

Ing. Otto Šmída  
znalec z oboru ekonomika

Na jezírku 628  
460 06 Liberec 6

-----

**Znalecký posudek č. 1610/60/16**

## **STANOVENÍ HODNOTY AKCIÍ EMITENTA**

**COLORLAK, a. s. (IČ 49444964)**

Posudek obsahuje 23 strany textu včetně titulního listu, přílohová část 12 listů.  
Objednateli se předává ve 2 identických vyhotoveních, 1 vyhotovení archiv znalce.

### **I. Objednatel:**

COLORLAK, a. s.  
IČ: 49444964

Tovární 1076  
686 03 Staré Město

**OBSAH:**

Titulní list .....	1
Upozornění a prohlášení znalce .....	3
II. Účel posudku, znalecký úkol.....	3
III. Údaje o společnosti .....	5
IV. Popis majetku a dluhů posuzované společnosti .....	5
V. Způsob ocenění .....	6
VI. Výběr metody – popis použité metody ocenění.....	7
VII. Datum ocenění.....	9
VIII. Podklady pro zpracování posudku .....	9
IX. Stručný popis makroekonomického prostředí v době zpracování posudku.....	10
X. Stanovení hodnoty jmění společnosti.....	13
X.1. Metoda účetních cen .....	13
X.2. Metoda kapitalizace zisků .....	15
XI. Shrnutí .....	19
XII. Závěr .....	22
Znalecká doložka .....	22
Seznam příloh .....	23

**Upozornění:**

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

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

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

**Prohlášení znalce:**

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

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

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

Zpracovat v souladu s ustanovením zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku písemný znalecký posudek, jehož předmětem bude ocenění hodnoty společnosti COLORLAK, a. s., (**dále také „SPOLEČNOST“**), IČ 49444964, se sídlem Staré Město, Tovární 1076, PSČ 686 03.

Účelem zpracování posudku je vnitřní potřeba objednatele – zjištění tržní hodnoty akcií emitovaných společností COLORLAK, a. s. pro účely doložení hodnoty posuzovaných akcií v souvislosti s případným výkupem účastnických cenných papírů od některých akcionářů.

**II.1. Vymezení standardu hodnoty**

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

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

---

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

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

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

Hodnota obchodního závodu je zpracována na úrovni vlastního kapitálu společnosti COLORLAK, a. s.

## **II.2. Obecné předpoklady a omezující podmínky ocenění**

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

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

### **III. Údaje o společnosti**

<b>Obchodní firma:</b>	COLORLAK, a. s.
<b>Sídlo:</b>	Staré Město, Tovární 1076, PSČ 686 03
<b>Identifikační číslo:</b>	49444964
<b>Právní forma:</b>	akciová společnost
<b>Datum zápisu:</b>	01. září 1993
<b>Základní kapitál:</b>	Kč 178.543.930,--
<b>webová stránka</b>	<a href="http://www.colorlak.cz">www.colorlak.cz</a>
<b>Předmět podnikání:</b>	Předmětem podnikání společnosti je dle obchodního rejstříku: <ul style="list-style-type: none"><li>⇒ podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady</li><li>⇒ opravy silničních vozidel</li><li>⇒ činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence</li><li>⇒ silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí</li><li>⇒ výroba nebezpečných chemických látek a nebezpečných chemických směsí a prodej chemických látek a chemických směsí klasifikovaných jako vysoce toxické a toxické</li><li>⇒ výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona</li><li>⇒ zednictví</li><li>⇒ malířství, lakýrnictví, natěračství</li></ul>

Hlavním předmětem podnikání společnosti je v současné době chemická výroba a s tím spojené aktivity, hlavní předmět umožňující nebo podporující.

Oblast podnikání je regionálně omezená vzhledem k lokalizaci výrobních kapacit (neuvažujeme-li majetkový podíl na společnosti COLORLAK POLSKA Sp. z o. o., oblast obchodu regionálně omezená není.

Další podrobnosti je možno nalézt v přílohové části tohoto posudku.

### **IV. Popis majetku a dluhů posuzované společnosti**

Předmětem posudku je majetek a dluhy obchodního závodu, podnikajícího v oblasti výroby, obchodu a služeb. Posuzována budou veškerá aktiva a cizí zdroje, které ke svému podnikání používá, tak, aby bylo možno stanovit hodnotu vlastního kapitálu této společnosti v souladu s ustanovením zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku. Tento posudek je zpracováván pro účely ocenění Společností emitovaných akcií, posudek bude sloužit pro výše uvedený účel.

K popisu majetku a dluhů obchodního závodu byla použita účetní evidence posuzované společnosti, která zahrnuje soupis majetku a dluhů a všech hospodářských vztahů k datu 31. 12. 2015, dále pak účetní závěrky za období 2012 – 2014. Jedná se o dále uvedené dokumenty, které jsou k případnému prostudování v přílohové části tohoto posudku.

## **V. Způsob ocenění**

Způsoby oceňování majetku používané od r. 1990 se v souvislosti se společensko-politickými změnami v r. 1989 začaly přibližovat oceňovacím standardům obvykle používaným vyspělými evropskými a světovými ekonomikami.

Metody oceňování jsou ekonomickou literaturou, v závislosti na použitých způsobech výpočtů a příslušnému účelu ocenění, členěny do dále uvedených tří skupin:

### **V.1. Oceňovací metody**

- Metody majetkové.
- Metody výnosové.
- Metody srovnávací.

#### **V.1.1. Metody majetkové**

- Metoda účetních cen.
- Metoda čistých aktiv (Net Asset Valuation).
- Metoda likvidační.

Cena obchodního závodu je určována jako rozdíl mezi majetkem a dluhy společnosti, jedná se o nejjednodušší metody. Těmito metodami je nejnáze určitelná výše ceny obchodního závodu v souladu s § 24, odst. 1 a 2 zákon č. 151/1997 Sb.

Metoda účetních cen je založena na ocenění majetku a dluhů účetními cenami. Toto ocenění je používáno v účetních výkazech obchodního závodu.

Metoda čistých aktiv je metoda obdobná. Výsledkem je korektní ocenění majetku a dluhů při respektování vybraných auditorských postupů s ohledem na zásadu obezřetného podnikání a tvorby opravných položek. Obvykle je používán termín „přeceněné čisté obchodní jmění“, majetek je oceňován s ohledem na aktuální tržní ceny majetku a jeho případnou prodejnost.

Metoda likvidační je v podstatě zvláštním případem metody čistých aktiv, kdy majetek i dluhy jsou oceňovány prodejními cenami tak, jako by obchodní závod vstupoval do likvidace popř. konkursu.

#### **V.1.2. Metody výnosové**

- Metoda diskontovaného peněžního toku.
- Metoda kapitalizovaných zisků.

Metoda diskontovaných peněžních toků (Discounted Cash Flow - DCF) je nejčastěji užívaná metoda oceňování firem. Ocenění metodou DCF by mělo být použito v případech, kdy

jednotlivé složky majetku společně s nehmotným majetkem společnosti vytváří synergický efekt pro společnost. Metoda vychází z výhledu budoucích ekonomických výsledků společnosti.

V podmínkách české ekonomiky je za přijatelné časové období výhledu považována hranice 5 - 10 let. Po tomto období je možné vytvářet plán hlavně pomocí indexace předpovídaných výsledků. Roční výsledky v jednotlivých letech je nutné převést na současnou hodnotu pomocí diskontování. Po skončení prognózy je vypočítána hodnota společnosti jako hodnota v horizontu nejčastěji pomocí perpetuitního efektu. V podmínkách české ekonomiky je právě perpetuitní efekt nejvyšší složkou hodnoty společnosti, což ovšem plyne z celkového ekonomického klimatu České republiky včetně způsobů privatizace jednotlivých společností. Pokud společnost disponuje majetkem, který nepoužívá a používat nebude, hodnota tohoto majetku se k hodnotě společnosti připočítává.

Metoda kapitalizovaných zisků je obvykle používána v německy hovořící části Evropy. Stojí na předpokladu stabilní ekonomiky bez výkyvů a stabilních zisků firmy. Základem je časová řada zisků minulých let. Z této řady je pak odhadován zisk následujících období.

### **V.1.3. Metody srovnávací**

- Metoda srovnávací.
- Metoda nákladového přístupu.
- Metoda administrativní ceny.

Metody srovnávací se odvíjejí od ceny srovnatelných statků na trhu zboží. Ceny jsou korigovány z důvodů odlišných parametrů zboží. Podkladem srovnání jsou ve vyspělých ekonomikách burzovní ceny. V České republice se tímto způsobem obvykle oceňují hmotné statky pořízené finančním leasingem a jsou v účetnictví vedeny v ceně nižší než reálné. Při srovnávání je třeba vzít v úvahu fyzické a morální opotřebení, příp. i změnu technických parametrů.

Metoda nákladového přístupu je založena na nákladech, které musí kupující uhradit. Cena stanovená touto metodou je nejvyšší cena, kterou je investor za daný statek ještě ochoten zaplatit.

Metoda administrativní ceny se používá pro fiskální účely, např. výpočet ceny nemovitostí pro účely daně z převodu nemovitostí. Vychází z technických parametrů statku.

## **VI. Výběr metody – popis použité metody ocenění**

### **VI.1. Teoretické předpoklady**

Již Římané oceňovali majetek za účelem stanovení jeho hodnoty. Věci jako majetkoprávní objekt musí mít vždy nějakou cenu. Římané ji nejčastěji určovali odhadem (tzv. aestimatio), jen zcela výjimečně a na krátký čas byly ceny nařizovány úředně, státním orgánem (např. pověstným tarifem císaře Diokleciána).

Odhadnutá cena je buďto:

1. verum rei pretium – skutečná, opravdová cena, tj. cena, kterou má věc pro většinu lidí,
2. interesse, cena vyšší, určená zájmem jednotlivce podle jeho individuálních poměrů,
3. pretium affectionis – cena obliby, cena, která pro právo prakticky nemá význam, protože ji určuje víceméně náhodná okolnost: např. drobná mince, kterou dostal vlastník od umírající matky.

Není-li stanoveno jinak, určuje se věc podle své hodnoty obecné: Pretia rerum non ex affectu nec utilitate singulorum sed communiter funguntur (Ceny věcí jsou určovány ne podle citu nebo zájmu jednotlivců, ale podle obecného mínění).

Na definice římského práva v českých zemích navázal Všeobecný občanský zákoník rakouský v r. 1811 (946/1811 ř. z.), který byl na našem území zrušen až předpisem č. 65/1965 Sb. Zákoníkem práce, především v §§ 304 – 306.

#### *§ 304 Měřítka soudního odhadu*

*Určitá hodnota věci slove její cena. Má-li býti nějaká věc soudem oceněna, musí se odhad státi podle určité sumy peněz.*

#### *§ 305 Řádná a mimořádná cena*

*Odhadne-li se věc podle užitku, který se zřetelem k době a místě obvyklé a všeobecné skýtá, stanoví se řádná a obecná cena; hledí-li se však ku zvláštním poměrům a ku zvláštní oblíbě, založené na náhodných vlastnostech věci, kterou má ten, jemuž hodnota se musí nahraditi, vzniká cena mimořádná.*

#### *§ 306 Kterou jest vzíti při soudních odhadech za směrnici*

*Ve všech případech, kdy není nic jiného vymíněno ani zákonem neřízeno, musí býti při odhadu věci vzata za směrnici obecná cena.*

Z výše zmíněných definic se postupem doby vyvinuly definice pro nejlepší a nejvyšší využití a pro stanovení tržní ceny. V předmětném případě se však nejedná o stanovení ceny věci nebo souboru věcí, ale o stanovení efektu, který tento soubor věcí spolu s příslušnými znalostmi, zkušenostmi a s vložením pracovní síly vytváří.

Ocenění tedy bude vycházet z principu nejlepšího a nejvyššího využití (Highest and Best Use), které je definováno takto: “Nejpravděpodobnější využití majetku, jež je fyzicky možné, náležitě ospravedlnitelné, právně přípustné, finančně přijatelné a které se projevuje v nejvyšší hodnotě oceňovaného majetku.“

Výběr metody, kterou budou majetek a dluhy obchodního závodu oceněny se odvíjí z definice nejlepšího a nejvyššího využití (Highest and Best Use).

Při výběru metod ocenění za základ sloužily následující informace:

- posuzovaná společnost je funkční a vykazuje ekonomické aktivity, je schopna naplňovat své aktivity dané předmětem podnikání.
- posuzovaná společnost disponuje relativně značným objemem majetku užívaného k zajištění příjmů, vlastní kapitál vykazuje v řádu stovek miliónů Kč.
- posuzovaná společnost vykazuje v dlouhodobém časovém intervalu hospodářské výsledky kladných hodnot, tj. zisky, přičemž vykazované hodnoty jednotlivých účetních období vykazují rozdílnou úroveň se skokovými hodnotami změn.
- posuzovaná společnost nedisponuje předpokladem střednědobého vývoje hospodaření a majetkové pozice, tj. tzv. podnikatelským záměrem dostatečně rezistentním vůči náhlým změnám parametrů makroekonomického prostředí.

## **VI.2. Použité metody ocenění**

Z výše uvedených důvodů jakož i s ohledem na účel zpracování posudku bude metodou ocenění metoda majetková, konkrétně metoda účetních cen v souladu s ustanovením § 24, odst. 1 zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku. Dále pak bude z výše uvedených důvodů, jakož i s ohledem na účel zpracování posudku použita metoda výnosová, konkrétně metoda kapitalizace zisků.



## **VII. Datum ocenění**

Rozhodujícím datem pro ocenění akcií je datum 31. prosinec 2015. K tomuto datu provedla posuzovaná společnost řádnou účetní závěrku, která v době zpracování tohoto posudku byla prověřena nezávislým auditorem.

## **B) NÁLEZ**

### **VIII. Podklady pro zpracování posudku**

- Účetní dokumentace posuzované společnosti:
  - ⇒ Účetní závěrky a výkazy za rok 2013 až 2015
  - ⇒ Rozdělení pohledávek a závazků dle doby splatnosti
  - ⇒ Ostatní informace a informace získané v rámci konzultací se zástupci společnosti
- Výpis z obchodního rejstříku - <http://www.justice.cz>
- [www.czso.cz](http://www.czso.cz) - internetové stránky Českého statistického úřadu
- [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz) - internetové stránky Ministerstva Průmyslu a obchodu ČR, Analýza vývoje ekonomiky ČR za r. 2015
- [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz) - internetové stránky České národní banky
- [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com) - internetové stránky prof. Damodarana
- [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov) - statistika FEDu
- Ostatní informační zdroje uvedené v textu.
- Zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku
- Vyhláška č. 441/2013 Sb.
- Zákon č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích
- Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví
- Vyhláška č. 500/2002
- České účetní standardy pro podnikatele
- Nový občanský zákoník
- Miloš Mařík a kolektiv: Metody oceňování podniku, 2. vydání, Ekopress, Praha 2007
- Eva Kislingerová a kol.: Manažerské finance, C. H. Beck, Praha 2004
- Miloslav Synek: Podniková ekonomika, 4. vydání, C. H. Beck, Praha 2006
- Tomáš Krabec: Oceňování podniku a standardy hodnoty, Grada Publishing, Praha 2009
- Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels, Valuation Measuring and Managing the Value of Companies, Mckinsey Company, 4. vydání, John Wiley and Sons, Inc. New Jersey 2005
- Aswath Damodaran: The dark Side of Valuation, Prentice-Hall, New York, 2001
- Aswath Damodaran: Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2. vydání, John Wiley & Sons, New York, 2002
- Enrique Arzac: Valuation for Mergers, Buyouts and Restructuring, John Wiley & Sons, New York, 2004
- Bohumil Poláček B., Jan Attl: Posudek znalce, C. H. Beck, Praha, květen 2006
- Archiv znalce

#### Poznámka:

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

## C) POSUDEK

### IX. Stručný popis makroekonomického prostředí v době zpracování posudku

Pro ilustraci problematiky uvádí Znalec základní charakteristiky makroekonomického prostředí České republiky, ve kterých probíhají ekonomické aktivity posuzovaného OZ. Zdrojem dále uvedených skutečností je dokument Analýza vývoje ekonomiky ČR za r. 2015, zveřejněný Ministerstvem průmyslu a obchodu v květnu 2016.

Rok 2015 se v novodobé historii české ekonomiky zařadí mezi ty úspěšnější. Hospodářský růst navázal na zdravé základy předchozího roku a jeho 2 % tempo více než zdvojnásobil na nejlepší výsledek za posledních osm let. Rozhodující roli sehrál převládající optimismus, který byl patrný napříč celým hospodářstvím. Firmy těžily z rostoucí poptávky, vesměs nepolevovaly v dynamice své produkce a celkově povzbudivý obraz jejich vývoje byl doplňován vyšší investiční aktivitou. V chování domácností se projevil silnější sklon ke spotřebě, když zotavení celkové ekonomické aktivity se promítlo do větší nabídky pracovních příležitostí i do zvýšení příjmů. Příznivé podmínky byly umocněny i některými jednorázovými stimuly, především nízkými cenami ropy a expanzivní fiskální politikou, spojenou s úsilím dočerpat zbývající disponibilní zdroje z fondů Evropské unie.

Zahraniční obchod, přes slušné výsledky, zůstal své tradiční prorůstové roli dlužen, a to jak z důvodu vysoké dovozní náročnosti tuzemské ekonomiky, tak i nejistot z vývoje vnějšího prostředí. Hlavní globální rizika spočívala v přetrvávajícím geopolitickém napětí a v razantním zpomalení světového obchodu, zejména vlivem nižšího tempa růstu v rozvíjejících se ekonomikách. Tyto vlivy poznamenaly také výkonnost hospodářství Evropské unie, které sice ve srovnání s předchozím rokem přidalo na růstu, ale jeho meziroční tempo 1,9 % bylo nadále křehké. Výrazně nadprůměrně rostlo především Irsko (o 7,8 %), dále pak Malta (o 6,3 %) a Lucembursko (o 4,8 %). Pro české exportéry však bylo povzbuzením zejména mírné oživení v Německu (růstem o 1,7 %). Hlavním zdrojem vyššího výkonu Unie byla konečná spotřeba, která zrychlila tempo na 1,9 %. Ještě dynamičtěji rostla tvorba hrubého kapitálu, o 3,0 %, ale vzhledem k nižšímu váhovému zastoupení ve srovnání se spotřebou byl její vliv na celkový růst slabší. Naopak negativní dopad na výkonnost EU měl zahraniční obchod, ve kterém se dále rozevřely nůžky v předstihu růstu dovozu před vývozem.

Domácí ekonomika se meziročním růstem o 4,3 % zařadila hned za trojici nejrychleji rostoucích zemí evropské osmadvacítky. Na její poptávkové straně vzrostly investiční výdaje o mimořádných 7,4 %, protože vedle snahy o maximální čerpání evropských fondů byla investiční aktivita podporována také vyššími zdroji firem. Z věcného hlediska tak silně rostly jak investice do budov a staveb, vč. infrastruktury, tak dopravních prostředků, strojů a zařízení. Růst spotřeby domácností zrychlil na 2,9 % a dosáhl ve srovnání s rokem 2014 prakticky dvojnásobného tempa. Obyvatelstvo zvýšilo hlavně výdaje za zboží dlouhodobé a krátkodobé spotřeby, méně již za služby. Do zvýšení spotřeby vlády o 2,8 % se výrazně promítly platby za opravy a údržbu dopravní infrastruktury, financované neinvestičními prostředky EU z dobíhající perspektivy 2007-2013. Naproti tomu vnější sektor růstové tempo ekonomiky mírně zpomaloval. Jeho výsledky byly poznamenány vyšším tempem dovozu (růst o 8,1 %) než vývozu (o 7,2 %), protože domácí zdroje nestačily na krytí rostoucí poptávky.

Reálné ekonomice napomáhalo příznivé domácí prostředí. Na trhu práce zrychlil růst počtu zaměstnaných osob na meziročních 1,4 % (na roční průměr 5.042,2 tis. osob), za pokračujícího trendu vyššího přírůstu počtu zaměstnanců (jejich podíl na celkové zaměstnanosti činil téměř 83 %) a poklesu počtu podnikatelů. V rámci EU však ČR stále patří k zemím s nejvyšším

podílem podnikatelů. Obecná míra nezaměstnanosti se za rok 2015 snížila na 5,1 % (tj. meziročně o 1 p. b.), stejně jako celková míra nezaměstnanosti sledovaná Eurostatem, podle které si ČR vylepšila svou pozici na zemi s druhou nejnižší nezaměstnaností v EU (za Německem s mírou nezaměstnanosti 4,6 %). Problémem trhu práce zůstává strukturální nesoulad mezi poptávkou po pracovní síle a její nabídkou, který se projevuje nedostatkem kvalifikovaných pracovníků. S přispěním tohoto faktoru se v roce 2015 zrychlil růst průměrné mzdy v nominálním vyjádření meziročně na 3,4 % a reálně na 3,1 %, což byla nejrychlejší tempa od roku 2008, resp. 2007.

Inflace se držela na velmi nízké úrovni, a to navzdory slabé koruně, silící domácí poptávce a rostoucím mzdám. Její průměrná míra klesla na 0,3 % (z 0,4 % v roce 2014), což byla nejnižší hodnota od roku 2003 a druhá nejnižší v historii České republiky. Na cenovém poklesu se nejvíce podílely nízké ceny ropy, energií, i dalších komodit, vč. potravin, které snižovaly náklady a limitovaly tak inflační potenciál.

K dobré kondici tuzemské ekonomiky zásadním způsobem přispěla odvětví v kompetenci Ministerstva průmyslu a obchodu. Svou stěžejní roli si dlouhodobě udržuje průmysl, který vytváří zhruba třetinu jejího výkonu. V roce 2015 průmyslová produkce vzrostla meziročně o 4,4 % a přes vysokou srovnávací základnu prakticky navázala na výsledek předchozího roku (růst o 5 %). V rozhodujícím zpracovatelském průmyslu vzrostla produkce o 5,6 %, když hlavním nositelem jeho výkonu byla již tradičně výroba motorových vozidel, která se zvýšila o 11,5 %, následovaná výrobou oděvů (růst o 10,7 %), ostatním zpracovatelským průmyslem (10,5 %), výrobou pryžových a plastových výrobků (9,8 %) a výrobou základních farmaceutických výrobků a farmaceutických přípravků (8,9 %). V ostatních sektorech však výroba klesla, v těžbě a dobývání o 1,7 % a ve výrobě a rozvodu elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu o 2,2 %.

V členění produkce zpracovatelského průmyslu podle technologické náročnosti výroby si nejvíce polepšil sektor MEDIUM HIGH-TECH, ve kterém se tržby zvýšily o 6,7 % a jeho podíl vzrostl o 1,6 p. b. na 52 % celkových tržeb zpracovatelského průmyslu. V sektoru má výsadní postavení výroba motorových vozidel, z dalších významnějších odvětví sem patří strojírenství a elektrotechnický průmysl. Naopak slabý růst tržeb v sektorech HIGH-TECH (především vlivem výrazného zpomalení meziročního růstu v hlavní výrobě počítačů, elektronických a optických přístrojů) a v LOW-TECH jejich podíl na celkových tržbách odvětví snížil. Poklesem tohoto podílu byl postižen i sektor MEDIUM LOW-TECH, ve kterém tržby dokonce klesly.

Příznivý vývoj průmyslu se projevil v růstu zaměstnanosti a mezd. Zaměstnanost se zvýšila především v odvětvích s nejvyšší dynamikou růstu výroby. Ve zpracovatelském průmyslu vzrostla meziročně o 2,7 %, z toho nejvíce ve výrobě motorových vozidel (o 6,1 %), ve výrobě pryžových a plastových výrobků (o 5,6 %) a ve výrobě kovových konstrukcí a kovodělných výrobků (o 4,8 %). Růst průměrné měsíční mzdy v průmyslu celkem zrychlil na 3 % a její výše dosáhla 26 655 Kč. Nejlépe byli placeni zaměstnanci v odvětví výroba a rozvod elektřiny, plynu tepla a klimatizovaného vzduchu (40 689 Kč) a nejméně ve výrobě oděvů (14 138 Kč).

Stavebnictví již druhým rokem pozvolna smazávalo rozdíl k výsledkům dosahovaným v předkrizovém období, nicméně jeho loňská produkce byla ve srovnání s konjunkturálním rokem 2008 stále ještě o cca 16 % nižší. V roce 2015 se stavební výroba zvýšila meziročně o 7,1 %. Výrazně lépe se dařilo inženýrskému stavitelství, které vzrostlo o 17,1 %, především díky obnovené investiční aktivitě státu a snaze maximálně vyčerpat prostředky z fondů Unie. Výroba v pozemním stavitelství však byla vyšší pouze o 1,2 %, a to navzdory silné poptávce po bydlení, rekordně nízkým úrokovým sazbám a dostupným hypotékám. V bytové výstavbě sice pokračoval trend nastolený v roce 2014, kdy po šesti letech pozvolného poklesu došlo k oživení, nicméně meziroční tempo růstu v počtu zahájených bytů zvolnilo na 8,3 %. Oproti roku 2007, vrcholu konjunktury bytové výstavby, byla výstavba bytů zahájena v roce 2015 nižší o téměř 40

% . Na rozdíl od průmyslu se zaměstnanost ve stavebních podnicích dále snížila, v posledních dvou letech však meziroční míra poklesu zeslábla, v roce 2015 na 2 %.

Zahraniční obchod dosaženými objemy přepisoval dosavadní rekordy, jeho růstová dynamika však proti roku 2014 také zvolnila (především vlivem vysoké srovnávací základny). Podle údajů přeshraniční statistiky vzrostl vývoz o 7,2 %, dovoz o 8 % a obchodní bilance skončila přebytkem 433 mld. Kč, meziročně o 4 mld. Kč vyšším. Obdobné tendence vykázaly i výsledky v metodice národního pojetí, nicméně kladné saldo obchodní bilance, které v tomto případě odráží toky peněz, a tím lépe vyjadřuje efektivitu obchodní výměny, bylo výrazně nižší. O růst vývozu se zasloužila především dlouhodobě příznivá situace na evropských automobilových trzích a slabší koruna, zatímco rychlejší dynamiku dovozu lze přičíst silnému oživení domácí poptávky a rostoucí exportně orientované produkci, která nárokovala značné dodávky ze zahraničí, navíc zatížené slabým kurzem koruny. Naopak brzdící účinek na dovoz měl globální propad cen energetických komodit, který stlačil jejich dovozní ceny.

Největší podíl na obratu zahraničního obchodu měl stejně jako v předchozích letech obchod s vyspělými tržními ekonomikami, zejména se státy Evropské unie, který se zvýšil na téměř 75 %. Na jedné straně tento výsledek svědčí o konkurenceschopnosti tuzemských vývozců na vyspělých trzích, zároveň však potvrzuje silnou závislost domácí ekonomiky na vývoji v EU, a tedy i riziko přenosu případného hospodářského útlumu z tohoto uskupení. Deklarovaná větší diverzifikace českých vývozu mimo Evropu tak zůstává stále aktuálním doporučením. Tradičně nejvíce obchodovanou komoditou byly stroje a dopravní prostředky, které navýšily svůj dominantní podíl na celkovém zahraničním obchodě na 50,7 % (meziročně o 1,2 p. b.), z toho silniční vozidla na 15 %.

Na vnitřním trhu zrychlilo tempo růstu tržeb, protože lepší finanční situace domácností, podporovaná rostoucí zaměstnaností a nízkou inflací, zvyšovala ochotu spotřebitelů utrácet. Maloobchodní tržby včetně motoristického segmentu a prodeje pohonných hmot (ve stálých cenách) se meziročně zvýšily o 7,6 %, což bylo nejvíce od roku 2007. Domácnosti tak postupně dohánějí, co v období nedávných hospodářských recesí ve spotřebě zameškaly. Rychleji rostly prodeje nepotravinářského zboží (růst o 6,8 %), dařilo se však i prodejem potravin (růst o 3,9 %), které teprve loni po tříletém poklesu obnovily růst a díky jeho akceleraci v roce 2015 se vrátily na tempo naposledy dosažené před osmi lety. Na vývoji prodeje pohonných hmot se významně podepsal pokles jejich cen. Jednak vedl k propadu tržeb v nominálním vyjádření o téměř 7 %, zároveň však spolu s vyššími přepravními nároky rostoucí ekonomiky stimuloval poptávku, která se promítla do jejich reálného růstu o více než 8 %.

Rychlé tempo hospodářského růstu z roku 2015 se letos pravděpodobně nepodaří udržet. Podpurný vliv čerpání evropských fondů, který byl loni výrazným prorůstovým stimulem, v zásadě odezněl, protože lze očekávat pouze pomalejší rozjezd nové finanční perspektivy 2014-2020. Přínos levné ropy by se však do určité míry měl projevit i letos. Úlohu hlavního faktoru růstu by si měla udržet domácí poptávka, zejména konečná spotřeba.

*Zdroj: MPO – odbor ekonomických analýz*

Tabulka č. 1:  
Vybrané makroekonomické ukazatele (v bil. Kč)

Ukazatel	2013	2014	2015
HDP <sup>*)</sup> (objem ve stálých cenách <sup>**)</sup> )	4 077,3	4 261,1	4 475,8
změna ve stálých cenách)	-0,5	2,0	4,3
Spotřeba domácností	2 001,5	2 041,7	2 103,2
	0,7	1,5	2,9
Spotřeba vlády	801,5	828,2	861,3
	2,3	1,8	2,8
Spotřeba neziskových institucí	28,4	29,0	29,2
	4,0	0,8	-0,4
Hrubý fixní kapitál	1 024,7	1 065,6	1 155,2
	-2,8	2,0	7,4
Změna zásob a cenností	-15,1	10,2	38,4
Vývoz zboží a služeb	3 150,6	3 572,1	3 786,6
	0,0	8,9	7,2
Dovoz zboží a služeb	2 914,2	3 285,6	3 498,0
	0,1	9,9	8,1
Bilance zahraničního obchodu	236,3	286,5	288,6
Průměrná měsíční mzda <sup>***)</sup> – meziroční změna v %			
nominální	0,1	2,3	3,4
reálná	-1,5	1,9	3,1

Zdroj: ČSÚ

- \*) očištěno o sezónní a kalendářní vlivy  
 \*\*) vlivem zaokrouhlování dochází na desetinných místech v některých součtových údajích k nepřesnostem  
 \*\*\*) za celé hospodářství, na přepočtené počty zaměstnanců

## **X. Stanovení hodnoty jmění společnosti**

### **X.1. Metoda účetních cen**

Jak již bylo uvedeno, bude pro stanovení hodnoty jmění obchodního závodu použita majetková metoda, konkrétně metoda účetních cen.

Tato metoda je použita v souladu se zákonem č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku. V § 24, odst. 1 tohoto zákona je ocenění definováno jako součet cen jednotlivých druhů majetků zjištěných podle tohoto zákona snížený o ceny dluhů. Ve srovnání s výnosovou metodou se jedná o statický pohled na cenu obchodního závodu, který eliminuje působení objektivně existujících makroekonomických faktorů. Z hlediska účelu tohoto ocenění se metoda jeví jako vhodná, především pro stálost způsobu vyjádření cen a jejich srovnatelnosti s jinými účetními obdobími.

Znalec se seznámil s výsledky řádné účetní závěrky k 31. 12. 2015 a nepovažoval za nutné provádět korekci (objektivizaci) některých položek majetku vykazovaných v základních

výkazech společnosti. K tomuto závěru dospěl na základě skutečnosti, že předmětná účetní závěrka prokazuje řádné odpisování dlouhodobého majetku, jakož i tvorbu opravných položek k některým položkám aktiv, především pak s ohledem na zprávu nezávislého auditora, která je „bez výhrad“.

### **X.1.2. Hodnota jmění SPOLEČNOSTI**

Použitá majetková metoda odpovídá ustanovení § 24, odst. 1 zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku, hodnota společnosti bude vyjádřena jak rozdílem mezi hodnotou netto aktiv a dluhů, tak i na úrovni ukazatele *vlastní kapitál*. Výsledek ocenění je uveden v tabulce č. 2:

Tabulka č. 2:

Jednotlivé druhy majetku a dluhy společnosti COLORLAK, a. s.  
k 31. 12. 2015

<b>Položka majetku</b>	<b>Brutto (v tis. Kč)</b>	<b>Korekce (v tis. Kč)</b>	<b>Netto (v tis. Kč)</b>
Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0	0	0
Dlouhodobý nehmotný majetek	54.743	-14.788	39.955
Dlouhodobý hmotný majetek	525.309	-359.718	165.591
Dlouhodobý finanční majetek	165.410	0	165.410
Zásoby	116.064	-7.299	108.765
Dlouhodobé pohledávky	12.960	0	12.960
Krátkodobé pohledávky	228.116	-23.807	204.309
Krátkodobý finanční majetek	40.266	0	40.266
Časové rozlišení	963	0	963
<i>Aktiva celkem</i>	<i>1143.831</i>	<i>-405.612</i>	<i>738.219</i>
Rezervy	0	0	0
Dlouhodobé závazky	10.668	0	10.668
Krátkodobé závazky	110.329	0	110.329
Bankovní úvěry a výpomoci	240.391	0	240.391
<i>Cizí zdroje celkem</i>	<i>361.388</i>	<i>0</i>	<i>361.388</i>
Časové rozlišení pasivní	1.377	0	1.377
<i>Cizí zdroje + časové rozlišení pasivní</i>	<i>362.765</i>	<i>0</i>	<i>362.765</i>
<b>Hodnota společnosti</b>	<b>x</b>	<b>x</b>	<b>375.454</b>

*Zdroj: Výkazy COLORLAK, a. s.*

Hodnota posuzované společnosti je pak pomocí metody účetních cen vyjádřena na úrovni vlastního kapitálu částkou **Kč 375.454.000**.

Poznámka:

Hodnota společnosti na úrovni vlastního kapitálu je tedy vypočítána jako rozdíl hodnoty netto aktiv a dluhů, zvýšených o hodnotu časového rozlišení na straně pasiv. Z hlediska konstrukce ukazatele „*vlastní kapitál*“ neodpovídá tento postup metodice účetnictví, je však plně funkční. Pro úplnost je uvedena i definice tohoto ukazatele, jež je určena vzorovým účtovým rozvrhem, který rozpracovává směrné účtové osnovy a další ustanovení vyhlášky č. 500/2002 Sb. ve znění pozdějších předpisů, kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb. o účetnictví. Vzorový účtový rozvrh uvádí zcela jednoznačně, z jakých dílčích hodnot se ukazatel VLASTNÍ KAPITÁL skládá. Jedná se následující položky pasiv:

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

## **X.2. Metoda kapitalizace zisků**

Jak je z dále uvedené tabulky patrné, vykazuje hodnota r. 2014 skokovou hodnotu ve srovnání s obdobím 2013 sousedním, stejně tak i hodnota r. 2015 ve srovnání s 2014.

Tabulka č. 3:

Trvale odnímatelný zisk v jednotlivých letech (v tis. Kč)

Položka	2012	2013	2014	2015
HV za účetní období	1 011	1 354	34 824	18 834

Zdroj: Výkazy COLORLAK, a. s.

### **X.2.1. Modelové podmínky výpočtu**

Vhodné stanovení modelových podmínek je obrazem zachování zásad obezřetného podnikání, neboť se jedná o výpočty, týkající se budoucího období, pro které je značně obtížné odhadovat a stanovovat základní makroekonomické ukazatele. Proto je namísto volit hodnoty jednotlivých veličin spíše v pásmu „pesimistického“ nebo alespoň reálného odhadu, než v pásmu hodnot, které by tyto veličiny vykazovaly při optimálním fungování ekonomiky. Proto byly pro výpočet stanoveny následující modelové podmínky:

- Jako diskontní míra byly použity průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) odhadnuté z obecně dostupných zdrojů k datu zpracování posudku.
- Časové omezení ve výpočtu není uvažováno.
- Výpočty jsou prováděny v celých tisících a zaokrouhlovány dle matematických metod zaokrouhlování.

### **X.2.2. Určení hodnoty diskontní míry**

Vážené průměrné náklady kapitálu jsou váženým průměrem očekávané výnosnosti vlastního kapitálu oceňované společnosti (náklady na vlastní kapitál) při dané úrovni zadlužení a očekávané výnosnosti do doby splatnosti cizího kapitálu vloženého do společnosti (náklady na cizí kapitál).

$$WACC = n_{CK} * (1-d) * CK/K + n_{VK} * VK/K$$

#### **Náklady na vlastní kapitál**

Náklady na vlastní kapitál jsou určeny očekávanou výnosností alternativní investice do srovnatelného obchodního závodu (srovnatelného zejména z hlediska rizika investice). Jedná se tedy o náklady obětované příležitosti.

Existuje více způsobů jak určit náklady vlastního kapitálu. Podle odborné literatury je v současnosti nejpodloženější metodou metoda CAPM. Metoda CAPM představuje zatím jediný

teoreticky podložený a ve světové praxi uznávaný způsob jak kalkulovat diskontní míru pro tržní ocenění. Vzhledem k malé využitelnosti a spolehlivosti dat z tuzemského kapitálového trhu se doporučuje základní rovnici naplnit daty z USA a upravit o aktuální riziko země.

**Základní rovnice:**

$$r_{VK} = r_{f(USA)} + \beta_{(USA)} \cdot (RPKT_{(USA)} + RPZ) + \text{přirážky}$$

$r_{f(USA)}$  = aktuální výnosnost 10 - letých státních obligací USA

$\beta$  = odvětvové  $\beta$  (vyjadřující míru systematického tržního rizika) přenesené z USA a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního obchodního závodu

**RPKT** = riziková prémie kapitálového trhu, doporučuje se používat premii z trhu USA

**RPZ** = riziková prémie země

**Přirážky** = rizikové přirážky - např. přirážka pro malé společnosti, přirážka pro společnosti s nejasnou budoucností, přirážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů, přirážka pro menší společnosti, atd.

### X.2.2.1. Bezriziková sazba

Vzhledem ke skutečnosti, že srovnatelný ukazatel je k dispozici i pro Českou republiku, upustil znalec od použití bezrizikové sazby desetiletých dluhopisů v USA a pro stanovení bezrizikové sazby použil hodnotu výnosu státního dluhopisu SD 2,40/25, ISIN: CZ0001004253, která byla podle zdroje informace [www.patria.cz](http://www.patria.cz) z 12. 10. 2016 dána střední hodnotou výnosu **0,250 % p. a.**

### X.2.2.2. Beta komparativních společností

Prostřednictvím webové adresy [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com) byla zjištěna hodnota nezadlužené  $\beta$  ve srovnatelném odvětví. Tato hodnota byla zjištěna v odvětví Chemical (Diversified) (Europe) ve výši **2,09**.

### X.2.2.3. Riziková prémie pro vyspělé trhy

Prémie byla zjištěna ze zdroje [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com), jako vážený aritmetický průměr rizikivosti kapitálových trhů za období 1966 – 2015. Dle názoru znalce je použití geometrického průměru vhodnější než aritmetického, neboť sice nebere v úvahu i váženou pravděpodobnost výnosů, avšak autokorelace rizikové přirážky trhu je meziročně téměř nulová. S ohledem na skutečnost současné globální ekonomické deprese byl zvolen časový úsek dostatečně dlouhý tak, aby byly eliminovány dopady skokových meziročních změn v posledních 6 letech. Výsledná hodnota **4,69 % p. a.** pak, dle názoru znalce, je vhodným odhadem budoucí rizikové premie.

### X.2.2.4. Přirážka za riziko země

Z přehledu získaného na webové stránce [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com) byla převzata hodnota rizika země – České republiky – **1,05 %**.

### X.2.2.5. Prémie za velikost a tržní kapitalizaci

Prémie za riziko propočítává např. společnost Ibbotson Associates ve své publikaci 2013 Valuation Yearbook, která obsahuje část týkající se premie za tržní kapitalizaci v členění



obchodních závodů dle jejich velikosti (tržní kapitalizace). Svou velikostí se posuzovaná společnost řadí mezi obchodní závody s mikrokapitalizací, hodnocenými přírážkou cca 2,0 %. Znalec tuto přírážku navýšil na dvojnásobek naposledy uvedené hodnoty. Toto navýšení bylo provedeno jednak z důvodů již uvedených, především skokových změn hodnot hospodářských výsledků, dále by toto navýšení mělo působit jako určitá pojistka proti náhlým změnám makroekonomického prostředí, kdy tuzemská ekonomika vykazuje určité nejistoty vzhledem k neustálým změnám fiskální legislativy, působí na ni finanční nestabilita tzv. Eurozóny a rovněž politicky napjaté ovzduší vzhledem k tzv. imigrační krizi. Výsledná hodnota přírážky je tedy **4,0 %**.

#### X.2.2.6. Výsledná kalkulace

Zjištěné hodnoty byly dosazeny do výše uvedeného vzorce:

$$n_{VK} = 0,250 \% + 2,09 * (4,69 \% + 1,05 \%) + 4,00 \% = \underline{\underline{16,247 \%}}$$

Náklady na cizí kapitál byly uvažovány, neboť společnost vykazuje k ultimu roku 2015 použití cizích úročených zdrojů. Jedná se o bankovní úvěry vykazované částkou Kč 240.391.000. Hodnota úročených cizích zdrojů představuje 32,6 % z celkové hodnoty aktiv.

Při stanovení poměru vlastních a cizích zdrojů se vycházelo z účetní závěrky k 31. 12. 2015

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

$$WACC = ((1-0,19) * 8,8 \% * 0,326 + (16,247 * 0,674) = 13,274 \%$$

Diskontní míra použitá v dalším výpočtu je tedy **13,274 %**.

#### X.2.3. Numerické výpočty

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

- Veškerý vyprodukovaný čistý zisk za účetní období je uvažován jako trvale odnímatelný.
- Hodnoty jednotlivých účetních období jsou upravovány bazickým cenovým indexem vztaheným k roku 2015 tak, aby byl zachycen vliv inflace.
- Hodnoty jednotlivých let jsou upraveny váhami, přičemž období nejvzdálenější je upravováno váhou nejnižší, období nejbližší hodnocení pak váhou nejvyšší.
- Volná provozní aktiva jsou vykazována.
- Cizí úročené zdroje jsou vykazovány
- Zjištěný výsledek upravený o hodnotu volných provozních aktiv a cizích úročených zdrojů pak vyjadřuje hodnotu posuzované společnosti na úrovni vlastního kapitálu.

Tabulka č. 4:

Výpočet průměrného trvale odnímatelného zisku (v tis. Kč)

Položka	2012	2013	2014	2015	Celkem
HV za účetní období	1 011	1 354	34 824	18 834	x
Inflace	3,3	1,4	0,4	0,3	x
Řetězový index inflace	1,033	1,014	1,004	1,003	x
Bazický index vztažený k 2015	1,0211	1,0070	1,0030	1,0000	x
HV upravený o inflaci	1 032	1 363	34 928	18 834	x
Váha	1	2	3	4	10
HV upravený o váhy	1 032	2 726	104 784	75 336	183 878

Zdroj: Výkazy SPOLEČNOSTI, ČSÚ, vlastní výpočet.

Poznámka:

Výsledné hodnoty tabulky č. 4 jsou zaokrouhleny na celá čísla dle matematických zásad zaokrouhlování

Na základě výše uvedeného je pak vážený průměr trvale odnímatelného zisku roven hodnotě

$$P = \frac{183.878.000}{10} = \text{Kč } 18.387.800$$

Výnosová provozní hodnota obchodního závodu (jmění společnosti) je pak dána následujícím výpočtem, jenž je formálně vyjádřen vzorcem:

$$H = \frac{TCV}{i_k}$$

kde:

$H$  = aktualizovaná současná hodnota budoucí vyčíslené částky

$TCV$  = průměrný čistý odnímatelný výnos

$i_k$  = diskontní míra

$$H = \frac{418.387.800}{0,13274} = \text{Kč } 138.525.600 \cong \text{Kč } \mathbf{138.526.000}$$

Takto zjištěná částka bude dále upravována, neboť posuzovaná SPOLEČNOST vykazuje volná provozní aktiva, za která lze považovat dlouhodobý finanční majetek vykazovaný částkou Kč 165.410.000, a cizí úročené zdroje ve výši Kč 240.391.000.

Tabulka č. 5:

Zjištění hodnoty SPOLEČNOSTI na úrovni vlastního kapitálu (v Kč)

Položka	Hodnota
Výnosová provozní hodnota společnosti	138.525.600
Volná provozní aktiva (+)	165.410.000
Cizí úročené zdroje (-)	-240.391.000
Hodnota společnosti na úrovni VK	63.544.600

Hodnota společnosti COLORLAK, a. s. byla shora uvedeným postupem určena na úrovni vlastního kapitálu částkou **Kč 63.544.600**.

### **XI. Shrnutí**

Jak je z předešlých postupů patrné, vedou různé oceňovací metody k rozdílným výsledkům, které jsou řádového charakteru. Ocenění jmění SPOLEČNOSTI pomocí metody účetních cen vede k vyšší hodnotě, která je reálně podložena majetkovou podstatou obchodního závodu, zachycenou v účetních cenách. Z hlediska dlouhodobé srovnatelnosti jsou účetní ceny výhodným měřítkem, je však nezbytné upozornit, že z hlediska dlouhodobého použití účetních cen dochází k deformaci reálných hodnot majetku, který je popsán účetními cenami, neboť tyto ceny nejsou schopny zachytit pohyby tržních trendů a změny užitných hodnot konkrétních druhů majetku. Je nutné poznamenat, že zejména u dlouhodobého majetku tento způsob ocenění vede ke značné odchylce od ekonomické reality, přičemž je obvyklé, že čím delší je časový horizont mezi pořízením a oceněním majetku, tím významnější je odchylka. Další velmi podstatnou odchylkou je skutečnost, že aktiva v účetnictví obvykle nezahrnují všechna aktiva (např. nehmotný majetek ve formě know-how), což v daném případě přináší značné omezení vypovídací schopnosti hodnoty společnosti. Velmi zjednodušeně tak lze tento oceňovací postup přirovnat k hodnocení obchodního závodu jako správce majetku, aniž by však byla hodnocena efektivnost této správy.

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

Je jasné, že ve výsledné hodnotě by se mělo projevit jak hodnocení majetkové, tak i hodnocení ekonomického potenciálu. Odborná literatura<sup>2</sup> v podobných případech doporučuje použití metody střední hodnoty (tzv. Schmalenbachova metoda), která je prostým aritmetickým průměrem získaných hodnot. Zároveň však upozorňuje na skutečnost, že příslušná oceňovací metoda může mít rozdílnou váhu a doporučuje použití vzorce

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

kde  $x_1$  a  $x_2$  jsou zvolené váhy pro obě veličiny.

---

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

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

Znalec výše uvedené doporučení neakceptoval, byť výsledek výnosové metody oceňuje především ekonomický potenciál SPOLEČNOSTI a její schopnost vytvářet zisk. Hlavní důvody tohoto postupu jsou především v charakteristice použití výnosových metod. Jak již bylo uvedeno v obecném popisu oceňovacích metod, je metoda kapitalizace zisků založena na předpokladu stabilní ekonomiky bez výkyvů a stabilních zisků firmy.

Ani jeden z těchto předpokladů není, dle názoru znalce naplněn:

- Předpoklad stabilní ekonomiky se sice v současné době může jevit jako naplněný, avšak tuzemská ekonomika, i přes úspěšný vývoj r. 2016, vykazuje značné nejistoty plynoucí z neustále měnící se fiskální legislativy, dále pak je také nezbytné vidět, že relativně úspěšný vývoj je zajišťován nikoliv nástroji trhu, ale státními zásahy do ekonomiky (např. státem řízený směnný kurz tuzemské měny vůči měně EUR).
- Předpoklad stabilních zisků pak není naplněn zcela jistě. SPOLEČNOST sice v dlouhodobém časovém horizontu nevykazuje ztráty, ale meziroční přírůstky a poklesy hodnot hospodářských výsledků vykazují skokové hodnoty značného rozsahu – až několikanásobků hodnot sousedních účetních období.

S ohledem na výše uvedené skutečnosti pak znalec využil postup Schmalenbachovy metody. Hodnotě vlastního kapitálu zjištěné z účetních cen byla přiřazena váha 60 %, hodnotě zjištěné výnosovou metodou pak váha 40 %. Relativně nízké hodnocení výsledku výnosové metody plyne nejen z faktu nestabilní úrovně vykazovaných hospodářských výsledků v jednotlivých sledovaných účetních obdobích, ale tak i z charakteru tohoto oceňovacího postupu, který vykazuje sklon ke značné volatilitě výsledků při relativně malých změnách ukazatelů makroekonomického prostředí.

Výpočet hodnoty SPOLEČNOSTI pomocí postupu Schmalenbachovy metody:

$$H = \frac{375.464.000 \cdot 60 + 63.544.600 \cdot 40}{100} = \text{Kč } 250.690.400$$

### X.1. Stanovení hodnoty akcií

Společnost COLORLAK, a. s. je emitentem 1 emise akcií. Jedná se o kmenové akcie na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě Kč 10,00. Emitováno bylo 17.854.393 ks akcií.

Celková hodnota zapsaného základního kapitálu je Kč 178.543.930.

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

#### **Citace:**

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

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

**Konec citace.**

S ohledem na existenci pouze jedné emise akcií není nutné zabývat se převodem na shodnou emisní hodnotu.

Hodnota vlastního kapitálu zjištěná výše uvedeným výpočtem: **Kč 250.690.240**  
Počet emitovaných akcií: 17.854.393 kusů shodné emisní hodnoty

Hodnota jedné akcie emisní hodnoty Kč 10,00 =  $\frac{250.690.240}{17.854.393} = \text{Kč } 14,0408$

Máme-li stanovit reálnou tržní cenu jedné akcie, bývá hodnota určená shora uvedeným postupem ještě upravena, neboť reálná tržní hodnota jedné akcie může být, a obvykle bývá, ovlivněna i dalšími faktory. Zde hrají významnou cenotvornou roli především dvě hlediska:

- 1) Objem obchodovaných cenných papírů.
- 2) Cenová vyjednávání.

Cena akcií je samozřejmě ovlivněna především objemem obchodovaných akcií. Zjednodušeně lze tuto skutečnost vysvětlit tak, že čím nižší objem akcií je obchodován, tím více může růst hodnota redukční sazby, stejně tak cena akcií může reagovat i na zhoršující se makroekonomické podmínky nebo hospodářskou situaci emitenta. V následující tabulce je uveden informativní přehled hodnot výše redukce ceny akcií s ohledem na objem obchodu tak, jak bývá obvykle užíván znaleckou praxí.

Tabulka č. 12:  
Výše srážky za vlastnický podíl

Podíl na celkové hodnotě akcií	Srážka ze základní hodnoty akcie	
	Neexistuje majoritář	Existuje majoritář
0 – 9,9 %	30 %	50 %
10 – 24,9 %	25 %	35 %
25 – 49,9 %	15 %	-
50 – 74,9 %	10 %	-
75 – 94,5 %	5 %	-
95 – 100 %	0 %	-

Zdroj: *Znalecká praxe*

Velmi jednoduše lze vysvětlit redukci zjištěné ceny tak, že u malého objemu akcií v žádném případě nezanikají práva akcionáře a může je plně uplatňovat, avšak není schopen uplatnit svůj vliv vůči vlivu majoritního vlastníka vzhledem k „síle“ shromážděných hlasů. Pro minoritního akcionáře tak akcie v jeho držení ztrácejí na významu a hodnotě, stejně tak se mohou majoritnímu akcionáři jevit jako bezvýznamné a jeho zájem o ně může klesat.

Případnému zájemci o problematiku redukce cen akcií (diskont za minoritu) doporučuje znalec zdroj informací:

- <https://www.bvresources.com> – např. studii MERGERSTAT: CONTROL PREMIUM STUDY 4TH QUARTER 2014 (diskont za minoritu v USA).
- [www.rsm.global/tags/rsm-bird-cameron](http://www.rsm.global/tags/rsm-bird-cameron) – např. studii Control Premium Study 2013 (diskont za minoritu v Australii).

Znalec byl objednatelem informován, že v případě SPOLEČNOSTI neexistuje majoritní akcionář, tzn., že při běžných obchodech s posuzovanými akciemi by byla zřejmě použita shora naznačená redukce ceny obchodovaných akcií. Očekávaný obchod oceňovanými akciemi odhaduje objednatel na úrovni cca 30 % podílu na zapsaném základním kapitálu. V tom případě by byla použita diskontní (redukční) sazba 15 % ze zjištěné tržní ceny, což promítnuto do dříve zjištěné ceny jedné akcie představuje výslednou částku

$Kč\ 14,0408 * 0,85 = Kč\ 11,9346 \cong Kč\ 11,94.$

Je ještě potřeba upozornit na skutečnost, že případná výsledná cena nemusí odpovídat ceně zjištěné. I prodej, resp. koupě cenných papírů vykazuje všechny příznaky obecného procesu koupě a prodeje. Lze předpokládat, že mezi prodávajícím a kupujícím dojde k cenovému vyjednávání, kdy obě strany vnesou řadu argumentů pro zvýšení/snížení kupní/prodejní ceny. Znalec se domnívá, že 10 % v absolutní hodnotě je hodnota vyhovující a akceptovatelná, tzn., v závěrečném výroku bude uveden i cenový interval  $\{-5,0\ %; 5,0\ \%\}$  ze zjištěné hodnoty. Vypočítané částky cenového intervalu budou zaokrouhleny na celé haléře dle matematických zásad zaokrouhlování.

### XII. Závěr

S ohledem na shora uvedené skutečnosti a výpočetní postupy stanovuje znalec hodnotu akcií emitenta COLORLAK, a. s., IČ 49444964, se sídlem Staré Město, Tovární 1076, PSČ 686 03, v listinné podobě, znějících na jméno, takto:

1 kus akcie na jméno v listinné podobě, ve jmenovité hodnotě Kč 10,00, částkou (po zaokrouhlení na celé haléře dle matematických metod zaokrouhlování)

**Kč 11,94**  
(slovy Jedenáct94/100).

**Byly-li by posuzované akcie úplatně převáděny tak, že by se kupní cena pohybovala uvnitř intervalu hodnot Kč 11,34 a Kč 12,54, jedná se o transakci realizovanou za podmínky obvyklých v obchodním styku.**

### D) ZNALECKÁ DOLOŽKA

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

Znalecký posudek byl zapsán pod pořadovým číslem 1610/60/16 znaleckého deníku.

Vyúčtování znalečného je přiloženo.

podpis a otisk znalecké pečeti



**E) SEZNAM PŘÍLOH:**

1. Kopie výpisu z obchodního rejstříku	2 listy
2. Kopie výkazu rozvaha COLORLAK, a. s. k 31. 12. 2015	4 listy
3. Kopie výkazu zisku a ztráty COLORLAK, a. s. k 31. 12. 2015	2 listy
4. Kopie výkazu zisku a ztráty COLORLAK, a. s. k 31. 12. 2014	2 listy
5. Kopie výkazu zisku a ztráty COLORLAK, a. s. k 31. 12. 2013	2 listy

---

<b>CELKEM</b>	<b>12 listů</b>
---------------	-----------------