



BELOHLAVEK

SODNÍ ZNALEC

# Znalecký posudek

Č. 1507-1/2009

podle ustanovení § 196a odst. 3 Obchodního zákoníku, spočívající v **ocenění majetku představovaného akciemi** společnosti TMF Czech, a.s., se sídlem Praha 1, Klimentská 46, PSČ 110 02, IČ: 27089479, jmenovitě 100 kusy kmenových akcií na majitele ve jmenovité hodnotě každé 20.000,- Kč v listinné podobě, a 1 kusem kmenové akcie na majitele ve jmenovité hodnotě 50.000.000,-Kč v listinné podobě, a to

**pro účely** úplatného nabytí tohoto majetku společností ARU Czech, s.r.o., IČ: 27114228, se sídlem Praha 1, Klimentská 46, PSČ 110 02, od společnosti TMF Group Invest Two B.V., se sídlem Lacatellikade 1, 1076 AZ Amsterdam, Nizozemské království.

V Praze dne 30. července 2009

## OBSAH

I.	Identifikace znaleckého posudku	.	.	.	.	.	.	str. 3
II.	Prohlášení znalce	.	.	.	.	.	.	str. 4
III.	Znalecký nálezk	.	.	.	.	.	.	str. 5
1)	Obecná část	.	.	.	.	.	.	str. 5
1.1.1.	Definice hodnoty a hodnota podniku	.	.	.	.	.	.	str. 5
1.1.2.	Postup při oceňování	.	.	.	.	.	.	str. 5
1.1.3.	Znalecké metody	.	.	.	.	.	.	str. 6
1.1.4.	Normativní úprava	.	.	.	.	.	.	str. 6
1.1.5.	Výnosové metody	.	.	.	.	.	.	str. 7
1.1.6.	Tržní metody	.	.	.	.	.	.	str. 8
1.1.7.	Majetkové metody	.	.	.	.	.	.	str. 8
2)	Stanovení hodnoty	.	.	.	.	.	.	str. 9
2.1.1.	Cena a hodnota	.	.	.	.	.	.	str. 9
2.1.2.	Podnik a obchodní majetek	.	.	.	.	.	.	str.10
2.1.3.	Zjištění hodnoty	.	.	.	.	.	.	str.11
IV.	Znalecký posudek	.	.	.	.	.	.	str.15
V.	Znalecká doložka	.	.	.	.	.	.	str.16

**I.**  
**Identifikace znaleckého posudku**  
**C. 1507-1/2009**

Znalecký posudek je zpracován v souladu se zákonem č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ze dne 6. dubna 1967, a s ustanovením § 13 vyhlášky ministerstva spravedlnosti č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících, ze dne 17. dubna 1967.

**1) Otázka, které jsou předmětem posouzení:**

Znalecký posudek podle ustanovení § 196a odst. 3 Obchodního zákoníku, spočívající v **ocenění majetku představovaného akciemi** společnosti TMF Czech, a.s., se sídlem Praha 1, Klimentská 46, PSČ 110 02, IČ: 27089479, jmenovitě 100 kusy kmenových akcií na majitele ve jmenovité hodnotě každé 20.000,- Kč v listinné podobě, a 1 kusem kmenové akcie na majitele ve jmenovité hodnotě 50.000.000,- Kč v listinné podobě, a to **pro účely** úplatného nabytí tohoto majetku společností ARU Czech, s.r.o., IČ: 27114228, se sídlem Praha 1, Klimentská 46, PSČ 110 02, od společnosti TMF Group Invest Two B.V., se sídlem Lacatellikade 1, 1076 AZ Amsterdam, Nizozemské království.

**2) Objednatel posudku:**

ARU Czech, s.r.o., IČ: 27114228, se sídlem Praha 1, Klimentská 46, PSČ 110 02

**3) Účel posudku:**

Vypracování posudku bylo provedeno pro účely úplatného nabytí oceňovaného majetku.

**4) Soudní znalec:**

Mgr. Jiří Bělohlávek  
Maisekova 8/62,  
110 00, Praha 1 – Josefov

Mgr. Jiří Bělohlávek byl soudním znalcem jmenován rozhodnutím Městského soudu v Praze ze dne 31.8. 1994, čj. Spr 746/94, vyznačeno v knize slibů pod poř.č. 1709, v oboru ekonomika, pro odvětví ceny a odhady se zvláštní specializací oceňování aktiv a pasiv, posuzování obchodních a finančních plánů a projektů, obchodování s cennými papíry, stanovení hodnoty cenných papírů, podniků a obchodních podílů (v posudku dále jen „znalec“).

Pro účely vypracování tohoto posudku byl soudní znalec určen usnesením Městského soudu v Praze sp.zn. 2 Nc 4615/2009-8 ze dne 15. července 2009.

**5) Počet listů a vyhotovení posudku**

Posudek obsahuje sedmáct (17) stran textu včetně titulního listu a listu obsahujícího znaleckou doložku včetně otisku znalecké pečeti a podpisu znalce. Posudek neobsahuje žádné přílohy a předává se objednateli ve třech (3x) vyhotovení, přičemž jedno další vyhotovení zůstává v archivu znalce.

V Praze dne 30. července 2009

Mgr. Jiří Bělohlávek  
soudní znalec

## II. Prohlášení znalce

Zpracování znaleckého posudku, znalecký nálezn a znalecký posudek byl zpracován v souladu a dále v textu uvedenými obecnými předpoklady :

- a) Znalec prohlašuje, že je znalcem nezávislým na objednateli a oceňovaném subjektu ve smyslu § 59 odst. 3 obchodního zákoníku, že není podjatý ve smyslu § 11 odst. 1 zákona č. 36/1967 Sb. o znalcích a tlumočnících a že není nijak zainteresován na transakci související s oceněním převáděných cenných papírů a nebude mít z této transakce žádný prospěch. Odměna znalce nezávisí na výsledné hodnotě ani na závěrech tohoto posudku.
- b) Pravost, úplnost a správnost podkladů znalci poskytnutých nebyla znalcem nijak ověřována, stejně tak informace z jiných zdrojů jsou apriori považovány za věrohodné. Stejně nebyla ověřována právoplatnost vlastnických práv k aktivům ve vlastnictví společnost a předpokládám, že oceňovaný subjekt disponuje řádnými vlastnickými tituly k majetku ve svém vlastnictví.
- c) Znalec při ocenění předpokládá, že oceňovaná společnost a její vlastníci a zástupci jednají v souladu s právními předpisy platnými v České republice.
- d) Znalec nevylučuje možnost změn v tržních podmínkách, ekonomických a právních okolnostech a hospodářských výsledcích, ke kterým může dojít po datu vydání tohoto znaleckého posudku, a které mohou způsobit neaktuálnost hodnoty stanovené tímto posudkem.
- e) Během zhotovování tohoto znaleckého posudku nebyly znalci kladeny žádné překážky.
- f) Znalecký posudek nesmí být použit pro jiný účel, než pro který byl vypracován. Posudek je předmětem autorských práv a nesmí být ani jako celek ani jeho jednotlivé části kopírován nebo rozmnožován pro jiné účely bez předchozího písemného souhlasu znalce.

Mgr. Jiří Bělohávek  
soudní znalec



#### IV. Znalecký náleze

Úvodem práce na znaleckém nálezu jsem provedl analýzu znaleckých metod za účelem volby nejhodnější metody odpovídající požadavkům platné právní úpravy. V této souvislosti uvádím následující :

##### 1.1.1. Definice hodnoty a hodnota podniku

Pro účely zodpovězení znalecké otázky, jsem si provedl porovnání východisek a obvyklých kritérií oceňování při provádění znaleckého oceňování obchodních společností a podniků. Vyšel jsem z obvyklé definice pojmu hodnoty a jeho aplikace. Dále jsem se v tomto ohledu zabýval metodami používanými k zjištění hodnoty.

Obecně přijímanou definicí hodnoty je mezinárodní a evropská definice tržní hodnoty, která je pro účely Standardu-Practice Statementu 4.1 (RICS Appraisal and Valuation Manual) definována takto :

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by se aktivum směňovalo k datu ocenění mezi potenciálním koupěchtivým kupujícím a prodejčtivým prodávajícím, při transakci samostatných a nezávislých partnerů po náležitém marketingu, přičemž každá strana by jednala se znalostí, rozumně a bez nátlaku“.<sup>1</sup>

Obdobná definice byla vypracována prakticky v totožném znění mezinárodní organizací pro oceňování International Valuation Standards Comitee a je obsažena v International Valuation Standards 2000 na str.92 v kapitole International Valuation Standard 1, odst. 3.1. Obě tyto definice spočívají na předpokladu existence volného trhu s podniky (resp.podily na nich), kde se setkává nezávislá poptávka a nabídka, která ve svém důsledku vytváří podmínky pro vznik tržní ceny. Tržní hodnota tak reprezentuje směnu mezi dvěma dobře informovanými subjekty jednajícími dobrovolně. Tržní hodnota je rovněž bezprostředně spjata s výdělkovou schopností podniku, tj. budoucím peněžním tokem.<sup>2</sup>

V této souvislosti je však třeba podotknout, že tržní cena je ekonomickým pojmem označujícím hodnotu, na které by se **s největší pravděpodobností** dohodli kupující a prodávající a je dána očekávanými budoucími příjmy převedenými na jejich současnou hodnotu. Hodnota podniku tak není vlastně nic jiného, než určitá **víra v budoucnost podniku**, která je vyjádřena v penězích.<sup>3</sup>

##### 1.1.2. Postup při oceňování

Určení hodnoty podniku spočívá především ve zpracování rozličných informací pocházejících z různých zdrojů, ocenění silných a slabých stránek, výběru ekonomických nebo finančních parametrů charakterizujících podnik a následné využití těchto údajů v analytických modelech odrážejících **různé teorie** hodnoty podniku **formou matematických rovnic**<sup>4</sup>. V rámci tohoto procesu je nutno nejprve definovat úkol, neboli vymežit účel pro který se ocenění zpracovává. Cíl práce se pak stává vodítkem pro výběr modelů (znaleckých metod)<sup>5</sup>. Následně je třeba zajistit si znalost podniku a provést obecnou analýzu. Dále je prováděna analýza finanční a účetní, proveden rozbor ekonomiky, analýza ekonomického odvětví dle předmětu podnikání, analýza perspektiv podniku, výběr metod, proměnných a parametrů, a následně provedena kalkulace hodnoty a vyvozeny znalecké závěry.

<sup>1</sup> Kšingerová, E.: Oceňování podniku, 2.přepr. a dopl. Vydání, 2001

<sup>2</sup> Kšingerová, E.: Oceňování podniku, 2.přepr. a dopl. Vydání, 2001

<sup>3</sup> Mařík, M a kol.: Metody oceňování podniků, 2003

<sup>4</sup> Raffegaau, J., Dubois, F.: Finanční oceňování podniku, 1996

<sup>5</sup> Kšingerová, E.: Oceňování podniku, 2.přepr. a dopl. Vydání, 2001

### 1.1.3. Znalecké metody

Cílem finančního ocenění podniku je vyjádření jeho hodnoty<sup>6</sup> formou konkrétní veličiny/finanční částky. Metody, které jsou odbornou veřejností pro toto vyjádření používány lze v zásadě rozdělit do tří skupin :

1. Výnosové metody založené na analýze výnosů
2. Tržní metody založené na analýze trhu (na kterém se předmět ocenění obchoduje)
3. Majetkové metody spočívající v analýze majetku

### 1.1.4. Normativní úprava

V České republice problematika oceňování upravena zákonem č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, který v § 2, odst. 1) stanovuje<sup>7</sup> :

*„Majetek a služba se oceňují obvyklou cenou, pokud zákon nestanoví jiný způsob oceňování. Obvyklou cenou se rozumí cena, která by byla dosažena při prodejích stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Při tom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních nebo jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládána majetku nebo službě, vyplývající z osobního vztahu k nim.“*

Jako jiné způsoby oceňování stanovuje zákon o oceňování ve svém §2, odst. 3) následující metody:

- a) nákladový způsob, který vychází z nákladů, které by bylo nutno vynaložit na pořízení předmětu ocenění v místě ocenění a podle jeho stavu ke dni ocenění;
- b) výnosový způsob, který vychází z výnosu z předmětu ocenění skutečně dosahovaného nebo z výnosu, který lze za daných podmínek z předmětu ocenění skutečně získat a z kapitalizace tohoto výnosu (pomocí úrokové míry);
- c) srovnávací způsob, který vychází z porovnání předmětu ocenění se stejným nebo obdobným předmětem a cenou sjednanou při jeho prodeji, je jím též ocenění věci odvozením z ceny jiné funkčně související věci;
- d) oceňování podle jmenovité hodnoty, které vychází z částky, na kterou předmět ocenění zní, nebo která je jinak zřejmá;
- e) oceňování podle účetní hodnoty, které vychází ze způsobů oceňování stanovených na základě předpisů o účetnictví;
- f) oceňování podle kursové hodnoty, které vychází z ceny předmětu ocenění zaznamenané ve stanoveném období na trhu;
- g) oceňování sjednanou cenou, kterou je cena předmětu ocenění sjednaná při jeho prodeji, popřípadě cena odvozená ze sjednaných cen.

Považuji za vhodné uvést ještě doslovné znění § 24 zákona o oceňování majetku, který řeší otázku oceňování podniku a kde se uvádí:

#### §24 Oceňování podniku

(1) Podnik nebo jeho část (dále jen "podnik") se oceňuje součtem cen jednotlivých druhů majetků zjištěných podle tohoto zákona sníženým o ceny závazků.

(2) Stanoví-li tak vyhláška, oceňuje se podnik výnosovým způsobem, popřípadě jeho kombinací s oceněním podle odstavce 1.

<sup>6</sup> viz definici hodnoty a souvisejí pozn. zde výše

<sup>7</sup> zdroj: ASPI

(3) *Ocenění podniku výnosovým způsobem se zjistí jako součet diskontovaných budoucích čistých ročních výnosů podniku. Způsob zjištění těchto výnosů a diskontování stanoví vyhláška.*

V textu zákona zmiňovaná vyhláška upravující použití výnosového způsobu ještě nebyla, pokud je mi známo, vydána.

Metody používané k ocenění podniku jako funkčního celku uvádím zde níže.

#### **1.1.5. Výnosové metody založené na analýze výnosů<sup>8</sup>**

Smyslem těchto metod je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku (vlastního kapitálu). Vychází se přitom z předpokladu, že hodnota podniku pro vlastníky je dána mírou peněžních toků, které z podniku obdrží. Jedná se o tyto konkrétní metody :

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Kombinované výnosové metody
- Metoda ekonomické přidané hodnoty

Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) spočívá zjednodušeně ve dvou krocích. Nejprve se zjistí peněžní toky plynoucí jak vlastníkům, tak věřitelům a jejich následným diskontováním (přepočtem hodnoty budoucích peněžních toků na jejich současnou hodnotu) získáme hodnotu podniku jako celku. Od této hodnoty pak odečteme hodnotu cizího kapitálu (závazků).

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů stojí na základní presumpci ohledně kapitalizace zisku spočívající v tom, že hodnotu podniku lze stanovit na základě tzv. udržitelné úrovně zisku, která je odvozena od výkonnosti podniku v minulých letech (zpravidla 3 – 5 let) zjištěné z účetních výkazů. Vlastní výpočet hodnoty společnosti je možné odvodit podle vztahu:

$$HP = \frac{TČZ}{r}$$

kde HP      hodnota společnosti  
TČZ      trvale dosažitelný zisk  
r          míra kapitalizace

Trvale dosažitelný zisk je zpravidla odvozen od hodnoty zisku dosahovaného v minulosti. Přitom je třeba zohlednit mimořádné výnosy popř. náklady, které měly vliv na hospodářský výsledek, které se nebudou v budoucnu opakovat. Výpočet trvale dosažitelného zisku je potom stanoven např. váženým průměrem očištěných hospodářských výsledků, přičemž hodnotám bližším datu ocenění je přiřazována vyšší váha.

Kombinované výnosové metody jsou naproti tomu metodami pracujícími s kombinací metod výnosových a majetkových. Nejpoužívanějšími jsou Metoda střední hodnoty a Metoda kapitalizovaných mimořádných výnosů. Metoda střední hodnoty pracuje s výnosovou hodnotou podniku kombinovanou s hodnotou substanční (majetková metoda) a zjišťuje hodnotu podniku jako průměr. Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů získává hodnotu podniku z hodnoty substance a hodnoty „goodwillu“ společnosti.

Metoda ekonomické přidané hodnoty je alternativní možností oceňování na základě účetních výsledků hospodaření, tzv. EVA (Economic Value Added).

Podstata metody EVA spočívá v potřebě rozlišovat mezi ziskem, který vykazuje účetnictví a tzv. ekonomickým ziskem, kterého je dosahováno tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i

<sup>8</sup> Mořík, M a kol.: Metody oceňování podniků, 2003

náklady kapitálu (především vlastního)<sup>9</sup>. Ukazatel EVA je tak chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Princip ocenění metodou EVA tak stojí proti principu ocenění metodou DCF v rovině vztahu mezi oceněním na bázi účetních hospodářských výsledků (minulost) a peněžních toků (budoucnost). V této souvislosti má rozhodující význam tzv. Lückeho theorem z roku 1955, které praví :

*„Čistá současná hodnota propočtená z hospodářských výsledků, které jsou sníženy o kalkulované úroky počítané z počátečních hodnot vázaného kapitálu v každém období je stejná, jako současná hodnota počítaná z peněžních toků.“<sup>10</sup>*

### 1.1.6. Tržní metody založené na analýze trhu

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných podniků
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- Ocenění na základě údajů o společnostech uváděných na burzu

Ocenění na základě tržní kapitalizace je možno provést v případě, že se oceňuje balík účastnických cenných papírů v objemu, který je běžně obchodován na burze (např. tzv. loty), či objem standardní likviditě se blížíci. Ukazatelem je zde cena dosažená na takovémto trhu ke dni ocenění.

Ocenění na základě srovnatelných podniků se používá pro oceňování obchodních či družstevních podílů v případech, kdy tyto nejsou obchodovány na efektivním trhu. Využívá se tu známá hodnota obdobných či ekonomicky srovnatelných podniků jejichž hodnota je známa.

Ocenění na základě srovnatelných transakcí bere jako svůj základ známost cen dosažených při předchozích transakcích s oceňovaným aktivem (např. podnikem, obch. podílem, podílovým listem či akcií) či s tímto aktivem srovnatelných. Kritériem je pak cena dosažená při takovéto transakci.

Ocenění na základě údajů o společnostech uváděných na burzu vychází z tzv. uváděcí ceny, která je stanovována při uvádění cenných papírů na burzu a má odpovídat hodnotě podniku přepočtené na jednu akcii.

### 1.1.7. Majetkové metody spočívající v analýze majetku

- Účetní hodnota
- Likvidační hodnota
- Substanční hodnota
  - Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
  - Substanční hodnota na principu úspory nákladů

Účetní hodnota - při použití **metody účetní hodnoty** se pro stanovení hodnoty jednotlivých složek majetku a závazků přejímá jejich hodnota účetní. Hodnotu některých položek je možné upravit tak, aby lépe odpovídaly skutečnosti, např. přeceněním účetní hodnoty zásob na aktuální kupní resp. prodejní cenu, snížením hodnoty pohledávek na základě pravděpodobnosti, že budou skutečně zaplacené (pokud již tyto opravné položky nebyly vytvořeny) apod. Tyto změny mohou být prováděny v souladu s účetními zásadami pouze směrem dolů. Výslednou hodnotou vlastního kapitálu společnosti je pak opět rozdíl mezi přeceněnou hodnotou veškerého majetku společnosti a účetní hodnotou všech závazků společnosti. Význam čisté účetní hodnoty ze znaleckého hlediska je pouze okrajový a její užití spíše podpůrné.

Likvidační hodnota se používá v případě, že nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku, nebo existuje reálný předpoklad, či vůle vlastníků, že oceňovaný podnik bude zlikvidován. Často se rovněž

<sup>9</sup> Maříková, P., Mařík, M.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku, 2001

<sup>10</sup> tamtéž

používá pro posouzení, zda-li je výhodnější pokračovat v podnikatelské činnosti podniku, nebo zda-li bude pro majitele dosaženo většího současného výnosu jeho likvidací. Z určitého úhlu pohledu tak tuto hodnotu můžeme označit i za hodnotu výnosovou.

Substanční hodnota - v rámci této metody jsou jednotlivé složky majetku oceněny samostatně v reálné hodnotě, tedy takové, která co nej přesněji odpovídá aktuálním cenám, za něž lze tento majetek k datu ocenění pořídit resp. prodat (v závislosti na účelu ocenění). Od takto stanovené brutto hodnoty se odečtením reálné hodnoty závazků získá netto hodnota společnosti.

Metoda substanční hodnoty má dále dvě pod-metody, kterými jsou :

Substanční hodnota na principu reprodukčních cen předpokládá další existenci podniku a svoji podstatou odpovídá na otázku kolik by stálo vybudování nového podniku.

Substanční hodnota na principu úspory nákladů porovnává odhad investičních výdajů nutných pro vybudování nového podniku (princip reprodukčních cen) s výnosovou schopností stávající substance tyto výdaje uhradit/vytvořit s přihlédnutím k provozním nákladům.

## 2) Stanovení hodnoty

Za účelem zodpovězení výše uvedené znalecké otázky jsem pečlivě prostudoval předmětné podklady a učinil jsem v této souvislosti dále uvedená jednotlivá zjištění, která jsem poté posuzoval ve vzájemné souvislosti.

### 2.1.1. CENA A HODNOTA

V návaznosti na výše uvedené uvádím ještě definice ekonomických pojmů ceny a hodnoty, se kterými se při zpracovávání znaleckých posudků obvykle pracuje :

„Cena“ je odbornou veřejností vnímána jako výraz používaný pro požadovanou, nabízenou nebo placenou částku za zboží či službu<sup>11</sup>. Jedná se většinou o historický údaj, který z různých důvodů existujících na kterékoli straně obchodní transakce může, ale nemusí mít přímý vztah k hodnotě, kterou by zboží nebo službě mohli přisoudit ostatní<sup>12</sup>. Cena je tak **obecným údajem** o relativní hodnotě přiřazené zboží nebo službě jednotlivým kupujícím/prodávajícím v konkrétní situaci.

„Hodnota“ naproti tomu není jako ekonomický pojem na rozdíl od ceny skutečností, ale **odhadem** budoucího ohodnocení potenciálními stranami transakce s aktivem v určitém čase.

Dalšími pojmy, které se k dané problematice váže jsou „cena obvyklá“ a „tržní hodnota“. Cena obvyklá je zákonným pojmem definovaným v zákoně č.151/1997 Sb. a její definice je uvedena zde výše v tomto znaleckém posudku. Tržní hodnota je pojem definovaný mezinárodními znaleckými seskupeními a některé její definice jsou uvedeny rovněž zde výše v tomto posudku.

Důsledek vyplývající z častého ztotožňování obou těchto pojmů je tak poměrně dalekosáhlý, neboť volba znalecké metody pak do značné míry závisí na definování hledaného ekonomického pojmu hodnoty nebo ceny, jejíž stanovení, resp. určení jejíž výše je předmětem znaleckého výkonu.

Dále jsem toho názoru, že stanovením hodnoty oceňovaného aktiva nelze mít automaticky za to, že taková je jeho cena. Jedním z důvodů, kromě shora uvedených, je fakt, že definice hodnoty pracuje s hypotetickým kupujícím, který je prostý individuálních emocí, očekávání a předpokladů k aktivu se vztahujícím. Každý jednotlivý kupující však dle mého názoru do vlastní konstrukce ceny, která je samozřejmě určitým způsobem odvislá od hodnoty směřovaného aktiva, inkorporuje vlastní očekávání, předpoklady, případně synergické efekty z akvizice aktiva plynoucí a nenaplnuje tak v definici hodnoty uvedený pojem nezávislého kupce.

<sup>11</sup> Mařík, M a kol.: Metody oceňování podniků, 2003

<sup>12</sup> tamtéž

## **2.1.2. PODNIK A OBCHODNÍ MAJETEK**

Definice podniku je provedena zákonnými zněními obsaženými v § 5 a 6 zák.č. 513/1991 Sb. – obchodního zákoníku v platném znění, kde se praví<sup>13)</sup> :

### **§ 5**

*(1) Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.*

*(2) Podnik je věc hromadná. Na jeho právní poměry se použijí ustanovení o věcech v právním smyslu. Tím není dotčena působnost zvláštních právních předpisů vztahujících se k nemovitým věcem, předmětům průmyslového a jiného duševního vlastnictví, motorovým vozidlům apod., pokud jsou součástí podniku.*

### **§ 6**

*(1) Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.*

*(2) Pro účely tohoto zákona se soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním označuje jako obchodní jmění (dále jen "jmění"). Jméním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků.*

*(3) Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.*

*(4) Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.*

S touto zákonnou definicí pojmů, pracuje rovněž zákon o oceňování majetku.

---

<sup>13)</sup> zdroj: ASPI

## **2.1.3. ZJIŠTĚNÍ HODNOTY**

### **2.1.3.1. Seznam podkladů**

Znalci byly poskytnuty následující podklady - rozvahu, výkaz zisku a ztrát za roky 2008 a 2007, podrobný finanční plán na rok 2009, pětiletý finanční plán a přehled plnění předchozích finančních plánů.

Pololetní účetní závěrka za rok 2009 nebyla vyhotovována, stejně tak jako mimořádná účetní závěrka ke dni ocenění.

Otázky znalce týkající se hospodářské, účetní a obchodní situace oceňované společnosti byly znalci bez výhrad zodpovězeny dne při místním šetření v kancelářích oceňované společnosti. Znalci otázky zodpověděl pan Ing. Jiří Kubát a pan Mark Davidson.

### **2.1.3.2. Popis oceňované společnosti**

Obchodní firma: TMF Czech, a.s.  
Sídlo: Praha 1, Klimentská 46, PSČ 110 02  
Identifikační číslo: 270 89 479  
Právní forma: Akciová společnost

Předmět podnikání:

- pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor a poskytování základních služeb zajišťujících řádný provoz nemovitostí, bytů a nebytových prostor
- činnost podnikatelských, finančních, organizačních a ekonomických poradců
- zpracování dat, služby databank, správa sítí
- reklamní činnost a marketing
- služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy
- poskytování software a poradenství v oblasti hardware a software
- zprostředkování obchodu a služeb
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence

Jediný akcionář: TMF Group Invest Two B.V., Locatellikade 1, 1076 AZ Amsterdam  
Locatellikade 1, 1076 AZ Amsterdam, Nizozemské království

Akcie: 100 ks kmenové akcie na majitele ve jmenovité hodnotě 20 000,-Kč  
v listinné podobě  
01 ks kmenové akcie na majitele ve jmenovité hodnotě 50 000 000,-Kč  
v listinné podobě

Základní kapitál: 52 000 000,- Kč, splaceno: 100 %

Ostatní skutečnosti: - Na společnost TMF Czech, a.s., se sídlem Praha 1, Klimentská 46, PSČ: 110 02, IČ: 27089479, zapsanou v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 8913, přešlo jako na nástupnickou společnost v důsledku fúze sloučením jmění zanikající společnosti TMF Czech, s.r.o., se sídlem Praha 1, Klimentská 46/1216, PSČ: 110 02, IČ: 46982957, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka 58559, včetně práv a povinností z pracovněprávních vztahů.

Společnost je členem mezinárodní skupiny TMF Group působící v 86 zastoupeních v 65 zemích světa. Tato skutečnost přináší oceňovanému subjektu významné synergické efekty.

### 2.1.3.3. Ocenění akcií společnosti

Pro účely ocenění akcií tvořících základní capital společnosti TMF Czech, a.s. jsem zvolil výnosovou metodu založenou na analýze výnosů, a to sice konkrétně Metodu diskontovaných peněžních toků (DCF).

Za účelem objektivizace dosažitelných výnosů byl výpočet proveden na základě dvou vstupních parametrů:

- 1) Data pro rok 2009 jsou převzata z upraveného obchodního plánu pro rok 2009. Pro léta 2010 až 2013 byl proveden odhad základních prvků finančního plánu ve vztahu k makroekonomickým prognózám vývoje hospodářství. Údaje roku 2013 jsou využity pro výpočet terminálové hodnoty.
- 2) Druhý vstupní parametr vychází z upraveného finančního plánu oceňované společnosti, který je s ohledem na nízkou odchylku dosažených hospodářských výsledků ve vztahu k minuloročním finančním plánům možno považovat za hodnověrný zdroj informací.

#### Odhad budoucího volného cash flow (FCF) – varianta 1)

V této části je proveden odhad budoucího volného cash flow. Komentář k položkám tabulky je uveden níže.

	2009 (fin.pl.)	2010	2011	2012	2013 a dále
Tržby	155162	155317	159200	164772	171363
Provozní náklady bez odpisů	96159	96297	98704	102159	106245
<b>EBITDA</b>	<b>59003</b>	<b>59021</b>	<b>60496</b>	<b>62613</b>	<b>65118</b>
Odpisy	4366	2543	3343	4853	6469
Úroky z úvěru	15106	2586	2586	2586	2586
Daň	13092	10239	10368	10483	10652
<b>EAT</b>	<b>26439</b>	<b>43652</b>	<b>44199</b>	<b>44691</b>	<b>45411</b>
Odpisy	4366	2543	3343	4853	6469
Investice do DHM	850	6888	7026	7166	7310
Investice do PK	0	1665	582	836	989
<b>FCFE</b>	<b>29955</b>	<b>37643</b>	<b>39934</b>	<b>41542</b>	<b>43582</b>
Současná hodnota	27012	30610	29283	27469	x
Terminálová hodnota	x	x	x	x	376928
<b>Současná hodnota budoucích cash flow</b>					<b>491303</b>

(Tab.1 – zdroj: účetní výkazy, vlastní výpočet)

#### Odhad budoucího volného cash flow (FCF) – varianta 2)

	2009	2010	2011	2012	2013 a dále
Tržby	137020	145789	161826	174772	181763
Provozní náklady bez odpisů	84952	90389	100332	108359	112693
<b>EBITDA</b>	<b>52068</b>	<b>55400</b>	<b>61494</b>	<b>66413</b>	<b>69070</b>
Odpisy	4750	2491	2491	2491	604
Úroky z úvěru	7237	2586	2586	2586	2586
Daň	8169	9561	10719	11654	12517
<b>EAT</b>	<b>31912</b>	<b>40762</b>	<b>45698</b>	<b>49683</b>	<b>53363</b>
Odpisy	4750	2491	2491	2491	604
Investice do DHM	-94	600	600	600	600
Investice do PK	0	235	2406	1942	1049

FCFE	36756	42417	45183	49632	52318
Současná hodnota	33145	34492	33132	32819	x
Terminálová hodnota	x	x	x	x	452487
Současná hodnota budoucích cash flow					586075

### Projekce tržeb

Pro období roku 2009 je ve variantě 1 základem finanční plán zpracovaný oceňovanou společností. Pro rok 2010 až 2013 vychází ocenění ze vztahu citlivosti poptávky po společnostmi nabízených službách na vývoji HDP (0,1 % - 2010, 2,5 % - 2011, 3,5 % - 2012, 4 % - 2013 a pro terminálovou hodnotu, zdroj: Mezinárodní měnový fond: [www.imf.org](http://www.imf.org)). Toto měřítko je zvoleno z toho důvodu, že základním generátorem hodnoty jsou samotní klienti společnosti. Při předpokladu konstantního stavu klientské základny by měly růst tržby společnosti společně s průměrnými potřebami klientů – tj., s růstem HDP. Ve variantě je 2 je základem upravený pětiletý finanční plán společnosti.

### EBITDA

Marže EBITDA je pro rok 2009 stanovena obchodním plánem ve výši 38%. I pro následující období bude tato hodnota použita.

### EAT

Externí financování je pro rok 2009 ve finančním plánu kryto úrokem ve výši 15.106 tis. CZK. Z prozatímní rozvahy k 31.5.2009 vyplývá dlouhodobý závazek ve výši 53.756 tis. CZK. Tato hodnota je využita pro výpočet závazkových úroků pro rok 2010 a 2011. Pro ocenění je použita úroková sazba ve výši 4,81 % (zdroj ČNB: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)) Úrok je kalkulován pro všechna období ve stejné výši – 2586 tis. CZK ročně.

Sazba daně z příjmů právnických osob je doplněna v absolutní výši dle finančního plánu pro rok 2009 – 13092 tis. CZK a pro rok 2010 a 2011 ve výši 19% (586/1992 Sb.). EAT je vypočten odečtením odpisů, úroku a daně.

### Pracovní kapitál a investice do DHM

Společnost má pracovní kapitál v relativně vysoké výši. V roce 2009 společnost neplánuje změny v pracovním kapitálu. V dalších letech bude pracovní kapitál upravován tak aby kryl 15% tržeb.

Investice do DHM v roce 2009 činí dle finančního plánu 850 tis. CZK. Investice do DHM v následujících letech jsou vypočteny z hrubého stavu účetních hodnot dlouhodobého majetku. Tyto hodnoty jsou vyděleny předpokládanou nutnou dobou obnovy (při zjednodušení doba odepisování: software – 36 měsíců, budovy - 20 let, jiná dlouhodobá aktiva – 5 let) a vynásobeny příslušnou mírou očekávané inflace (odhad ČNB - 2 % - zdroj ČNB: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)). V roce 2009 dojde k plnému odepsání všech aktiv s výjimkou nehmotných aktiv účtové skupiny 014 – Ocenitelná práva, která generují odpisy ve výši 1.634 tis. CZK ročně. Plán odpisů proto bude vycházet z odepisování nově pořízených aktiv plus pokračování odepisování (Pořízení , pracovního kapitálu a DHM jsou odečteny z hodnoty EAT. Ta je naopak navýšena o hodnotu odpisů.)

### Diskontní činitel

Pro výpočet diskontního faktoru je použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Do tohoto modelu vstupují:

- bezriziková úroková míra
- výnos pro kapitálová aktiva při průměrné výši rizika
- beta koeficient vyjadřující míru rizika
- další specifické rizikové prémie

Jelikož je ocenění prováděno na bázi pětileté projekce tržeb, je jako bezriziková míra investice v CZK vzat výnos 5ti-letého státního dluhopisu, který činí **3.79 %** (ČNB: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)). Tržní riziková prémie je obvykle stanovována v rozmezí 2,5-6%. Jelikož je společnost součástí nadnárodní skupiny TMF Group, kterážto skutečnost přináší společnosti mnoho synergických efektů, je tržní riziková prémie

stanovena ve výši 3,75%. Měřitko rizikivosti (nezadlužený beta koeficient) pro společnosti poskytující obchodní služby je 0,45 (tato hodnota je určena pro soukromé společnosti). [Tyto odhady jsou převzaty ze datových zdrojů A. Damodarana, obecně přijímaného předního odborníka a teoretika oceňování.] Nezadlužený beta koeficient je následně nutné přepočítat o úroveň zadlužení. Vzhledem k záporné hodnotě vlastního kapitálu je nutné pracovat se standardizovanou hodnotou zadlužení pro toto odvětví, která činí 80,05%. Výsledný beta koeficient je po přepočtu roven 1,89. Dodatečná riziková prémie není stanovována, neboť společnost disponuje poměrně vysokým základním kapitálem zajišťujícím přiměřenou likviditu a oceňováno je 100% vlastnického podílu. Není tudíž třeba pracovat s premii za nízkou likviditu ani za minoritu. Celkový diskontní činitel se tak rovná **10,89%**.

#### Finanční aktiva

Společnost má finanční aktiva vykázaná v rozvaze ve výši **480 tis. CZK**. Položka je oceněna v této účetní hodnotě.

Při ocenění společnosti je nutné zdůraznit následující rizikové faktory:

- nestabilní ekonomické prostředí v ČR i zahraničí, které může ohrožovat výdaje firem na outsourcing služeb

a následující pozitivita:

- nestabilní ekonomické prostředí v ČR i zahraničí na druhou stranu vytváří příležitosti jak k navýšení podílu na trhu, tak získání nových klientů usilujících o outsourcing služeb;
- vazba na nadnárodní skupinu dává oceňované společnosti významnou komparativní výhodu oproti tuzemským konkurentům, neboť umožňuje snazší získávání klientů přicházejících od mateřské společnosti;
- zázemí renomované nadnárodní skupiny poskytuje oceňované společnosti komfort při obsluhování klientů na úrovni mezinárodních standardů a oproti lokálním konkurentům rovněž výraznější goodwill.

Oběma dosaženým hodnotám přiřazuji stejnou váhu, neboť jak hodnota zjištěná na základě makroekonomických prognóz vývoje hospodářství jako celku, tak hodnota zjištěná na základě upraveného finančního plánu společnosti jsou stejně hodnověrné. Z uvedeného výpočtu tak plyne střední hodnota zjištěná výpočtem metodou DCF, která činí 538.689.000,-Kč. Od této hodnoty je dále třeba v souladu použitou znaleckou metodikou nutno odečíst hodnotu dluhu společnosti, který se k 30.6. 2009 dle sdělení zástupců společnosti rovnal 41,221,613.19 Kč. Po provedení odpočtu dluhu se tak dostávám k hodnotě oceňované společnosti rovnající se zaokrouhleně 497.467.000,- Kč

Na základě výsledků provedeného znaleckého posouzení obsaženého v tomto posudku je možno stanovit hodnotu společnosti TMF Czech, a.s. na částku

=497.467.000,- Kč,- =

Slovy: čtyři sta devadesát sedm milionů čtyři sta šedesát sedm tisíc korun českých.

Stejná je i hodnota souhrnná hodnota všech cenných papírů – akcií tvořících 100% základního kapitálu obchodní společnosti TMF Czech, a.s.

**V.**  
**Znalecký posudek**

S odkazem na zadání a na zde v tomto posudku výše uvedený znalecký náleží

**s t a n o v u j i , ž e :**

podle ustanovení § 196a odst. 3 Obchodního zákoníku, činí **hodnota majetku představovaného akciemi** společnosti TMF Czech, a.s., se sídlem Praha 1, Klimentská 46, PSČ 110 02, IČ: 27089479, jmenovitě 100 kusy kmenových akcií na majitele ve jmenovité hodnotě každé 20.000,- Kč v listinné podobě, a 1 kusem kmenové akcie na majitele ve jmenovité hodnotě 50.000.000,-Kč v listinné podobě, zjištěná **pro účely** úplatného nabytí tohoto majetku společnosti ARU Czech, s.r.o., IČ: 27114228, se sídlem Praha 1, Klimentská 46, PSČ 110 02, od společnosti TMF Group Invest Two B.V., se sídlem Lacatellikade 1, 1076 AZ Amsterdam, Nizozemské království.

=497.467.000,- Kč,- =

Slovy: čtyři sta devadesát sedm milionů čtyři sta šedesát sedm tisíc korun českých.

Mgr. Jiří Bělohávek  
soudní znalec



V.  
**ZNALECKÁ DOLOŽKA**

Znalecký posudek jsem vypracoval jako znalec jmenovaný rozhodnutím Městského soudu v Praze ze dne 31.8. 1994, čj. Spr 746/94, vyznačeno v knize slibů pod poř.č. 1709, pro základní obor ekonomika pro odvětví ceny a odhady se zvláštní specializací oceňování aktiv a pasiv, posuzování obchodních a finančních plánů a projektů, obchodování s cennými papíry, stanovení hodnoty cenných papírů, podniků a obchodních podílů. Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 1507-1/2009 znaleckého deníku. Znalečné a náhradu nákladů účtuji podle připojeného dokladu.

Otisk kulatého razítka



Podpis znalce