ROZVOD (VS-SMEP)	2 746 683,00	1 200 329,00
CISTIRNA ODPADNICH VOD COV TYLEX	8 953 899,31	8 738 559,00
STUDNA COV	6 919,56	6 754,00
INZENYRSKE SITE PRELOZKA VN-nová zušlechťovna	135 010,00	14 357,00
ZATRUBNENI KANALU A POTOKA	707 838,00	0
ROZVOD VODY-vodovod Kroupka	159 131,00	0
POZARNI VODOVOD	581 374,00	50 988,00
INZENYRSKE SITE-PRIPOJKA VODY	66 302,00	0
INZENYRSKE SITE-TEPELNY KANAL	571 923,00	0
ENERGOKANÁL(pod zámečnicí)dřívě náhon k turbíně	617 395,00	0
KANALIZACE SPLASKOVA	13 558 201,70	4 548 578,00
INZENYRSKE SITE-KABELOVA PRIPOJKA	51 337,00	0
INZENYRSKE SITE-VENKOVNI KANALIZACE	30 159,00	0
KANALIZACE PRUMYSLOVA	122 982,00	0
KANALIZACE DESTOVA	3 305 494,00	753 596,00
ENERGOKANÁL(pod zámečnicí)dřívě náhon od turbíny	21 324 986,00	6 707 208,00
LEHKY MONTOVANY SKLAD OBALU-u zušl.	442 444,00	0
KABELOVE VEDENI ve starém kanálu (10055)	80 523,00	0
KABELOVY KANAL	220 379,00	0
PRIPOJNA POTRUBI	1 974 250,00	0
PRIPOJNA POTRUBI	69 826,00	67 614,00
ROZVOD PITNE VODY	341 921,40	5 545,00
PRIPOJNA POTRUBI	880 929,00	0
TZ PRIPOJNA POTRUBI regulace topení	69 826,00	67 614,00
KOMIN U KOTELNY	1 998 278,00	0
ROZVOD PRUMYSLOVE VODY	469 320,40	0

Celkem	188 402 910,91	56 918 002,00
---------------	-----------------------	----------------------

Nemovitosti jsem ocenila takto:

Tabulka č. 17: Ocenění nemovitostí

Nemovitosti	Zůstatková hodnota v tis. Kč	Hodnota ocenění v tis. Kč
Pozemky	2 752	17 022
Stavby	56 918	18 000
Celkem nemovitosti	59 670	35 022

Nemovitosti byly oceněny na celkovou částku **35 022 tis. Kč**.

Zpráva o ocenění nemovitostí společnosti Tylex, akciová společnost je uveden v *příloze č. 6* tohoto posudku.

Samostatné věci movité

Společnost eviduje ve svém účetnictví movité věci v pořizovací hodnotě 230 809 tis. Kč a zůstatkové hodnotě 6 877 tis. Kč. Velké množství položek dlouhodobého majetku – věci movitých bylo pořízeno v letech 1949 až 1989 (jde o celkovou pořizovací hodnotu v částce 67 101 tis. Kč). Vzhledem k jejich stáří jsem tyto předměty uvažovala v celkové hodnotě 0,00 tis. Kč. Zvolila jsem hromadnou metodu ocenění, která zohledňuje technickou hodnotu podle stáří (v souvislosti se zařazením do odpisových skupin), míru inflace (ze zdrojů Českého statistického úřadu) a procentní vyjádření přepokládané prodejnosti (tady jde o subjektivní názor znalce). Hromadné ocenění znamená, že k jednotlivým předmětům se odborně nevyjadřoval znalec v oboru strojírenství, ale byly použita standardní metoda, která dává cenovou představu o hodnotě celého souboru majetku. Ocenění současně respektuje skutečnost, že většina předmětů je jednoúčelových, a to pro obor, jehož je společnost Tylex, akciová společnost, jediným tuzemským subjektem (z toho vyplývá obtížná možnost případného prodeje těchto předmětů).

Samostatné věci movité jsem ocenila částkou **12 875 tis. Kč**.

Podrobná tabulka ocenění dlouhodobého majetku – věci movitých je uvedena v *příloze č. 7* tohoto posudku.

Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek

V položce jiný dlouhodobý majetek jsou evidovány výdaje na zatím do používání nezařazené položky dlouhodobého hmotného majetku. Jejich pořizovací hodnota je **181 tis. Kč**.

Pro účely tohoto ocenění jsem přijala jejich pořizovací hodnotu.

6.2 Oběžná aktiva

Zásoby

Společnost vykazuje ve svém účetnictví zásoby v kategorii materiál, nedokončená výroba a polotovary, hotové výrobky a zboží v následující struktuře:

Tabulka č. 18 : Struktura zásob k 31.12.2017

Zásoby	Pořizovací hodnota v tis. Kč	Zůstatková hodnota v tis. Kč
Materiál	5 487	4 375
Nedokončená výroba a polotovary	14 225	14 090
Výrobky	18 857	17 828
Zboží	1 366	1 146
Zásoby celkem	39 935	37 438

Ze standardních výpočtů vyplývá, že doba obratu zásob je mimořádně vysoká (cca 135 dnů). Odpovídá tomu i skutečnost, že některé zásoby zůstávají na skladech nepřiměřeně dlouho, poměrně vysoká je i rozpracovanost.

Zásoby materiálu jsem ocenila jejich účetní hodnotou, protože jsou objednávány v souvislosti s uzavřenými objednávkami výroby, stejně tak přistupuji k zásobám nedokončené výroby a polotovarů.

Dále se zaměřím na rozbor zásob výrobků a zboží:

Tabulka č. 19 : Struktura zásob výrobků podle stáří k 31.12.2017 v tis. Kč

Rok pořízení	2007 - 2014	2015	2016	2017	Celkem
Účetní hodnota	2 196	1 464	3 029	11 043	17 828
Koeficient prodejnosti	0	0,5	0,75	1	x
Hodnota ocenění	0	732	2 272	11 043	14 047

Pro jednotlivá období výroby položek zásob jsem stanovila koeficienty prodejnosti, které snižují hodnotu zásob jako celku na reálnější hodnotu.

Zásoby výrobků jsem ocenila částkou 14 047 tis. Kč.

Tabulka č. 20 : Struktura zásob zboží podle stáří k 31.12.2017 v tis. Kč

Rok pořízení	2007 - 2013	2015	2016	2017	Celkem
Účetní hodnota	73	29	121	827	1 146
Koeficient prodejnosti	0	0,5	0,75	1	X
Hodnota ocenění	0	15	91	827	933

Zásoby zboží jsem ocenila částkou 933 tis. Kč.

Tabulka č. 21 : Ocenění zásob k 31.12.2017

Zásoby	Zůstatková hodnota v tis. Kč	Hodnota ocenění v tis. Kč
Materiál	4 375	4 288
Nedokončená výroba a polotovary	14 090	14 125
Výrobky	17 828	14 047
Zboží	1 146	933
Zásoby celkem	37 438	33 393

Zásoby jsem ocenila částkou **33 393 tis. Kč**.

Pohledávky

K datu ocenění eviduje společnost pohledávky v celkové částce v pořizovací hodnotě **11 623 tis. Kč** a zůstatkové hodnotě **10 991 tis. Kč** v následující struktuře:

Tabulka č. 22: Struktura pohledávek k 31.12.2017

Pohledávky	Pořizovací hodnota v tis. Kč	Zůstatková hodnota v tis. Kč.
Pohledávky z obchodních vztahů	11 819	11 187
Stát – daňové pohledávky	133	133
Krátkodobé poskytnuté zálohy	237	237
Pohledávky celkem	12 181	11 549

Měla jsem k dispozici sestavu pohledávek z obchodních vztahů (účet 311) podle lhůt splatnosti, při jejich ocenění jsem použila koeficient postihující jejich rizikovost z hlediska splacení. Jde o standardní pohledávky za odběrateli. Dále společnost vykazuje pohledávky postoupené na Faktoring Komerční banky ke správě.

Tabulka č. 23: Ocenění pohledávek z obchodních vztahů k 31.12.2017

Pohledávky z obchodních vztahů	Účetní hodnota brutto v tis. Kč	koeficient	Hodnota ocenění v tis. Kč
Pohledávky (účet 311)	6 264	X	5 564
Do lhůty splatnosti	4 783	I	4 783
Po lhůtě splatnosti	1 480	X	780
- do 30 dnů	670	I	670

- do 60 dnů	109	0,75	82
- do 90 dnů	56	0,5	28
- do 180 dnů	0	0,25	0
- nad 180 dnů	645	0	0
Pohledávky (účet 315)	5 556	1	5 556
Pohledávky z obchodní vztahů celkem	11 819	X	11 119

Pohledávky z obchodních vztahů jsem ocenila částkou 11 119 tis. Kč.

Tabulka č. 24: Ocenění pohledávek k 31.12.2017

Pohledávky	Pořizovací hodnota v tis. Kč	Hodnota ocenění v tis. Kč
Pohledávky z obchodních vztahů	11 819	11 119
Stát – daňové pohledávky	133	133
Krátkodobé poskytnuté zálohy	237	237
Pohledávky celkem	12 181	11 489

Pohledávky jsem ocenila k 31.12.2017 částkou 11 489 tis. Kč.

Peněžní prostředky

Společnost má ve svém účetnictví k datu ocenění peněžní prostředky v pokladně v částce 67 tis. Kč a na běžných účtech v hodnotě 4 192 tis. Kč.

Pro účely tohoto posudku akceptuji nominální hodnotu, tj. 4 259 tis. Kč.

Časové rozlišení

Časové rozlišení je evidováno v položce náklady příštích období v hodnotě 232 tis. Kč. Jde o náklady příštích období a příjmy příštích období, které přebírám do ocenění v jejich účetní hodnotě.

Rekapitulace ocenění majetku metodou substanční

Tabulka č. 25: Rekapitulace ocenění majetku k 31.12.2017

Položky majetku (aktiv)	Zůstatková hodnota v tis. Kč	Hodnota ocenění v tis. Kč.
Dlouhodobý nehmotný majetek	157	157
Dlouhodobý hmotný majetek	66 728	48 078
- nemovitosti	59 670	35 022
- samostatné věci movité	6 877	12 875
- jiný dlouhodobý majetek	181	181
Zásoby	37 438	33 393

Pohledávky	11 549	11 489
Peněžní prostředky	4 259	4 259
Časové rozlišení	232	232
Majetek (aktiva) celkem	120 364	97 608

Majetek společnosti Tylex Letovice, akciová společnost jsem ocenila k 31.12.2017 v souladu s principy substanční metody částkou **97 608 tis. Kč**.

6.3 Cizí zdroje a časové rozlišení

Společnost vykazuje ve svém účetnictví cizí zdroje v následující struktuře:

Tabulka č. 26: Cizí zdroje k 31.12.2017

Závazky	Účetní hodnota v tis. Kč
Rezervy	0
Dlouhodobé závazky	8 667
- závazky k úvěrovým	6 667
- závazky z obchodních vztahů	2 000
Krátkodobé závazky	28 131
- závazky k úvěrovým institucím	9 667
- krátkodobé přijaté zálohy	15
- závazky z obchodních vztahů	9 817
- krátkodobé finanční výpomoci	4 698
- závazky k zaměstnancům	1 723
- závazky ze sociálního a zdravotního pojištění	1026
- dohadné účty pasivní	226
- stát – daňové závazky	187
- jiné závazky	772
Cizí zdroje celkem	36 797

Cizí zdroje akceptuji pro účely tohoto ocenění v jejich účetní hodnotě, tj. **36 797 tis. Kč**.

Časové rozlišení pro účely tohoto ocenění v jeho účetní hodnotě, tj. **2 tis. Kč**.

Celková částka cizích zdrojů a časového rozlišení pasivního (souhrnně závazků) činí **36 799 tis. Kč**

6.4 Mimobilanční závazky

Při ocenění společnosti majetkovou metodou nelze pominout i budoucí závazky, vyplývající z ekologické zátěže společnosti v souvislosti s energetikou.

Společnost Tylex, akciová společnost dlouhodobě využívá k výrobě páry spalování hnědouhelného prachu v lokální kotelně. V minulosti realizované investice zajišťují v současné době dodržování zákonných limitů při znečišťování ovzduší.

V roce 2016 byly stanoveny nové přísnější limity emisí a ve výhledu po roce 2022 je avizováno jejich další výrazné snižování.

Dne 29.12.2017 byla schválena vyhláška č. 415/2012 Sb. o přípustné úrovni znečišťování a jejím zjišťování a o provedení některých dalších ustanovení zákona o ochraně *ovzduší*, kde se mimo jiné uvádí, že platnost hodnot nových přísnějších specifických emisních limitů, kterou vyhláška stanoví pro dotčené spalovací stacionární zdroje na 1. 1. 2018, je posunuta na 20. 12. 2018, aby provozovatelé získali delší časový prostor k přizpůsobení se novým požadavkům směrnice MCP i požadavkům vnitrostátní legislativy. Z dostupných informací je zřejmé, že současný stav kotelny těmto limitům nevyhovuje.

Od roku 2019 je tak nutno zajistit především plnění emisních limitů, tj. SO pod 2000 mg/m³ a nepřekročit v provozních hodinách kotlů 3 200 hodin za rok.

Společnost se může ubírat dvěma cestami, a to buď dále investovat do spalování uhlí nebo zvolit cestu plynofikace.

Investice do spalování uhlí

V průběhu roku 2018 bude třeba investovat do **aditivace uhlí**. Tato investice umožní snížení emise SO₂ pod 2000mg/m³.

Druhou podmínku na snížení provozních hodin bude nutno zajistit tak, že pro zahřívání pletáren se nebude využívat pára z kotelny, ale jiného zdroj tepla. Realizace prostřednictvím **lokálních infrazářičů** byla již otestována a vyhovuje.

Dále bude nutno zajistit v letech 2018 a 2019 generální opravy obou kotlů.

Pro provozování kotelny do roku 2022 tak vyplývá nutnost významných investic. Měla jsem k dispozici nabídky, případně návrhy smlouvy realizace výše uvedených investičních akcí

a. Aditivace uhlí

Technickou a cenovou nabídku „Dodávka a montáž sila a montáž na provápnění uhlí v kotelně Tylex Letovice, akciová společnost“ včetně specifikace (č. TCS – 17401) vyhotovila společnost ZK ING s.r.o., se sídlem Obchodní 1575, 768 61 Bystřice pod Hostýnem, IČO 277 03 398 dne 1.9.2017. Uvedená investiční akce má celkovou hodnotu **1 374 tis. Kč**.

b. Infrazářiče nebo vyvíječ páry

Nabídku (č. 18NA00001) zpracovala společnost SAUFERT s.r.o., se sídlem Kudelova 1851/3, 602 00 Brno, IČO 016 66 797 dne 10.1.2018. Dodávka jednoho zařízení má hodnotu 1 604 tis. Kč. Vzhledem k potřebě 5 kusů zařízení, je celková hodnota investiční akce **8 020 tis. Kč**.

V případě vyvíječe páry by byly náklady nižší. Nabídku č. 2016/816 zpracovala společnost Eco service s.r.o., se sídlem Masarykova 126, 696 15 Čejkovice, IČO494 35 981 ze dne 14.12.2016. Dodávka zařízení je navržena v částce **2 769 tis. Kč**.

c. Oprava stávajících kotlů

Společnost Tylex Letovice, akciová společnost má návrh na smlouvu o dílo se společností DUKLA STROJÍRNY, s.r.o., se sídlem Ovčárecká 575, Sendražice, PSČ 280 02 Kolin, IČO 288 55 825. Oprava jednoho kotle je navržena v částce 2 449 tis. Kč. Je třeba provést opravu dvou kotlů, takže investiční akce má hodnotu **4 898 tis. Kč**.

d. Nákup nových kotlů

Pro dodržení limitů předpokládaných po roce 2022 vyžaduje udržení provozu společnosti nákup nových kotlů vhodných parametrů. Zatím není k dispozici konkrétní cenová nabídka, ale předpokládá se částka cca **70 mil. Kč**.

e. Odsíření

Jde o odsíření spalin z tepelného zdroje, tj. odstranění sloučenin síry z plyných produktů spalování, a to spalin na výstupu z kotlů, případně filtrů pro zachycení tuhých znečišťujících látek. Příslušné investice do takového zařízení se odhadují na cca **20 mil. Kč**.

Celková investice do udržení spalování uhlí se pohybuje kolem **více než 100 mil. Kč** a nese riziko nedostupnosti paliva v budoucnosti.

Investice do plynofikace

Další možností je přivedení plynu do areálu a vybudování lokálních vyvíječů páry pro jednotlivé části areálu. Jde o variantu výhodnější nejenom z hlediska budoucnosti, ale také investičních výdajů. Společnost Innogy Energo, s.r.o., se sídlem Limuzská 3135/12, Praha 10 zpracovala pro společnost TYLEX „Koncept řešení zásobování teplem a technologickou párou areálu společnosti Tylex v Letovicích“, který zahrnuje:

- ✓ Ukončení provozu staré uhelné parní kotelny.
- ✓ Přivedení středotlaké přípojky zemního plynu, která svou kapacitou pokryje potřeby areálu společnosti TYLEX a potřeby ostatních objektů areálu.
- ✓ Decentralizace zdrojů tepla a páry s přechodem na zemní plyn.
- ✓ Zdroj tepla pro vytápění a ohřev technologické vody v objektu staré kotelny.
- ✓ Zdroj technologické páry pro výrobu.
- ✓ Zdroj tepla pro vytápění a ohřev vody ve výrobních halách a administrativě.
- ✓ Doplnění zdroje tepla pro vytápění a ohřev vody o kombinovanou výrobu tepla a elektrické energie (kogenerační jednotka).
- ✓ Rekonstrukce sekundárních částí v zásobovaných objektech.

Odhadovaná výše investice činí cca 35 mil. Kč. Dále se počítá s provedením zateplení budov za 8 mil. Kč a generální opravou prací linky, která je součástí kotelny (předběžná nabídka zní na 3,2 mil. Kč). Celkem jde o výdaje v úhrnné částce cca **47 mil. Kč**.

Zatím nejde o závazek jako rozvahovou položku, ale vzhledem k existující legislativě je touto investicí podmíněno další fungování společnosti.

Z tohoto důvodu považují výdaje na uvedené investice v částce 47 mil. Kč za mimobilanční závazek k datu ocenění společnosti.

Zápis z představenstva společnosti k otázkám energetiky je uveden v *příloze č. 8* tohoto posudku.

6.5 Ocenění jmění substanční metodou

Tabulka č. 27: Ocenění jmění substanční metodou

Položky majetku a závazků	Účetní hodnota v tis. Kč	Hodnota ocenění v tis. Kč.
Majetek celkem	120 364	97 608
Závazky	36 799	36 799
Mimobilanční závazky	x	47 000
Hodnota jmění	83 565	13 809

Hodnota jmění společnosti Tylex Letovice, akciová společnost byla v souladu s použitými principy substanční metody k 30.9.2016 odhadnuta na částku 13 809 tis. Kč.

7 Finanční plán

7.1 Záměry finančního plánu

Finanční plán byl zpracován **na dobu pěti let**, tj. do roku 2022 včetně. Při zpracování tohoto finančního plánu jsem vycházela z konečných hospodářských výsledků společnosti vykázaných za roky 2015 až 2017. Současně jsem také vycházela z informací poskytnutých samotnou společností.

Záměrem zpracovávaného finančního plánu bylo **zachování kontinuity** klíčových ukazatelů dosažených v minulých letech a **vyváženost** finančního plánu.

Zpracovaný finanční plán v žádném případě nenahrazuje standardní finanční a obchodní plán, který společnost vyhotovuje pro vlastní obchodní a finanční potřebu. Cílem finančního plánu je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku společnosti ve vztahu k ocenění, cíle finančního plánu společnosti je nutno spatřovat především v zajištění chodu podniku se zohledněním všech aspektů hospodaření.

7.2 Východiska pro tvorbu finančního plánu

Po zohlednění všech významných skutečností identifikovaných v makroekonomické analýze ČR a finanční analýze jsem při tvorbě finančního plánu vycházela z následujících východisek:

- Finanční plán byl zpracován do roku 2022.
- Finanční plán byl koncipován dle vlastního názoru znalce, za využití informací poskytnutých společností, při zohlednění závěrů učiněným v kapitole č. 3 – *Makroekonomická analýza*.
- Při tvorbě finančního plánu jsem největší váhu přikládala dlouhodobým trendům ve vývoji jednotlivých položek. Dle mého názoru mají tato data relativně vysokou vypovídací schopnost, neboť reagují na veškeré skutečnosti vzniklé při podnikání.
- Ve finančním plánu nejsou zohledňovány tzv. „nepravidelné operace“. Důvodem je „nahodilost“ těchto operací a jejich obtížná předpověď.
- V prvním období plánu (není-li dále uvedeno jinak) jsem hodnoty stanovila na základě finančního plánu společnosti, který jsem verifikovala a provedla případné úpravy a záměrů společnosti v oblasti ekologie.

Výkaz zisku a ztráty:

Tržby z prodeje výrobků a služeb jsem v prvním roce plánu stanovila podle verifikovaného finančního plánu společnosti. V dalších letech jsem pak tuto položku stanovila podle vzorce: *tržby z prodeje výrobků a služeb v předchozím roce + predikovaný přírůstek HDP* definovaný v kapitole č. 3.

Tržby za prodej zboží jsem v prvním roce plánu stanovila podle verifikovaného finančního plánu společnosti. V dalších letech jsem pak využila vzorce: *tržby z prodeje zboží v předchozím roce + predikovaná míra inflace* definovaná v kapitole č. 3.

Náklady vynaložené na prodané zboží jsem v prvním roce plánu stanovila podle verifikovaného finančního plánu společnosti. V dalších letech jsem pak tuto položku stanovila podle propočtu: *Náklady vynaložené na prodané zboží v předchozím roce / tržby za prodej zboží v předchozím roce * tržby za prodej zboží v aktuálním období*.

Spotřebu materiálu a energie jsem v prvním roce plánu stanovila podle verifikovaného finančního plánu společnosti. V dalších letech plánu jsem pak postupovala podle vzorce: *spotřeba materiálu a energie v předchozím plánovaném období / celkové tržby a aktivace v předchozím plánovaném období * celkové plánované tržby a plánovaná aktivace v daném roce.*

Služby jsem stanovila obdobně jako spotřebu materiálu a energie.

Změnu stavu zásob jsem v prvním roce plánu stanovila podle verifikovaného finančního plánu společnosti. V dalších letech plánu jsem hodnotu této položky stanovila podle vztahu: *Nedokončená výroba a polotovary v aktuálním roce – Nedokončená výroba a polotovary v předchozím roce + Výrobky v aktuálním roce – Výrobky v předchozím roce.*

Mzdové náklady jsem v prvním roce plánu stanovila podle verifikovaného finančního plánu společnosti. V dalších letech plánu jsem položku kalkulovala podle vzorce: *Mzdové náklady v předchozím roce + predikovaná míra inflace* definovaná v kapitole č. 3.

Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění jsem v prvním roce plánu stanovila podle verifikovaného finančního plánu společnosti. V dalších letech plánu jsem postupovala podle propočtu: *Mzdové náklady aktuálního období * koeficient 0,34.*

Ostatní náklady jsem kalkulovala obdobně jako mzdové náklady.

Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku – trvalé (odpisy) jsem v prvním roce plánu stanovila podle verifikovaného finančního plánu společnosti a dále jsem v tomto roce také plánovala investici do plynofikace a nového vybavení kotelny v celkové výši 43 000 tis. Kč, přičemž zařazení do užívání jsem plánovala k datu 1.1.2019 a dobu odepisování jsem předpokládala v délce 25 let. V dalších letech plánu jsem pak postupovala podle propočtu: *Odpisy v roce 2018 + 43000/25.* V roce 2020 jsem dále plánovala investici do prací linky v celkové výši 3 200 tis. Kč, přičemž zařazení do užívání jsem plánovala k datu 1.1.2021 a dobu odepisování předpokládala v délce 15 let. V následujících letech plánu jsem pak propočty modifikovala následovně: *Odpisy v roce 2018 + 43000/25 + 3200/15.* Při této úvaze vycházím z koncepce rovnosti výše investic do nového majetku s výší odpisů.

Daně a poplatky z provozní činnosti jsem v prvním roce plánu stanovila podle verifikovaného finančního plánu společnosti. Dále jsem pak položku kalkulovala podle vzorce: *daně a poplatky předchozího období / přidaná hodnota předchozího období * přidaná hodnota aktuálního období.* Přidanou hodnotu jsem vypočítala podle vztahu: *celkové tržby – výkonová spotřeba – změna stavu zásob vlastní výroby – aktivace.*

Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období jsem v prvním roce plánu stanovila podle verifikovaného finančního plánu společnosti. V dalších letech jsem tuto položku neuvažovala, neboť nebyla vykazována v žádném ze sledovaných uplynulých období.

Jiné provozní náklady jsem v prvním roce plánu stanovila podle verifikovaného finančního plánu společnosti. V dalších letech plánu jsem položku kalkulovala podle vztahu: *jiné provozní náklady předchozího období / přidaná hodnota předchozího období * přidaná hodnota aktuálního období*. Přidanou hodnotu jsem vypočítala podle vztahu: *celkové tržby – výkonová spotřeba – změna stavu zásob vlastní výroby – aktivace*.

Ostatní nákladové úroky a podobné náklady jsem v prvním roce plánu stanovila podle verifikovaného finančního plánu společnosti. Současně jsem plánovala načerpání investičního úvěru na plynofikace a nové vybavení kotelny, a to v celkové částce 43 000 tis. Kč s úrokem ve výši 3,5 % p.a. a splatností v délce 10 let. Načerpání úvěru jsem předpokládala na konci roku 2018. Úročení jsem pro účely finančního plánu, s ohledem na jeho koncepci, zvažovala ve zjednodušené výši průměrného ročního zůstatku úročeného danou výší úroků. Pro zjednodušení jsem nezvažovala v roce 2018 žádný úrok. V roce 2020 jsem předpokládala přijetí dalšího úvěru na čistící linku v celkové výši 3 200 tis. Kč, a to s úvěrovými atributy totožnými jako v prvním případě. Dále jsem v rámci zajištění finanční stability plánovala využití kontokorentního úvěru tak, aby byly vykryty záporné zůstatky finančních prostředků. Konkrétní výši kontokorentního úvěru jsem stanovila vždy se zaokrouhlením na celé statisíce korun. Úročení kontokorentního úvěru jsem zvažovala ve výši 7 % p.a. a úroky jsem počítala obdobně jako v předchozích případech. V ostatních letech plánu jsem položku úroků kalkulovala podle vztahu: *ostatní nákladové úroky a podobné náklady v roce 2018 + (zůstatek úvěrů na konci aktuálního období + zůstatek úvěrů na konci předchozího období)/2 * 3,5 %*.

Ostatní finanční náklady jsem ve všech letech plánu stanovila ve výši vykázané ve verifikovaném finančním plánu společnosti pro rok 2018.

Splatnou daň z příjmu jsem uvažovala podle vztahu: *(provozní výsledek hospodaření daného období + finanční výsledek hospodaření daného období) * daňová sazba*. Jako daňovou sazbu jsem použila koeficientu ve výši 0,19 (tj. daň ve výši 19 %). Předpokladem pro uvedení splatné daně z příjmu za běžnou činnost je skutečnost, že provozní + finanční výsledek hospodaření bude vyšší než nula.

Rozvaha:

Software jsem ve všech letech plánu stanovila ve výši vykázané ve verifikovaném finančním plánu společnosti. V rámci kalkulace této položky vycházím z předpokladu rovnosti mezi výší odpisů a investic do nového dlouhodobého majetku.

Pozemky jsem ve všech letech plánu stanovila ve výši vykázané ve verifikovaném finančním plánu společnosti pro rok 2018.

Stavby jsem ve všech letech plánu stanovila ve výši vykázané ve verifikovaném finančním plánu společnosti. V rámci kalkulace této položky vycházím z předpokladu rovnosti mezi výší odpisů a investic do nového dlouhodobého majetku.

Hmotné movité věci a jejich soubory jsem v prvním roce plánu zvažovala ve výši vykázané ve verifikovaném finančním plánu společnosti. V roce 2019 jsem zařadila do užívání investici do nové

plynifikace (z důvodu obtížného samostatného vyčíslení jsem tuto položku nepřeváděla do řádku rozvahy „Stavby“) a vybavení kotelny. V roce 2021 jsem dále zařadila do užívání investici do čisticí linky. Obě investice jsem postupně odepisovala - bližší viz položka „Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku – trvalé (odpisy)“, resp. položka „Ostatní nákladové úroky a podobné náklady“ výše. V rámci kalkulace této položky vycházím, co do základního objemu odepisovaného majetku (tj. bez nových investic) z předpokladu rovnosti mezi výši odpisů a investic do nového dlouhodobého majetku.

Zásoby jsem v prvním roce plánu zvažovala ve výši vykázané ve verifikovaném finančním plánu společnosti. V dalších letech plánu jsem tuto položku kalkulovala podle doby obratu vykázané v předchozím období.

Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů jsem kalkulovala obdobně jako zásoby.

Krátkodobé poskytnuté zálohy jsem ve všech letech plánu stanovila ve výši vykázané ve verifikovaném finančním plánu společnosti pro rok 2018.

Peněžní prostředky na bankovním účtu jsem propočítala s ohledem na zachování rovnosti aktiv a pasiv dle následujícího vzorce: *pasiva celkem – časové rozlišení aktivní – krátkodobé pohledávky – dlouhodobé pohledávky – zásoby – dlouhodobý majetek – pohledávky za upsaný vlastní kapitál*.

Časové rozlišení aktiv jsem ve všech letech plánu zvažovala ve výši prostého aritmetického průměru dané položky za poslední dvě sledovaná období.

Základní kapitál jsem plánovala ve výchozích hodnotách dle stavu posledního sledovaného období.

Ostatní rezervní fondy jsem kalkulovala ve všech letech plánu ve výchozích hodnotách vykázaných v posledním sledovaném období.

Nerozdělený zisk a neuhrazenou ztrátu minulých let jsem v prvním roce plánu kalkulovala ve výši vykázané ve verifikovaném finančním plánu společnosti. V dalších letech plánu jsem položku stanovila vždy na základě plánovaných výsledků hospodaření, přičemž jsem veškeré hospodářské výsledky ponechávala na nerozděleném zisku minulých let či na nerozdělené ztrátě minulých období (dle povahy).

Hospodářský výsledek běžného účetního období jsem kalkulovala dle hospodářského výsledku zjištěném v daném období plánu z výkazu zisku a ztráty.

Dlouhodobé závazky k úvěrovým institucím jsem ve všech letech plánu zvažovala ve výchozích hodnotách vykázaných v posledním sledovaném období, přičemž jsem v roce 2018 a 2021 připočítala načerpání nových úvěrů na nové investice - bližší viz položka „Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku – trvalé (odpisy)“, resp. položka „Ostatní nákladové úroky a podobné náklady“ výše.

Dlouhodobé závazky z obchodních vztahů jsem ve všech letech plánu stanovila ve výši vykázané ve verifikovaném finančním plánu společnosti pro rok 2018.

Krátkodobé závazky k úvěrovým institucím jsem ve všech letech plánu stanovila ve výši vykázané ve verifikovaném finančním plánu společnosti pro rok 2018. Dále jsem zde vykazovala načerpanou výši nového kontokorentního úvěru, a to dle atributů blíže uvedených výše v položce „Ostatní nákladové úroky a podobné náklady“.

Krátkodobé přijaté zálohy jsem kalkulovala obdobně jako krátkodobé závazky k úvěrovým institucím.

Krátkodobé závazky z obchodních vztahů jsem v prvním roce plánu zvažovala ve výši hodnoty vykázané ve verifikovaném finančním plánu společnosti. V dalších letech jsem pak tuto položku kalkulovala podle doby obratu vykázané za předchozí období.

Krátkodobé finanční výpomoci jsem ve všech letech plánu stanovila ve výši vykázané ve verifikovaném finančním plánu společnosti pro rok 2018.

Závazky k zaměstnancům jsem v prvním roce plánu kalkulovala ve výši hodnoty vykázané ve verifikovaném finančním plánu společnosti. V dalších letech jsem pak tuto položku zvažovala ve výši 1/12 položky mzdových nákladů, což představuje závazek z titulu poslední výplaty mzdy v daném roce.

Závazky ze sociálního a zdravotního pojištění jsem v prvním roce plánu kalkulovala ve výši hodnoty vykázané ve verifikovaném finančním plánu společnosti. V dalších letech jsem pak tuto položku zvažovala ve výši 1/12 položky nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění, což představuje závazek z titulu povinných odvodů souvisejících s poslední mzdou v daném roce.

Stát – daňové závazky a dotace jsem v prvním roce plánu zvažovala ve výši hodnoty vykázané ve verifikovaném finančním plánu společnosti. V dalších letech jsem položku kalkulovala podle vztahu: *daň z příjmů splatná v aktuálním plánovaném období + (objem přidané hodnoty aktuálně plánovaného období * sazba DPH ve výši 21 % / počet měsíců aktuálně plánovaného období) + (objem mzdových nákladů * 1,34 * 0,15 * 1/12)*. Tímto propočtem je zajištěno vykázání aktuálně vypočtené splatné daně z příjmů, objemu daně z přidané hodnoty za poslední měsíc aktuálně plánovaného období a objemu daně z příjmu sražené zaměstnancům z vyplacených mezd za poslední měsíc daného roku. Předpokladem je skutečnost, že společnost je plátcem daně z přidané hodnoty s měsíčním zdaňovacím obdobím a své produkty zatěžuje 21% DPH a dále také sazba daně z příjmu fyzických osob ve výši 15 % z tzv. superhrubé mzdy. Přidanou hodnotu jsem vypočítala podle vztahu: *celkové tržby – výkonová spotřeba – změna stavu zásob vlastní výroby – aktivace*.

Jiné závazky jsem ve všech letech plánu stanovila ve výši vykázané ve verifikovaném finančním plánu společnosti pro rok 2018.

Cash-flow

Na základě sestavené plánované rozvahy a výkazu zisku a ztráty jsem sestavila přehled o peněžních tocích v jednotlivých plánovaných letech.

Výhled hospodaření společnosti na rok 2018 je uveden v příloze 3 tohoto posudku.

Finanční plán společnosti (aktiva, pasiva, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash flow) je uveden v příloze č. 5 tohoto posudku.

8 Ocenění jmění na bázi výnosové metody DCF equity

8.1 Zjištění volných peněžních toků (FCFE)

FCF představuje volné peněžní toky na úrovni podnikatelské jednotky. Jedná se o provozní hospodářský výsledek upravený o odpisy, investice do upraveného pracovního kapitálu a do pořízení dlouhodobého majetku a ostatní náklady (výnosy), které nemají provozní charakter.

Pro účely identifikace ukazatele FCF je nutno nejprve zjistit hodnoty investic do provozně nutného pracovního kapitálu. Toto zjištění bylo následující (údaje jsou přiměřeně zaokrouhleny):

Tabulka č. 28: Výpočet peněžních toků FCFE (v tis. Kč)

Položka	Plán 2018	Plán 2019	Plán 2020	Plán 2021	Plán 2022
Provozní výsledek hospodaření	600,00	3 814,87	2 691,62	3 831,75	5 261,70
- Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Náklady na prodaný dlouhodobý majetek a materiál	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Odpisy z majetku, který není provozně využíván	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Výnosy z majetku, který není provozně využíván (např. nájemné)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Náklady spojené s udržováním majetku, který není provozně využíván	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Ostatní jednorázové položky, které se pravidelně neopakují (např. výplata odstupného)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Výnosy s finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem	600,00	2 029,75	2 022,75	2 034,65	1 711,95
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření⁸	600,00	3 814,87	2 691,62	3 831,75	5 261,70
Daňová sazba v %	19,00	19,00	19,00	19,00	19,00
Daň	114,00	724,83	511,41	728,03	999,72
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních	486,00	3 090,05	2 180,21	3 103,72	4 261,98
+ odpisy	5 800,00	7 520,00	7 520,00	7 733,33	7 733,33
+ ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů, tzv. nepeněžní operace (např. změna rezerv a opravných položek)	82,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného	3 618,93	624,02	0,00	0,00	508,63
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného	-221,00	48 800,00	5 800,00	9 000,00	5 800,00
= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (entity)	2 970,07	-38 813,97	3 900,21	1 837,05	5 686,68
- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít, tj. úrok * (1 - daňová sazba)	388,80	1 546,90	1 541,23	1 550,87	1 289,48
- Splátky úročeného cizího kapitálu	0,00	4 300,00	4 300,00	4 620,00	9 220,00
+ Nově přijatý úročený cizí kapitál	43 000,00	0,00	7 300,00	1 600,00	0,00
= Volný peněžní tok pro vlastníky FCFE	45 581,27	-44 660,87	5 358,98	-2 733,82	-4 822,80
Počet dnů v daném období, na které se vztahuje přepočet	360,00	360,00	360,00	360,00	360,00
Přepočtená hodnota volného peněžního toku pro vlastníky FCFE⁹	45 581,27	-44 660,87	5 358,98	-2 733,82	-4 822,80

⁸ Korigovaný provozní výsledek hospodaření představuje provozní výsledek očištěný o neprovozní vlivy.

⁹ Při určování přepočtené hodnoty FCFE se zohledňuje skutečnost k jakému datu je prováděno ocenění. Pokud je ocenění koncipováno k jinému datu než k 31.12. daného roku, musí tento ukazatel pro první rok plánovaného období vyjadřovat pouze alikvótu celoroční hodnoty. Výpočet se provede dle následujícího vzorce: celoroční hodnota / 360 * počet zbývajících dní do ukončení roku. Při výpočtu je užito standardu 360 dní v roce, tedy 30 dní v měsíci.

8.2 Zjištění výše nákladů na vlastní kapitál

Diskontní míra byla pro účely výpočtu hodnoty čistého obchodního majetku (jmění) společnosti výnosovou metodou DCF equity uvažována na úrovni nákladů na vlastní kapitál. Tyto náklady představují koeficient, jehož hodnota zohledňuje hodnocení veškerých rizik vyplývajících z titulu „vlastnictví“ kapitálu investovaného do podniku. Součástí tohoto koeficientu je také požadovaná výnosnost vlastních investičních prostředků.

Náklady na vlastní kapitál byly zjišťovány na bázi metodologie **výpočtu CAPM**. Ukazatel CAPM (capital asset pricing model) představuje základní model pro odhad nákladů na vlastní kapitál. Je založen na rozlišení diverzifikovaného a nediverzifikovaného rizika.

Důležitým prvkem modelu CAPM je tzv. „přímka cenných papírů“, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné premie za riziko na kapitálovém trhu. Riziková premie, která je součástí výpočtu, je chápána jako rozdíl mezi očekávaným výnosem cenného papíru a bezrizikovou mírou. Tento model se používá zejména v anglosaských zemích.

Výpočet nákladů na vlastní kapitál podle tohoto modelu je prováděn podle následujícího vzorce¹⁰:

Vzorec č. 5: Vzorec pro výpočet nákladů na vlastní kapitál

$$n_{vk} = r_f + \beta \cdot RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3 + R_4$$

n_{vk} jsou náklady na vlastní kapitál

r_f je bezriziková úroková míra (resp. výnosnost dlouholetých vládních dluhopisů)

RPT je riziková premie kapitálového trhu

RPZ je riziková premie země

β je systematické riziko (tzv. koeficient beta cenného papíru)¹¹

R_1 je přírůstek pro malé společnosti

R_2 je přírůstek pro společnosti s nejasnou budoucností

R_3 je přírůstek za nižší likviditu

R_4 je přírůstek za nízký podíl na volném trhu

a) Bezriziková úroková míra (bezriziková výnosnost) r_f

Pro účely stanovení bezrizikové úrokové míry v rámci tohoto znaleckého posudku jsem vycházela z hodnot, publikovaných v rámci oficiálních webových stránek FRS, tj. Federal Reserve Statistical Release (blíže viz <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>). Na těchto webových stránkách jsou mimo jiné uvedeny výnosnosti US státních dluhopisů.

Pro účely tohoto propočtu jsem vycházela z průměrné hodnoty úrokového výnosu do doby splatnosti pro dluhopisy U.S. government securities, Treasury constant maturities, Nominal, 10-year za období

¹⁰ Standardní vzorec pro výpočet nákladů na vlastní kapitál podle modelu CAPM v doporučené modifikaci (viz Miloš Mařík a kolektiv – *Metody oceňování podniku*, Ekopress, 2007, str. 234).

¹¹ Koeficient beta je vyjádřením úrovně rizika jednotlivého cenného papíru, a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Pokud je $\beta = 1$, je riziko a v důsledku toho i premie za riziko daného cenného papíru na úrovni průměru kapitálového trhu jako celku. Je-li β větší nebo menší než 1, je i výnosová přírůstek větší nebo menší než průměrná premie za riziko na kapitálovém trhu.

od února 2017 do ledna 2018, a to v měsíční periodě. Zjištěné hodnoty úrokového výnosu byly následující¹²:

Tabulka č. 29: Průměrné měsíční hodnoty úrokového výnosu do doby splatnosti pro dluhopisy U.S. government securities 10Y

Měsíc/rok	% výnosu
02/2017	2,42
03/2017	2,48
04/2017	2,30
05/2017	2,30
06/2017	2,19
07/2017	2,32
08/2017	2,21
09/2017	2,20
10/2017	2,36
11/2017	2,35
12/2017	2,40
01/2018	2,58

Prostý aritmetický průměr výše uvedených hodnot činí 2,34 % a právě tuto hodnotu jsem kalkulovala jako bezrizikovou úrokovou míru pro celý propočet.

b) Beta koeficient B

Pro účely tohoto ocenění jsem akceptovala zjištění A. Damodarana (bliže viz <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), z jehož dat jsem zjistila průměrný koeficient Beta k datu ocenění na úrovni 0,80¹³. Jedná se o tzv. „nezadluženou“ betu, údaj představující střední hodnotu ukazatele „Unlevered Beta“ koeficientu, vypočteného z celkového počtu 70 evropských společností v odvětví „Household Products“ (nejbližší související odvětví).

c) Riziková prémie kapitálového trhu RPT

Východiskem pro zjištění rizikové premie kapitálového trhu je kalkulace střední očekávané výnosnosti kapitálového trhu (tzv. tržního portfolia). K identifikaci této hodnoty jsem využila dat A. Damodarana (bliže viz <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), který uvádí střední očekávanou výnosnost tržního portfolia akcií (S&P 500) ve výši 9,65 %¹⁴. Tato hodnota představuje geometrický průměr ročních výnosů US akcií za období let 1928 až 2017. Riziková premie kapitálového trhu tak byla vypočtena ve

¹² Zdroj: http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Monthly/H15_TCMNOM_Y10.txt, resp.: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/Output.aspx?rel=H15&series=0809abf197c17f1ff0b2180fe7015cc3&lastObs=&from=&to=&filetype=csv&label=include&layout=seriescolumn>, náhled na webové stránky byl proveden dne 12.2.2018.

¹³ Zdroj: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>, náhled na webové stránky byl proveden dne 12.2.2018.

¹⁴ Zdroj: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histret.html, resp. <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>, náhled na webové stránky byl proveden dne 12.2.2018.

výši 7,31 % (tj. jedná se o rozdíl mezi hodnotou střední očekávané výnosnosti kapitálového trhu ve výši 9,65 % a bezrizikovou úrokovou mírou ve výši 2,34 % zjištěnou v odstavci 8.2.

d) Riziková prémie země RPZ

Riziková prémie České republiky dosahuje, podle ratingu zemí uvedeného na internetových stránkách A. Damodarana (bližší viz <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>), výše 0,81 %¹⁵. Tuto hodnotu jsem uvažovala pro potřeby výpočtu.

e) Přirážka pro malé společnosti R_1

Přirážku pro malé společnosti jsem v našem případě uvažovala na horní hranici doporučeného intervalu, a to ve výši 3,0 %¹⁶. Vycházím z toho, že společnost představuje z hlediska dosažovaných obrátů relativně malý subjekt z evropského či světového pohledu. Dle mého názoru odpovídá zvolená přirážka takto koncipované úvaze.

f) Přirážka pro subjekty s nejasnou budoucností R_2

Přirážku pro subjekty s nejasnou budoucností jsem pro účely tohoto posudku neuvažovala, a to na základě informací o budoucím podnikatelském vývoji společnosti.

g) Přirážka za nižší likviditu R_3

Přirážku za nižší likviditu jsem pro účely tohoto posudku neuvažovala.

h) Přirážka za nízký podíl na volném trhu R_4

Přirážku za nízký podíl na volném trhu jsem pro účely tohoto posudku neuvažovala.

i) Rekapitulace výpočtu nákladů na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál, platné pro tento případ ocenění, jsem k datu ocenění odhadla následovně (hodnoty v tabulce jsou přiměřeně zaokrouhleny):

Tabulka č. 30: Náklady na vlastní kapitál

Položka	Hodnota
Bezriziková úroková míra r_f	2,34
Beta koeficient (nezadlužená beta) β	0,80
Riziková prémie kapitálového trhu RPT	7,31
Riziková prémie země RPZ	0,81
Přirážka pro malé subjekty R_1	3,00
Přirážka pro subjekty s nejasnou budoucností R_2	0,00
Přirážka za nižší likviditu R_3	0,00
Náklady na vlastní kapitál (v %)	12,00

V tomto případě jsem tedy pro účely propočetů v rámci výnosové metody ocenění kalkulovala náklady na vlastní kapitál ve výši 12,00 %.

¹⁵ Zdroj: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html, náhled na webové stránky byl proveden dne 12.2.2018.

¹⁶ Viz Miloš Mařík a kolektiv – Metody oceňování podniku, Ekopress, 2007, str. 234.

8.3 Kumulovaný volný peněžní tok FCFE pro vlastníky (I. fáze propočtu)

Zjištění kumulovaného FCFE (resp. diskontovaných hodnot FCFE v jednotlivých letech) představuje první fázi v rámci výpočtu hodnoty podniku touto metodou. Kumulované FCFE bylo vypočteno následovně (údaje v tabulce jsou přiměřeně zaokrouhleny):

Tabulka č. 31: Kumulovaný volný peněžní tok FCFE pro vlastníky (v tis. Kč)

Položka I. fáze	Plán 2017	Plán 2018	Plán 2019	Plán 2020	Plán 2021
Volný peněžní tok pro vlastníky	45 581,27	-44 660,87	5 358,98	-2 733,82	-4 822,80
Diskontní míra roční (náklady na vlastní kapitál)	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Počet dnů v období, na které se vztahuje propočet	360,00	360,00	360,00	360,00	360,00
Diskontní míra přepočtená dle délky daného období	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Diskontovaný volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE)	40 698,11	-35 604,33	3 814,57	-1 737,48	-2 736,77
Kumulovaný volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE)	40 698,11	5 093,78	8 908,35	7 170,87	4 434,10

Výsledek kumulovaného volného peněžního toku pro vlastníky (FCFE) v roce 2021 ve výši **4 434,10 tis. Kč** je současně i hodnota I. anuitní fáze propočtu hodnoty podniku.

8.4 Pokračující hodnota (II. fáze propočtu)

„Pokračující hodnota“ představuje objem FCFE pro vlastníky, který je očekáván, že podnik bude v průměru dosahovat v budoucnosti, tzn. v tomto případě nad rámec roku 2022.

Pro výpočet 2. perpetuitní fáze („pokračující hodnoty“) byla jako základna použita hodnota volného peněžního toku FCFE pro vlastníky dosaženého v roce 2022. Znamená to tedy, že předpokládám, že společnost bude v budoucích letech po roce 2022 ročně v průměru dosahovat hodnotu tohoto ukazatele v objemu roku 2022. Dle mého názoru je tento objem FCFE pro vlastníky v budoucích obdobích dosažitelný za předpokladu udržení stávající konkurenceschopnosti společnosti.

Stejně tak předpokládám, že v budoucích obdobích nad rámec roku 2022 budou náklady na vlastní kapitál ovlivňovat hospodaření společnosti na úrovni vykazované v roce 2022. Průměrné tempo růstu jsem pro účely tohoto posudku uvažovala na úrovni 0 %, neboť průměrný růst jako takový je již obsažen v hodnotách výnosů, kalkulovaných s ohledem na predikované hodnoty HPD, které v budoucích období dosahovaly bez výjimky kladných hodnot.

Výpočet „pokračující hodnoty“ je následující (údaje jsou přiměřeně zaokrouhleny):

Tabulka č. 32: Výpočet pokračující hodnoty

Délka první fáze v letech	5
Průměrný volný peněžní tok pro vlastníky FCFE v následujících letech /v tis. Kč/	-4 822,80
Diskontní míra (náklady na vlastní kapitál)	12,00%
Průměrné tempo růstu	0,00%

Hodnota hrubé pokračující hodnoty v následujících letech /v tis. Kč/	-40 195,02
Hodnota čisté pokračující hodnoty (perpetuity) v následujících letech¹⁷ /v tis. Kč/	-22 809,26

Výsledek -22 809,26 tis. Kč je současně i hodnota 2. perpetuitní fáze propočtu hodnoty společnosti.

8.5 Hodnota neprovozního majetku a závazků

Do neprovozního majetku a závazků patří takové tituly, které bezprostředně nesouvisí s provozem a jsou tedy z hlediska provozu odejmutelné.

a) Neprovozní majetek

K datu ocenění jsem ve společnosti Tylex Letovice, akciová společnost **neidentifikovala** neprovozní majetek, tj. majetek, který bezprostředně neslouží k provozu, a tedy jeho vliv není zohledněn použitou výnosovou metodou.

b) Neprovozní závazky

K datu ocenění jsem ve společnosti Tylex Letovice, akciová společnost **neidentifikovala** žádné neprovozní závazky.

8.6 Hodnota čistého obchodního majetku společnosti Tylex Letovice, akciová společnost zjištěná výnosovou metodou DCF equity

Hodnota čistého obchodního majetku společnosti Tylex Letovice, akciová společnost byla v souladu s principy výnosové metody DCF equity stanovena následovně:

Tabulka č. 33: Hodnota čistého obchodního majetku (v tis. Kč)

Hodnota první fáze (anuitní)	4 434,10
Hodnota druhé fáze (perpetuitní)	-22 809,26
Hodnota neprovozního majetku (+)	0,00
Hodnota neprovozních závazků (-)	0,00
Hodnota čistého obchodního majetku	-18 375,16

Výsledná hodnota čistého obchodního majetku (= hodnota pro vlastníky) společnosti Tylex Letovice, akciová společnost v souladu s principy výnosové metody diskontovaného peněžního toku DCF equity byla vypočtena ve výši -18 000 tis. Kč (po zaokrouhlení), při první kladné a druhé záporné fázi propočtu. Z důvodu dosažení záporné hodnoty celkového výpočtu je nutno stanovit hodnotu jmění společnosti ve výši 0 (nula) Kč.

Hodnota čistého obchodního majetku (jmění) společnosti Tylex Letovice, akciová společnost byla k 31.12.2017, pro účely zjištění hodnoty jmění této společnosti, v souladu s použitými principy výnosové metody diskontovaného peněžního toku DCF equity, odhadnuta na úroveň 0 (nula) Kč.

¹⁷ Hodnota čisté perpetuity přepočtená k datu ocenění = Hodnota hrubé perpetuity / $((1 + D_x) * (1 + D_{x+1}) * (1 + D_{x+2}) * (1 + D_{x+3}) * (1 + D_{x+4}))$, kde „D“ představuje diskontní míru a „x“ pak první rok plánovaného období.

9 Ocenění prostřednictvím porovnávací metody

Jednou z metod, která podává obraz objektivizované hodnoty majetku, v tomto případě podílu, respektive akcií společnosti, jsou již dříve realizované převody.

Uvádím převody, k nimž jsem získala informace.

9.1 Dražba 2005

Na základě rozhodnutí valné hromady společnosti došlo k výměně zaknihovaných akcií za akcie listinné. Dne 29.6.2005 proběhla dražba nevyměňovaných akcií. Bylo vydraženo **18 788 ks** akcií za **60 Kč** za kus.

9.2 Dražba 2007

Dne 14.10.2005 rozhodla valná hromada společnosti o změně formy akcií z akcie na majitele na akcie na jméno. Pro účely dražby byl vyhotoven znalecký posudek – ocenění 104 Kč za 1 ks akcie. Dražba proběhla dne 14.3.2007. Bylo vydraženo celkem **2 650 ks** akcií. Cena vydražení byla **114 Kč** za 1 kus.

9.3 Dražba 2010

Dražba se konala z důvodu snížení jmenovité hodnoty akcií, které proběhlo v roce 2008 a 2009. Cena byla stanovena základě znaleckého posudku, který ocenil jeden kus akcie na **51 Kč** za 1 ks akcie. Dražba proběhla dne 15.10.2009 a bylo vydraženo **611 ks** akcií.

9.4 Převod 195 198 ks akcií

Dne 15.12.2015 byla podepsána smlouva o převodu **195 198 kusů** akcií společnosti Tylex Letovice, akciová společnost mezi převodcem společností SINDAT spol. s r.o. a nabyvatelem společností BANAL Invest s.r.o. Kupní cena byla stanovena na částku 15 124 516,11 Kč, tj. **77, 48 Kč** za jednu akcii.

9.5 Převod 115 414 ks akcií

V roce 2017 došlo k převodu **115 414 ks** akcií prodávajícího pana Soukala za kupní cenu **67 Kč** za jeden kus akcie.

9.6 Shrnutí

Z výše uvedených mně známých převodů lze stanovit vážený průměr převodních cen. Nejde o přesný výpočet a jistý problém zde představuje i skutečnost, že k uvedeným odkupům došlo v různé době. Přesto se domnívám, že tato metoda podává také informaci o historii ocenění akcií společnosti.

Vážený průměr dosažených cen akcií bez ohledu na čas realizace a s vědomím, že nejsou podchyceny všechny převody činí **73,10 Kč** za jednu akcii.

Při využití této informace činí hodnotě 100% akcií, tj. 320 369 ks akcií částku **23 419 tis. Kč**.

Hodnota čistého obchodního majetku (jmění) společnosti Tylex Letovice, akciová společnost byla k 31.12.2017, pro účely zjištění hodnoty jmění této společnosti porovnávací metodou, odhadnuta na úroveň 23 419 tis. Kč.

10 Závěrečná rozprava

Pro účely odhadu hodnoty jmění společnosti Tylex Letovice, akciová společnost jsem vycházela z následujících metodických postupů s těmito dílčími výsledky:

- 1) Účetní hodnota vlastního kapitálu => 83 565 tis. Kč;
- 2) Substanční metoda => 13 809 tis. Kč;
- 3) Výnosová metoda diskontovaných provozních peněžních toků DCF equity (dvoufázová metoda) => 0 tis. Kč;
- 4) Hodnota porovnávací => 23 419 tis. Kč.

Výše uvedenými metodickými postupy bylo zjištěno, že ocenění různými metodami má velký rozptyl dílčích hodnot jmění společnosti. Z výsledků vyplývá, že přeceněná hodnota jmění společnosti, zjištěná prostřednictvím výše uvedených metod se pohybuje mezi 0 tis. Kč do 83 565 tis. Kč. Výnosový potenciál společnosti odpovídá současné situaci, kdy není v souladu s majetkovým vybavením.

Rekapitulace základních principů použitých metodických přístupů je tato:

- a) **Výnosová metoda DCF equity** zohledňuje hledisko investora, který na svou potenciální investici pohlíží z hlediska budoucích výnosů (*tzn. porovnává vynaložené prostředky s jejich návratností v budoucnosti*). Investor porovnává výnosnost investice z hlediska času s jinými alternativními možnostmi pro investování. Použitá výnosová metoda DCF je praktikována při hledání hodnoty podniku z pohledu vlastníků;
- b) **Substanční metoda** (individuálního přecenění jednotlivých položek majetku a závazků) je založena na simulaci principu náhrady výdajů na pořízení majetkové podstaty (substance) podniku. Tady je současně uvažováno nezanedbatelné budoucí zatížení z pohledu ekologické situace a příslušných směrnic znečištění ovzduší, které bude třeba řešit velkými investicemi.
- c) **Účetní hodnota vlastního kapitálu** vyjadřuje historický pohled na hodnotu majetku a závazků. Tuto metodu považuji za vhodnou jako srovnávací a doplňkovou k další metodě.
- d) **Hodnota porovnávací** rekapituluje hodnoty dosažených cen převodů akcií v letech 2006 až 2017.

Pro účely ocenění jsem zvažovala použití ještě dalších metod ocenění, tedy především **hodnotu likvidační**. Rozhodla jsem se ji nevyužít, protože předběžný odhad výsledků prognózoval nepatrný výnos.

Pro ocenění jmění společnosti Tylex Letovice, akciová společnost pro účely stanovení přiměřeného protiplnění menšinovým akcionářům jsem se, po zvážení dle mého názoru všech významných aspektů ovlivňujících rozhodování, přiklonila k výsledku ocenění dosaženému **substanční metodou**.

Dle mého názoru výsledek dosažený touto metodou odpovídá požadavku na stanovení ceny obvyklé, je odpovídající, respektuje potřeby tohoto daného případu ocenění z hlediska praktického použití a současně se mi jeví jako **nejvíce vhodný a přiměřený**.

Stanovení hodnoty přiměřeného protiplnění na jednu akcii

Společnost Tylex Letovice je emitentem 320 369 ks kmenových akcií na jméno. Celková hodnota jmění dosažená výše uvedeným oceněním bude rozpočítána na každou jednu akcii takto:

13 809 tis. Kč/320 369 akcií = **43,10 Kč/1 akcie**.

Hodnota čistého obchodního majetku, tj. jmění společnosti Tylex Letovice, akciová společnost byla k 31.12.2017, byla v souladu s použitými principy výše popsaných metodických postupů, stanovena na částku 13 809 tis. Kč.

Hodnota přiměřeného vypořádání na jednu akcii emitenta společnosti Tylex Letovice, akciová společnost činí 43 Kč (po zaokrouhlení).

11 Výsledek ocenění jmění a přiměřená hodnota protiplnění společnosti Tylex Letovice, akciová společnost

Jmění společnosti Tylex Letovice, akciová společnost, bylo k datu 31.12.2017, v souladu s výše popsanou metodikou, oceněno částkou

13 809

(Slovy: třináct milionů osm set devět tisíc korun českých)

Hodnota přiměřeného protiplnění v procesu přechodu účastnických cenných papírů na jednu akcii společnosti Tylex Letovice, akciová společnost činí

43 Kč

(Slovy: Čtyřicet tři koruny české)



Otisk znalecké pečeti

.....

Podpis a adresa znalce

.....

Ing. Eva Jiráčková

Devonská 1179/4

152 00 Praha 5 - Hlubočepy

12 Celková rekapitulace ocenění

- Předmětem tohoto znaleckého posudku je odhad hodnoty jmění **společnosti Tylex Letovice, akciová společnost**, pro účely stanovení přiměřeného protiplnění pro menšinové akcionáře v procesu přechodu účastnických cenných papírů v procesu přechodu účastnických cenných papírů.
- Znalecký posudek zpracovala Ing. Eva Jiráčková, znalec v oboru ekonomika, ceny a odhady se zvláštní specializací podniků (*dále také jen „Znalec“*).
- Datum ocenění bylo stanoveno na 31.12.2017.

Tabulka č. 34: Základní identifikace společnosti Tylex Letovice, akciová společnost

Obchodní firma	Tylex Letovice, akciová společnost
Sídlo	Brněnská 20/3, 679 61 Letovice
IČO	000 13 366
Právní forma	Akciová společnost
Den vzniku společnosti	14. března 1991
Základní kapitál	96 110 700 Kč

- Pro odhad hodnoty jmění společnosti Tylex Letovice, akciová společnost jsem vycházela z ocenění podniku, resp. čistého obchodního majetku společnosti.
- Jméno bylo oceněno prostřednictvím účetní hodnoty vlastního kapitálu a čistého obchodního majetku společnosti zjištěného prostřednictvím výnosové metody.
 - ✓ Účetní hodnota vlastního kapitálu => **83 565 tis. Kč;**
 - ✓ Substanční hodnota jmění => **13 809 tis. Kč;**
 - ✓ Ocenění zjištěné výnosovou metodou DCF equity => **0 tis. Kč;**
 - ✓ Porovnávací metoda=> **23 419 tis. Kč;**
- Pro výsledný odhad hodnoty jmění společnosti jsem se přiklonila k hodnotě stanovené **substanční metodou**.
- Výsledná hodnota jmění společnosti Tylex Letovice, akciová společnost činí **13 809 tis. Kč.**
- Hodnota přiměřeného protiplnění připadající na jednu akcii společnosti Tylex Letovice, akciová společnost činí **43 Kč.**

13 Prohlášení o nezávislosti

Prohlašuji, že:

- v současné době nemám a ani v budoucnu neočekávám účast na společnosti;
- nejsem v zaměstnaneckém nebo jakémkoliv jiném závislém poměru ke společnosti ani ke společností či osobám s nimi personálně nebo ekonomicky spojenými;
- nemám žádné současné ani budoucí zájmy na společnosti Tylex Letovice, akciová společnost, jejíž jmění je předmětem ocenění v rámci tohoto posudku a prohlašuji, že nemám žádný osobní zájem nebo zaujatost vzhledem k předmětu ocenění;
- odměna za tento znalecký posudek nezávisí na dosažených závěrech a vyjádřeních.

Podpis znalce


.....
Ing. Eva Jiráčková

14 Znalecká doložka

Znalecký posudek jsem podala jako znalec jmenovaný rozhodnutím Krajského soudu v Praze ze dne 7.12.2000 č.j. Spr 4129/99 pro základní obor *ekonomika* pro odvětví *ceny a odhady* se specializací *podniků*.

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem **420 - 1/2018** znaleckého deníku.

Otisk znalecké pečeti



Podpis a adresa znalce

.....

 Ing. Eva Jiráčková
 Devonská 1179/4
 152 00 Praha 5

15 Použitá literatura a zdroje

- ✓ Zbyněk Zazvonil – Oceňování nemovitostí na tržních principech (VŠE, Praha 1996);
- ✓ David Hušek – Základy oceňování nemovitostí (VŠE, Praha 2006);
- ✓ Albert Bradáč – Metodika oceňování nemovitostí pro účely úvěrového řízení (CERM, Brno 2002);
- ✓ Miloš Mařík - Oceňování podniku (Ekopress, Praha 1996);
- ✓ Miloš Mařík - Určování hodnoty firem (Ekopress, Havlíčkův Brod 1998);
- ✓ Miloš Mařík - Metody oceňování podniků (Ekopress, Praha 2003);
- ✓ Miloš Mařík - Metody oceňování podniků (Ekopress, Praha 2007);
- ✓ Pavla Maříková, Miloš Mařík - Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku (Ekopress, Havlíčkův Brod 2001);
- ✓ Hana Vomáčková – Účetnictví akvizicí, fúzí a jiných vlastnických transakcí (BOVA POLYGON, Praha 2005);
- ✓ Karel Čada – Oceňování nehmotného majetku (VŠE, Praha 2002);
- ✓ Eva Kislingerová - Oceňování podniku (C. H. Beck, Praha 1999);
- ✓ Jan Mlěoch - Oceňování podniku (LINDE, Praha 1998);
- ✓ Josef Valach a kolektiv - Finanční řízení podniku (Ekopress, Praha 1997);
- ✓ Petra Růčková – Finanční analýza, metody, ukazatele, využití v praxi (GRADA Publishing, Praha 2007);
- ✓ Tomáš Buss – Aplikace moderních metod oceňování v případě nekotovaných společností (VŠE, Praha 2007);
- ✓ Zdeněk S. Blaha, Irena Jindřichovská – Jak posoudit finanční zdraví firmy (Management Press, Praha 1995);
- ✓ Copeland, Koller, Murrin - Stanovení hodnoty firem (VICTORIA PUBLISHING, Praha 1995);
- ✓ Samuelson, Nordhaus - Ekonomie (Svoboda, Praha 1991);
- ✓ Heyne - Ekonomický styl myšlení (VŠE, Praha 1991);
- ✓ R.A.Brealey, S.C.Myers - Teorie a praxe firemních financí (VICTORIA PUBLISHING, Praha 1992);
- ✓ Ibbotson Associates – SBBI 2004 Valuation Edition Yearbook, Ibbotson Associates 2004;
- ✓ R.C.Clark - Firemní právo (VICTORIA PUBLISHING, Hradec Králové 1992).

16 Přílohy

- ✓ **Příloha č. 1** => Výpis z obchodního rejstříku společnosti Tylex Letovice, akciová společnost
- ✓ **Příloha č. 2** => Účetní závěrka společnosti Tylex Letovice, akciová společnost k 31.12.2017
- ✓ **Příloha č. 3** => Výhled společnosti na rok 2018
- ✓ **Příloha č. 4** => Finanční analýza
- ✓ **Příloha č. 5** => Finanční plán společnosti Tylex Letovice, akciová společnost (aktiva, pasiva, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash flow)
- ✓ **Příloha č. 6** => Ocenění nemovitostí (zpráva, list vlastnictví, katastrální mapa)
- ✓ **Příloha č. 7** => Ocenění věcí movitých
- ✓ **Příloha č. 8** => Zápis z představenstva společnosti Tylex Letovice, akciová společnost ze dne 20.2.2018