



RSM TACOMA
We understand your business

Znalecký posudek č. 24-2/2014

**Ocenění jmění společnosti Baker & McKenzie, v.o.s.,
advokátní kancelář pro účely změny právní formy**

Klient: Baker & McKenzie, v.o.s., advokátní kancelář

Datum: 2. června 2014

Obsah

ÚVOD.....	5
1 Specifikace zadání	5
1.1 Znalecký úkol.....	5
1.2 Objednatel znaleckého posudku	5
1.3 Zhotovitel znaleckého posudku	5
1.4 Prohlášení zhotovitele	5
1.5 Obecné předpoklady a omezení	6
1.6 Použité podklady	6
1.7 Použitá literatura.....	6
1.8 Seznam použitých pojmů	7
1.9 Obtíže při zhotovování znaleckého posudku	7
1.10 Počet stran, příloh a vyhotovení znaleckého posudku.....	7
2 Základní pojmy a metody ocenění	7
2.1 Definice tržní hodnoty.....	7
2.2 Obecné metody ocenění	8
NÁLEZ	11
3 Popis předmětu ocenění.....	11
3.1 Základní identifikační údaje Společnosti	11
3.2 Vlastnická struktura Společnosti a způsob jednání	11
3.3 Historie Společnosti.....	12
3.4 Popis oceňovaného jmění (majetek a závazky).....	12
3.5 Potenciální závazky.....	12
3.6 Lidský potenciál	12
4 Makroekonomická analýza	13
POSUDEK	15
5 Strategická analýza	15
5.1 Identifikace odvětví.....	15
5.2 Vymezení relevantního trhu	15
5.3 Vývoj tržeb na relevantním trhu.....	15
5.4 Analýza konkurence	16
5.5 Prognóza tržeb Společnosti	19
6 Ocenění jmění společnosti Baker & McKenzie	21
6.1 Výnosová metoda diskontovaných peněžních toků	21
6.2 Finanční plán.....	21
6.3 Stanovení diskontní míry.....	26
6.4 Výpočet volných peněžních toků pro 1. fázi.....	29
6.5 Hodnota 1. fáze	29
6.6 Hodnota 2. fáze	29
6.7 Neprovozní majetek a závazky	30
6.8 Výpočet hodnoty čistých aktiv Společnosti metodou DCF.....	31
7 Stanovení hodnoty jmění Společnosti metodou účetní hodnoty	32
8 Rekapitulace výsledků.....	33
ZÁVĚR	34
9 Závěrečný výrok znaleckého ústavu	34
10 Znalecká doložka.....	35

ÚVOD

1 Specifikace zadání

1.1 Znalecký úkol

Na základě o usnesení o jmenování znalce soudem č.j. 33Nc 6009/2014-8 jsme byli jmenováni obvodním soudem pro Prahu 1 k vypracování znaleckého posudku, jehož cílem je ocenění jmění společnosti Baker & McKenzie, v.o.s., advokátní kancelář, se sídlem Praha 1, Klimentská čp. 1216, č.or. 46, PSČ 110 02, IČO: 256 42 910, pro účely změny právní formy (dále též jako „Baker & McKenzie“ nebo „Společnost“).

1.1.1 Předmět ocenění

Předmětem ocenění je ocenění jmění společnosti Baker & McKenzie. Toto ocenění bude provedeno v souladu s §367 Zákona o přeměnách obchodních společností a družstev (č. 125/2008 Sb.).

1.1.2 Účel ocenění

Toto ocenění bylo zpracováno za účelem stanovení hodnoty jmění Společnosti pro změnu právní formy z v.o.s. (veřejná obchodní společnost) na s.r.o. (společnost s ručením omezeným).

1.1.3 Datum ocenění

Ocenění jmění společnosti Baker & McKenzie je provedeno k datu 30. 4. 2014 (dále též jako „Datum ocenění“).

1.2 Objednatel znaleckého posudku

Objednatel znaleckého posudku je společnost Baker & McKenzie.

1.3 Zhotovitel znaleckého posudku

Zhotovitelem znaleckého posudku je znalecký ústav RSM TACOMA a.s., se sídlem Praha 8 - Karlín, Karolinská 661, PSČ: 186 00, IČ: 639 98 581 (dále jen „Zhotovitel“).

Společnost RSM TACOMA a.s. byla zapsána ministerstvem spravedlnosti do seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika.

1.4 Prohlášení zhotovitele

- Prohlašujeme, že nejsme podjatí ve smyslu § 11 odst. 1 zákona o znalcích a tlumočnických 36/1967 Sb. ve znění zákonů č. 322/2006 Sb., č. 227/2009 Sb. a č. 444/2011 Sb.
- Prohlašujeme, že jsme znalci nezávislími na Společnosti, a že v současné době ani v blízké budoucnosti nebudeme mít účast ani prospěch z operace související s předmětem ocenění.
- Upozorňujeme, že znalecký posudek může být použit pouze pro výše uvedený účel. Posudek nesmí být ani jako celek ani jeho jednotlivé části kopírován nebo rozmnožován pro jiné účely bez předchozího písemného souhlasu Zhotovitele. Interpretace a použití výsledku ocenění těsně souvisí s účelem jeho zpracování.



RSM TACOMA

We understand your business

- [3] Mařík, M. a kol.: Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy, Ekopress, 2. vyd., ISBN 978-80-86929-32-3
- [4] Mařík, M. a kol.: Metody oceňování podniku pro pokročilé, hlubší pohled na vybrané problémy, Ekopress, 1. vyd., ISBN 978-80-86929-80-4
- [5] Svačina, P.: Oceňování nehmotných aktiv, Ekopress, 1. vyd., ISBN 978-80-86929-62-0

1.8 Seznam použitých pojmů

V následující tabulce jsou shrnuty základní pojmy používané v tomto znaleckém posudku:

Společnost	Společnost Baker & McKenzie, jež je podrobně definována v kapitole 1.1 tohoto znaleckého posudku
Zhotovitel	znalecký ústav RSM TACOMA a.s., jež je podrobně definován v kapitole 1.3 tohoto znaleckého posudku

1.9 Obtíže při zhotovování znaleckého posudku

Při zajišťování podkladů nezbytných pro ocenění jmění Společnosti ani při zhotovování znaleckého posudku se nevyskytly žádné potíže, ani nebyly Zhotoviteli kladeny žádné překážky.

1.10 Počet stran, příloh a vyhotovení znaleckého posudku

Tento znalecký posudek obsahuje 36 stran vč. titulní strany a 6 příloh. Znalecký posudek je vypracován v pěti vyhotoveních. Objednateli se předává ve čtyřech vyhotoveních a jedno vyhotovení zůstává v archivu Zhotovitele.

2 Základní pojmy a metody ocenění

2.1 Definice tržní hodnoty

Základem hodnoty v tomto odhadu je tržní hodnota, jejíž definice je stanovená v normách evropské organizace znalců TEGoVA [1]:

„Tržní hodnotou se rozumí předpokládaná částka, za kterou by aktivum mělo být k datu ocenění smněno, a to mezi koupěchtivým kupujícím a prodejčtivým prodávajícím v transakci samostatných a nezávislých partnerů po náležitém marketingovém období, v níž každá strana jedná informovaně, rozumně a bez donucení.“

2.1.1 Pojmy definice tržní hodnoty

Níže jsou uvedeny a vysvětleny jednotlivé pojmy, které tvoří definici tržní hodnoty:

- *...předpokládaná částka* – odpovídá ceně vyjádřené v penězích, splatné za majetkovou hodnotu v transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery;
- *...by mělo být aktivum smněno* – odpovídá faktu, že hodnota aktiva je spíše odhadnutá částka než předem stanovená či skutečná prodejní cena;
- *...datum ocenění* – vyžaduje, aby odhadnutá tržní cena byla časově vymezena daným datem;

2.2.2 Majetkové metody

Jde o statický přístup ke zjištění hodnoty společnosti, který je založen na ocenění jednotlivých složek majetku a závazků společnosti. Hodnota vlastního kapitálu společnosti se získá jako součet hodnot jejího majetku, od něhož se odečte hodnota závazků.

- **Metoda substanční hodnoty**

Nejčastěji používanou majetkovou metodou je metoda substanční hodnoty. Substanční hodnota společnosti je souhrnem relativně samostatných ocenění jednotlivých majetkových složek společnosti, přičemž se jedná o ocenění reálné, jež by mělo odpovídat aktuálním cenám, za něž lze tento majetek k datu ocenění pořídit resp. prodat (záleží na účelu ocenění). Součet hodnot všeho majetku se rovná substanční hodnotě brutto. Substanční hodnota netto se stanoví tak, že se od brutto substanční hodnoty odečte reálná hodnota závazků.

- **Metoda účetní hodnoty**

Účetní hodnota vlastního kapitálu nám dává informaci především o původní historické výši investovaného kapitálu se zohledněním opotřeбенí majetku.

Východiskem při tomto přístupu je auditovaná rozvaha společnosti. Výslednou hodnotou vlastního kapitálu společnosti je rozdíl mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou závazků všeho druhu. Účetní hodnotu jedné akcie společnosti (v případě akciové společnosti) získáme vydělením účetní hodnoty vlastního kapitálu počtem akcií společnosti.

Nedostatkem metody účetní hodnoty je skutečnost, že opomíjí ocenění většiny nehmotných složek majetku (know-how, ochranné známky, pracovní síla, síť dodavatelů a odběratelů atd.).

- **Metoda likvidační hodnoty**

Likvidační hodnota vlastního kapitálu společnosti spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, kdy se předpokládá, že společnost ukončí svoji činnost a z tohoto pohledu budou jednotlivá aktiva rozprodána a veškeré závazky společnosti splaceny. Likvidační hodnota tvoří dolní hranici hodnoty vlastního kapitálu společnosti – pokud hodnota vlastního kapitálu společnosti vypočtená pomocí ostatních metod je nižší než likvidační hodnota, měla by být za hodnotu vlastního kapitálu společnosti označena hodnota likvidační.

2.2.3 Metody tržního porovnání

Tyto metody vycházejí z toho, že racionální kupující je ochoten zaplatit za statek jen tolik, za kolik se běžně prodává na trhu. U společností jako zvláštního aktiva je aplikace tohoto principu obtížnější. Každá společnost je jedinečná, proto i ceny jednotlivých společností se liší. Je nutné identifikovat odlišnosti společnosti a promítnout je do ceny. Je možné provádět následující typy srovnání:

NÁLEZ

3 Popis předmětu ocenění

Předmětem ocenění, které je obsaženo v tomto znaleckém posudku, je ocenění jmění společnosti Baker & McKenzie pro účely změny právní formy. Toto ocenění je provedeno v souladu s ustanovením § 367 Zákona o přeměnách obchodních společností a družstev (č. 125/2008 Sb.). Projekt přeměny – změny právní formy je vyhotoven ke dni 30. 4. 2014. V rámci tohoto projektu se společníci ve společenské smlouvě dohodli na novém názvu společnosti: Baker & McKenzie s.r.o., advokátní kancelář. Základní kapitál nově vzniklé společnosti bude činit 150 tis. Kč. Projekt přeměny je součástí přílohy č. 06.

S ohledem na povahu majetku Společnosti a její činnost jsme oceňované jmění posuzovali jako funkčně ucelený soubor majetku a závazků. Společnost působí v odvětví, kde významnou součástí podniku je osobní složka, jejíž význam nelze zohlednit jiným způsobem než považovat majetek a závazky společnosti za ucelený soubor a pro účely ocenění jmění posuzovat společnost jako výnosovou jednotku.

3.1 Základní identifikační údaje Společnosti

Obchodní firma	Baker & McKenzie, v.o.s., advokátní kancelář
Identifikační číslo	256 42 910
Sídlo	Praha 1, Klimentská čp. 1216, č.or. 46, PSČ 110 02
Vznik společnosti	4. února 1998
Právní forma	v.o.s.
Předmět podnikání	poskytování právních služeb advokáty (výkon advokacie)

Zdroj: www.justice.cz

3.2 Vlastnická struktura Společnosti a způsob jednání

K datu ocenění, tj. k 30. 4. 2014, byly společníky společnosti Baker & McKenzie následující osoby:

- JUDr. Alexandr César
- Mgr. Martin Hrodek
- Mgr. Tomáš Skoumal

Za společnost jedná a podepisuje každý ze společníků samostatně. Podepisování se provádí tak, že k vytištěnému nebo napsanému obchodnímu jménu společnosti připojí svůj podpis jeden ze společníků.

4 Makroekonomická analýza

V následující části jsou shrnuty základní makroekonomické údaje, které mohou být relevantní pro ocenění jmění společnosti Baker & McKenzie.

1.1.1 Shrnutí makroekonomického vývoje v ČR

- Predikce vývoje HDP v ČR je podle aktuální makroekonomické predikce ministerstva financí zveřejněné v dubnu roku 2014 relativně optimistická. Vývoj HDP naznačuje pro rok 2014 růst na úrovni 3,6 % v běžných cenách a 1,7 % ve stálých cenách (jedná se tedy o reálné tempo růstu HDP). Pro rok 2015 se předpokládá růst na úrovni 3,7 % v běžných cenách, resp. 2,0 % ve stálých cenách. V následujících letech se očekává obdobný růst (viz tabulka níže). Inflační cíl ČNB je od ledna 2010 stanoven na 2 % ročně (s flukt. pásmem ± 1 %). Tomuto rozmezí odpovídá i rozdíl mezi reálným a nominálním růstem HDP.
- Nezaměstnanost podle odhadů v roce 2014 oproti předchozímu roku mírně klesá (na úroveň 6,8 %). Do roku 2017 se očekává pokračování pozvolného poklesu až k úrovni 6 %.
- Minimální mzda se od 90. let neustále zvyšuje, její podíl na průměrném výdělku však nadále představuje jednu z nejnižších hodnot v rámci EU.
- Vývoj HDP na obyvatele činil v roce 2010 asi 81 % průměru EU-27. Negativně je v mezinárodním měřítku hodnocena především kvalita správy a veřejných institucí, efektivnost produktů a trhů, oblast korupce či nedostatečné aktivity v oblasti terciárního vzdělávání.
- Česká republika má následující ratingové ocenění:
 - pro emise v místní měně: Moody's A1 (výhled – stabilní), Standard & Poor's AA (výhled - stabilní), Fitch Ratings AA- (výhled – stabilní), JCR A+ (výhled – stabilní), R&I AA- (výhled – stabilní),
 - pro emise v zahraničních měnách: Moody's A1 (výhled – stabilní), Standard & Poor's AA- (výhled - stabilní), Fitch Ratings A+ (výhled – stabilní), JCR A (výhled – stabilní), R&I A+ (výhled – stabilní).

Následující tabulky uvádí vývoj nejdůležitějších makroekonomických ukazatelů od roku 2008 do roku 2013 a predikce na roky 2014 – 2017:¹

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
HDP (mld. Kč; b.c.)	3 848	3 759	3 791	3 823	3 846	3 884
Nominální růst HDP	5,1%	-2,3%	0,8%	0,9%	0,6%	1,0%
Reálný růst HDP	3,1%	-4,5%	2,5%	1,8%	-1,0%	-0,9%
Míra nezaměstnanosti	4,4%	6,7%	7,3%	6,7%	7,0%	7,0%
Růst průměrné mzdy nominální	7,9%	3,4%	2,2%	2,5%	2,7%	0,1%

¹ Makroekonomická predikce České republiky (ministerstvo financí – odbor Finanční politika; duben 2014),

POSUDEK

5 Strategická analýza

5.1 Identifikace odvětví

Podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE působí Společnost v odvětví NACE 69.10 – Právní činnosti. Podle databáze evropských společností Amadeus se na českém území nachází přibližně 3 600 společností evidovaných v rámci tohoto odvětví.

5.2 Vymezení relevantního trhu

Relevantní trh lze obecně definovat jako prostředí, ve kterém se pohybují společnosti, jejichž produkt / služby jsou jejich zákazníky vnímány jako blízké substituty. V případě Společnosti lze za relevantní trh považovat trh advokátních kanceláří s širokým spektrem nabízených právních služeb působících primárně na území České republiky. Vzhledem k tomu, že produktem společností na tomto trhu je poskytování právních služeb, je možné vymezit velikost relevantního trhu pouze v peněžních jednotkách (zejména v peněžních jednotkách na úrovni tržeb).

5.3 Vývoj tržeb na relevantním trhu

V rámci veřejně dostupných dat se nepodařilo dohledat odpovídající analýzu relevantního trhu. Data za vývoj trhu právních služeb jsou často slučována spolu s dalšími službami, zejména se službami účetními. O vývoji tržeb trhu jako celku tak nelze získat přesnou představu. Na základě analýzy vytvořené Českým statistickým úřadem, která zkoumá vývoj trhu s označením „Profesní, vědecké a technické činnosti“ (sdužující odvětví v členění CZ-NACE 69 až 75), lze vývoj uplynulých tří let shrnout následující tabulkou.

	2011	2012	2013
Tržby celkem	431 711	421 919	411 800
- tempo růstu	-	-2,27%	-2,40%
Výkony včetně obchodní marže	405 229	399 795	391 625
- tempo růstu	-	-1,34%	-2,04%
Výkonová spotřeba	261 176	252 004	248 701
- tempo růstu	-	-3,51%	-1,31%
Účetní přidaná hodnota	144 053	147 791	142 924
- tempo růstu	-	2,59%	-3,29%

Z vývoje ukazatelů je patrné, že trh reprezentovaný odvětvími NACE 69 až 75, kam mimo jiné spadají i právní služby, zaznamenal v uplynulých třech letech propad. K přesnější představě o vývoji konkrétně

**RSM TACOMA**

We understand your business

Společnost	Rok	EBITDA marže %	EBIT marže %	ROA %
SPOL.	2011	33,98%	30,72%	75,90%
	2010	34,76%	32,33%	79,41%
	2012	10,42%	8,75%	15,28%
CMS CAMERON MCKENNA, V.O.S.	2011	13,30%	11,48%	14,15%
	2010	26,69%	24,77%	34,32%
	2012	N/A	N/A	N/A
FRANCOIS VEIT	2011	N/A	N/A	N/A
	2010	N/A	N/A	N/A
	2012	N/A	N/A	N/A
Schönherr s.r.o.	2011	N/A	N/A	N/A
	2010	N/A	N/A	N/A
	2012	12,18%	10,73%	16,72%
HAVEL & HOLASEK, S.R.O., ADVOKATNI KANCELAR	2011	5,83%	3,91%	5,53%
	2010	10,05%	8,12%	9,13%
	2012	33,15%	32,17%	74,77%
MACHYTKOVA, SEDLACEK, VACA & SPOL., ADVOKATNI KANCELAR	2011	37,78%	34,94%	79,01%
	2010	39,79%	36,19%	74,74%
	2012	N/A	N/A	N/A
Norton Rose Fulbright v.o.s., advokátní kancelář	2011	N/A	N/A	N/A
	2010	N/A	N/A	N/A
	2012	25,57%	24,44%	38,52%
PETERKA & PARTNERS, V.O.S. ADVOKATNI KANCELAR	2011	28,48%	27,59%	37,41%
	2010	26,88%	25,66%	22,78%
	2012	37,80%	37,74%	25,43%
RÖDL & PARTNER, V.O.S.	2011	33,61%	33,44%	26,32%
	2010	36,45%	35,58%	35,36%
	2012	20,31%	20,04%	13,47%
VEJMELKA & WÜNSCH, S.R.O.	2011	28,71%	28,37%	23,56%
	2010	37,44%	37,18%	37,98%
	2012	18,18%	17,69%	34,60%
Weil, GOTSHAL & MAGES s.r.o. advokátní kancelář	2011	21,28%	20,80%	32,17%
	2010	24,85%	24,46%	38,56%
	2012	10,53%	9,59%	11,66%
White and Case LLP	2011	9,38%	8,55%	10,29%
	2010	9,64%	8,82%	11,28%
	2012	7,04%	5,43%	8,86%
WOLF THEISS Rechtsanwälte GmbH & Co KG, organizační složka	2011	8,86%	7,25%	9,72%
	2010	5,21%	4,06%	5,39%
	2012	19,24%	18,87%	17,34%
Medián	2011	28,48%	27,59%	26,32%
	2010	34,30%	30,63%	35,36%

Znalecký posudek č. 24-2/2014 | ID 00.159.828

RSM TACOMA a.s., Amazon Court, Karolínská 661, 186 00 Praha 8 - Karlín, Česká republika

Tel.: +420 226 219 000, Fax: +420 226 219 111, E-mail: info@rsm-tacoma.cz, www.rsm-tacoma.cz

Společnost je zapsána v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 3439, IČ: 63998581

RSM TACOMA je členem sítě RSM International, která sdružuje nezávislé účetní a poradenské firmy, přičemž každá poskytuje své služby zcela nezávisle.

Sít' RSM International není samostatným právním subjektem v žádné jurisdikci.

Následující tabulka shrnuje úroveň EBIT marže, velikosti tržeb a provozního výsledku hospodaření Společnosti.

	2010	2011	2012	2013
Tržby v tis. Kč				
Tempo růstu tržeb				
Provozní VH v tis. Kč				
EBIT marže				

V roce 2012 došlo k výraznému propadu marže. Příčinou byl jednak absolutní meziroční pokles tržeb a dále růst nákladů zejména v oblasti výkonové spotřeby – služby. V tomto roce je zřejmá stagnace či mírný pokles tržeb i u srovnatelných společností na trhu. Rok 2013 je rokem oživení. Bohužel pro srovnání v rámci tohoto roku nemáme informace o ostatních společnostech. Zatímco průměrná mediánová hodnota EBIT marže testovaných společností dosáhla v období 2010 až 2012 úrovně 25,69 %, dosáhla Společnost za stejné období průměrné úrovně % . Průměr na úrovni období 2010 až 2013 pak dosahuje hodnoty % . Jsme ovšem toho názoru, že změna právní formy, která se u Společnosti očekává, může s ohledem na odlišnou metodiku výkaznictví ovlivnit i dosahované hodnoty marží, které budou z důvodů výše popsaných (způsob odměňování společníků / jednatelů či jejich nahrazení jinými externími partnery) spíše klesat. Podíváme-li se na průměrnou úroveň mediánových hodnot EBIT marže pouze u kapitálových společností, zjištěná hodnota dosahuje úrovně kolem 10 %. Naopak marže sdružení a veřejných obchodních společností se pohybují na úrovni kolem 30 %.

5.5 Prognóza tržeb Společnosti

Vydeme-li k prognóze tržeb z historických tržeb Společnosti, vidíme, že vývoj tržeb byl v čase nestabilní. Od roku 2010, kdy tržby dosahovaly nejvyšších hodnot z historicky zahrnutých tržeb, dochází k poklesu hned ve dvou následujících letech. Na základě informací od paní Vašákové lze považovat úroveň tržeb z roku 2013 za poměrně vysokou a spíše v nejbližší době neopakovatelnou. Prognóza tržeb by tak tím pádem podle našeho názoru neměla vycházet z této úrovně.

Od Společnosti jsme obdrželi finanční plán na hospodářská období 2014 až 2016 (ke konci června), tj. 1. 7. 2014 až 30. 6. 2016, jehož součástí je i plán tržeb. Plánovaný vývoj tržeb v kontextu historických tržeb je součástí následující tabulky.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby v tis. Kč							
Tempo růstu tržeb							

6 Ocenění jmění společnosti Baker & McKenzie

6.1 Výnosová metoda diskontovaných peněžních toků

Modely diskontovaných peněžních toků (DCF) patří v současnosti k modelům, které mají největší užití. Těchto modelů existuje větší množství v různých variantách. Jejich společným znakem je, že hodnotu podniku odvozují od budoucích výnosů, které se převádějí (z pohledu investora) na současnou hodnotu.

Základem stanovení hodnoty Společnosti je budoucí peněžní tok, který bude Společností generován.

V našem případě byla zvolena nejužívanější metoda tohoto typu - metoda DCF entity, která je založena na výpočtu volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele.

V rámci této metody je zvlášť oceněn majetek spojený s hlavní výdělečnou činností podniku a zvlášť finanční majetek resp. ostatní neprovozní majetek podniku. Ocenění metodou DCF entity, vycházející z volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele, vede proto ke stanovení tzv. provozní hodnoty podniku. Výsledná hodnota podniku se stanoví jako součet provozní hodnoty podniku a hodnoty neprovozního majetku. Provozní hodnota podniku se stanovuje vždy jako součet hodnoty první fáze (suma diskontovaného volného peněžního toku za plánované období) a hodnoty druhé fáze (ocenění podniku za období, pro které již nebyl stanoven finanční plán, a ve kterém předpokládáme stabilizaci podnikatelské činnosti podniku).

Hodnota čistých aktiv podniku (čistého obchodního majetku) se stanoví jako rozdíl výsledné hodnoty podniku zjištěné výše popsáním způsobem, cizího úročeného kapitálu² a existujících závazků vůči společníkům.

6.2 Finanční plán

Finanční plán je základnou pro ocenění výnosovými metodami. Finanční plán již zohledňuje podmínky, za kterých by měla svoji činnost provozovat Společnost po změně právní formy. Při ocenění jsme vycházeli z finančního plánu Společnosti, který byl zástupci Společnosti předložen a který jsme podrobili detailní analýze jednak z hlediska dosažitelnosti tržeb, a také z hlediska dosažitelnosti plánovaných ziskových marží (specifikace postavení Společnosti ve vztahu k relevantní konkurenci viz předchozí kapitola). Předložený plán pokrýval období let 2014 až 2016 (vždy k 30. 6.).

V následujícím popisu finančního plánu se zabýváme pouze stěžejními položkami tohoto plánu. Období let 2014 až 2016 je tedy obdobím finančního plánu, nazývaného pro ocenění také první fází. S ohledem na Datum ocenění, kterým je 30. 4. 2014, vstupují do období první fáze roku 2014 pouze 2 měsíce – květen a červen.

Plán výnosů

Tempo růstu plánovaných tržeb pro období let 2015 a 2016 je v souladu se závěry odvětvové analýzy a s výhledem a s nejistotou ohledně dalšího vývoje nejenom českého, ale i celoevropského hospodářství zvolené poměrně konzervativně, na úrovni růstu kolem 1 %. Navíc plán tržeb nenavazuje na nejaktuálnější výsledky z roku 2013, nýbrž na úroveň blízkou historickému průměru, neboť, jak již bylo zmíněno výše, objem tržeb generovaných v roce 2013 je považován spíše za nadprůměrně vysoký a riziko spojené s možností, že podobné hodnoty se v budoucnu nebudou opakovat, je vysoké. Plán tržeb

² V námi posuzovaném případě je hodnota cizího úročeného kapitálu nulová

Plán nákladů – osobní náklady

Osobní náklady představují náklady na interní koncipienty a podpůrný personál (recepční, asistentky, atd.) a jsou z velké míry fixní. Do osobních nákladů jsou též zahrnuty odměny jednatelů za výkon činnosti statutárního orgánu. Následující tabulka uvádí plánované osobní náklady (v tis. Kč):

V tis. Kč	2014	2015	2016
Osobní náklady celkem	27 000	31 430	31 330
Podíl ON na tržbách			

Plán nákladů – provozní náklady celkem

Náročnost provozních nákladů k tržbám respektuje nízké tempo růstu tržeb od roku 2015. Jsme toho názoru, že v situaci nejistého hospodářského růstu je v silách Společnosti zamezit růstu provozních nákladů (v tis. Kč):

V tis. Kč	2014	2015	2016
Výkonové spotřeba	112 472	141 322	141 322
Osobní náklady	27 000	31 430	31 330
Provozní náklady celkem	139 472	172 752	172 652
Podíl PV na tržbách			

V tis. Kč	5-6/2014	2015	2016
Výkonová spotřeba	29 664	141 322	141 322
Osobní náklady	4 459	31 430	31 330
Provozní náklady celkem	34 123	172 752	172 652

Plán ziskovosti – EBIT marže

V rámci této kapitoly jsme se zabývali jednotlivými složkami výnosů a nákladů finančního plánu. Tento plán nám byl poskytnut Společností. Aby byla zajištěna tržní obvyklost parametrů tohoto plánu, provedeme následně srovnání ziskovosti, které odpovídá finančnímu plánu a ziskovosti, která byla analyzována v rámci konkurenční analýzy provedené v kapitole 5.4. Ziskovost dosažená v rámci finančního plánu na úrovni EBIT marže je pro jednotlivé roky 1. fáze zobrazena v následující tabulce.

6.2.1 Investice, odpisy

Výkon advokacie je typickou službou ze segmentu „poradenství“, který se mj. vyznačuje velmi nízkou investiční náročností. Společnost ke své činnosti výkonu advokacie potřebuje zejména majetek drobné investiční povahy (výpočetní technika, kancelářské vybavení, atd.), účtovaný přímo do nákladů, případně s žádným, nebo krátkým odpisovým cyklem. Z finančně náročnějších investic (než investice drobné) přichází do úvahy např. osobní automobil / vybavení kanceláří. Investice brutto jsme proto prognózovali na úrovni odpisů. Tato úroveň by měla být postačující na pokrytí provozní investiční potřeby Společnosti.

Následující tabulka obsahuje plánované investice a odpisy v jednotlivých letech plánu (v tis. Kč):

Plán investic a odpisů	4-6/2014	2015	2016
Investice brutto	135	625	612
Odpisy (původní)	135	625	612
Odpisy celkem	168	815	955

6.2.2 Pracovní kapitál

Obsahem položky pracovního kapitálu jsou následující kategorie:

- Krátkodobý finanční majetek
- Krátkodobé pohledávky
- Krátkodobé závazky

Všechny veličiny však započítáváme jen v provozně nutném rozsahu, tj.

- Společnost historicky dosahovala vysoké úrovně peněžní likvidity, tj. podílu krátkodobého finančního majetku a krátkodobých závazků (viz blíže kapitola 6.2.4). Podle našeho názoru je takováto vysoká úroveň likvidity zbytečná. Provozně nutnou úroveň krátkodobého finančního majetku jsme odhadli na měsíční úrovni provozních nákladů. Jedná se tedy o takovou úroveň peněžních prostředků, která by měla být schopna pokrýt provozní náklady, které jsou finančním plánem uvažovány na průměrné úrovni jednoho měsíce. Výsledná plánovaná likvidita odpovídá úrovni 0,3.
- Krátkodobé závazky obsahují hodnotově významnou položku v podobě závazků ke společníkům. Jedná se o závazky související s historickou povinností Společnosti distribuovat dosažený zisk. O hodnotu těchto závazků byl provozně nutný pracovní kapitál očištěn.

Doby obratu klíčových složek pracovního kapitálu (obchodních pohledávek a závazků) byly stanoveny na základě průměru historicky skutečně dosažených dob obrátů.

6.2.3 Financování majetku

S ohledem na typ podnikání neuvažujeme s využitím cizích zdrojů úvěrového charakteru.

podle našeho názoru dána jednak „životní fází“, ve které se oceňovaný subjekt nachází a jednak vazbou klíčových výkonných zaměstnanců na výkonnost společnosti. Metodu CAPM považujeme za vhodnou v případě podniků, které již překonaly alespoň svoji počáteční rozvojovou fázi a mají vizi svého dalšího rozvoje organicky navazující na podnikatelskou historii. Metodu stanovení nákladů vlastního kapitálu odvozenou z fondů rizikového kapitálu považujeme za vhodnou buď pro ocenění podniků, které nemají vybudovanou pozici na trhu a jsou v počátečních fázích svého vývoje a jednak právě pro podniky se silnou vazbou na klíčového zaměstnance, společníka, nebo několik málo společníků. Tyto subjekty jsou svým charakterem vhodné pro investory ochotné přijmout zvýšené riziko a participovat v delším časovém horizontu na rozvoji financovaných firem.

6.3.2.1 Princip stanovení nákladů vlastního kapitálu pomocí metody CAPM

Náklady vlastního kapitálu jsou dle tohoto modelu upraveného pro podmínky České republiky stanoveny ve tvaru:

$$r_e = r_{o(DE)} + \text{koef.beta} \times \text{RPKT}_{(USA)} + \text{RPZ} + \text{id} + \text{rf} + \text{rs}$$

kde:

r_o výnosnost německých třicetiletých státních dluhopisů

RPKT(USA) ... riziková prémie kapitálového trhu USA

RPZ riziková prémie kapitálového trhu země

id inflační diferenciál tj. rozdíl mezi očekávanou inflací České republiky a Německa

rf..... prémie za specifické riziko

rs..... prémie za velikost

Pro odhad bezrizikové diskontní míry použijeme požadovanou výnosnost třicetiletých německých státních dluhopisů, jejichž kotace je uváděna na www.bloomberg.com. Uvedené dluhopisy byly použity s ohledem na časový horizont použitý pro ocenění jmění Společnosti.

Bezriziková úroková míra k Datu ocenění činí **2,69 %** (hodnota výnosu do doby splatnosti třicetiletých německých dluhopisů).

Riziková prémie kapitálového trhu USA ve výši **4,79 %** byla zjištěna z internetových stránek Prof. Damodarana³ (jako průměr mezi historickou rizikovou prémie kalkulovanou z dat od roku 1928 do roku 2013 ve výši 4,62 % a implikovanou risk prémie, která byla odhadnuta ve výši 4,96 %). Ze stejného zdroje byla čerpána riziková prémie země, která vyjadřuje zvýšenou míru rizika na daném kapitálovém trhu a jejímž základem je riziko defaultu dané země. V případě České republiky činí riziková prémie země 0,90 % a odpovídá ratingu AA- (resp. Aa3).

Beta koeficient vyjadřuje citlivost výnosnosti oceňovaného aktiva na změny výnosnosti akcií celého kapitálového trhu:

Beta = 1 výnosnost oceňovaného aktiva se mění stejně jako výnosnost akcií celého kapitálového trhu, takže jeho rizikovost je stejná jako celého kapitálového trhu.

Beta > 1 riziko oceňovaného aktiva je větší než průměrné riziko kapitálového trhu.

³ Zdroj: www.damodaran.com v sekci Updated Data

NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU	2014 - 2016
Total beta (odvětví computer software)	4,26
Riziková prémie kapitálového trhu (USA)	4,79%
Riziko země (CZ)	0,90%
Průměrný inflační diferenciál	0,00%
Náklady vlastního kapitálu	23,97%

6.3.3 Stanovení průměrných nákladů kapitálu

Z důvodu absence financování pomocí úročeného cizího kapitálu (tj. na bázi nulového zadlužení) je kalkulovaná úroveň vážených průměrných nákladů rovna nákladům na vlastní kapitál stanoveným v předchozí kapitole. Námi kalkulovaná úroveň nákladů na vlastní kapitál byla stanovena ve výši 23,97 %, tato hodnota zároveň představuje vzhledem k nulovému zadlužení výslednou úroveň WACC.

6.4 Výpočet volných peněžních toků pro 1. fázi

Nyní propočítáme volné peněžní toky pro období let 2014 až 2016 (květen 2014 až červen 2016), a to na základě finančního plánu Společnosti a vypočítáme jejich současné diskontované hodnoty za období, ve kterém je plán zhotoven pro každý jednotlivý rok.

- Předpoklady použité pro výpočet volných peněžních toků:
- ◆ Sazba daně z příjmů v budoucích letech je uvažována ve výši 19 % (jedná se o sazbu daně z příjmů platnou pro společnosti s ručením omezeným).
- ◆ Datum ocenění – tj. 30. 4. 2014 je řešeno v rámci změn pracovního kapitálu, uvažujeme s peněžními toky za celoroč 2014.

Konkrétní postup výpočtu volných peněžních toků je uveden v příloze č. 04.

6.5 Hodnota 1. fáze

Hodnotu 1. fáze tvoří součet diskontovaných volných peněžních toků za plánované období. V případě stanovení hodnoty čistých aktiv Společnosti činí hodnota první fáze **63 102 tis. Kč**.

6.6 Hodnota 2. fáze

Hodnota druhé fáze vychází z tzv. **pokračující hodnoty**. Pokračující hodnotou rozumíme součet očekávaných peněžních toků od konce první fáze (období prognózy volného CF pro jednotlivá léta) až do nekonečna. Přepočtem pokračující hodnoty na současnou hodnotu získáme hodnotu druhé fáze, přičemž tato současná hodnota je propočtena k datu ukončení první fáze (tento okamžik je totožný se začátkem druhé fáze, tj. období od konce první fáze do nekonečna).

V případě stanovení hodnoty čistých aktiv Společnosti pracujeme s těmito obecnými předpoklady pro 2. fázi:



RSM TACOMA

We understand your business

- Dlouhodobý finanční majetek,
- V rámci krátkodobých pohledávek Společnost eviduje položku jiné pohledávky. Jiné pohledávky představují podle informací od paní Vašákové formu tzv. globální půjčky. Jednotlivé kanceláře Baker sdílí své finanční přebytky prostřednictvím globálního účtu za účelem poskytnutí finančních prostředků kancelářím, u nichž je to třeba. Obsah položky na základě těchto informací považujeme za neprovozní úroveň krátkodobého finančního majetku. Tato položka vstupuje v plné výši do neprovozní úrovně majetku.

Celková hodnota neprovozního majetku a závazků činí **-57 973 tis. Kč**. Jedná se tedy o závazek, který bude třeba v plné výši odečíst od hodnoty aktiv Společnosti.

6.8 Výpočet hodnoty čistých aktiv Společnosti metodou DCF

V následující tabulce je provedena rekapitulace ocenění čistých aktiv Společnosti a stanovena výsledná hodnota Společnosti.

Stanovení hodnoty čistých aktiv Společnosti	V tis. Kč
(+) Hodnota první fáze	63 102
(+) Hodnota druhé fáze	137 183
(=) Výnosová hodnota brutto k 30. 4. 2014	200 285
(-) Úročený cizí kapitál	0
(=) Výnosová hodnota netto k 30. 4. 2014	200 285
(+) Hodnota neprovozního majetku	-57 973
(=) Hodnota čistých aktiv Společnosti k 30. 4. 2014	142 312

Hodnota čistých aktiv Společnosti stanovená na základě výnosové metody diskontovaných peněžních toků činí **142 312 tis. Kč**.

Přehledná tabulka výsledků ocenění pomocí metody DCF je uvedena v příloze č. 05.

8 Rekapitulace výsledků

Následující tabulka uvádí přehled výsledků ocenění jmění společnosti Baker & McKenzie zjištěných jednotlivými metodami (v tis. Kč).

Použitá metoda ocenění	Hodnota jmění (v tis. Kč)	Váhy jednotlivých metod	Výsledná hodnota jmění (v tis. Kč)
Výnosová metoda diskontovaných peněžních toků	142 312	100%	142 312
Majetková metoda účetní hodnoty	150	0%	0

Na základě důvodů jmenovaných výše v tomto posudku považujeme za metodu vhodnou k ocenění jmění Společnosti metodu diskontovaných peněžních toků. Tato metoda podle našeho názoru nejlépe vystihuje skutečnou hodnotu jmění Společnosti.



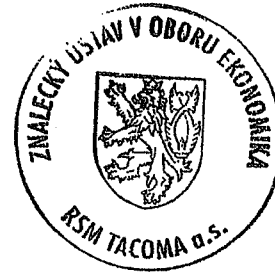
10 Znalecká doložka

RSM TACOMA a.s. byla dne 18. 5. 2001 pod zn. M – 785/2001 a na základě rozhodnutí o změně zápisu přiznané specializace Čj. 177/2009-OD-ZN/6 ze dne 9. 9. 2009 a rozhodnutí Čj.124/2013-OSD-SZN/5, ze dne 20. 8. 2013 zapsána Ministerstvem spravedlnosti do prvního oddílu seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost, a to pro znalecké posudky v oboru ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění pro oceňování nemovitého, movitého, nehmotného a finančního majetku, podniků či jejich částí, pohledávek, akcií a podílů v obchodních společnostech, podniků či jejich částí, majetku, závazků a obchodního jmění obchodních společností, zejména pro účely přeměn společností jejich fúzí, převodem jmění na společníka nebo rozdělením či při změně právní formy společnosti, vypracovávání znaleckých zpráv o přeměnách společností, posouzení výše vypořádacích podílů, stanovení hodnoty nepeněžitého vkladu, posouzení výše protiplnění při procesech přechodu všech účastnických cenných papírů na jediného společníka a nabídkách převzetí, oceňování hodnoty majetku nabývaného od zakladatele, akcionáře, nebo jiné osoby stanovené zákonem, přezkoumávání vztahů mezi propojenými osobami z ekonomického hlediska, přezkoumávání činnosti člena statutárního orgánu z hlediska hospodářských zájmů, vyčíslování náhrady škody a vypracovávání znaleckých posudků dle právních předpisů o insolvenci.

Znalecký posudek je vydán pod pořadovým číslem 24-2/2014.

V Praze dne 2. června 2014.

Ing. Monika Marečková, předseda představenstva



Otisk kulaté pečeti

Znalecký posudek připravoval a případná vysvětlení podá

Ing. Lukáš Nemasta, Analyst

Znalecký posudek kontroloval

Ing. Rudolf Hájek, Senior Consultant

Znalecký posudek schválil

Ing. Radka Svobodová, Senior Manager