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

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

kde

TV *konečná hodnota (budoucích volných hotovostních toků vytvořených za horizontem explicitně projektovaného období),*

FCF_{T+1} *stabilizovaná úroveň volného hotovostního toku v prvním roce po explicitním projektovaném období,*

r_T *míra výnosnosti kapitálu požadovaná investory pro terminální období (podrobněji viz níže),*

g *očekávaná dlouhodobá míra růstu volných hotovostních toků*

a současná hodnota konečné hodnoty se určí jako

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

kde

T *délka explicitního projektovaného období v letech*

r *míra výnosnosti kapitálu požadovaná investory pro explicitně projektované období*

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

$$CHP = PVFCF + PVTV$$

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

$$EV = CHP - TÚCZ + NM - NZ$$

3.2.1.1.3. Odhad požadované výnosnosti kapitálu

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

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

3.2.1.1.4. Náklady vlastního kapitálu

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

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

kde

R_E *návratnost akciového kapitálu*

R_F *návratnost bezrizikového dluhu,*

$E(R_M)$ *očekávaná návratnost akciového trhu,*

β *koeficient vyjadřující systematické riziko výnosů akciového kapitálu společnosti*

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

Zadlužená beta=nezadlužená beta[1+ 1- efektivní daňová sazba)*(tržní poměr cizích a vlastních zdrojů)]*

3.2.1.1.5. Náklady na cizí zdroje

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

3.2.1.1.6. Vážený průměr nákladu kapitálu

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

3.2.1.1.7. Stanovení diskontů za nelikviditu

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

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

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

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

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

3.3. Komparační metoda ocenění

Podstatou srovnávací (komparační) metody ocenění je aplikace poměrových ukazatelů (př. EBITDA/Enterprise value) získaných ze společností působících ve stejném odvětví na hodnoty hospodářských parametrů Společnosti.

V návaznosti na předchozí byl aplikován postup kalkulace založený na odvětvovém parametru EBITDA/Enterprise value, tedy poměru provozního hospodářského výsledku navýšeného o účetní odpisy k hodnotě podniku pro její vlastníky i věřitele. Zapracujeme-li do výpočtu hodnotu EBITDA Společnosti, metodou trojčlenky snadno zjistíme hodnotu „Enterprise value" této Společnosti, tedy její „hrubou hodnotu pro vlastníky i věřitele Společnosti. Po přičtení neprovozního majetku a odpočtu odečitatelných závazků lze hodnotu korigovat na úroveň „Equity value" tedy hodnoty podniku pro její vlastníky (akcionáře).

Tržní hodnotu Společnosti komparační metodou ocenění kalkulujeme s využitím následujících parametrů:

Tabulka – Kalkulace průměrných parametrů Společnosti z historických dat (tis. Kč)

Položky	Hodnota (v tis. Kč)
Hodnota ukazatele „EBIT" (průměr 2012-2016)	4 790
Hodnota ukazatele „EBITDA" (průměr 2012-2016)	13 434
Hodnota ukazatele „SALES" (průměr 2012-2016)	93 656

Pozn.: Ukazatel „EBIT" pro účely dané kalkulace považujeme za ekvivalentní hodnotě ukazatele Provozní výsledek hospodaření.

V návaznosti na předchozí kalkulujeme hodnotu „Enterprise value" (tržní hodnota pro vlastníky i věřitele) a následně Equity value (Tržní hodnota pro vlastníky) Společnosti při použití příslušných průměrných hodnot hospodářských parametrů (EBIT, EBITDA, SALES) následujícím způsobem:

Tabulka – Kalkulace tržní hodnoty podniku pro jeho vlastníky („Equity value")

Položky	EV/EBIT	EV/EBITDA	EV/SALES
EBIT (průměr 2012-2016)	27,21		
EBITDA (průměr 2012-2016)		13,72	
SALES (průměr 2012-2016)			1,32
„EV" resp. Hrubá provozní hodnota podniku	130 349	184 307	123 198
Neprovozní položky	1 908	1 908	1 908
Equity value resp. Hodnota podniku	**132 257**	**186 215**	**125 106**

Jednotlivé poměrové ukazatele odvětví byly získány z internetového zdroje prof. Damodarana (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/).

Pozn. výše neprovozního majetku a rovněž neprovozních/odečitatelných závazků je podrobněji popsána v rámci kapitoly 3.4.3.2 Ocenění aktiv/pasiv nemajících přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow.

Tržní hodnota čistého obchodního majetku, resp. jmění, společnosti VSV, a.s., stanovená komparační metodou, činí ke dni ocenění, po přiměřeném zaokrouhlení, částku v intervalu 125 000-186 000 tis. Kč.

3.4. Výnosové ocenění Společnosti

V následující kapitole je provedeno výnosové ocenění Společnosti metodou DCF.

3.4.1. Specifické předpoklady ocenění metodou DCF Společnosti

3.4.1.1. Výchozí bilance Společnosti

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

3.4.2. Hlavní výstupy metody DCF entity

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

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

3.4.2.1. Finanční plán

Od zástupců Společnosti, či z veřejně dostupných zdrojů jsme získali historické finanční výkazy za období 2012-2016 a následně informace týkající se výhledu hospodaření, včetně financování a rovněž očekávaných investic pro období 2017. Na základě uvedených informací jsme zpracovali finanční plán, přičemž jsme konzultovali se zástupci Společnosti oprávněnost jednotlivých položek.

Výše zmiňovaný finanční plán jsme prolongovali pro období 2017-2026, tedy celkově na plánované období 10ti let, přičemž období 2026 (poslední rok plánu) považujeme za počátek období stabilizace, po jehož uplynutí očekáváme pro účely ocenění stabilní vývoj hospodaření Společnosti.

Pro období 2017-2026 byl tedy vytvořen plán hospodářských parametrů Společnosti dle disponibilních historických dat, dle rámcového výhledu hospodaření a rovněž s přihlédnutím k váženému průměru klíčových poměrových hospodářských ukazatelů z daného odvětví, získaných z finanční databáze AMADEUS (blíže viz kapitola 2.5.2 Sektorová analýza).

Finanční plán Společnosti pro období 2017-2026 rovněž koresponduje se strategií Společnosti a jejími možnostmi v rámci relevantního odvětví, v jejímž rámci Společnost působí, přičemž navazuje na finanční plán vyhotovený pro období 2017.

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

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

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Obrat - Trh ČR odvětví "NACE 0150"	35 995 301	37 508 003	39 026 392	40 546 021	42 062 249	43 570 264
trh ČR "NACE 0150" - míra růstu	4,4%	4,2%	4,0%	3,9%	3,7%	3,6%
Obrat - VSV a.s.	109 675	88 180	94 307	100 636	107 156	113 853
VSV, a.s. - míra růstu	25%	-19,6%	6,9%	6,7%	6,5%	6,2%
podíl na trhu	0,305%	0,235%	0,242%	0,248%	0,255%	0,261%

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

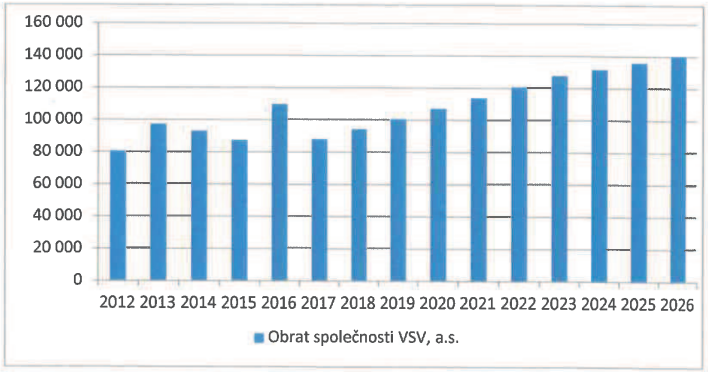
OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
Obrat - Trh ČR odvětví "NACE 0150"	45 065 105	46 541 684	47 994 819	49 493 324	51 038 615
trh ČR "NACE 0150" - míra růstu	3,4%	3,3%	3,1%	3,1%	3,1%
Obrat - VSV a.s.	120 712	127 718	131 705	135 817	140 058
VSV, a.s. - míra růstu	6,0%	5,8%	3,1%	3,1%	3,1%
podíl na trhu	0,268%	0,274%	0,274%	0,274%	0,274%

Cílová míra růstu obratu odvětví byla pro období 2017-2026 predikována ve výši dlouhodobého průměru nominálního HDP z období 2011-2017, tedy ve výši 3,1% p.a.

Cílový podíl na trhu Společnosti byl predikován ve výši průměru kalkulovaného podílu hodnot z období 2013-2016 a to ve výši 0,274%.

Graficky lze vývoj Obratu Společnosti pro období 2017-2026 zobrazit následujícím způsobem:

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



V následující tabulce je zobrazena kalkulace komplexního finančního plánu provozního hospodaření Společnosti pro období 2017-2026:

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

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
TRŽBY					
Tržby z prodeje zboží	0	0	0	0	0
Výkony	73 314	78 408	83 670	89 091	94 659
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	63 998	68 445	73 038	77 770	82 631
Změna stavu zásob vlastní výroby	6 916	7 397	7 893	8 404	8 930
Aktivace	2 400	2 567	2 739	2 916	3 099
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	3 686	3 942	4 207	4 479	4 759
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	1 886	2 017	2 152	2 292	2 435
Tržby z prodeje materiálu	1 800	1 925	2 054	2 187	2 324
Ostatní provozní výnosy	11 180	11 957	12 759	13 586	14 435
TRŽBY PROVOZNÍ CELKEM	88 180	94 307	100 636	107 156	113 853
NÁKLADY					
Náklady na prodané zboží	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	56 432	59 617	62 843	66 095	69 361
Spotřeba materiálu a energie	36 360	37 024	39 068	41 130	43 202
Služby	20 072	22 593	23 775	24 965	26 159
Osobní náklady	16 080	17 197	18 351	19 540	20 762
Mzdové náklady	12 000	12 834	13 695	14 582	15 494
Odměny členům orgánů společnosti	0	0	0	0	0
Náklady na SZP	3 600	3 850	4 109	4 375	4 648
Sociální náklady	480	513	548	583	620
Daně a poplatky	665	711	759	808	859
Náklady na prod. dlouh. majetek a materiál	2 550	2 727	2 910	3 099	3 292
Náklady na prod. dlouh. majetek (=ZC)	900	963	1 027	1 094	1 162
Náklady na prod. materiál (=ZC)	1 650	1 765	1 883	2 005	2 130
Změna stavu rezerv a opravných položek	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv				0	0
Změna stavu opravných položek	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	100	106	112	117	123
NÁKLADY PROVOZNÍ CELKEM	75 827	80 358	84 976	89 660	94 397
Odpisy (účetní)	9 200	9 818	9 560	9 752	10 004
PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	**3 153**	**4 131**	**6 101**	**7 744**	**9 452**

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

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
TRŽBY					
Tržby z prodeje zboží	0	0	0	0	0
Výkony	100 362	106 186	109 501	112 920	116 446
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	87 609	92 693	95 587	98 572	101 649
Změna stavu zásob vlastní výroby	9 468	10 017	10 330	10 652	10 985
Aktivace	3 285	3 476	3 585	3 697	3 812
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	5 046	5 339	5 505	5 677	5 855
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	2 582	2 732	2 817	2 905	2 996

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
Tržby z prodeje materiálu	2 464	2 607	2 688	2 772	2 859
Ostatní provozní výnosy	15 305	16 193	16 698	17 220	17 757
TRŽBY PROVOZNÍ CELKEM	120 712	127 718	131 705	135 817	140 058
NÁKLADY					
Náklady na prodané zboží	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	72 627	75 880	78 178	80 547	82 990
Spotřeba materiálu a energie	45 276	47 345	48 823	50 347	51 919
Služby	27 351	28 536	29 355	30 200	31 070
Osobní náklady	22 012	23 290	24 017	24 767	25 540
Mzdové náklady	16 427	17 380	17 923	18 483	19 060
Odměny členům orgánů společnosti	0	0	0	0	0
Náklady na SZP	4 928	5 214	5 377	5 545	5 718
Sociální náklady	657	695	717	739	762
Daně a poplatky	910	963	993	1 024	1 056
Náklady na prod. dlouh. majetek a materiál	3 491	3 693	3 809	3 928	4 050
Náklady na prod. dlouh. majetek (=ZC)	1 232	1 304	1 344	1 386	1 429
Náklady na prod. materiál (=ZC)	2 259	2 390	2 464	2 541	2 621
Změna stavu rezerv a opravných položek	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv	0	0	0	0	0
Změna stavu opravných položek	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	129	135	139	144	148
NÁKLADY PROVOZNÍ CELKEM	99 170	103 962	107 137	110 410	113 785
Odpisy (účetní)	10 253	10 500	10 746	10 992	11 238
PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	**11 290**	**13 256**	**13 823**	**14 416**	**15 035**

Výše uvedená predikce provozního výsledku hospodaření pro období 2017-2026 koresponduje s níže uvedenou predikcí poměrových ukazatelů:

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

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Míra růstu tržeb za vl. výrobky a služby	37%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	3%	3%	3%
Výkonová spotřeba/Výkony	77%	76%	75%	74%	73%	72%	71%	71%	71%	71%
Mzdové N/Výkony	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Odměny/Mzdové N	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Odměny/Výkony	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
N na soc. a zdr. Pojišť/Mzdové N	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Soc. N/Mzdové N	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Daně a poplatky/Výkony	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
OPV/Výkony	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
OPN/Výkonová spotřeba	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Nutno podotknout, že výše uvedené predikce již zahrnují rovněž úsporu nákladů vlivem nákupu dodatečných pozemků, jehož deskripce je nedílnou součástí následujících kapitol.

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

kreston.cz
A member of Kreston International | A global network of independent accounting firms

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

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Obrat společnosti VSV, a.s.	88 180	94 307	100 636	107 156	113 853	120 712	127 718	131 705	135 817	140 058
EBITDA Společnosti	12 353	13 949	15 661	17 496	19 456	21 543	23 756	24 569	25 408	26 273
EBITDA po očištění/Obrat	14,0%	14,8%	15,6%	16,3%	17,1%	17,8%	18,6%	18,7%	18,7%	18,8%

Pro úplnost níže uvádíme predikci před zapracováním úspor z nájemného vlivem nákupu dodatečných pozemků. Kalkulace investic (včetně pozemků) a s tím související úspory z nájemného jsou nedílnou součástí kapitoly 3.4.2.3 Investice a odpisy.

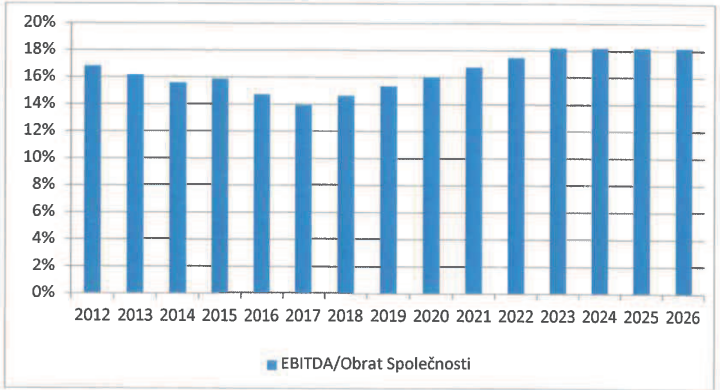
Tabulka – Predikce ukazatelů EBITDA a Provozní výnosy Společnosti (tis. Kč, %)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Obrat společnosti VSV, a.s.	88 180	94 307	100 636	107 156	113 853	120 712	127 718	131 705	135 817	140 058
EBITDA Společnosti	12 285	13 811	15 450	17 210	19 091	21 096	23 224	23 950	24 697	25 468
EBITDA po očištění/Obrat	13,9%	14,6%	15,4%	16,1%	16,8%	17,5%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%

Z dat je patrné, že plán poměrového ukazatele „EBITDA/Provozní výnosy" Společnosti generovaný v průběhu predikovaného období činí cca 18,2%, jež což koresponduje s průměrnou hodnotou ukazatele EBITDA/Obrat za celé odvětví platné pro období 2008-2015 uvedené v rámci kapitoly 2.5.2 Sektorová analýza.

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

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



3.4.2.2. Pracovní kapitál

Projekce pracovního kapitálu je založena zejména na předpokladu obrátek u nejvýznamnějších položek pohledávek a závazků, jež byly kalkulovány dle predikce položek příslušných krátkodobých pohledávek, závazků i zásob. Plán jednotlivých položek pracovního kapitálu je uveden dále v tabulkách, včetně skutečnosti k 31.12.2016. Náklady a výnosy, které jsou základnou pro výpočet

kreston.cz
A member of Kreston International | A global network of independent accounting firms

obrátek, jsou uvedeny v tabulce. Provozní tržby = tržby z prodeje zboží + výkony. Provozní náklady = náklady na prodané zboží + výkonová spotřeba.

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

OBDOBÍ	*2016*	2017	2018	2019	2020
Provozní tržby	*46 716*	63 998	68 445	73 038	77 770
Provozní náklady	*53 612*	56 432	59 617	62 843	66 095

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

OBDOBÍ	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Provozní tržby	82 631	87 609	92 693	95 587	98 572	101 649
Provozní náklady	69 361	72 627	75 880	78 178	80 547	82 990

3.4.2.2.1. Krátkodobé pohledávky

Pro období 2017 predikujeme jednotlivé položky krátkodobých provozních pohledávek na úrovni dodaného plánu.

Pro období 2018-2026 predikujeme Krátkodobé pohledávky z obchodního styku s přihlédnutím k očekávané výši obratu Společnosti pro období 2017-2026 a rovněž s přihlédnutím k očekávané době obratu Společnosti konvergující v období do r. 2020 k průměru hodnot dosažených v letech 2013-2016. Ostatní položky krátkodobých pohledávek predikujeme v daném období převážně na úrovni dodané predikce pro období 2017. Výjimku tvoří pouze položka Krátkodobé pohledávky za ovládanými a řízenými osobami, jež predikujeme v neměnné výši z období 31.12.2016. Vliv této položky do výsledků ocenění je promítnut v rámci následující kapitoly 3.4.3.2 Ocenění aktiv/pasiv nemajících přímou vazbu na tvorbu provozního cash-flow:

Tabulka - Plán provozních pohledávek Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020	2021
POHLEDÁVKY Z OBCHODNÍCH VZTAHŮ						
Stav k 31.12.	*8 308*	2 100	3 955	6 044	8 377	8 900
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	*64,91*	11,98	21,09	30,20	39,31	39,31
Průměrná meziroční změna	*-3 825*	6 208	-1 855	-2 089	-2 333	-524
POHLEDÁVKY ZA OVLÁD. A ŘÍZ. OSOBAMI						
Stav k 31.12.	*4 276*	4 276	4 276	4 276	4 276	4 276
Průměrná meziroční změna	*-5 503*	0	0	0	0	0
STÁT - DAŇOVÉ POHLEDÁVKY						
Stav k 31.12.	*7 396*	4 100	4 100	4 100	4 100	4 100
Průměrná meziroční změna	*-1 747*	3 296	0	0	0	0
OSTATNÍ POSKYTNUTÉ ZÁLOHY						
Stav k 31.12.	*164*	70	70	70	70	70
Průměrná meziroční změna	*0*	94	0	0	0	0
JINÉ POHLEDÁVKY						
Stav k 31.12.	*508*	20	21	23	24	26
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	*3,97*	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Průměrná meziroční změna	*1 507*	488	-1	-1	-1	-2
DOHADNÉ ÚČTY AKTIVNÍ						
Stav k 31.12.	*5 661*	3 900	3 900	3 900	3 900	3 900

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Průměrná meziroční změna	*676*	1 761	0	0	0	0
POHLEDÁVKY CELKEM						
Stav k 31.12.	***26 312***	**14 466**	**16 322**	**18 412**	**20 747**	**21 272**
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	***205,58***	**82,50**	**87,04**	**92,01**	**97,37**	**93,96**
Průměrná meziroční změna	***2 115***	**11 846**	**-1 856**	**-2 090**	**-2 335**	**-525**

Tabulka - Plán provozních pohledávek Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
POHLEDÁVKY Z OBCHODNÍCH VZTAHŮ					
Stav k 31.12.	9 437	9 984	10 296	10 617	10 949
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	39,31	39,31	39,31	39,31	39,31
Průměrná meziroční změna	-536	-548	-312	-321	-331
POHLEDÁVKY ZA OVLÁD. A ŘÍZ. OSOBAMI					
Stav k 31.12.	4 276	4 276	4 276	4 276	4 276
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
STÁT - DAŇOVÉ POHLEDÁVKY					
Stav k 31.12.	4 100	4 100	4 100	4 100	4 100
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
OSTATNÍ POSKYTNUTÉ ZÁLOHY					
Stav k 31.12.	70	70	70	70	70
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
JINÉ POHLEDÁVKY					
Stav k 31.12.	27	29	30	31	32
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Průměrná meziroční změna	-2	-2	-1	-1	-1
DOHADNÉ ÚČTY AKTIVNÍ					
Stav k 31.12.	3 900	3 900	3 900	3 900	3 900
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
POHLEDÁVKY CELKEM					
Stav k 31.12.	**21 810**	**22 359**	**22 671**	**22 994**	**23 326**
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	**90,86**	**88,04**	**86,57**	**85,14**	**83,76**
Průměrná meziroční změna	**-538**	**-549**	**-313**	**-322**	**-332**

3.4.2.2.2. Krátkodobé závazky

Pro období 2017 predikujeme jednotlivé položky krátkodobých provozních závazků na úrovni dodaného plánu.

Pro období 2018-2026 predikujeme Krátkodobé závazky z obchodního styku s přihlédnutím k očekávané výši příslušných provozních nákladů Společnosti pro období 2017-2026 a rovněž s přihlédnutím k očekávané době obratu Společnosti konvergující v období do r. 2020 k průměru hodnot dosažených v letech 2013-2016. Položka závazky k zaměstnancům, soc. zabezpečení a zdravotního pojištění byla predikována ve výši 1/12 průměrných měsíčních mzdových nákladů, resp. nákladů na soc. zabezpečení a zdravotní pojištění. Ostatní položky krátkodobých závazků byly predikovány převážně na úrovni hodnot predikce pro období 2017.

Tabulka - Plán provozních závazků Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ZÁVAZKY Z OBCHODNÍCH VZTAHŮ						
Stav k 31.12.	*4 018*	1 900	3 058	4 330	5 719	6 002
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	*27,35*	12,29	18,72	25,15	31,58	31,58
Průměrná meziroční změna	*577*	-2 118	1 158	1 273	1 389	283
ZÁVAZKY K ZAMĚSTNANCŮM						
Stav k 31.12.	*923*	700	1 069	1 141	1 215	1 291
Průměrná meziroční změna	*222*	-223	369	72	74	76
ZÁVAZKY ZE SOC. ZABEZPEČENÍ A ZDRAV. POJ.						
Stav k 31.12.	*486*	400	0	342	365	387
Průměrná meziroční změna	*65*	-86	-400	342	22	23
STÁT - DAŇOVÉ ZÁVAZKY A DOTACE						
Stav k 31.12.	*169*	100	100	100	100	100
Průměrná meziroční změna	*-41*	-69	0	0	0	0
KRÁTKODOBÉ PŘIJATÉ ZÁLOHY						
Stav k 31.12.	*3*	0	0	0	0	0
Průměrná meziroční změna	*3*	-3	0	0	0	0
JINÉ ZÁVAZKY						
Stav k 31.12.	*48*	50	49	52	54	57
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	*0,33*	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Průměrná meziroční změna	*7*	2	-1	3	3	3
DOHADNÉ ÚČTY PASIVNÍ						
Stav k 31.12.	*1 105*	1 410	1 410	1 410	1 410	1 410
Průměrná meziroční změna	*-198*	305	0	0	0	0
ZÁVAZKY CELKEM						
Stav k 31.12.	***6 751***	**4 560**	**5 686**	**7 376**	**8 863**	**9 247**
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	***45,96***	**29,49**	**34,81**	**42,84**	**48,95**	**48,66**
Průměrná meziroční změna	***634***	**-2 191**	**1 126**	**1 690**	**1 487**	**384**

Tabulka - Plán provozních závazků Společnosti (tis. Kč)

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
ZÁVAZKY Z OBCHODNÍCH VZTAHŮ					
Stav k 31.12.	6 284	6 566	6 764	6 969	7 181
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	31,58	31,58	31,58	31,58	31,58
Průměrná meziroční změna	283	281	199	205	211
ZÁVAZKY K ZAMĚSTNANCŮM					
Stav k 31.12.	1 369	1 448	1 494	1 540	1 588
Průměrná meziroční změna	78	79	45	47	48
ZÁVAZKY ZE SOC. ZABEZPEČENÍ A ZDRAV. POJ.					
Stav k 31.12.	411	435	448	462	476
Průměrná meziroční změna	23	24	14	14	14
STÁT - DAŇOVÉ ZÁVAZKY A DOTACE					
Stav k 31.12.	100	100	100	100	100
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
KRÁTKODOBÉ PŘIJATÉ ZÁLOHY					
Stav k 31.12.	0	0	0	0	0

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
JINÉ ZÁVAZKY					
Stav k 31.12.	60	62	64	66	68
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Průměrná meziroční změna	3	3	2	2	2
DOHADNÉ ÚČTY PASIVNÍ					
Stav k 31.12.	1 410	1 410	1 410	1 410	1 410
Průměrná meziroční změna	0	0	0	0	0
ZÁVAZKY CELKEM					
Stav k 31.12.	**9 634**	**10 021**	**10 281**	**10 548**	**10 824**
Průměrná obrátka z nákladů (dny)	**48,42**	**48,20**	**48,00**	**47,80**	**47,61**
Průměrná meziroční změna	**386**	**387**	**260**	**268**	**276**

3.4.2.2.3. Zásoby

Pro období 2017 predikujeme položku Zásoby na úrovni dodaného plánu.

Pro období 2018-2026 predikujeme položku Zásoby s přihlédnutím k očekávané výši obratu Společnosti pro období 2017-2026 a rovněž s přihlédnutím k očekávané době obratu Společnosti konvergující v období do r. 2020 k průměru hodnot dosažených v letech 2013-2016.

Tabulka – Plán Zásob Společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	*2016*	2017	2018	2019	2020	2021
Stav k 31.12.	*54 344*	53 790	54 549	55 032	55 213	58 663
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	*424,60*	306,78	290,90	275,01	259,13	259,13
Průměrná meziroční změna	***-17 840***	**554**	**-759**	**-483**	**-181**	**-3 451**

Tabulka – Plán Zásob Společnosti (v tis. Kč)

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
Stav k 31.12.	62 198	65 807	67 862	69 980	72 165
Průměrná obrátka z tržeb (dny)	259,13	259,13	259,13	259,13	259,13
Průměrná meziroční změna	**-3 534**	**-3 609**	**-2 055**	**-2 119**	**-2 185**

3.4.2.2.4. Rezervy a OP a Časové rozlišení

V oblasti rezerv, opravných položek i časového rozlišení neplánujeme změny, jež by se promítnuly do plánu Cash flow z provozu.

3.4.2.2.5. Provozní hotovost

Změna provozní hotovosti promítající v rámci provozního Cash flow období 2017-2026 byla plánována s ohledem na minimální požadovanou výši peněžní likvidity (kalkulována s ohledem na historickou výši peněžní likvidity i výši peněžní likvidity k datu ocenění) a rovněž s ohledem na plánovanou výši krátkodobých závazků a krátkodobých úročených cizích zdrojů, tedy následovně:

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

OBDOBÍ	*31.12.2016*	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021
Krátkodobý finanční majetek	*171*	11 783	13 495	17 193	21 717	25 149
Krátkodobé závazky - provozní	*6 751*	4 560	5 686	7 376	8 863	9 247
Krátkodobé bankovní úvěry	*0*	0	0	0	0	0

OBDOBÍ	*31.12.2016*	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021
Krátkodobé finanční výpomoci	*0*	0	0	0	0	0
Peněžní likvidita	*2,53%*	258,39%	237,32%	233,10%	245,02%	271,97%
Optimální peněžní likvidita	*2,53%*	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%
Provozní hotovost	*171*	115	144	186	224	234
Průměrná meziroční změna	***-16***	**55**	**-28**	**-43**	**-38**	**-10**
NEPROVOZNÍ HOTOVOST	*0*	11 667	13 351	17 007	21 493	24 916

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

OBDOBÍ	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026
Krátkodobý finanční majetek	30 059	36 554	45 213	54 323	61 951
Krátkodobé závazky - provozní	9 634	10 021	10 281	10 548	10 824
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
Peněžní likvidita	312,03%	364,77%	439,79%	515,01%	572,35%
Optimální peněžní likvidita	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%
Provozní hotovost	243	253	260	267	274
Průměrná meziroční změna	**-10**	**-10**	**-7**	**-7**	**-7**
NEPROVOZNÍ HOTOVOST	29 816	36 301	44 953	54 057	61 677

Z dat je patrné, že za optimální míru provozní peněžní likvidity považujeme její výši k datu ocenění, tedy 2,53%.

3.4.2.2.6. Změna pracovního kapitálu – závěrečné shrnutí

Na základě výše uvedeného plánujeme celkový pohyb pracovního kapitálu promítající se do období finančního plánu 2017-2026 tedy následovně:

Tabulka – Celkový pohyb pracovního kapitálu (tis. Kč)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
Zásoby (nárůst -/pokles +)	554	-759	-483	-181	-3 451
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	11 846	-1 856	-2 090	-2 335	-525
Čas. rozlišené aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	55	-28	-43	-38	-10
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	-1 650	-1 765	-1 883	-2 005	-2 130
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	0	0	0	0	0
Závazky (nárůst +/pokles -)	-2 191	1 126	1 690	1 487	384
z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)	-223	369	72	74	76
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	**8 614**	**-3 282**	**-2 809**	**-3 071**	**-5 732**

Tabulka – Celkový pohyb pracovního kapitálu (tis. Kč)

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
Zásoby (nárůst -/pokles +)	-3 534	-3 609	-2 055	-2 119	-2 185
Pohledávky (nárůst -/pokles +)	-538	-549	-313	-322	-332
Čas. rozlišené aktivní (nárůst -/pokles +)	0	0	0	0	0
Provozní hotovost (nárůst -/pokles +)	-10	-10	-7	-7	-7
Investice do pracovního kapitálu (materiál)	-2 259	-2 390	-2 464	-2 541	-2 621
Investice do pracovního kapitálu (opr. položky)	0	0	0	0	0

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
Závazky (nárůst +/pokles -)	386	387	260	268	276
z toho Zaměstnanci (nárůst +/pokles -)	78	79	45	47	48
Změna stavu rezerv (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Změna stavu opr. položek (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
Čas. rozlišení pasivní (nárůst +/pokles -)	0	0	0	0	0
POHYB PRACOVNÍHO KAPITÁLU (+/-)	**-5 954**	**-6 171**	**-4 579**	**-4 722**	**-4 869**

3.4.2.3. Investice a odpisy

V tabulce níže uvádíme nejprve historickou výši investic i účetních odpisů Společnosti, vycházející z jejich historických finančních výkazů za období 2014-2016:

Tabulka – Investice a účetní odpisy Společnosti 2014-2016 (tis. Kč)

OBDOBÍ	2014	2015	2016
DNM celkem	0	0	0
Odepisovaný DNM	0	0	0
DHM celkem	90 317	91 745	81 864
neodepisovaný DHM majetek (pozemky)	11 581	14 388	15 506
Odepisovaný DHM	78 736	77 357	66 358
Odepisovaný majetek celkem	78 736	77 357	66 358
Investice	11 519	12 484	598
Investice do neodepisovaného majetku	1 298	1 346	2 807
Investice do odepisovaného majetku	10 221	11 138	-2 209
účetní odpisy v T/ Odepisovaný majetek v čase T-1	10%	11%	13%
účetní odpisy	7 784	8 716	8 790

Z dat uvedených výše je patrné, následující:

- Průměrná výše investic Společnosti za období 2014-2016 činí 6 383 tis. Kč
- Průměrná výše účetních odpisů Společnosti za období 2014-2016 činí 8 430 tis. Kč

Následně predikujeme dle disponibilních podkladů výši investici účetních odpisů Společnosti pro období 2017-2026:

Tabulka – Investice a účetní odpisy Společnosti 2017-2021 (tis. Kč)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
DNM celkem	0	0	0	0	0
Odepisovaný DNM	0	0	0	0	0
DHM celkem	83 913	84 461	85 848	87 662	89 456
neodepisovaný DHM majetek (pozemky)	15 506	15 506	15 506	15 506	15 506
Odepisovaný DHM	68 407	68 955	70 342	72 156	73 950
Odepisovaný majetek celkem	68 407	68 955	70 342	72 156	73 950
Investice	**11 249**	**10 366**	**10 947**	**11 567**	**11 798**
Investice do neodepisovaného majetku	3 000	3 029	3 090	3 152	3 215
Investice do odepisovaného majetku	8 249	7 336	7 857	8 415	8 583
účetní odpisy v T/ Odepisovaný majetek v čase T-1	14%	14%	14%	14%	14%
účetní odpisy	**9 200**	**9 818**	**9 560**	**9 752**	**10 004**

Následně predikujeme dle disponibilních podkladů výši investici účetních odpisů Společnosti pro období 2022-2026:

Tabulka – Investice a účetní odpisy Společnosti 2022-2026 (tis. Kč)

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
DNM celkem	0	0	0	0	0
Odepisovaný DNM	0	0	0	0	0
DHM celkem	91 237	93 012	94 787	96 566	100 304
neodepisovaný DHM majetek (pozemky)	15 506	15 506	15 506	15 506	15 506
Odepisovaný DHM	75 731	77 506	79 281	81 060	84 798
Odepisovaný majetek celkem	75 731	77 506	79 281	81 060	84 798
Investice	**12 034**	**12 275**	**12 520**	**12 770**	**14 977**
Investice do neodepisovaného majetku	3 279	3 345	3 412	3 480	3 549
Investice do odepisovaného majetku	8 755	8 930	9 108	9 291	11 428
účetní odpisy v T/ Odepisovaný majetek v čase T-1	14%	14%	14%	14%	14%
účetní odpisy	**10 253**	**10 500**	**10 746**	**10 992**	**11 238**

Z dat uvedených výše je patrné, následující:

- Průměrná výše investic Společnosti za období 2017-2026 činí 12 050 tis. Kč
- Průměrná výše účetních odpisů Společnosti za období 2017-2026 činí 10 206 tis. Kč

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

Z dat uvedených výše je patrné, že v průběhu plánovaného období 2017-2026 průměrná roční výše investic dosahovala cca 118% úrovně průměrné roční výše účetních odpisů, přičemž na konci predikovaného období je očekávána v souladu s dosažením podmínek odpovídajícím „stabilizovanému období" konvergence obou veličin.

Součástí predikce investic jsou rovněž investice do nemovitého majetku/pozemků. Jejich predikce vychází z následujících historických dat:

Tabulka – Finanční data Společnosti – pozemky pro období 2014-2016 (tis. Kč)

OBDOBÍ	2014	2015	2016
pozemky vlastní	138	165	172
pozemky cizí	1 415	1 371	1 512
pozemky celkem	1 553	1 536	1 684
podíl vlastní/celkem	9%	11%	10%
Investice pozemky	1 346	2 807	1 118
cena za 1 ha	-	104	152
roční nájemné	2 471	4 200	5 036
nájemné na 1 ha	1,7	3,1	3,3
pozemky cizí	1 415	1 371	1 512

Na základě výše uvedeného a s ohledem na disponibilní informace kalkulujeme pro období 2017-2026 investice do pozemků a s tím související úsporu nájemného je kalkulována následovně:

Tabulka – Finanční data Společnosti – pozemky pro období 2017-2021 (tis. Kč)

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
pozemky vlastní	192	212	232	252	272
pozemky cizí	1 492	1 472	1 452	1 432	1 412
pozemky celkem	1 684	1 684	1 684	1 684	1 684
podíl vlastní/celkem	11%	13%	14%	15%	16%
Investice pozemky	3 000	3 029	3 090	3 152	3 215

OBDOBÍ	2017	2018	2019	2020	2021
cena za 1 ha	150	153	156	159	162
roční nájemné	5 069	5 102	5 134	5 165	5 195
nájemné na 1 ha	3,4	3,5	3,5	3,6	3,7
pozemky cizí	1 512	1 512	1 512	1 512	1 512
úspora nákladů vlivem investic do pozemků	-68	-138	-211	-286	-365

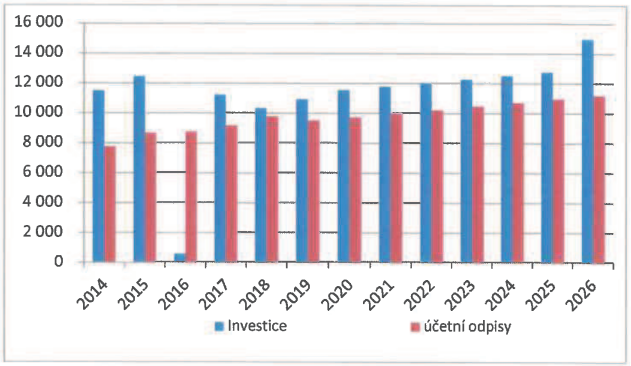
Tabulka – Finanční data Společnosti – pozemky pro období 2022-2026 (tis. Kč)

OBDOBÍ	2022	2023	2024	2025	2026
pozemky vlastní	291	311	331	351	371
pozemky cizí	1 393	1 373	1 353	1 333	1 313
pozemky celkem	1 684	1 684	1 684	1 684	1 684
podíl vlastní/celkem	17%	18%	20%	21%	**22,0%**
Investice pozemky	3 279	3 345	3 412	3 480	3 549
cena za 1 ha	166	169	172	176	179
roční nájemné	5 225	5 254	5 281	5 308	5 334
nájemné na 1 ha	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1
pozemky cizí	1 512	1 512	1 512	1 512	1 512
úspora nákladů vlivem investic do pozemků	-446	-531	-619	-710	-805

Dle informací uvedených v rámci disponibilního dokumentu „Strategie pro růst, České zemědělství a potravinářství v rámci společné zemědělské politiky EU po roce 2013" je možné provést odhad optimálního podílu pronajaté půdy na celkové obhospodařované půdě na úrovni cca 78 %, což indikuje 22% podíl vlastní půdy na celkově obhospodařované půdě podniků působících v ČR. V souladu s těmito informacemi lze konstatovat, že cílový podíl vlastní půdy na celkově ohospodařované půdě Společnosti byl očekávanou realizací investic v období 2017-2026 dosažen a tudíž není třeba po tomto období predikovat další investice do pozemků Společnosti.

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

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



V návaznosti na historická data z období 2014-2016 považujeme plán investic a souvisejících