

Vyhotovení č. 2, celkem 2 vyhotovení

ZNALECKÝ POSUDEK

č. 038167/2024

14. 5. 2024

Stručný popis předmětu znaleckého posudku:

Ocenění jmění společnosti RSJ a.s., se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, identifikační číslo: 063 24 720, zapsané v obchodním rejstříku Městského soudu v Praze, sp. zn.: B 22737, v souvislosti se změnou právní formy z akciové společnosti na společnost s ručením podle § 367 a souvisejících zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev.

Zadavatel:

RSJ a.s.

Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1

IČ: 063 24 720

zapsaná v obchodním rejstříku Městského soudu v Praze, sp. zn.: B 22737

(dále jen „RSJ a.s.“)

Obor, ve kterém má být posudek podán: Ekonomika

Odvětví, ve kterém má být posudek podán: Oceňování obchodních závodů

Znalecká kancelář:

BDO Valuation s.r.o.

Nádražní 344/23, Smíchov, 150 00 Praha 5

IČ: 194 10 786

Osoby podílející se na zpracování:

Štěpánka Kopecká

Lukáš Křístek

Barbora Jiráková

Anna Štefaničová

Evidenční číslo posudku: 149/56/2024

V Praze dne 14. 5. 2024

Znalecký posudek obsahuje 32 stran textu + 128 stran příloh včetně krycích listů

Počet vyhotovení: 2 x pro zadavatele. Vyhotovení č. 1 v elektronické podobě, vyhotovení č. 2 v tištěné podobě. V archivu znalce je posudek uložen v elektronické podobě.

SHRNUTÍ

Tento posudek znalce byl vyhotoven na základě objednávky ze dne 23.4.2024, znalcem pro účely přeměny RSJ a.s. na společnost s ručením omezeným byla znalecká kancelář jmenována dle usnesení Městského soudu v Praze ze dne 30.4.2024, č.j.: 2 Nc 4583/2024 - 5.

Předmětem znaleckého posudku je ocenění jmění¹ společnosti RSJ a.s., které je popsáno v kapitole C 3. tohoto znaleckého posudku.

Datum, ke kterému se jmění oceňuje, je 31.12.2023, tj. den, ke kterému byl vyhotoven projekt změny právní formy.

Účelem zhotovení znaleckého posudku je ocenění jmění společnosti ke dni, ke kterému byl vyhotoven projekt změny právní formy dle § 367 zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, v platném znění (dále také jen zákon o přeměnách) podle uvedeného usnesení soudu.

Způsob ocenění jmění

Podle odst.1 § 367 zákona o přeměnách dochází-li ke změně právní formy na společnost s ručením omezeným nebo akciovou společnost, je společnost nebo družstvo povinna nechat ocenit své jmění posudkem znalce ke dni, k němuž byl vyhotoven projekt změny právní formy.

Dle odst. 1 § 75 zákona o přeměnách musí posudek znalce pro ocenění jmění obsahovat alespoň:

- a) Popis jmění zanikající společnosti,
- b) Použité způsoby ocenění,
- c) Částku, na kterou se jmění zanikající společnosti oceňuje.

Dále pak dle odst. 2 § 367 zákona o přeměnách znalec v posudku uvede, zda ocenění jmění společnosti nebo družstva odpovídá alespoň výši základního kapitálu společnosti podle projektu změny právní formy. Výše základního kapitálu společnosti s ručením omezeným nebo akciové společnosti nemůže být v takovém případě vyšší, než je částka ocenění jmění vyplývající z posudku znalce.

Podle běžně přijímané praxe mají být pro ocenění jmění společnosti obecně použity nejméně dva způsoby ocenění, které by měly vycházet z různých teoretických základů, přičemž volba použitých způsobů zcela jistě záleží na charakteru společnosti, jejíž jmění se oceňuje. Na základě výsledků takto použitých způsobů ocenění je pak nutno odůvodnit způsob ocenění, popř. jeho použitou metodu, jehož výsledek nejlépe vystihuje hledanou hodnotu.

V souladu s výše uvedeným jsou v tomto znaleckém posudku pro ocenění jmění použity dva způsoby. První způsob je majetkový způsob ocenění metodou neúplné substanční hodnoty a druhý majetkový způsob metodou historických účetních cen.

¹ Ve smyslu § 495 zákona č.89/2012 Sb., občanský zákoník tvoří jmění osoby souhrn jejího majetku a jejích dluhů.

Závěrečný výrok

Na základě získaných informací, provedených analýz a přijatých předpokladů učinil podepsaný znalec tento závěr:

Částka, kterou se oceňuje jmění společnosti RSJ a.s., která je popsána v tomto posudku v jejím stavu k datu 31.12.2023, stanovená jako reálná hodnota pro přeměnu společnosti formou změny právní formy ve smyslu § 367 zákona o přeměnách činí:

1 770 951 000,- Kč

(slovy: jedna miliarda sedm set sedmdesát milionů devět set padesát jedna tisíc korun českých)

Uvedená částka neobsahuje daň z přidané hodnoty.

Ocenění jmění společnosti RSJ a.s. odpovídá alespoň, resp. převyšuje, výši základního kapitálu společnosti podle projektu změny právní formy, která dosahuje částky 2 700 000 Kč.

OBSAH

A. ZADÁNÍ.....	6
1. Zadavatel znaleckého posudku.....	6
2. Odborná otázka zadavatele.....	6
3. Účel použití znaleckého posudku.....	6
4. Datum ocenění.....	6
5. Předpoklady a omezující podmínky ocenění.....	6
B. VÝČET PODKLADŮ.....	8
1. Popis postupu znalce při výběru zdrojů dat.....	8
2. Použité podklady a literatura.....	8
2.1. Data předaná Zadavatelem.....	8
2.2. Data získaná Zpracovatelem.....	8
2.3. Literatura.....	8
3. Data, u kterých nemohl znalec ověřit věrohodnost zdroje.....	9
4. Ověření věrohodnosti zdrojů dat.....	9
C. NÁLEZ.....	10
1. Popis postupu znalce při sběru nebo tvorbě dat a při jejich zpracování.....	10
2. Výčet dat.....	10
3. Předmět ocenění.....	10
3.1. Identifikace společnosti.....	10
3.2. Účetní stav.....	11
3.3. Ostatní skutečnosti.....	11
3.4. Finanční investice.....	11
3.5. Skupina RSJ.....	12
4. Způsoby oceňování.....	13
4.1. Definice hodnoty.....	13
4.2. Obecně o způsobech ocenění.....	14
4.3. Majetkový způsob ocenění.....	15
4.4. Metodologie pro výnosový způsob ocenění.....	16
4.4.1. Diskontování volných peněžních toků.....	16
4.4.2. Diskontní míra.....	17
D. POSUDEK.....	20
1. Popis postupu při analýze dat a výsledky analýzy dat.....	20
2. Strategická analýza.....	20
2.1. Makroekonomické ukazatele.....	20
2.1.1. Globální ekonomika.....	20
2.1.2. Evropská unie.....	21
2.1.3. Česká republika.....	22
2.2. Analýza odvětví.....	23

2.2.1. Algoritmické obchodování	23
2.2.2. Činnost administrátora, obhospodařovatele a depozitáře	24
2.2.3. Investiční fondy a jejich členění	24
2.3. Závěr strategické analýzy	24
3. Historické účetní výkazy Společnosti	24
4. Volba metod ocenění.....	26
5. Majetkový způsob ocenění metodou účetní hodnoty	26
6. Majetkový způsob ocenění metodou substanční hodnoty.....	27
6.1. Přecenění aktiv.....	27
6.2. Analýza cizích zdrojů a ostatních pasiv	27
6.3. Rekapitulace majetkového ocenění substanční metodou	27
E. ODŮVODNĚNÍ.....	29
1. Interpretace výsledků analýzy dat	29
2. Kontrola postupu znalce.....	29
3. Přesnost závěrů	29
F. ZÁVĚR	30
G. PŘÍLOHY	31
H. NÁLEŽITOSTI POSLEDNÍ STRANY POSUDKU.....	32
I. ZNALECKÁ DOLOŽKA	32

A. ZADÁNÍ

Na části Zadání se podílely Štěpánka Kopecká, Anna Štefaničová a Barbora Jiráková.

1. Zadavatel znaleckého posudku

Zadavatelem znaleckého posudku je společnost RSJ a.s., se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, identifikační číslo: 063 24 720, zapsané v obchodním rejstříku Městského soudu v Praze, sp. zn.: B 22737 (dále jen „RSJ a.s.“).

2. Odborná otázka zadavatele

Na základě objednávky ze dne 23.4.2024 a dle usnesení Městského soudu v Praze, č.j. 2 Nc 4583/2024 - 5, ze dne 30.4.2024 bylo znalci uloženo zpracovat znalecký posudek oceňující jmění společnosti RSJ a.s. pro účely změny právní formy dle § 367 zákona o přeměnách.

Městský soud v Praze rozhodl ve věci navrhovatelky: RSJ a.s., za účasti: BDO Valuation s.r.o., IČO 194 10 786 sídlem Nádražní 344/23, Smíchov, 15000 Praha, o návrhu na jmenování znalce takto:
I. Podle § 367 odst. 1 ve spojení s § 28 písm. a) a § 29 odst. 2 zákona č. 125/2008 Sb. v platném znění, o přeměnách obchodních společností a družstev, soud jmenuje společnost BDO Valuation s.r.o., IČO 194 10 786, sídlem Nádražní 344/23, Smíchov, 15000 Praha, znalcem pro vypracování znaleckého posudku na ocenění jmění společnosti RSJ a.s., IČO 063 24 720, sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, pro účely přeměny navrhovatelky na společnost s ručením omezeným.

Podle odst.1 § 367 zákona o přeměnách dochází-li ke změně právní formy na společnost s ručením omezeným nebo akciovou společnost, je společnost nebo družstvo povinna nechat ocenit své jmění posudkem znalce ke dni, k němuž byl vyhotoven projekt změny právní formy.

Dle odst. 1 § 75 zákona o přeměnách musí posudek znalce pro ocenění jmění obsahovat alespoň:

- a) Popis jmění zanikající společnosti,
- b) Použité způsoby ocenění,
- c) Částku, na kterou se jmění zanikající společnosti oceňuje.

Dále pak dle odst. 2 § 367 zákona o přeměnách znalec v posudku uvede, zda ocenění jmění společnosti nebo družstva odpovídá alespoň výši základního kapitálu společnosti podle projektu změny právní formy. Výše základního kapitálu společnosti s ručením omezeným nebo akciové společnosti nemůže být v takovém případě vyšší, než je částka ocenění jmění vyplývající z posudku znalce.

Zadavatel nesdělil skutečnosti, které by mohly mít vliv na přesnost našich závěrů.

3. Účel použití znaleckého posudku

Účelem zhotovení znaleckého posudku je ocenění jmění společnosti v souvislosti se změnou právní formy z akciové společnosti na společnost s ručením omezeným podle § 367 odst. 1 zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, v platném znění.

4. Datum ocenění

Ocenění jmění společnosti je provedeno k datu 31.12.2023, tj. den, ke kterému byl vyhotoven projekt přeměny.

5. Předpoklady a omezující podmínky ocenění

Ocenění bude provedeno na základě podkladů získaných od Společnosti, která zodpovídá za správnost a úplnost podkladů, znalec tyto podklady dále nepřezkoumává.

Analýzy, názory a závěry jsou platné jen za omezených podmínek a předpokladů, které jsou uvedeny v posudku a jsou znalcovými osobními, nezaujatými profesionálními analýzami, názory a závěry.



Znalec nemá žádné současné ani budoucí zájmy na majetku, který je předmětem posudku, ani neexistuje osobní zájem nebo zaujatost vzhledem k výsledku znaleckého posudku.

Ocenění je platné pouze k vyznačenému datu ocenění a pro vymezený účel.

B. VÝČET PODKLADŮ

Na části Výčet podkladů se podílely Štěpánka Kopecká, Anna Štefaničová a Barbora Jiráková.

1. Popis postupu znalce při výběru zdrojů dat

Zdroje dat byly vybrány obecné a veřejně dostupné a zdroje dat konkrétní, dále byla využita odborná literatura, jejíž seznam je uveden dále.

Obecné a veřejné dostupné zdroje dat, literaturu obstaral zpracovatel.

Konkrétní zdroje dat, včetně informací od Zadavatele, jsme obdrželi od Zadavatele.

2. Použité podklady a literatura

2.1. Data předaná Zadavatelem

1. Usnesení soudu o jmenování znalce
2. Konsolidovaná výroční zpráva společnosti RSJ a.s. za rok 2022
3. Individuální účetní závěrka včetně přílohy společnosti RSJ a.s. za rok 2021, 2022 a 2023
4. Obrátová předvaha společnosti RSJ a.s. k 31.12. let 2020, 2021, 2022 a 2023
5. Zhodnocení nutnosti snížení účetní hodnoty v souvislosti s majetkovými účastmi RSJ a.s. k 31.12.2023
6. Další zdroje, které jsou uvedené v přílohách č.3 , 4, 5, 6, kde jsou oceněny společnosti, které jsou součástí skupiny RSJ
7. Další informace účetní a jiné evidence společnosti RSJ a.s.

Uvedené poskytnuté podklady nebyly podepsaným Znalcem nijak dále auditovány a je plně předpokládána jejich věrohodnost, jsou uloženy v archivu znalce.

2.2. Data získaná Zpracovatelem

1. Objednávka ze dne 23.4.2024
2. Výpis z obchodního rejstříku společnosti RSJ a.s., pořízený přes internet
3. Výpis z obchodního rejstříku společnosti RSJ Prop SICAV a.s. pořízený přes internet
4. Výpis z obchodního rejstříku společnosti RSJ Securities a.s. pořízený přes internet
5. Výpis z obchodního rejstříku společnosti RSJ Custody s.r.o. pořízený přes internet
6. Výpis z obchodního rejstříku společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s. pořízený přes internet

2.3. Literatura

1. Mařík, M.: Určování hodnoty firem, Praha, Ekopress 1998, ISBN 80-86119-09-2
2. Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy, Ekopress 2003, ISBN 80-86119-57-2.
3. Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy, Ekopress 2007, 2.upravené a rozšířené vydání, ISBN 80-86929-00-0.
1. Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy, Ekopress 2018, 4.upravené a rozšířené vydání, ISBN 978-80-87865-38-5.
2. Maříková, P. - Mařík, M.: Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, ISBN: 978-80-245-1242-6, Praha 2007
3. Kislíngrová, E.: Oceňování podniku, 2. přepracované a doplněné vydání, C. H. Beck v Praze roku 2001, ISBN 80-7179-529-1.
4. The European Group of Valuers' Associations: European Valuation Standards 2020, 9th Edition, ISBN 9789081906050
5. International Valuation Standards 2022, International Valuation Standards Council, 20 St Dunstan's Hill, LONDON, EC3R 8HL, UK, ISBN: 978-0-9931513-4-7
6. Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, v platném znění

7. Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), v platném znění
8. Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, v platném znění

3. Data, u kterých nemohl znalec ověřit věrohodnost zdroje

Ocenění bude provedeno na základě podkladů získaných od Zadavatele (Společnosti), který zodpovídá za správnost a úplnost podkladů, znalec tyto podklady dále nepřezkoumává.

4. Ověření věrohodnosti zdrojů dat

Čerpali jsme data zejména z veřejných zdrojů a podkladů od Zadavatele (Společnosti). Neověřovali jsme věrohodnost dat, a to zejména z toho důvodu, že jde především o účetní informace.

C. NÁLEZ

Na části Nález se podílely Štěpánka Kopecká, Anna Štefaničová a Barbora Jiráková.

1. Popis postupu znalce při sběru nebo tvorbě dat a při jejich zpracování

Postup znalce při sběru dat:

Znalec sepsal seznam podkladů potřebných pro zpracování znaleckého posudku a tento předal Zadavateli. Zadavatel relevantní podklady znalci předal.

Postup znalce při tvorbě dat:

Naším úkolem je zjistit hodnotu jmění Společnosti. Proto musíme nejdříve znát ekonomickou situaci Společnosti. K tomu nám slouží účetní výkazy a jiné účetní záznamy Společnosti za minulost a k datu ocenění a dále podnikatelský výhled. Společnost vlastní podíly na dceřiných společnostech, proto je potřeba zjistit stejné informace i k těmto dceřiným společnostem, zvolit správný způsob jejich ocenění a data analyzovat směrem ke stanovení jejich reálné hodnoty.

Z předaných a získaných dat a informací vytvoříme taková data, abychom z nich a našich zkušeností rozhodli, které metody ocenění použijeme, a která metoda ocenění bude určující.

2. Výčet dat

Data pocházejí ze zdrojů popsaných v kapitole B.2.

3. Předmět ocenění

3.1. Identifikace společnosti

Předmětem ocenění je jmění společnosti identifikované výpisem z obchodního rejstříku, vedeného Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 22737:

Datum vzniku a zápisu:	4. srpna 2017
Spisová značka:	B 22737 vedená u Městského soudu v Praze
Obchodní firma:	RSJ a.s.
Sídlo:	Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1
Identifikační číslo:	063 24 720
Právní forma:	Akciová společnost
Předmět podnikání:	Správa vlastního majetku

(dále také jen Společnost)

Dle klasifikace ekonomických činností - CZ-NACE se společnost zabývá následujícími činnostmi:

Hlavní ekonomická činnost (CZ NACE)
64200 - Činnosti holdingových společností

Společnost RSJ a.s. byla založena jako finanční holdingová společnost, sdružující společnosti ze skupiny RSJ s cílem zjednodušit a zefektivnit řízení na skupinové úrovni. Společnost postupně převzala účasti ve společnostech, které zajišťují algoritmičké obchodování a které vykonávají činnosti administrace a depozitáře, a to zejména pro společnosti ve skupině RSJ. Společnost je organizována jako čistý holding. Jediným předmětem činnosti Společnosti je držení a správa majetkových účastí a kontrola dceřiných společností.

Společnost je součástí skupiny RSJ - viz dále.

3.2. Účetní stav

Účetnictví společnosti je vedeno a účetní závěrka sestavována v souladu se zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví, v platném znění, vyhláškou č. 501/2022 Sb. Vydanou Ministerstvem financí, ve znění pozdějších předpisů a českými účetními standardy pro finanční instituce vydanými Ministerstvem financí. Společnost vede účetnictví odpovídající kalendářnímu roku od 1.1. do 31.12.

Účetní výkazy ve formě rozvahy a výkazu zisku a ztráty k datu 31.12.2023 jsou v příloze č. 2 posudku. Účetní výkazy byly pro účely ocenění transformovány bez ztráty významu.

3.3. Ostatní skutečnosti

Mimobilanční majetek, závazky

Společnost neeviduje mimobilanční majetek ani mimobilanční závazky.

Zaměstnanci

Společnost nemá ke dni ocenění žádné zaměstnance.

Soudní spory

Společnost se neúčastní aktivních ani pasivních soudních sporů.

3.4. Finanční investice

Společnost vlastní k datu ocenění účasti v těchto společnostech:

1)

Název společnosti:	RSJ Securities a. s.
Sídlo:	Na Florenci 2116/15, 110 00 Praha 1 Nové Město
IČO:	008 84 855
Předmět podnikání:	výkon činností obchodníka s cennými papíry v rozsahu povolení uděleného podle zvláštního zákona poskytování software, poradenství v oblasti informačních technologií, zpracování dat, hostingové a související činnosti a webové portály
Základní kapitál v OR:	27 000 tis. Kč
Ostatní položky kapitálu:	594 391 tis. Kč
Výše účasti:	100 %
Vliv:	rozhodující
Počet akcií:	27 000 ks
Účetní hodnota akcií:	27 000 tis. Kč

2)

Název společnosti:	RSJ Custody s.r.o.
Sídlo:	Na Florenci 2116/15, 110 00 Praha 1 Nové Město
IČO:	026 03 900
Předmět podnikání:	Činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona (obory činnosti: - zprostředkování obchodu a služeb - poskytování software, poradenství v oblasti informačních technologií, zpracování dat, hostingové a související činnosti a webové portály - poradenská a konzultační činnost, zpracování odborných studií a posudků - reklamní činnost, marketing, mediální zastoupení - služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy - výroba, obchod a služby jinde nezařazené)

	Výkon činností obchodníka s cennými papíry v rozsahu povolení uděleného podle zvláštního zákona
	Výkon činnosti administrátora a deponitáře investičního fondu v rozsahu povolení uděleného podle zvláštního zákona
Základní kapitál v OR:	36 000 tis. Kč
Ostatní položky kapitálu:	17 229 tis. Kč
Výše účasti:	100 %
Vliv:	rozhodující
Účetní hodnota akcií:	36 000 tis. Kč

3)	
Název společnosti:	RSJ Prop SICAV a. s.
Sídlo:	Na Florenci 2116/15, 110 00 Praha 1 Nové Město
IČO:	079 70 358
Předmět podnikání:	Činnost fondu kvalifikovaných investorů
Základní kapitál v OR:	100 tis. Kč
Ostatní položky kapitálu:	0 tis. Kč
Výše účasti:	100 %
Vliv:	rozhodující
Počet akcií:	100 ks
Účetní hodnota akcií:	100 tis. Kč

4)	
Název společnosti:	RSJ Asset Management investiční společnost a.s.
Sídlo:	Na Florenci 2116/15, 110 00 Praha 1 Nové Město
IČO:	171 49 509
Předmět podnikání:	Činnost investiční společnosti dle ust. § 7 zákona o investičních společnostech
Základní kapitál v OR:	3 750 tis. Kč
Ostatní položky kapitálu:	1 571 tis. Kč
Výše účasti:	100 %
Vliv:	rozhodující
Počet akcií:	37 500 ks
Účetní hodnota akcií:	3 750 tis. Kč

3.5. Skupina RSJ

Finanční skupina RSJ se skládá ze dvou částí - RSJ a.s. a RSJ Investments investiční společnost a.s., IČO: 053 57 225. Dceřiné společnosti RSJ a.s. se podílejí na obchodování na světových burzách. RSJ Investments investiční společnost a.s. spravuje široké portfolio investic v České republice a zahraničí.

Prostřednictvím RSJ Securities a.s., společnosti patřící do holdingu RSJ a.s., jež je obchodníkem s cennými papíry, působí na burzách v Londýně, Chicagu, Frankfurtu a Tokiu. Obchoduje zejména s finančními deriváty, futures kontrakty na úrokové míry, vládní dluhopisy, akciové indexy a na energetické komodity.

Hlavní strategií je market making (vytváření trhů), kdy obchodník současně nabízí, že aktivum koupí i prodá. Pro ostatní účastníky trhu se tak zvyšuje možnost obchodování. Na některých trzích je RSJ Securities a.s. dokonce oficiálním market makerem, který má pověření od příslušné burzy.

Investiční společnost RSJ Investments investiční společnost a.s. spravuje široké portfolio investic v České republice a zahraničí. Vysoký podíl na spravovaném majetku představují investice do realitních projektů, které se zaměřují na akvizici výnosových nemovitostí a rezidenční a výnosovou výstavbu. V posledních letech roste podíl investic do logistiky, resp. průmyslových areálů. Soustředí se rovněž na klíčová odvětví 21. století - informační technologie, biotechnologie, produkci zdravých potravin či na investice vedoucí k prodloužení a zkvalitnění lidského života. Při vyhledávání projektů dává přednost těm, které společnosti a svému okolí přinášejí více než jen finanční zisk.

RSJ Custody s.r.o. zajišťuje širokou paletu služeb v rámci finanční skupiny RSJ - evidenci cenných papírů, účetnictví, personalistiku, právní služby a regulatorní poradenství, back office či služby související s IT. Působí jako administrátor a depozitář fondů RSJ.

Investiční společnost RSJ Asset Management investiční společnost a.s. obhospodařuje investiční fond RSJ Prop SICAV a.s., který je fondem kvalifikovaných investorů s podfondem RSJ Prop Podfond. V podfondu RSJ Prop Podfond se společnost zaměřuje na zhodnocování majetku pomocí algoritmického obchodování (algorithmic trading), kdy se k obchodování používají počítačové modely.

Součástí skupiny RSJ je také Nadace RSJ, jejímž posláním je vytvářet dobré podmínky pro růst vyrovnaných nadaných dětí, podpora duševního zdraví dětí a mládeže, snaha o systémové změny ve vzdělávání a rozvoj filantropie.

4. Způsoby oceňování

Způsoby ocenění, popř. jejich metody, jsou úzce vázány na předmět a účel ocenění.

4.1. Definice hodnoty

Pro daný úkol je nutné definovat pojem hodnoty, jejíž vyjádření konkrétní částkou je obsaženo v závěrečném výroku znaleckého posudku. Pro rozklad problematiky je účelné vymezit pojmy:

Vymezení pojmů cena, hodnota

Hodnota je ekonomický pojem, který se týká peněžního vztahu mezi zbožím a službami, které lze koupit, a těmi, kdo je kupují a prodávají. Hodnota není (na rozdíl od ceny) skutečností, ale odhadem ohodnocení zboží a služeb tzn. určitým oceňovacím způsobem, popř. modelem v daném místě a čase, podle konkrétní definice hodnoty.

Cena je výrazem pro požadovanou, nabízenou nebo placenou, tedy realizovanou částku, za zboží nebo službu. Cena je obecným údajem o relativní hodnotě přiřazené zboží nebo službám jednotlivými kupujícími a nebo prodávajícími v jednotlivých situacích.

Definice hodnoty

Principu zadání daného ocenění nejlépe odpovídá pojem reálné hodnoty. Ekonomická koncepce reálné hodnoty odráží objektivizovaný názor na prospěch plynoucí tomu, kdo vlastní zboží nebo obdrží služby k datu platnosti takto stanovené hodnoty.

Česká právní úprava²:

Pojetí ocenění podle zákona o přeměnách obchodních společností a družstev nejlépe odpovídá pojem reálné hodnoty. Ekonomická koncepce reálné hodnoty odráží objektivizovaný názor na prospěch plynoucí tomu, kdo vlastní zboží nebo obdrží služby k datu platnosti takto stanovené hodnoty.

Pro účely tohoto zákona se jako reálná hodnota použije:

- a) tržní hodnota, popřípadě tržní hodnota odvozená z tržní hodnoty jednotlivých složek aktiv a pasiv, nelze-li tržní hodnotu pro některé aktivum nebo pasivum zjistit, ale lze ji zjistit pro jednotlivé složky nebo podobné aktivum či pasivum,
 - b) hodnota vyplývající z obecně uznávaných oceňovacích modelů a technik, pokud tyto oceňovací modely a techniky zajišťují přijatelný odhad tržní hodnoty,
 - c) ocenění kvalifikovaným odhadem nebo posudkem znalce, není-li tržní hodnota k dispozici nebo tato nedostatečně představuje reálnou hodnotu; metody ocenění použité při kvalifikovaném odhadu nebo posudku znalce musí zajistit přiměřené přiblížení se k tržní hodnotě,
 - d) ocenění stanovené podle zvláštních právních předpisů, nelze-li postupovat podle písmen a) až c).
- Vlastní definici reálné hodnoty tento zákon neuvádí. Stejně tak není v české právní úpravě uvedena definice tržní hodnoty. Z tohoto důvodu je nutné použít vlastní definice z nadnárodních standardů.

² Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví platný k datu ocenění.

Mezinárodní oceňovací standardy³:

Tržní hodnota

Tržní hodnota je odhadnutá 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. Tržní hodnota také předpokládá existenci otevřeného konkurenčního trhu a použití tržních dat při ocenění. Tržní hodnota aktiva odráží jeho nejvyšší a nejlepší využití, tj. takové využití, které maximalizuje jeho potenciál a které je možné, právně přípustné a finančně proveditelné.

Reálná hodnota

Definice reálné hodnoty je v odkázána na Mezinárodní standardy finančního výkaznictví (International Financial Reporting Standards):

IFRS 13 definuje reálnou hodnotu jako cenu, kterou bychom získali při prodeji majetku nebo zaplatili za převod závazku v řádné transakci mezi tržními účastníky k datu ocenění.

(IFRS 13 defines Fair Value as the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date.)

Mezinárodní oceňovací standardy dále uvádějí např. reálnou tržní hodnotu „Fair Market Value“ podle OECD (Organization for Economic Co-operation and Development):

OECD definuje Fair Market Value jako cenu, kterou ochotný kupující zaplatí ochotnému prodávajícímu v transakci na otevřeném trhu. Pokyny OECD se používají v mnoha zakázkách pro mezinárodní daňové účely.

(The OECD defines Fair Market Value as the price a willing buyer would pay a willing seller in a transaction on the open market. OECD guidance is used in many engagements for international tax purposes.)

Evropské oceňovací standardy⁴:

Pojem reálné hodnoty je uveden ve Standardu 4: Bases of Valuation.

Reálná hodnota je používána ve dvou odlišných konceptech - podle obecné definice nebo pro účetní účely.

Reálná hodnota ve smyslu obecné definice je částka, která představuje spravedlivou cenu, která má být zaplacená mezi dvěma známými stranami, s ohledem na jejich odpovídající zájmy a výhody a nevýhody kupujícího při nabytí majetku. To může poskytnout jinou hodnotu než při předpokladech použitých k určení tržní hodnoty, což je částka, kterou má zaplatit neznámý hypotetický kupující hypotetickému prodávajícímu.

Závěr:

Všechny standardy a právní úpravy zdůrazňují, že tržní hodnota aktiva je výrazem spíše jeho trhem uznané použitelnosti než jeho čistě fyzického stavu. Použitelnost aktiva pro daný podnik se přitom může lišit od použitelnosti, kterou uznává trh nebo jiný konkrétní podnik. Tržní hodnota obecně předpokládá existenci trhu s daným majetkem, kdyby na tomto trhu mělo existovat více kupujících i prodávajících - vytvářejí se tak podmínky pro vznik tržní hodnoty.

V daném konkrétním případě však transparentní trh s identickým majetkem neexistuje, proto je jako základ hodnoty pro toto ocenění použita **reálná hodnota**.

4.2. Obecně o způsobech ocenění

Způsob ocenění je důležitým faktorem při stanovení hodnoty. Oceňovatel může při ocenění použít portfolio metod používaných standardně při oceňování. Metody oceňování se dle finanční literatury dělí do tří základních částí:

³ *International Valuation Standards 2022, International Valuation Standards Council, 20 St Dunstan's Hill, LONDON, EC3R 8HL, UK, ISBN: 978-0-9931513-4-7*

⁴ *The European Group of Valuers' Associations: European Valuation Standards 2016, ISBN 978-90-819060-1-2*

Metody substanční se někdy nazývají také metodami statickými. Do této skupiny náleží:

- metoda účetních cen
- metoda ocenění substanční hodnotou
- metoda likvidační

Metoda účetních cen je založena na ocenění majetku a závazků cenami účetními - historickými. S tímto oceněním se setkáme v účetních výkazech společností.

Metoda substanční hodnoty na bázi reprodukčních cen oceňuje majetek při použití vybraných auditorských postupů s přihlédnutím k zásadě opatrnosti a se zohledněním opravných položek. Majetek je oceňován s ohledem na současné ceny na trhu majetku a jeho možnosti prodejnosti při znalostech oceněného majetku. Závazky jsou obvykle oceněny v účetních hodnotách.

Likvidační metodu můžeme považovat za podmnožinu metody ocenění substanční hodnotou. Při této metodě odhadujeme, za jakou částku je možné jednotlivá aktiva zpeněžit při zohlednění jejich stáří a opotřebení.

Metody výnosové se někdy nazývají také metodami dynamickými a rozeznáváme následující:

- metoda diskontovaného peněžního toku
- metoda kapitalizovaných zisků

Metoda diskontovaného peněžního toku vychází z budoucích ekonomických výsledků, které se diskontují k příslušnému datu ocenění.

Metoda kapitalizovaných zisků stojí na předpokladech stabilní ekonomiky bez výkyvů a na stabilních ziscích firmy. Základem je časová řada zisků minulých let a z této řady je pak odhadnut zisk v následujících obdobích.

Metody srovnávací se někdy nazývají také metodami tržních hodnot, i když toto označení není přesné. Do této skupiny metod náleží:

- metody srovnávací
- metoda nákladového přístupu
- metoda administrativní ceny

Metody srovnávací se odvíjejí od ceny srovnatelných statků daného zboží na trhu. Při srovnání statků je nutno vzít do úvahy opotřebení fyzické, morální i změnu technických parametrů.

Metoda nákladového přístupu se odvíjí od nákladů, které musí kupující uhradit. Cena stanovená touto metodou je nejvyšší cena, kterou je investor za daný statek ochoten zaplatit.

Metoda administrativní ceny se používá pro daňové účely. Výpočet vychází z technických parametrů statku.

4.3. Majetkový způsob ocenění

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

Metoda účetní hodnoty

Účetní hodnota vlastního kapitálu nám dává informaci především o tak zvané vnitřní hodnotě, tedy nominálním vyjádření původního rozsahu investovaného kapitálu. Obecně ji lze zařadit mezi metody založené na majetkovém principu oceňování.

Východiskem při tomto přístupu je rozvaha společnosti. Pro účely ocenění společnosti je potřeba zkontrolovat, zda byly vytvořeny všechny nezbytné opravné položky.

Příkladem může být snížení hodnoty pohledávek podle pravděpodobnosti, se kterou budou skutečně zaplacený.

Výslednou hodnotou společnosti je rozdíl mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou veškerých cizích zdrojů pasiv.

Nedostatkem metody účetní hodnoty je skutečnost, že opomíjí ocenění většiny nehmotných složek majetku (know-how, ochranné známky, pracovní síla, síť dodavatelů a odběratelů atd.), její vypovídací schopnost je determinována platnému zákonu o účetnictví a míře snahy účetní jednotky o zobrazení reálné hodnoty položek.

Metoda substanční hodnoty

Nejčastěji používanou majetkovou metodou je metoda neúplné substanční hodnoty založená na principu reprodukčních cen. Substanční hodnota společnosti je souhrnem relativně samostatných ocenění jednotlivých samostatně identifikovatelných 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 hodnota veškerých reálných dluhů.

Dále budeme rozlišovat případ, kdy jsme schopni zahrnout do ocenění veškerá hmotná i nehmotná aktiva, a kdy nikoli. Hlavní problém spočívá v nehmotných aktivech. Zde se totiž jedná nejen o tzv. identifikovatelný nehmotný majetek, jako jsou patenty, ochranné známky apod., ale i veškeré know-how, vztahy k odběratelům a dodavatelům, organizace v závodě, kvalifikace personálu, pověst atd. Pokud bychom byli schopni vyčíslit veškeré náklady na znovuvybudování závodu přesně v tom stavu, v jakém je k datu ocenění včetně zmíněných nehmotných položek, hovoříme o tzv. úplné substanční hodnotě závodu. Tuto hodnotu jsme ovšem v praxi schopni zjistit jen výjimečně. Pokud do výpočtu substanční hodnoty zahrneme pouze samostatně vymezený a manipulovatelný majetek, a to jak hmotný, tak nehmotný, mluvíme o neúplné substanční hodnotě.

4.4. Metodologie pro výnosový způsob ocenění

Tyto metody vycházejí z poznatku, že hodnota společnosti je určena očekávaným užitekem pro její akcionáře. Tyto metody jsou založeny na koncepci „časové hodnoty peněz a relativního rizika investice“. Nejznámějšími a nejpoužívanějšími výnosovými metodami jsou metody kapitalizace zisku a metody diskontovaného cash flow (DCF). Mezi moderní metody tohoto typu patří metoda EVA (economic value added).

Za v praxi nejrozšířenější (a teoreticky nejvíce propracovanou) z výnosových metod je považována metoda diskontovaných peněžních toků (dále DCF), která je založena na zjišťování současné hodnoty očekávaného peněžního toku plynoucího ze společnosti diskontováním určitou diskontní sazbou odrážející riziko spojené s tímto peněžním tokem. Tímto očekávaným peněžním tokem se nerozumí účetní cash flow, nýbrž tzv. volné cash flow (FCF).

4.4.1. Diskontování volných peněžních toků

Základ této výnosové metody spočívá v aktualizaci budoucích odnímatelných peněžních toků na aktuální úroveň. Hodnota společnosti je tedy určena diskontováním budoucích peněžních toků generovaných touto společností na jejich současnou hodnotu. Jako peněžní tok se obecně při ocenění používá volný peněžní tok FCFF (free cash flow to the firm). Tento peněžní tok odpovídá obsluze všech investorů (pokud společnost nevyužívá cizích zdrojů, odpovídá tento tok podílům společníků).

Obecně je uvedený volný peněžní tok určen na základě následujícího schématu:

Tržby	
- náklady (bez nákladových úroků)	
= EBIT	čistý příjem z operací
- daně	
EBIT po zdanění	(NOPAT)
+ odpisy	
= cash flow z provozních operací	
- +/-Δ pracovního kapitálu	
- investice	
volné cash flow	

Tento uvedený tvar je shodný pro peněžní toky do vlastního kapitálu, pokud je společnost financována pouze vlastním kapitálem (bez finanční páky). V případě, že je společnost financována nejen vlastním, ale i cizím kapitálem, pak pro odhad hodnoty závodu netto, tedy hodnoty vlastního kapitálu, metodou DCF je nutno odečíst hodnotu úročených cizích zdrojů k datu ocenění. Důležitým krokem je stanovení diskontní míry použité pro diskontování budoucích peněžních toků.

Metoda výpočtu metodou DFCF:

Pro výpočet metodou diskontovaných volných peněžních toků je běžně používána „standardní“ dvoufázová metoda. V daném případě je však použita modifikace na jednofázovou metodu, kdy lze předpokládat, že po skončení naplánované první fáze dojde k ukončení činnosti a případný výnos z prodeje stávajícího technického vybavení společnosti pokryje náklady spojené s uvedením krajiny do původního stavu.

Čistá současná hodnota CSH:

$$CSH = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n} + \frac{PH}{(1+WACC)^n}$$

pokračující hodnota (perpetuita):

$$PH = \frac{KPVH_{t+1} \left(1 - \frac{g}{r_l}\right)}{WACC - g}$$

kde:

KPVH(t+1)	korigovaný provozní zisk po dani v prvním roce II. fáze (v posledním roce I. fáze)
g	míra růst
r _l	rentabilita investic netto
WACC	diskontní sazba (vážené průměrné náklady kapitálu)

Pro stanovení netto hodnoty společnosti, resp. jejího závodu, metodou DCF je nutno odečíst od celkové brutto hodnoty úročené cizí zdroje k datu ocenění.

4.4.2. Diskontní míra

Důležitým krokem je stanovení diskontní míry použité pro diskontování budoucích peněžních toků. Základním účelem diskontní sazby je určení snižování hodnoty budoucích peněžních toků z důvodu jejich časové vzdálenosti a rizika spojeného s jejich dosažením. V tomto ocenění je pro stanovení diskontní míry použita metoda WACC (vážené náklady vlastního a cizího kapitálu).

Vztah pro určení diskontní míry - vážených kapitálových nákladů:

$$wacc = n_{CK} * (1 - T) * \frac{D}{E + D} + n_{VK} * \frac{E}{E + D}$$

kde:

n_{CK}	náklady cizího kapitálu
T	sazba daně z příjmu
n_{VK}	náklady vlastního kapitálu
E	akciový kapitál
D	cizí kapitál úročený

Diskontní míra - je definována americkou asociací American Society of Appraisers jako „výnosová míra používaná pro přepočtení peněžní částky splatné nebo přijatelné v budoucnu na současnou hodnotu“. Diskontní sazba se v oceňovací praxi používá ke stanovení částky, kterou by potenciální investor zaplatil dnes a za očekávané peněžní toky v budoucnosti.

Ve všech případech musí použitá diskontní míra vycházet ze stejného základu jako peněžní toky. Například peněžní tok vlastního kapitálu vyžaduje pro určení diskontní míry cenu vlastního kapitálu, zatímco peněžní tok celkového investovaného kapitálu bere za základ v tomto ohledu vážený průměr ceny všech složek kapitálu.

1) Stanovení nákladů vlastního kapitálu

Pokud nejsou k dispozici spolehlivé údaje o požadované míře výnosnosti vlastního kapitálu ze strany společnosti, lze po stanovení těchto nákladů použít metodu:

Ocenění kapitálových aktiv metodou známou jako CAPM (Capital Asset Pricing Model)

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

R_e	požadovaný výnos z vlastního kapitálu (střední očekávaná výnosnost)
R_f	bezriziková míra
β	tzv. základní Beta - je měřítkem pro systematické riziko
R_m	tržní výnos resp. ($R_m - R_f$) ... tržní prémie, jde o částku, která by u výnosů z kmenových akcií na veřejných trzích převyšovala bezrizikové výnosy.

Střední očekávaná výnosnost z akcie je zároveň z pohledu společnosti nákladem na vlastní kapitál. Očekávaná výnosnost cenného papíru závisí na bezrizikové úrokové míře, prémii za tržní riziko a faktoru β . Beta je zde jediný faktor, který se váže ke konkrétní společnosti. Výsledná očekávaná výnosnost (vyjádřená v procentech) je pak použita jako hledaný náklad vlastního kapitálu.

Modifikace modelu CAPM pro stanovení nákladů vlastního kapitálu na české podmínky:

V daném ocenění byl pro odhad nákladů vlastního kapitálu použit model CAPM s aplikací přírážky za menší společnost.

Základní náklady kapitálu pro investora s možností vytvářet diverzifikované portfolio:

$$n_{VK} = R_f(\text{USA}) + \beta \times RPKT(\text{USA}) + RPZ + \text{přirážky}$$

Použito:

kde $R_f(\text{ČR})$	= aktuální výnosnost státních obligací ČR
β	= údaje odvětvových beta vybraných společností, přičemž $\beta_{\text{unlevered}}$ (tj. beta nezadlužená) je třeba přepočítat podle konkrétního zadlužení na β_{levered} (tj. beta zadlužená) vzorcem:

$$\beta_{Levered} = \beta_{Unlevered} * \left(1 + (1 - T) * \frac{D}{E} \right)$$

kde:

T	daňová sazba
D	úročené cizí zdroje společnosti
E	vlastní kapitál

RPKT(USA)	= riziková prémie kapitálového trhu
RPZ	= riziková prémie země

Přirážky

- a) přirážka za zhoršenou likviditu oproti společnosti na kapitálovém trhu
- b) přirážka za specifické riziko - v rámci specifického rizika společnosti jsou hodnoceny následující faktory rizikovosti:

I. Rizika oboru podnikání

Růst poptávky
Závislost na hosp. cyklu
Struktura odběratelů
Kapitálová náročnost
Životní prostředí, hygienické předpisy

II. Rizika trhu

Kapacita trhu
Riziko dosažení tržeb
Stálí zákazníci
Konkurence
Konkurenceschopnost výrobků
Ceny
Distribuce

III. Management

Schopnost vedení
Organizační struktura

IV. Výrobní proces

Vlastní výrobky, opakované prodeje
Využití kapacit
Pracovní síla
Dodavatelé

V. Finanční rizika

Zadluženost
Likvidita
Dosavadní vývoj tržeb
Rentabilita
Doba obratu dluhů
Doba obratu pohledávek
Doba obratu zásob
Přístup k finančním zdrojům

1) Stanovení nákladů cizího kapitálu

Předpokládané náklady cizího kapitálu jsou stanoveny s určitým zjednodušením z předpokládaných do budoucna placených nákladů na cizí kapitál.

2) WACC

Diskontní sazba není uvažována ve výpočtovém modelu jako konstantní k datu ocenění, je dále stanovena iteračně v každém následujícím roce podle poměru tržních hodnot vlastního a cizího kapitálu společnosti.

D. POSUDEK

Na části Posudek se podílely Štěpánka Kopecká, Anna Štefaničová a Barbora Jiráková.

1. Popis postupu při analýze dat a výsledky analýzy dat

Společnost je holdingovou společností, k datu zpracování znaleckého posudku Společnost nemá vlastní provozní činnost, kromě správy finančních investic. Data byla sbírána a analyzována směrem k provedení majetkového ocenění společnosti na úrovni historických účetních cen a dále majetkového ocenění na úrovni substanční hodnoty.

Pro účely provedení majetkového ocenění metodou substanční hodnoty byla dále sbírána data k dceřným společnostem, které mají provozní činnost a jsou ziskové, proto bylo jejich ocenění provedeno výnosovým způsobem. K tomuto účely byla sbírána data o historickém ekonomickém výkonu těchto společností a dále o budoucí předpokládané činnosti. U každé z těchto společností byla provedena finanční analýza, aby byla zajištěna návaznost plánu na historii a také zohlednění všech aspektů a rizikových bodů.

2. Strategická analýza

2.1. Makroekonomické ukazatele

2.1.1. Globální ekonomika

Cenový vývoj by měl ve většině rozvinutých zemí v roce 2024 již začínat dvojkou, byť ceny zřejmě porostou mírně rychleji, než odpovídá inflačním cílům centrálních bank. Za poznámku jistě stojí donedávna nepředstavitelný vývoj, a to deflační tendence v čínské ekonomice.

Klíčové centrální banky již po očku vyhlíží cestu do úrokového údolí. Polovina prosince přinesla poslední letošní zasedání klíčových centrálních bank (Fed, ECB, BoE a BoJ). Výhled tržních sazeb pro Fed a ECB naznačuje, že rok 2024 bude rokem holubičí měnové politiky s poklesem sazeb o více než 1 p. b. Některé centrální banky zejména malých otevřených ekonomik již toto uvolnění realizovaly, některé k němu mají rázně nakročeno.

Prosinec 2023 se zapíše do historického kalendáře jako měsíc, kdy byla na prvním kontinentu uzavřena předběžná dohoda o regulaci umělé inteligence (AI). Evropa se tak stala prvním světadílem s jasnými pravidly, regulujícími systémy jako je např. ChatGPT. Masivní rozšiřování umělé inteligence lze přirovnat k efektům, které mělo hromadné rozšíření internetu, ne-li větším.

Graf aktuálního čísla ukazuje několik indikátorů mezd na trhu práce v eurozóně. Ačkoli současný vývoj mezd ukazuje na rostoucí trend, předstihový pohled značí, že již brzy může dojít k útlumu. Mzdový vývoj je důležitý pro spotřebu domácností, která by podpořila slabý ekonomický růst eurozóny.

Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
HDP (%)	2023	0,5 →	-0,3 ↘	2,4 →	0,5 ↘	1,7 ↘	5,2 →	1,9 ↘
	2024	0,5 ↘	0,4 ↘	1,2 ↘	0,3 ↘	0,9 ↘	4,6 →	1,5 ↘
Inflace (%)	2023	5,5 →	6,0 →	4,1 ↘	7,4 →	3,2 →	0,5 →	6,5 ↘
	2024	2,4 ↘	2,6 ↘	2,6 ↘	3,1 →	2,3 ↘	1,4 ↘	5,1 ↘
Nezaměstnanost (%)	2023	6,5 →	5,7 ↘	3,7 →	4,2 →	2,6 →	3,5 →	3,3 →
	2024	6,8 ↘	5,8 ↘	4,3 →	4,2 →	2,5 →	3,4 →	3,3 →
Kurz (vůči USD)	2023	1,10 ↘	1,10 ↘		1,26 ↘	137,8 ↘	7,15 ↘	91,4 ↘
	2024	1,14 ↘	1,14 ↘		1,30 ↘	128,5 ↘	7,07 ↘	95,8 ↘

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

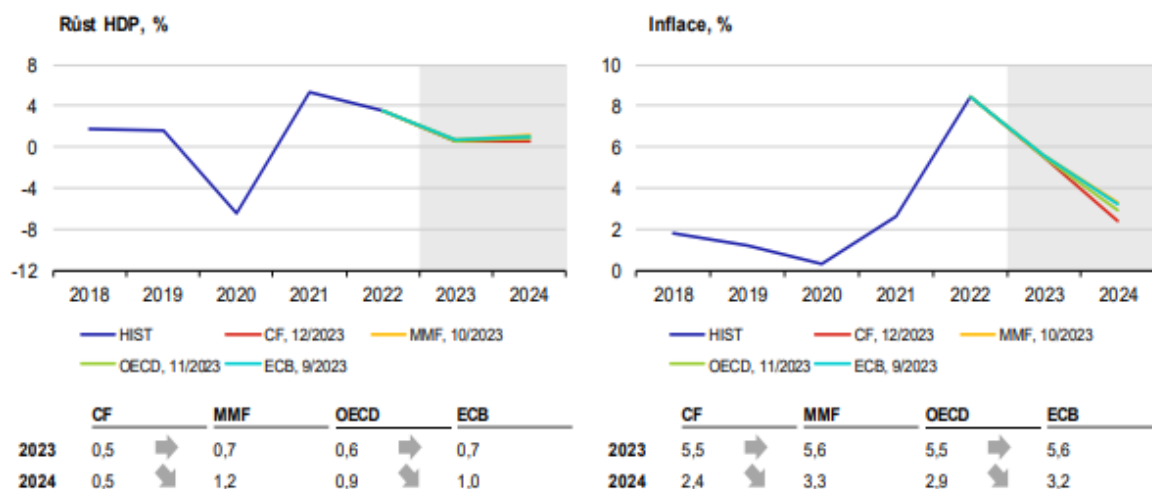
Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVU.

Zdroj: Globální ekonomický výhled ČNB, prosinec 2023

2.1.2. Evropská unie

Výhledy hospodářského růstu v eurozóně pro příští rok se snížily. Konečný odhad vývoje HDP ve třetím čtvrtletí 2023 potvrdil předchozí údaj (-0,1 % mezičtvrtletně), výsledek za druhé čtvrtletí byl revidován zpět (na 0,1 %). Ekonomika eurozóny takto stagnuje již rok. Na vině mírného snížení výstupu ve třetím čtvrtletí je primárně pokles stavu zásob. Naproti tomu reálná spotřeba domácností poprvé od loňského léta vrostla a kladný byl i příspěvek spotřeby vlády. Příspěvek investic a tentokrát i zahraničního obchodu byl zanedbatelný. Nově zveřejněná data pak naznačují, že zhruba obdobný výsledek ekonomiky lze očekávat i v závěru tohoto roku. Tržby v maloobchodě v říjnu nepatrně vzrostly (a přerušily tak tři měsíce trvající pokles). Dařilo se především obchodníkům v Německu, naopak ve Francii tržby propadly. Celkově pokračuje mírné ožívování ekonomického sentimentu.

Výhledy růstu cen pro příští rok se vlivem dosavadního lepšího, než očekávaného tempa dezinflace lehce snížily. Podle předběžných údajů zpomalilo tempo růstu spotřebitelských cen v listopadu na 2,4 % meziročně. Kromě prohloubení meziročního poklesu cen energií za tím stálo i zmírnění růstu cen potravin, služeb a průmyslového zboží. Jádrová inflace zpomalila na 3,6 %. Meziměsíčně se HICP snížil o 0,5 %, když růst vykázaly jen ceny potravin. V prosinci je očekáván přechodný nárůst meziroční inflace vlivem technických faktorů. V příštím roce pak prognóza OECD čeká průměrnou inflaci ve výši 2,9 %. Nový CF, který již zohledňuje data za listopad, snížil svůj výhled na 2,4 %.



Zdroj: Globální ekonomický výhled ČNB, prosinec 2023

2.1.3. Česká republika

Česká ekonomika se letos pohybuje na hraně recese. Reálný hrubý domácí produkt ČR, očištěný o sezónní a kalendářní vlivy, v 1. polovině letošního roku víceméně stagnoval, ve 3. čtvrtletí 2023 však podle předběžného odhadu Českého statistického úřadu mezičtvrtletně klesl o 0,3 %. Ekonomický výkon tak stále nepřekonal předpandemickou úroveň.

Za celý rok 2023 by HDP mohl klesnout o 0,5 %. Domácnosti se i v letošním roce potýkají s dopady vysoké inflace, jejich reálná spotřeba by se tak měla dále snížit. Na investiční aktivitu dopadají hospodářské problémy v zemích eurozóny a restriktivní měnové podmínky, pozitivní vliv však mají výdaje sektoru vládních institucí spolufinancované fondy EU z předchozí finanční perspektivy. Ekonomiku by měla citelně zpomalit meziročně slabší akumulace zásob, zejména v souvislosti s dokončováním rozpracované produkce. Tento faktor pak spolu s odezněním problémů v dodavatelských řetězcích podpoří export, dovoz však vzhledem k celkově slabé domácí poptávce zůstane utlumený.

V roce 2024 by se výkon ekonomiky mohl zvýšit o 1,9 %, hlavně zásluhou obnoveného růstu spotřeby domácností. Vysoká inflace i letos zpomaluje ekonomický růst a snižuje životní úroveň obyvatel. K mimořádně silnému růstu spotřebitelských cen významně přispívají nejen potraviny, elektřina či zemní plyn, ale i další kategorie zboží a služeb. Silné domácí poptávkové tlaky jsou již tlumeny zvýšenými měnověpolitickými sazbami. Meziroční inflace se v průběhu letošního roku rychlým tempem snižovala, ve 4. čtvrtletí ji však bude zvyšovat bazický efekt úsporného energetického tarifu. Průměrná míra inflace by letos mohla dosáhnout 10,8 %. V průběhu téměř celého roku 2024 by se již meziroční růst spotřebitelských cen mohl pohybovat mezi 3 a 4 %. V celoročním vyjádření očekáváme pokles na 3,3 %.

Na trhu práce se nadále projevují nerovnováhy související s nedostatkem pracovníků. V důsledku toho by navzdory slabé hospodářské dynamice neměla míra nezaměstnanosti v roce 2023 příliš vzrůst. Z průměrných 2,2 % v roce 2022 by se letos mohla zvýšit na 2,7 % a dále na 2,8 % v roce 2024. Přetrvávající napětí na trhu práce bude tlačit na růst mezd, který však i letos bude zaostávat za inflací. K obnovení růstu průměrné reálné mzdy by tak mělo dojít až v roce 2024.

Hlavní makroekonomické indikátory

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
								Aktuální predikce	
Nominální hrubý domácí produkt	<i>mld. Kč, b.c.</i>	5 411	5 791	5 709	6 109	6 786	7 363	7 726	
	<i>růst v %, b.c.</i>	5,9	7,0	-1,4	7,0	11,1	8,5	4,9	
Reálný hrubý domácí produkt	<i>růst v %, s.c.</i>	3,2	3,0	-5,5	3,6	2,4	-0,5	1,9	
Spotřeba domácností	<i>růst v %, s.c.</i>	3,5	2,7	-7,2	4,1	-0,7	-2,7	3,9	
Spotřeba vládních institucí	<i>růst v %, s.c.</i>	3,9	2,5	4,2	1,4	0,6	2,4	1,6	
Tvorba hrubého fixního kapitálu	<i>růst v %, s.c.</i>	10,0	5,9	-6,0	0,8	3,0	2,2	1,7	
Příspěvek čistých vývozů k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	-1,2	0,0	-0,4	-3,6	0,9	1,5	1,3	
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	-0,5	-0,3	-0,9	4,8	0,9	-1,8	-1,9	
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	2,6	3,9	4,3	3,3	8,5	9,0	3,0	
Míra inflace spotřebitelských cen	<i>průměr v %</i>	2,1	2,8	3,2	3,8	15,1	10,8	3,3	
Zaměstnanost (VŠPS)	<i>růst v %</i>	1,3	0,2	-1,7	0,4	1,5	0,9	0,5	
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	<i>průměr v %</i>	2,2	2,0	2,6	2,8	2,2	2,7	2,8	
Objem mezd a platů (<i>dom. koncept</i>)	<i>růst v %, b.c.</i>	9,6	7,8	0,1	5,9	9,3	8,4	6,5	
Saldo běžného účtu	<i>% HDP</i>	0,4	0,3	2,0	-2,8	-6,1	-2,4	-1,2	
Saldo sektoru vládních institucí	<i>% HDP</i>	0,9	0,3	-5,8	-5,1	-3,2	-3,6	-2,2	
Dluh sektoru vládních institucí	<i>% HDP</i>	32,1	30,0	37,7	42,0	44,2	44,7	45,9	
Předpoklady:									
Měnový kurz CZK/EUR		25,6	25,7	26,4	25,6	24,6	24,0	24,4	
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p.a.</i>	2,0	1,5	1,1	1,9	4,3	4,4	3,6	
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	71	64	42	71	101	83	84	
HDP eurozóny	<i>růst v %, s.c.</i>	1,8	1,6	-6,2	5,9	3,4	0,5	1,0	

Zdroj: MFČR, Makroekonomická predikce - listopad 2023

2.2. Analýza odvětví

Společnost RSJ je holdingovou společností, jejíž činností je správa vlastního majetku. Její dceřiné společnosti, které jsou součástí skupiny se podílí na jejím fungování dílčími činnostmi a navzájem spolupracují.

RSJ Securities a.s. se věnuje obchodování s CP (zejména s finančními deriváty, futures kontrakty na úrokové míry, vládní dluhopisy, akciové indexy a na energetické komodity) na burzách v Londýně, Chicagu, Frankfurtu a Tokiu.

RSJ Custody s.r.o. - zajišťuje služby v rámci skupiny - evidenci cenných papírů, účetnictví, personalistiku, právní služby a regulační poradenství, back office či služby související s IT. Působí jako administrátor a depozitář fondů RSJ.

RSJ Asset management investiční společnost a.s. - obhospodařuje investiční fond RSJ Prop SICAV a.s., který je fondem kvalifikovaných investorů s podfondem RSJ Prop Podfond. V podfondu RSJ Prop Podfond se společnost zaměřuje na zhodnocování majetku pomocí algoritmického obchodování (algorithmic trading), kdy se k obchodování používají počítačové modely.

RSJ Prop SICAV a.s. je nesamosprávný investiční fond kvalifikovaných investorů, který má jeden podfond.

Činnost tuzemských investičních fondů a jejich obhospodařovatelů, administrátorů a depozitářů v se řídí směrnicemi UCITS a AIFMD, právními předpisy, včetně evropských, které jsou podpořeny metodickými a výkladovými materiály České národní banky, ESMA a Evropské komise.

Zákony, které lze zmínit v souvislosti s činnostmi společností jsou následující:

- Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu
- Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu
- Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech

2.2.1. Algoritmické obchodování

Algoritmické obchodování (také nazývané automatizované obchodování, black-box trading nebo algo-trading) využívá počítačový program, který se řídí definovanou sadou instrukcí (algoritmus) k uzavření obchodu. Obchod teoreticky může generovat zisky rychlostí a frekvencí, které jsou pro lidského obchodníka nemožné.

Definované sady instrukcí jsou založeny na načasování, ceně, množství nebo matematickém modelu.

Kromě ziskových příležitostí pro obchodníka, algoritmické obchodování činí trhy likvidnějšími a obchodování systematictější tím, že vylučuje dopad lidských emocí na obchodní aktivity.

Mezi jeho výhody patří například nízká latence, kdy zadání obchodního příkazu je okamžité a přesné.

Obchody jsou načasovány tak, aby se zabránilo významným změnám cen. Obchody jsou často prováděny za nejlepší možné ceny, jsou sniženy transakční náklady, nehrozí lidské pochybení ve smyslu překliků či vliv emocionálních a psychologických faktorů. Zároveň jde provést zpětné testování historických dat a zjistit tak, zda se jedná o životaschopnou obchodní strategii.

Mezi nevýhody lze zařadit závislost na technologiích, tedy počítačových programů a vysokorychlostním internetovém připojení, které když selžou, může dojít k přerušení procesu obchodování a vést ke ztrátám. Dále pak regulační požadavky a dohled, události „černé labutě“, vysoké kapitálové náklady na vývoj a implementaci algoritmických obchodních systémů, omezené přizpůsobení a nedostatek lidského úsudku.

Algoritmické obchodování probíhá za využití různých typů strategie. Nejdříve se vyžaduje identifikování příležitosti, která je zisková ve smyslu lepších výdělků nebo snížení nákladů. Následují běžné obchodní strategie používané při obchodování s algoritmy. Mezi ně patří například strategie sledování trendů, arbitrážní příležitosti, rebalancování indexového modelu, rozsah obchodování, objemově vážená průměrná cena, časově vážená průměrná cena, procento objemu, implementační nedostatek, anebo lze využít netradiční obchodní algoritmy.

Zdroj: <https://www.investujeme.cz/clanky/jak-na-obchodovani-pomoci-algoritmu/>

2.2.2. Činnost administrátora, obhospodařovatele a depozitáře

Dle zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů (ZISIF) je obhospodařovatel tím, kdo obhospodařuje investiční fond, přičemž obhospodařováním investičního fondu je správa majetku tohoto fondu, včetně investování na účet tohoto fondu, a řízení rizik spojených s tímto investováním a lze jej vykonávat pouze na základě povolení uděleného Českou národní bankou. Administrací je pak řada činností uvedených v § 38 odst. 1 a 2 ZISIF, např. vedení účetnictví investičního fondu, oceňování jeho majetku a dluhů, zajišťování vydávání, výměny a odkupování cenných papírů a zaknihovaných cenných papírů vydávaných investičním fondem apod. Rovněž administraci investičního fondu smí vykonávat pouze ten, kdo má povolení udělené ČNB podle ZISIF, nestanoví-li zákon jinak.

Zdroj: <https://www.epravo.cz/top/clanky/obhospodarovatel-a-administrator-investicniho-fondu-jako-povinna-osoba-dle-aml-zakona-113842.html>

Činnost depozitáře spočívá zejména v opatrování majetku a provádění související kontrolní činnosti. Jde zejména o evidenci a kontrolu finančních pohybů, vydávání a odkupování cenných papírů, stanovování hodnoty cenného papíru a další. Depozitářem investičního fondu nesmí být zároveň obhospodařovatel tohoto fondu

<https://www.amista.cz/jak-spravovat-fond-fki.html>

2.2.3. Investiční fondy a jejich členění

Investiční fondy jsou jednou z možností, kde investovat volné peněžní prostředky. Investiční fondy můžou v mnohém konkurovat ostatním investičním instrumentům. Jsou ideální možností například pro investory, kteří ocení profesionální správu investice a diverzifikované portfolio.

Investiční fondy se dle Zákona č. 240/2013 Sb. člení na fondy kolektivního investování a fondy kvalifikovaných investorů, přičemž obě skupiny jsou dále právně upraveny a charakterizovány. Fondy kolektivního investování se dále dělí na standardní fondy a speciální fondy.

2.3. Závěr strategické analýzy

Hospodářský výkon eurozóny ve 3. čtvrtletí 2023 lehce vzrostl, výhledy stále počítají s návratem ekonomiky k mírnému růstu. Výhled průměrné inflace za letošní rok se vlivem nejnovějších dat lehce snížil.

Za celý rok 2023 by HDP v ČR mohl klesnout o 0,5 %. Domácnosti se i v letošním roce potýkají s dopady vysoké inflace, jejich reálná spotřeba by se tak měla dále snížit. V roce 2024 by se výkon ekonomiky ČR mohl zvýšit o 1,9 %, hlavně zásluhou obnoveného růstu spotřeby domácností. Vysoká inflace v roce 2023 zpomaluje ekonomický růst a snižuje životní úroveň obyvatel.

Investiční fondy podléhají zákonné úpravě, podstatný je zejména zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech. Algoritmické obchodování využívá moderních technologií a programů k obchodování s cennými papíry. Využívá matematických modelů, je rychlé, přesné a nehrozí u nich lidské pochybení.

3. Historické účetní výkazy Společnosti

Společnost vlastní finanční investice, které spravuje. Kompletní finanční analýza nebyla provedena, ale dále jsou připojeny výkazy pro dokreslení majetkové situace a činnosti společnosti. Výkazy byly mírně transformovány pro účely analýz bez ztráty významu.

Aktiva společnosti RSJ a.s. za roky 2020 - 2023:

Položky v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
AKTIVA CELKEM	706 035	737 175	739 410	739 702

Položky v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
Dlouhodobý majetek	697 178	732 374	736 124	736 124
Dlouhodobý finanční majetek	697 178	732 374	736 124	736 124
Podíly v ovládaných a řízených osobách	697 178	732 374	736 124	736 124
Oběžná aktiva	8 857	4 801	3 286	3 578
Krátkodobé pohledávky	7 179	4 255	0	387
Krátkodobý finanční majetek	1 678	546	3 286	3 191
Účty v bankách	1 678	546	3 286	3 191

Bilanční suma společnosti dosahuje vysoké hodnoty a je tvořena zejména dlouhodobým finančním majetkem.

Pasiva společnosti RSJ a.s. za roky 2020 - 2023:

	2020	2021	2022	2023
PASIVA CELKEM v tis. Kč	706 035	737 175	739 410	739 702
Vlastní kapitál	699 284	730 160	737 981	738 136
Základní kapitál	2 700	2 700	2 700	2 700
Základní kapitál	2 700	2 700	2 700	2 700
Kapitálové fondy	629 898	629 897	629 897	629 897
Výsledek hospodaření minulých let	89 012	66 687	97 563	105 385
Nerozdělený zisk minulých let	89 012	66 687	97 563	105 385
Výsledek hospodaření běžného účetního období / + - /	-22 326	30 876	7 821	154
Cizí zdroje	6 413	7 015	1 429	1 566
Rezervy	1 017	0	0	0
Rezerva na daň z příjmu	1 017	0	0	0
Krátkodobé závazky	5 396	7 015	1 429	1 566
Dohadné účty pasivní	1 156	1 200	0	0
Jiné závazky	4 240	5 815	0	0
Časové rozlišení	338	0	0	0
Výdaje příštích období	338	0	0	0

Pasiva společnosti jsou tvořena zejména vlastním kapitálem:



Výkaz zisku a ztráty Společnosti od roku 2020 do roku 2023:

Položky v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
Výkony	5 351	0	0	0
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5 351	0	0	0
Výkonová spotřeba	4 970	4 123	4 156	4 862
Služby	4 970	4 123	4 156	4 862
Přidaná hodnota	381	-4 123	-4 156	-4 862
Osobní náklady	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	0	155	3	0
Provozní výsledek hospodaření	381	-4 278	-4 159	-4 862
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	482 698	0	12 000	5 000
Výnosy z podílů v ovlád.a řízen.osobách a v úč.jedn.pod podst.vlivem	482 698	0	12 000	5 000
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	504 393	-35 195	0	0
Výnosové úroky	18	0	22	22
Nákladové úroky	13	41	42	6
Finanční výsledek hospodaření	-21 690	35 154	11 980	5 016
Daň z příjmů za běžnou činnost	1 017	0	0	0
Splatná	1 017	0	0	0
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-22 326	30 876	7 821	154
Výsledek hospodaření za účetní období	-22 326	30 876	7 821	154

Výsledky hospodaření Společnosti odpovídají charakteru podnikatelské činnosti Společnosti.

4. Volba metod ocenění

Společnost je k datu ocenění bez vlastní provozní činnosti, vyjma správy finančních investic. Pro ocenění jejího jmění byly použity majetkové způsoby ocenění metodou substanční hodnoty a metodou historických účetních cen.

Použité způsoby ocenění lze v současné praxi České republiky označit za běžně používané, jejichž základní principy jsou odborné veřejnosti dostatečně známy. Z tohoto pohledu se jedná o metody, jejichž použití je odůvodněné.

Při ocenění Společnosti musí být oceněny i finanční investice. Při ocenění metodou substanční hodnoty jsou přeceněny na reálnou hodnotu. Volba způsobu ocenění finančních investic je uvedena v příloze.

5. Majetkový způsob ocenění metodou účetní hodnoty

Podkladem pro ocenění majetkovým způsobem ocenění metodou účetní hodnoty je účetní závěrka Společnosti k datu ocenění. Metodou účetních hodnot bude majetek oceněn na úrovni historických účetních cen netto, stejně tak závazky.

Aktiva společnosti RSJ a.s. k 31.12.2023 dosahují částky 739 702 tis. Kč, z této částky tvoří 736 124 tis. Kč finanční investice s těmito účetními hodnotami:

Účet	Výše podílu	Název společnosti	Účetní hodnota podílu
413200	100%	RSJ Prop SICAV a.s.	100 000
413300	100%	RSJ Securities a.s.	650 059 576
413400	100%	RSJ Custody s.r.o.	82 214 350
413500	100%	RSJ Asset Management investiční společnost a.s.	3 750 000

Cizí zdroje a časové rozlišení společnosti RSJ a.s. k datu 31.12.2023 dosahují částky 1 566 tis. Kč.

Na základě ocenění majetkovým způsobem metodou účetních cen je hodnota jmění společnosti RSJ a.s. stanovena k datu 31.12.2023 v částce 738 136 000 Kč.

6. Majetkový způsob ocenění metodou substanční hodnoty

6.1. Přecenění aktiv

Dlouhodobý finanční majetek

Společnost vlastní podíly na následujících společnostech:

Název společnosti	Účetní hodnota podílu v Kč	Přeceněná hodnota v tis. Kč	Identifikace přílohy
RSJ Prop SICAV a.s.	100 000	100	Příloha 6
RSJ Securities a.s.	650 059 576	1 653 617	Příloha 5
RSJ Custody s.r.o.	82 214 350	104 166	Příloha 4
RSJ Asset Management investiční společnost a.s.	3 750 000	11 056	Příloha 3

Přecenění je provedeno v přílohách tohoto posudku.

Krátkodobé pohledávky

Společnost eviduje krátkodobé pohledávky, které byly přeceněny na účetní netto hodnotu.

Krátkodobý finanční majetek

Společnost eviduje krátkodobý finanční majetek (zůstatky na bankovním účtu) ve výši 3 191 tis. Kč, který je považován za 100% likvidní.

Mimobilanční majetek

Společnost neeviduje mimobilanční majetek.

Přeceněná hodnota majetku společnosti RSJ a.s. činí k datu 31.12.2023 částku **1 772 517 tis. Kč**.

6.2. Analýza cizích zdrojů a ostatních pasiv

Krátkodobé závazky

Společnost eviduje krátkodobé závazky v částce 1 566 tis. Kč. Položky krátkodobých závazků jsou přeceněny na účetní hodnotu.

Latentní, mimobilanční a podrozvahové závazky

Společnost neeviduje latentní, mimobilanční a podrozvahové závazky.

Souhrnná výše cizích zdrojů Společnosti, včetně latentních závazků, pro účely majetkového ocenění Společnosti činí k datu 31.12.2023 částku **1 566 tis. Kč**.

6.3. Rekapitulace majetkového ocenění substanční metodou

Tabulka rekapitulace majetkového ocenění společnosti RSJ a.s. k datu 31.12.2023:

Rozvaha společnosti RSJ a.s. k datu 31.12.2023 v tis. Kč	Běžné účetní období			Přeceněná hodnota substanční
	Brutto	Korekce	Netto	
AKTIVA CELKEM	739 702	0	739 702	1 772 517
Dlouhodobý majetek	736 124	0	736 124	1 768 939
Dlouhodobý finanční majetek	736 124	0	736 124	1 768 939
Podíly v ovládaných a řízených osobách	736 124	0	736 124	1 768 939
Oběžná aktiva	3 578	0	3 578	3 578

Rozvaha společnosti RSJ a.s. k datu 31.12.2023 v tis. Kč	Běžné účetní období			Přeceněná hodnota substanční
	Brutto	Korekce	Netto	
Krátkodobé pohledávky	387	0	387	387
Krátkodobý finanční majetek	3 191	0	3 191	3 191
Cizí zdroje	1 566			1 566
Krátkodobé závazky	1 566			1 566
Jmění (majetek - dluhy)				1 770 951
Jmění (majetek - dluhy)				1 770 951

Hodnota jmění společnosti RSJ a.s. stanovená k datu 31.12.2023 majetkovým způsobem ocenění metodou neúplné substanční hodnoty činí **1 770 951 tis. Kč**.

E. ODŮVODNĚNÍ

Na části Odůvodnění se podílely Štěpánka Kopecká, Anna Štefaničová a Barbora Jiráková. Postup zkontroloval Lukáš Křístek.

1. Interpretace výsledků analýzy dat

Hodnota jmění společnosti RSJ a.s. stanovená majetkovým způsobem ocenění metodou účetních hodnot činí 738 136 000 Kč.

Hodnota jmění společnosti RSJ a.s. stanovená majetkovým způsobem ocenění metodou substanční hodnoty činí 1 770 951 000 Kč.

2. Kontrola postupu znalce

Kontrolovali jsme

- a) Výběr zdroje dat
- b) Sběr nebo tvorba dat
- c) Zpracování dat
- d) Analýza dat a formulace jejich výsledků
- e) Interpretace výsledků analýzy dat

Zkontrolovali jsme výběr zdrojů dat. Vzhledem k zadanému úkolu jsme vycházeli zejména z podkladů z účetních a jiných podobných evidencí Společnosti. Na základě získaných dat a informací jsme určili použitelné, odůvodněné a nejvhodnější způsoby ocenění.

Dále jsme informace zpracovali tak, abychom ocenili jmění Společnosti majetkovými způsoby ocenění, jež se na základě analýzy dat jeví jako nejvhodnější.

Zkontrolovali jsme postup (metody). Z dodaných podkladů jako znalecká kancelář správně vyvozujeme své závěry.

3. Přesnost závěrů

Určující metoda, kterou jsme použili pro ocenění společnosti, je respektovanou metodou, která se při daném oceňování používá. Slabými místy v našem posudku jsou vstupní podklady, které nebyly nijak ověřovány.

F. ZÁVĚR

Na části Závěr se podílely Štěpánka Kopecká, Anna Štefaničová a Barbora Jiráková.

Zadaná odborná otázka:

Ocenění jmění společnosti RSJ a.s., se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, identifikační číslo: 063 24 720, v souvislosti se změnou právní formy z akciové společnosti na společnost s ručením podle § 367 a souvisejících zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev.

Odpověď na zadanou odbornou otázku:

Na základě získaných informací, provedených analýz a přijatých předpokladů učinil podepsaný znalec tento závěr:

Částka, kterou se oceňuje jmění společnosti RSJ a.s., se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, identifikační číslo: 063 24 720, která je popsána v tomto posudku v jejím stavu k datu 31.12.2023, stanovená jako reálná hodnota pro přeměnu společnosti formou změny právní formy ve smyslu § 367 zákona o přeměnách činí:

1 770 951 000,- Kč

(slovy: jedna miliarda sedm set sedmdesát milionů devět set padesát jedna tisíc korun českých)

Uvedená částka neobsahuje daň z přidané hodnoty.

Ocenění jmění společnosti RSJ a.s. odpovídá alespoň, resp. převyšuje, výši základního kapitálu společnosti podle projektu změny právní formy, která dosahuje částky 2 700 000 Kč.

Podmínky správnosti závěru nebo jiné skutečnosti snižující přesnost závěru:

Viz bod E 3.

G. PŘÍLOHY

1. Usnesení Městského soudu v Praze č.j. 2 Nc 4583/2024 - 5 ze dne 30.4.2024
2. Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ a.s. k 31.12.2023
3. Ocenění podílu na společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s.
4. Ocenění podílu na společnosti RSJ Custody s.r.o.
5. Ocenění podílu na společnosti RSJ Securities a.s.
6. Ocenění podílu na společnosti RSJ Prop SICAV a.s.

Celkem 128 stran příloh včetně krycích listů.

Příloha č. 1

Usnesení Městského soudu v Praze č.j. 2 Nc 4583/2024 - 5 ze dne 30.4.2024

USNESENÍ

Městský soud v Praze rozhodl samosoudcem Mgr. Janem Čvančarou ve věci

navrhovatelky: **RSJ a.s.**, IČO 063 24 720

sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1

za účasti: **BDO Valuation s.r.o.**, IČO 194 10 786

sídlem Nádražní 344/23, Smíchov, 15000 Praha

o návrhu na jmenování znalce

takto:

- I. Podle § 367 odst. 1 ve spojení s § 28 písm. a) a § 29 odst. 2 zákona č. 125/2008 Sb. v platném znění, o přeměnách obchodních společností a družstev, soud jmenuje společnost **BDO Valuation s.r.o., IČO 194 10 786**, sídlem Nádražní 344/23, Smíchov, 15000 Praha, znalcem pro vypracování znaleckého posudku na ocenění jmění společnosti **RSJ a.s., IČO 063 24 720**, sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, pro účely přeměny navrhovatelky na společnost s ručením omezeným.
- II. Žádný z účastníků nemá právo na náhradu nákladů řízení.
- III. Podle § 2 a § 4 zák. č. 549/1991 Sb., o soudních poplatcích je **navrhovatelka** je povinna zaplatit do 3 dnů od právní moci tohoto usnesení soudní poplatek dle položky č. 4 písm. c) sazebníku soudních poplatků ve **výši 2 000 Kč**, a to na účet soudu č. 3703-2928021/0710, var. symbol 0215458324, konstantní symbol 1148.

Poučení:

Proti tomuto usnesení je možno podat odvolání do 15 dnů ode dne jeho doručení k Vrchnímu soudu v Praze prostřednictvím Městského soudu v Praze.

Písemné vyhotovení usnesení neobsahuje odůvodnění, neboť jím nebylo rozhodnuto ve věci samé, povaha věci to připouští a z obsahu spisu je zřejmé, na základě, jakých skutečností bylo rozhodnuto (§ 169 odst. 2 věta druhá o.s.ř.).

Praha 30. dubna 2024

Mgr. Jan Čvančara

samosoudce

Příloha č. 2

Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ a.s. k
31.12.2023

Název účetní jednotky: RSJ a.s.

Sídlo: Praha 1, Nové Město, Na Florenci 2116/15, PSČ
110 00

Identifikační číslo: 06324720

Předmět podnikání: Správa vlastního majetku

ROZVAHA

k 31.12.2023

uvedeno v tis. Kč

	AKTIVA	Bod	31.12.2023	31.12.2022
3.	Pohledávky za bankami a družstevními záložnami	IV.1	3 191	3 286
	<i>v tom: a) splatné na požádání</i>	IV.1	3 191	3 286
8.	Účasti s rozhodujícím vlivem	IV.2	736 124	736 124
11.	Ostatní aktiva	IV.3	387	-
	Aktiva celkem		739 702	739 410

	PASIVA	Bod	31.12.2023	31.12.2022
4.	Ostatní pasiva	IV.4	1 566	1 429
	Cizí zdroje celkem		1 566	1 429
8.	Základní kapitál		2 700	2 700
	<i>z toho: a) splacený základní kapitál</i>		2 700	2 700
12.	Kapitálové fondy	IV.5	629 897	629 897
14.	Nerozdělený zisk nebo neuhrazená ztráta z předchozích období	IV.5	105 385	97 563
15.	Zisk nebo ztráta za účetní období	IV.5	154	7 821
	Vlastní kapitál celkem		738 136	737 981
	Pasiva celkem		739 702	739 410

Název účetní jednotky: RSJ a.s.

Sídlo: Praha 1, Nové Město, Na Florenci 2116/15, PSČ
110 00

Identifikační číslo: 06324720

Předmět podnikání: Správa vlastního majetku

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

za rok 2023

uvedeno v tis. Kč

	Bod	2023	2022
1. Výnosy z úroků a podobné výnosy		22	22
2. Náklady na úroky a podobné náklady		6	41
3. Výnosy z akcií a podílů	V.1	5 000	12 000
<i>b) výnosy z účastí s rozhodujícím vlivem</i>	V.1	5 000	12 000
8. Ostatní provozní náklady		-	3
9. Správní náklady	V.3	4 862	4 156
<i>v tom: b) ostatní správní náklady</i>	V.3	4 862	4 156
19. Zisk nebo ztráta za účetní období z běžné činnosti zdaněním		154	7 821
23. Daň z příjmu	V.4	-	-
24. Zisk nebo ztráta za účetní období po zdanění		154	7 821

Název účetní jednotky: RSJ a.s.

Sídlo: Praha 1, Nové Město, Na Florenci 2116/15, PSČ
110 00

Identifikační číslo: 06324720

Předmět podnikání: Správa vlastního majetku

Přehled o změnách vlastního kapitálu

za rok 2023

uvedeno v tis. Kč

tis. Kč	Základní kapitál	Kapitálové fondy	Nerozděl. zisk/ztráta min. let	Zisk/ztráta	Vlastní kapitál celkem
Stav k 1.1.2022	2 700	629 897	66 687	30 876	730 160
Převod hospodářského výsledku	-	-	30 876	-30 876	-
Úbytky fondů	-	-	-	-	-
Čistý zisk/ztráta za účetní období	-	-	-	7 821	7 821
Stav k 31.12.2022	2 700	629 897	97 563	7 821	737 981
Stav k 1.1.2023	2 700	629 897	97 563	7 821	737 981
Převod hospodářského výsledku	-	-	7 821	-7 821	-
Úbytky fondů	-	-	-	-	-
Čistý zisk/ztráta za účetní období	-	-	-	154	154
Stav k 31.12.2023	2 700	629 897	105 384	154	738 135

Příloha č. 3 znaleckého posudku č. 038167/2024

**Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Asset Management
investiční společnost a.s., se sídlem Na Florenci 2116/15,
Nové Město, 110 00 Praha 1, identifikační číslo: 171 49 509**

V Praze dne 14.5.2023

OBSAH

1. Výčet vybraných zdrojů dat a jejich popis.....	3
1.1. Data od společnosti nebo Zadavatele	3
1.2. Data získaná Zpracovatelem	3
1.3. Použitá literatura	3
2. Předmět ocenění.....	3
2.1. Identifikace společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s.....	3
2.2. Účetní stav společnosti RSJ Asset Management	4
2.3. Ostatní skutečnosti	4
3. Finanční analýza	5
3.1. Analýza účetních výkazů	5
3.2. Analýza poměrových ukazatelů	6
3.3. Vývoj provozní ziskové marže	7
3.4. Závěr finanční analýzy	8
4. Výběr metody ocenění.....	8
5. Ocenění jmění metodou DCF	8
5.1. Dvoufázový model.....	8
5.2. Finanční plán pro DCF	9
5.3. Poměrové ukazatele plánu po dobu I. fáze.....	11
5.4. II. fáze	12
5.5. Stanovení diskontní míry (WACC)	12
5.6. Přepočet na současnou hodnotu	14
5.7. Rekapitulace výnosového ocenění	15
6. Závěr k hodnotě podílu	16
7. Přílohy	16

Společnost RSJ a.s., se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, identifikační číslo: 063 24 720, vlastní 100 % akcií společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s.

1. Výčet vybraných zdrojů dat a jejich popis

1.1. Data od společnosti nebo Zadavatele

1. Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s. k datu 31.12.2023
2. Obrátová předvaha společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s. k 31.12. let 2022 a 2023
3. Výroční zpráva společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s. za roky 2022 a 2023
4. Finanční plán společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s. na období 2024-2029

1.2. Data získaná Zpracovatelem

1. Výpis z obchodního rejstříku společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s. pořízený přes internet
2. Informace dostupné na internetu, zejména na www.mfcr.cz, www.czso.cz, www.cnb.cz, www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar, www.rsj.com a další zdroje dat uvedené v textu posudku

1.3. Použitá literatura

1. Maříková, P. - Mařík, M.: Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, ISBN: 978-80-245-1242-6, Praha 2007
2. Mařík M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, hlubší pohled na vybrané problémy, ISBN: 978-80-86929-80-4, 2011
3. Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy, Ekopress 2018, 4. upravené a rozšířené vydání, ISBN 978-80-87865-38-5.
4. Kislíngrová, E.: Oceňování podniku, 2. přepracované a doplněné vydání, C. H. Beck v Praze roku 2001, ISBN 80-7179-529-1.
5. Ryněš, P.: Podvojný účetnictví a účetní závěrka. Trizonia, Praha, 2018
6. The European Group of Valuers' Associations: European Valuation Standards 2016, ISBN 978-90-819060-1-2
7. International Valuation Standards 2017, International Valuation Standards Council, 1 King Street, London EC2V 2AU, ISBN: 978-0-9931513-0-9
8. Další literatura uvedená v textu posudku nebo v poznámkách pod čarou

2. Předmět ocenění

Předmětem ocenění je 100% podíl na společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s., se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, IČO: 171 49 509, ve vlastnictví společnosti RSJ a.s., se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, IČO: 063 24 720 (dále také „RSJ a.s.“).

2.1. Identifikace společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s.

Společnost je identifikovaná výpisem z obchodního rejstříku, vedeného Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 27294:

Datum vzniku a zápisu:	24. května 2022
Spisová značka:	B 27294 vedená u Městského soudu v Praze
Obchodní firma:	RSJ Asset Management investiční společnost a.s.
Sídlo:	Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1
Identifikační číslo:	171 49 509
Právní forma:	Akciová společnost

Předmět podnikání:

- Činnost investiční společnosti dle ust. § 7 zákona o investičních společnostech

(dále také „RSJ Asset Management“)

Společnost RSJ Asset Management byla založena v roce 2022. Na základě povolení k činnosti investiční společnosti podle § 479 a násl. zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, které vydala ČNB dne 14. dubna 2022, je Společnost oprávněna obhospodařovat fondy kvalifikovaných investorů. Od 1.7.2022 vykonává činnost obhospodařovatele investičního fondu RSJ Prop SICAV a.s., IČO: 079 70 358, a jeho podfond RSJ Prop Podfond, IČO: 751 61 311.

2.2. Účetní stav společnosti RSJ Asset Management

Účetnictví společnosti je vedeno a účetní závěrka sestavována v souladu se zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví, v platném znění, vyhláškou č. 501/2022 Sb. Vydanou Ministerstvem financí, ve znění pozdějších předpisů a českými účetními standardy pro finanční instituce vydanými Ministerstvem financí. Společnost vede účetnictví odpovídající kalendářnímu roku od 1.1. do 31.12.

Pro ocenění společnosti RSJ Asset Management je rozhodující datum, ke kterému se ohodnocení provádí, v daném případě je provedeno podle výkazů k datu 31. 12. 2023, které jsou součástí přílohy č. 1. Pro účely analýz a ocenění byly účetní výkazy modifikovány bez ztráty významu jednotlivých položek.

2.3. Ostatní skutečnosti

Mimobilanční majetek, závazky

Společnost v podrozdveze vykazuje hodnoty převzaté k obhospodařování představující fondový kapitál obhospodařovaného fondu. Dále jsou zde vykázány hodnoty předané k obhospodařování společnosti RSJ Securities a.s. ve stejné hodnotě.

v tis. Kč	31.12.2023	31.12.2022
Hodnoty předané k obhospodařování	4 186 682	3 747 990
Hodnoty převzaté k obhospodařování	4 186 682	3 747 990

Zaměstnanci

Historický vývoj počtu zaměstnanců v letech 2022 - 2023:

	2022	2023
Počet zaměstnanců	2	2

Soudní spory

Společnost se neúčastní aktivních ani pasívních soudních sporů.

Leasing

Společnost aplikuje mezinárodní účetní standard IFRS 16 Leasingy.

Smlouva je považována za leasing, jestliže převádí právo kontrolovat užívání identifikovaného aktiva po určité časové období za úplatu.

3. Finanční analýza

3.1. Analýza účetních výkazů

V této kapitole jsou uvedeny historické údaje rozvahy a výkazu zisku a ztráty společnosti RSJ Asset Management. Finanční analýza je provedena za období let 2022 až 2023. Datum účetní závěrky ve zmiňovaných letech je vždy k 31. prosinci daného roku. Účetní výkazy byly pro účely analýz modifikovány bez ztráty významu jednotlivých položek.

Aktiva společnosti RSJ Asset Management od roku 2022 do roku 2023 v tis. Kč (uvedeny jsou jen nenulové řádky):

Položky v tis. Kč	2022	2023
AKTIVA CELKEM	5 415	7 675
Dlouhodobý majetek	341	285
Dlouhodobý hmotný majetek	341	285
Oběžná aktiva	5 074	7 390
Krátkodobé pohledávky	1 449	2 076
Jiné pohledávky	1 449	2 076
Krátkodobý finanční majetek	3 625	5 314
Účty v bankách	3 625	5 314

Bilanční suma společnosti RSJ Asset Management je k 31.12.2023 v celkové výši 7 675 tis. Kč. Aktiva jsou tvořena především ze zůstatků na běžných účtech, dlouhodobým majetkem, jehož součástí je právo k užívání dle mezinárodního účetního standardu IFRS 16 (leasing), pohledávkami za služby obhospodařování a dohadnými položkami. Oproti předchozímu roku došlo ke snížení výše dlouhodobého hmotného majetku, u ostatních položek lze pozorovat nárůst.

	2022	2023
PASIVA CELKEM v tis. Kč	5 416	7 675
Vlastní kapitál	3 940	5 320
Základní kapitál	3 750	3 750
Základní kapitál	3 750	3 750
Výsledek hospodaření minulých let	0	189
Neuhrazená ztráta minulých let	0	189
Výsledek hospodaření běžného účetního období / + - /	190	1 381
Cizí zdroje	1 476	2 355
Rezervy	71	588
Rezerva na daň z příjmu	54	369
Ostatní rezervy	17	219
Krátkodobé závazky	1 405	1 767

Pasiva jsou tvořena zejména položkami vlastního kapitálu, kdy největší položkou je základní kapitál. Cizí zdroje meziročně vzrostly a jsou tvořeny zejména krátkodobými závazky, konkrétně závazky z obchodních vztahů a z práva k užívání dle mezinárodního účetního standardu IFRS 16.

Výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ Asset Management od roku 2022 do roku 2023 (uvedeny jsou jen nenulové řádky):

Položky v tis. Kč	2022	2023
Výkony	500 945	748 122
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	500 945	748 122
Výkonová spotřeba	499 307	743 112
Služby	499 307	743 112
Přidaná hodnota	1 638	5 010
Osobní náklady	1 289	2 963
Mzdové náklady	965	2 218
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	324	745
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	41	85
Změna stavu rezerv a opr.položek v prov.oblasti a kompl.nákl.př.obd.	24	204
Ostatní provozní náklady	46	17
Provozní výsledek hospodaření	238	1 741
Výnosové úroky	12	7
Nákladové úroky	8	14
Finanční výsledek hospodaření	4	-7
Daň z příjmů za běžnou činnost	52	353
splatná	52	353
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	190	1 381
Výsledek hospodaření za účetní období	190	1 381

Tržby z prodeje výrobků a služeb společnosti RSJ Asset Management v roce 2023 oproti předchozímu roku vzrostly z 500 945 tis. Kč na 748 122 tis. Kč. Výkonová spotřeba také vzrostla a je zastoupena položkou služby. Osobní náklady v roce 2023 dosáhly 2 963 tis. Kč. Přidaná hodnota vzrostla z 1 638 tis. Kč na 5 010 tis. Kč.

Provozní výsledek hospodaření je ve sledovaných letech kladný, v roce 2023 dosáhl 1 741 tis. Kč. Finanční výsledek byl v záporné výši -7 tis. Kč. Výsledek hospodaření za účetní období je kladný v obou letech, v roce 2023 dosáhl 1 381 tis. Kč.

3.2. Analýza poměrových ukazatelů

Dále bude provedena analýza poměrových ukazatelů. Ukazatele je třeba hodnotit v kontextu provozovanou činností (dosahované hodnoty obecně velmi kolísají podle oboru činnosti, popř. v závislosti na sezónních výkyvech hospodaření) a spíše z pohledu jejich celkového vývojového trendu, než z pohledu jejich absolutních hodnot.

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity měří schopnost společnosti dostát svým finančním závazkům. Ukazatele se používají k porovnání zdrojů, které jsou k dispozici, se závazky, které má společnost v určité době zaplatit. Nízké hodnoty signalizují napětí ve finančních zdrojích, vysoké hodnoty pak špatné hospodaření s finančními prostředky resp. nepřiměřeně vysoké hodnoty zásob nebo pohledávek.

Ukazatel běžné likvidity je kalkulován jako: oběžná aktiva/krátkodobý cizí kapitál. Obecně je považováno za optimální rozmezí běžné likvidity mezi 160 % až 250 %. Hodnota pod 100 % indikuje situaci, kdy krátkodobé závazky není možné z oběžných aktiv uhradit a je nutné je hradit z dlouhodobých zdrojů financování. Ukazatel rychlé likvidity je kalkulován jako: (oběžná aktiva-zásoby)/krátkodobý cizí kapitál, optimální rozmezí rychlé likvidity 70 % až 120 %. Okamžitá likvidita je

kalkulována jako krátkodobý finanční majetek dělený krátkodobými závazky; doporučená hodnota je v rozmezí 20 % až 50 %.

Likvidita	2022	2023
Likvidita běžná	361,1%	418,2%
Likvidita rychlá	361,1%	418,2%
Likvidita okamžitá	258,0%	300,7%

Ukazatele likvidity společnosti RSJ Asset Management ve sledovaném období dosahují vysokých hodnot, které se pohybují nad běžně doporučeným rozmezím.

Ukazatele zadluženosti

Ukazatelé zadluženosti měří dlouhodobější finanční rovnováhu, která se buď porovnává s doporučenými hodnotami, nebo alespoň podává informaci o tom, zda je možné firmu dále zadlužit. Míra zadlužení a podíl vlastního kapitálu je však nutné posuzovat s ohledem na strukturu aktiv a pasiv, které následují.

Zadluženost	2022	2023
Celková zadluženost v %	25,9%	23,0%
Dlouhodobá zadluženost	0,0%	0,0%
Zadluženost	37,5%	44,3%

Celková zadluženost společnosti RSJ Asset Management, měřena jako podíl dlouhodobých závazků, krátkodobých závazků, bankovních úvěrů a ostatních pasiv na celkových aktivech poklesla z 25,9 % na 23 %. Zadluženost, měřena jako podíl cizích zdrojů na vlastním jmění naopak vzrostla z 37,5 % na 44,3 %.

Ukazatele rentability a výnosnosti

Rentabilita společnosti a měření její úrovně patří k nejdůležitějším oblastem hodnocení společnosti. Smyslem podnikání je vyprodukovat zisk. Úroveň produkovaného zisku by měla být úměrná vloženému kapitálu (celkového nebo vlastního) a měla by být srovnatelná nebo vyšší než výnosnost jiného použití tohoto kapitálu.

Rentabilita a výnosnost	2022	2023
Čistá rentabilita aktiv celkem v %	3,5%	18,0%
Čistá rentabilita vlastního jmění v %	4,8%	26,0%
Nákladovost výkonů celková v %	100,0%	99,8%

Čistá rentabilita aktiv byla k datu ocenění na úrovni 18 %, rentabilita vlastního kapitálu na úrovni 26 %. Celková nákladovost výkonů je na vysoké úrovni, v roce 2023 je 99,8 %.

3.3. Vývoj provozní ziskové marže

Provozní zisková marže je klíčovým generátorem hodnoty, jehož prognóze je třeba věnovat pozornost. Vysoká intenzita přímé konkurence bude snižovat ziskové marže a lze jí čelit jen tím, že podnik disponuje nějakou zásadní konkurenční výhodou. Druhým faktorem je poměr sil mezi podnikem a odběrateli na straně jedné a dodavateli na straně druhé. Převaha nad odběrateli nebo dodavateli umožňuje přenášet tíhu ekonomických problémů na tyto podniky a udržovat tak ziskové marže i za méně příznivých podmínek.

Následující tabulka ukazuje vývoj historické provozní ziskové marže:

v tis. Kč	2022	2023
Provozní výnosy	500 945	748 122
Provozní náklady	500 642	746 092
KPV před daněmi a odpisy	303	2 030
Tržby	500 957	748 129
Provozní zisková marže	0,1%	0,3%

Provozní zisková marže měřena podílem korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a odpisy na provozních výnosech je na nízké úrovni, v roce 2023 činí 0,3 %.

3.4. Závěr finanční analýzy

Bilanční suma společnosti RSJ Asset Management se z roku 2022 zvýšila, z 5 415 tis. Kč na 7 675 tis. Kč. Oběžná aktiva jsou tvořena zejména krátkodobým finančním majetkem.

Vlastní kapitál společnosti RSJ Asset Management meziročně také vzrostl, z 3 940 tis. Kč na 5 320 tis. Kč. Cizí zdroje jsou tvořeny především krátkodobými závazky. Výsledek hospodaření byl v obou sledovaných letech kladný.

Likvidita společnosti je vysoká a pohybuje se nad doporučovými hodnotami. Zadluženost je na nízké úrovni.

Finanční analýzou historických výsledků společnosti RSJ Asset Management nebyla indikována žádná významná rizika a hrozby, předpoklad neomezeného trvání společnosti na základě analýzy historických údajů byl potvrzen. Společnost působí v rámci skupiny RSJ.

4. Výběr metody ocenění

V rámci provedené strategické a finanční analýzy nebyly identifikovány zásadní hrozby. Společnost působí v rámci skupiny RSJ.

Po zvážení charakteru podnikání Společnosti, způsobu a podmínek hospodaření, jejího současného a možného budoucího postavení na relevantním trhu a s předpokladem principu going concern byl jako odůvodněný způsob ocenění zvolen výnosový způsob, a to metoda diskontování volných peněžních toků, která z principu odráží budoucí výnosový potenciál. Určujícím předpokladem pro ocenění touto metodou je pokračování činnosti ve stávajícím rozsahu služeb se zohledněním reálně očekávatelného růstového potenciálu a hrozeb, který je zřejmý z vývoje hospodaření v minulých letech a provedených analýz.

5. Ocenění jmění metodou DCF

Modely DCF patří v současnosti k modelům, které mají největší užití. Těchto modelů existuje velké množství. Jejich společným znakem je, že hodnotu společnosti odvozují od budoucích výnosů, které se převádějí (z pohledu investora) na současnou hodnotu. Základem stanovení hodnoty společnosti je budoucí peněžní tok, který bude společnost generovat.

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 jsou zvlášť oceněna aktiva společnosti spojená s její hlavní výdělečnou činností a zvlášť ostatní neprovozní aktiva. Ocenění metodou DCF entity, vycházející z volných peněžních toků pro věřitele a majitele, vede proto ke stanovení tzv. provozní hodnoty společnosti a dále vyžaduje samostatné stanovení hodnoty neprovozního majetku. Výsledná hodnota společnosti se stanoví jako součet provozní hodnoty společnosti a ocenění neprovozního majetku. Od takto stanovené brutto hodnoty jsou dále odečteny úročené cizí zdroje k datu ocenění. Výsledkem je hodnota jmění společnosti (ve smyslu rozdílu hodnoty majetku - dluhů).

5.1. Dvoufázový model

Pro výnosový způsob ocenění společnosti byla na základě provedených analýz zvolena metoda diskontovaných volných peněžních toků, také nazývaná DCF v podobě dvoufázového modelu, přičemž za druhou fází je kalkulována perpetuita.

Finanční výkazy společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s. jsou sestaveny podle právních předpisů platných pro finanční instituce, pro účely ocenění byly modifikovány, bez ztráty významu jednotlivých položek a bez vlivu na výslednou hodnotu.

První fáze ocenění je zvolena na období od roku 2024 (tj. 1.1.2024-31.12.2024) až 2029 (tj. 1.1.2029-31.12.2029) kdy zhotovitel ocenění předpokládá stabilizaci volných peněžních toků a dalších ekonomických ukazatelů. Za druhou fází byla s ohledem na provedené analýzy a záměr do budoucna zvolena perpetuita, byl tedy použit předpoklad nepřetržitého fungování (tvorba hodnoty).

5.2. Finanční plán pro DCF

Pro ocenění obdržel zhotovitel od zástupců společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s. finanční plán na období let 2024 až 2029. V roce 2029 se očekává stabilizace. Finanční plán byl ověřen finanční analýzou a je sestaven v běžných cenách.

Finanční plán společnosti RSJ Asset Management obdrženy od Zadavatele:

v tis. Kč	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Výnosy z poplatků a provizí	750 000	772 500	795 675	819 545	844 132	869 456
Náklady na poplatky a provize	740 000	762 200	785 066	808 618	832 877	857 863
Přidaná hodnota	10 000	10 300	10 609	10 927	11 255	11 593
Marže (přidaná hodnota/tržby)	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Osobní náklady	3 750	3 863	3 978	4 098	4 221	4 347
Osobní náklady/Tržby	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku	86	88	89	91	93	95
Ostatní provozní výnosy	0	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	4 800	4 944	5 092	5 245	5 402	5 565
Provozní hospodářský výsledek	1 364	1 406	1 449	1 493	1 539	1 586
Marže (prov.hosp.výsledek/tržby)	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Výnosové úroky	12	12	12	12	12	12
Nákladové úroky	0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	58	58	58	58	58	58
Ostatní finanční náklady	0	0	0	0	0	0
Finanční výsledek hospodaření	70	70	70	70	70	70
Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním a úroky	1 434	1 476	1 519	1 563	1 609	1 656

Společnost funguje ve skupině RSJ a podléhá transfer-pricingovým pravidlům skupiny.

Vývoj tržeb

V tis. Kč	historie		Plán					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Výnosy z poplatků a provizí	500 945	748 122	750 000	772 500	795 675	819 545	844 132	869 456
<i>meziroční pohyb</i>	-	49,3%	0,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Společnost RSJ Asset Management vykonává činnost obhospodařovatele investičního fondu RSJ Prop SICAV a.s. a jeho podfondu RSJ Prop Podfond. Tržby společnosti plynou z poplatků a provizí. V roce 2023 došlo k meziročnímu nárůstu tržeb o 49,3 %. V dalších letech je plánován pozvolnější růst na úrovni 0,3 % v roce 2024 a dále stabilní růst na úrovni 3,0 %.

Vývoj nákladů

V tis. Kč	historie		Plán					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Náklady na poplatky a provize	499 307	743 112	744 800	767 144	790 158	813 863	838 279	863 428
<i>meziroční pohyb</i>	-	48,8%	0,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Náklady společnost RSJ Asset Management vykazuje za poplatky a provize a ostatní správní náklady. V roce 2023 došlo k růstu nákladů o 48,8 %, tj. nepatrně méně než u tržeb. Pro rok 2024 je plánován mírný růst na úrovni 0,2 % a dále stabilní růst 3,0 % (stejně jako u tržeb).

U plánování nákladů jsou důležité především marže, jejichž vývoj ukazují následující tabulky.

Historické a plánované marže:

	historie		plán					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Marže (přidaná hodnota/tržby)	0,3%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Marže (prov.hosp.výsledek/tržby)	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Marže jsou plánované na úrovni roku 2023.

Vývoj osobních nákladů:

	historie		plán					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Osobní náklady v tis Kč	1 289	2 963	3 750	3 863	3 978	4 098	4 221	4 347
<i>meziroční pohyb osobních nákladů</i>	-	129,9%	26,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Osobní náklady/Tržby	0,3%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%

Osobní náklady vzrostly v roce 2023 na více než dvojnásobek, v roce 2024 je plánovaný růst 26,6 % a dále stabilně 3% růst ročně. Podíl osobních nákladů na tržbách rostl z hodnoty 0,3 % v roce 2022 na 0,5 % v roce 2024 a dále je stabilní.

Odpisy a investice

V dlouhodobém hmotném majetku eviduje společnost RSJ Asset Management právo k užívání najatého aktiva. Společnost si pronajímá kancelářské prostory, ve kterých má své sídlo. Nájemní smlouva je uzavřena od 1.7.2022 do 28.2.2027. Oceněné aktivum je k 31.12.2023 ve výši 285 tis. Kč.

Odpisy majetku ve vlastnictví společnosti RSJ Asset Management jsou plánované na úrovni plánu Zadavatele. Investice do majetku jsou uvažovány na úrovni odpisů navýšené o částku 100 tis. Kč ročně.

	historie		plán					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
V tis. Kč								
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku	41	85	86	88	89	91	93	95
investiční výdaje	382	29	171	205	246	295	354	355

Výnosové úroky a ostatní finanční výnosy

Výnosové úroky i ostatní finanční výnosy jsou plánované na úrovni plánu Zadavatele, tj. výnosové úroky na stabilní úrovni 12 tis. Kč a ostatní finanční výnosy na stabilní úrovni 58 tis. Kč.

Pracovní kapitál

Jednotlivé složky pracovního kapitálu jsou plánovány prostřednictvím doby obratu kalkulované na základě příslušných tržeb a nákladů (historický vývoj je použit pro odhad do budoucnosti):

	historie		plán
	2022	2023	2024 a dále
Pracovní kapitál			
Doba obratu ostatních krátkodobých závazků	1,01	0,86	0,86
Doba obratu ostatních krátkodobých pohledávek	1,04	1,00	1,00

Plánované doby obrátů jsou v roce 2024 a v dalších letech první fáze stanoveny na úrovni roku 2023. K datu ocenění je veškerý krátkodobý finanční majetek považován za provozně nutný. Od roku 2024 je jeho výše nastavena na 300 % krátkodobých závazků, tj. stav v roce 2023.

Úročené cizí zdroje

Společnost k datu ocenění neneviduje úročené cizí zdroje.

Neprovozní majetek

Společnost k datu ocenění neneviduje neprovozní majetek.

Růst investovaného kapitálu (g)

Dlouhodobý růst investovaného kapitálu (g) je stanoven odhadem Zpracovatele na výši 2 % p.a.

Daň z příjmů

Volné peněžní toky společnosti jsou pro účely stanovení výnosové hodnoty uvažovány po zdanění. Pro stanovení daňové zátěže v budoucnosti je použita sazba 21 %.

5.3. Poměrové ukazatele plánu po dobu I. fáze

Sestavený finanční plán se dle analýzy poměrových ukazatelů jeví jako ekonomicky průchozí:

Likvidita	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Likvidita běžná	474,99%	521,11%	564,14%	603,81%	639,39%	674,22%
Likvidita rychlá	474,99%	521,11%	564,14%	603,81%	639,39%	674,22%
Likvidita okamžitá	57,9%	104,0%	147,1%	186,7%	222,3%	257,2%
Čistá pracovní aktiva na % tržeb	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%
Finanční majetek na % aktiv	11,7%	19,0%	24,6%	28,8%	32,0%	34,7%

Aktivita	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Doba obratu aktiv ve dnech	4	5	5	6	6	6
Doba obratu oběžných aktiv ve dnech	4	4	5	5	5	6
Doba obratu krátk.pohl. z obch.st.ve dnech	1	1	1	1	1	1
Doba obratu krátk.záv. z obch.st.ve dnech	1	1	1	1	1	1
Doba obratu zásob ve dnech	0	0	0	0	0	0

Zadluženost	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Celková zadluženost v %	20,2%	18,3%	16,7%	15,4%	14,4%	13,5%
Dlouhodobá zadluženost	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zadluženost	37,0%	32,0%	28,0%	25,0%	23,0%	21,0%

Struktura	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Leverage v %	26,8%	24,1%	21,9%	20,1%	18,6%	17,4%
Bankovní úvěry v % cizích zdrojů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Úrokové zatížení výnosů v %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Úrokové krytí z čistého zisku v %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pružnost aktiv v %	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,8%
Zlaté bilanční pravidlo v %	5,7%	6,4%	7,3%	8,4%	9,8%	10,8%
Stálá aktiva na % vlastního jmění	5,7%	6,4%	7,3%	8,4%	9,8%	10,8%

Rentabilita a výnosnost	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Čistá rentabilita tržeb v %	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Čistá rentabilita aktiv celkem v %	12,8%	11,6%	10,6%	9,8%	9,1%	8,6%
Rentabilita investovaného kapitálu	14,8%	13,2%	12,0%	10,9%	10,1%	9,4%
Čistá rentabilita vlastního jmění v %	17,6%	15,3%	13,6%	12,3%	11,2%	10,4%
Nákladová rentabilita v %	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Nákladovost výkonů celková v %	99,8%	99,8%	99,8%	99,8%	99,8%	99,8%

Nákladovost a produktivita	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Obchodní marže v %	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Nákladovost výkonové spotřeby v %	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%
Nákladovost výkonů provozní v %	99,8%	99,8%	99,8%	99,8%	99,8%	99,8%

5.4. II. fáze

V roce 2029 byla zachována struktura tzv. provozní páky tak, aby odpovídala předpokladu ustálených finančních toků v prvním roce II. fáze ocenění. Tento rok je výchozím volným peněžním tokem pro II. fázi ocenění, tzv. věčnou rentu (perpetuitu fungování). Některé další tabulky výpočtu výnosové hodnoty jsou pro velký rozsah uvedeny v samostatné příloze.

Pokračující hodnota je kalkulována podle vzorce:

$$PH = \frac{KPVH_{t+1} \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g}$$

KPVH (t+1)	korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v prvním roce II. fáze (posledním roce I. fáze)
g	odhadovaná míra růstu
r _I	rentabilita investic netto za I. fázi ocenění byla v daném konkrétním případě nahrazena náklady kapitálu společnosti
i _k	diskontní sazba (WACC - vážené průměrné náklady kapitálu)

Pokračující hodnota v tis. Kč	12 352
Diskontní faktor	0,57
Současná hodnota pokračující hodnoty v tis. Kč	7 041

5.5. Stanovení diskontní míry (WACC)

Náklady vlastního kapitálu

V daném ocenění byla pro přepočít plánovaných volných peněžních toků v jednotlivých letech na současnou hodnotu použita diskontní míra odhadnutá modelem CAPM s použitím dalších konkrétních přírážek.

Základní náklady kapitálu pro investora s možností vytvářet diverzifikované portfolio:

$$n_{VK} = R_f(\text{ČR}) + \beta \times RPKT(\text{USA}) + RPZ + \text{přirážky}$$

Použito:
kde $R_f(\text{ČR})$ = výnosnost státních obligací ČR k datu ocenění

Použito:	Zdroj:	ISIN:
4,43 %	http://www.cnb.cz	CZ0001002059

β = údaje odvětvových beta Evropa

Použito	Zdroj:	Druh:
0,95	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/	Investments & Asset Management, Europe

Pro účely dalšího použití je beta nezadlužená přepočtena následujícím vzorcem na betu zadluženou.

$$\beta_{Levered} = \beta_{Unlevered} * \left(1 + (1 - T) * \frac{D}{E} \right)$$

RPKT(USA) = riziková prémie kapitálového trhu
 RPZ = riziková prémie země

Zkratka	Použito	Zdroj:	Země
RPZ	0,88 %	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/	ČR
RPKT	4,60 %	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/	USA

Přirážky:

- přirážka za zhoršenou likviditu oproti společnosti na kapitálovém trhu odhadnuta na 0
- přirážka za specifické riziko odhadnuta na 1,119

Odhad nákladů vlastního kapitálu - hodnocení specifického rizika					
<i>R i z i k o</i>	Nízké	Průměrné	Zvýšené	Vysoké	Celkem
<i>I. Rizika oboru podnikání</i>					
Růst poptávky		1			
Závislost na hosp.cyklu		1			
Struktura odběratelů			1		
Kapitálová náročnost	1				
Život.prostř., hygienické předpisy, legislativa		1			
<i>II. Rizika trhu</i>					
Kapacita trhu	1				
Riziko dosažení tržeb	1				
Stálí zákazníci	1				
Konkurence		1			
Konkurenceschopnost výrobků	1				
Ceny	1				
Distribuce	1				
<i>III. Management</i>					
Schopnost vedení	1				
Organizační struktura	1				
<i>IV. Výrobní proces</i>					
Vlastní výrobky, opakované prodeje	1				
Využití kapacit	1				
Pracovní síla	1				
Dodavatelé	1				
<i>V. Finanční rizika</i>					
Zadluženost	1				
Likvidita	1				
Dosavadní vývoj tržeb	1				
Rentabilita	1				

Odhad nákladů vlastního kapitálu - hodnocení specifického rizika					
<i>R i z i k o</i>	Nízké	Průměrné	Zvýšené	Vysoké	Celkem
Doba obratu závazků	1				
Doba obratu pohledávek	1				
Doba obratu zásob	1				
Přístup k finančním zdrojům	1				
Počet pozorování	21	4	1	0	26
Přirážka pro specifické riziko	0	0,5	1	1,5	
Jednotková míra	0,3731	0,3731	0,3731	0,3731	
Celkem	0,0000	0,7462	0,3731	0,0000	1,119

Daňová sazba

Zkratka	Použito	Zdroj	Země
T	21 %	odhad	ČR

Náklady cizího kapitálu

Zkratka	Použito	Zdroj
r _D	0,0 % p.a.	skutečnost

WACC

Diskontní sazba k datu ocenění:

Náklady VK oborové tzn. jen systematické riziko	9,7% p.a.
Náklady na VK, včetně specif. rizika (p.a.)	10,82% p.a.
D/(D + E)	0,00%
Náklady na cizí kapitál	0,00% p.a.
WACC k datu ocenění =	10,82% p.a.

Diskontní sazba v dalších letech:

Diskontní sazba v dalších letech se stanovuje iteračně podle poměru vlastního a cizího kapitálu. V daném případě společnost RSJ Asset Management neneviduje úročený cizí kapitál.

5.6. Přepočítání na současnou hodnotu

Volné peněžní toky do firmy v jednotlivých letech musí být vzhledem k časovému nesouladu jejich inkasa a data ocenění přepočteny na současnou hodnotu. Tento úkon je proveden pomocí diskontního faktoru:

Současná hodnota volného peněžního toku = diskontní faktor x volný peněžní tok

$$\text{Diskontní faktor} = \frac{1}{1 + WACC}$$

V následující tabulce jsou uvedeny jednotlivé volné peněžní toky, diskontní faktory a současná hodnota volného peněžního toku:

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Volný peněžní tok do firmy	1 030	877	870	852	824	856
Volný peněžní tok do firmy započtený do hodnoty	1 030	877	870	852	824	856
(1 + WACC) ⁿ	1,05	1,16	1,29	1,43	1,58	1,75
Diskontní faktor	0,95	0,86	0,78	0,70	0,63	0,57
Souč. hodnota volného peněžního toku do firmy	979	754	679	596	519	488

Vzhledem ke skutečnosti, že zhotovitel ocenění předpokládá inkaso peněžních toků na konci roku, je pro přepočítání volného peněžního toku na současnou hodnotu použit faktor, kdy n v prvním roce odpovídá: $n_1 = 6/12$, tj.

$$\frac{1}{(1 + WACC)^{\left(\frac{6}{12}\right)}}$$

Úplné tabulky stanovení současné hodnoty volných peněžních toků jsou uvedeny v příloze.

5.7. Rekapitulace výnosového ocenění

Tabulky výnosového ocenění jsou pro velký rozsah uvedeny v samostatné příloze tohoto stanoviska.

Výsledná hodnota jmění metodou DCF	31.12.2023	
Součet diskontovaných peněžních toků	4 015	tis. Kč
Perpetuita (věčná renta)	7 041	tis. Kč
Suma diskontovaných volných peněžních toků	11 056	tis. Kč
Výsledná hodnota provozně nepotřebných aktiv	0	tis. Kč
Čistý dluh	0	tis. Kč
Hodnota jmění (majetek - dluhy):	11 056	tis. Kč

Hodnota jmění společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s. stanovená výnosovým způsobem ocenění činí k datu ocenění částku **11 056 tis. Kč**.

6. Závěr k hodnotě podílu

Hodnota 100% podílu na společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s. se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, IČ: 171 49 509, činí k datu ocenění částku **11 056 tis. Kč.**

7. Přílohy

1. Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s. k datu 31.12.2023
2. Tabulky výnosového ocenění společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s.:
 - a) Historický volný peněžní tok
 - b) Prognóza volného peněžního toku
 - c) Prognóza aktiv a pasiv
 - d) Prognóza pracovního kapitálu
 - e) Plán reálných odpisů
 - f) Stanovení diskontní sazby
 - g) Stanovení výsledné hodnoty jmění společnosti

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s.

Příloha č. 1

Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ Asset
Management investiční společnost a.s. k datu 31.12.2023

Název účetní jednotky: RSJ Asset Management investiční společnost a.s.
 Sídlo: Praha 1, Nové Město, Na Florenci 2116/15, PSČ 110 00
 Identifikační číslo: 17149509
 Předmět podnikání: Činnost investiční společnosti dle ust. § 7 zákona o investičních společnostech

ROZVAHA

k 31.12.2023

uveдено v jednotkách Kč

AKTIVA		číslo řádku	Běžné období	Poslední den minulého období
1.	Pokladní hotovost a vklady u centrálních bank	1		
2.	Státní bezkuponové dluhopisy a ostatní cenné papíry přijímané centrální bankou k refinancování	2		
	<i>v tom: a) vydané vládními institucemi</i>	3		
	<i>b) ostatní</i>	4		
3.	Pohledávky za bankami a družstevními záložnami	5	5 314	3 625
	<i>v tom: a) splatné na požádání</i>	6	5 314	3 625
	<i>v tom: b) ostatní pohledávky</i>	7		
4.	Pohledávky za nebankovními subjekty	8		
	<i>v tom: a) splatné na požádání</i>	9		
	<i>v tom: b) ostatní pohledávky</i>	10		
5.	Dluhové cenné papíry	11		
	<i>v tom: a) vydané vládními institucemi</i>	12		
	<i>v tom: b) vydané ostatními osobami</i>	13		
6.	Akcie, podílové listy a ostatní podíly	14		
7.	Účasti s podstatným vlivem	15		
	<i>z toho: v bankách</i>	16		
8.	Účasti s rozhodujícím vlivem	17		
	<i>z toho: v bankách</i>	18		
9.	Dlouhodobý nehmotný majetek	19		
	<i>z toho: goodwill</i>	20		
10.	Dlouhodobý hmotný majetek	21	285	341
	<i>z toho: pozemky a budovy pro provozní činnost</i>	22	285	341
11.	Ostatní aktiva	23	2 076	1 449
12.	Pohledávky z upsaného základního kapitálu	24		
13.	Náklady a příjmy příštích období	25		
	Aktiva celkem	26	7 675	5 415

PASIVA		číslo řádku	Běžné období	Poslední den minulého období
1.	Závazky vůči bankám a družstevním záložnám	27		
	<i>v tom: a) splatné na požádání</i>	28		
	<i>v tom: b) ostatní závazky</i>	29		
2.	Závazky vůči nebankovním subjektům	30		
	<i>v tom: a) splatné na požádání</i>	31		
	<i>v tom: b) ostatní závazky</i>	32		
3.	Závazky z dluhových cenných papírů	33		

	<i>v tom: a) emitované dluhové cenné papíry</i>	34		
	<i>b) ostatní závazky z dluhových cenných papírů</i>	35		
4.	Ostatní pasiva	36	1 767	1 405
5.	Výnosy a výdaje příštích období	37		
6.	Rezervy	38	588	71
	<i>v tom: a) na důchody a podobné závazky</i>	39		
	<i>v tom: b) na daně</i>	40	369	54
	<i>v tom: c) ostatní</i>	41	219	17
7.	Podřízené závazky	42		
8.	Základní kapitál	43	3 750	3 750
	<i>z toho: a) splacený základní kapitál</i>	44	3 750	3 750
9.	Emisní ážio	46		
10.	Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	47		
	<i>v tom: a) povinné rezervní fondy a rizikové fondy</i>	48		
	<i>v tom: b) ostatní rezervní fondy</i>	49		
	<i>v tom: c) ostatní fondy ze zisku</i>	50		
11.	Rezervní fond na nové ocenění	51		
12.	Kapitálové fondy	52		
13.	Oceňovací rozdíly	53		
	<i>v tom: a) z majetku a závazků</i>	54		
	<i>v tom: b) ze zajišťovacích derivátů</i>	55		
	<i>v tom: c) z přepočtu účastí</i>	56		
14.	Nerozdělený zisk nebo neuhrazená ztráta z předchozích období	57	189	
15.	Zisk nebo ztráta za účetní období	58	1 381	189
	Pasiva celkem	59	7 675	5 415

Sestaveno dne:	11.03.2024	Podpisový záznam statutárního orgánu účetní jednotky:
Sestavil:	Petra Křístková	Ing. Libor Winkler, CSc. člen představenstva

Název účetní jednotky: RSJ Asset Management investiční společnost a.s.
 Sídlo: Praha 1, Nové Město, Na Florenci 2116/15, PSČ 110 00
 Identifikační číslo: 17149509
 Předmět podnikání: Činnost investiční společnosti dle ust. § 7 zákona o investičních společnostech

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

k 31.12.2023

uvedeno v jednotkách Kč

		číslo řádku	Běžné období	Od začátku do konce minulého období
1.	Výnosy z úroků a podobné výnosy	1	7	12
	z toho: úroky z dluhových cenných papírů	2		
2.	Náklady na úroky a podobné náklady	3	14	8
	z toho: úroky z dluhových cenných papírů	4		
3.	Výnosy z akcií a podílů	5		
	v tom: a) výnosy z účasti s podstatným vlivem	6		
	b) výnosy z účasti s rozhodujícím vlivem	7		
	c) ostatní výnosy z akcií a podílů	8		
4.	Výnosy z poplatků a provizí	9	748 065	501 118
5.	Náklady na poplatky a provize	10	738 102	496 804
6.	Zisk nebo ztráta z finančních operací	11	58	-173
7.	Ostatní provozní výnosy	12		
8.	Ostatní provozní náklady	13	17	46
9.	Správní náklady	14	7 973	3 792
	v tom: a) náklady na zaměstnance	15	3 114	1 314
	z toho: aa) mzdy a platy	16	2 218	965
	ab) sociální a zdravotní pojištění	17	745	324
	v tom: b) ostatní správní náklady	18	4 859	2 478
10.	Rozpuštění rezerv a opravných položek k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku	19		
11.	Odpisy, tvorba a použití rezerv a opravných položek k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku	20	85	41
12.	Rozpuštění opravných položek a rezerv k pohledávkám a zárukám, výnosy z dříve odepsaných pohledávek	21		
13.	Odpisy, tvorba a použití opravných položek a rezerv k pohledávkám a zárukám	22	2	7
14.	Rozpuštění opravných položek k účastem s rozhodujícím a podstatným vlivem	23		
15.	Ztráty z převodu účasti s rozhodujícím a podstatným vlivem, tvorba a použití opravných položek k účastem s rozhodujícím a podstatným vlivem	24		
16.	Rozpuštění ostatních rezerv	25		
17.	Tvorba a použití ostatních rezerv	26	202	17
18.	Podíl na ziscích nebo ztrátách účastí s rozhodujícím nebo podstatným vlivem	27		
19.	Zisk nebo ztráta za účetní období z běžné činnosti před zdaněním	28	1 735	241
20.	Mimořádné výnosy	29		
21.	Mimořádné náklady	30		
22.	Zisk nebo ztráta za účetní období z mimořádné činnosti před zdaněním	31		
23.	Daň z příjmů	32	353	52
24.	Zisk nebo ztráta za účetní období po zdanění	33	1 381	189

Sestaveno dne:

11.03.2024

Podpisový záznam statutárního orgánu účetní jednotky:

Ing. Libor Winkler, CSc.

Sestavil:

Petra Křístková

člen představenstva

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

- a) Historický volný peněžní tok

v tis. Kč	2022	2023
Výkony	500 945	748 122
Tržby za prodej vlast. výrobků a služeb	500 945	748 122
Výkonová spotřeba	499 307	743 112
Služby	499 307	743 112
Přidaná hodnota	1 638	5 010
<i>Marže (přidaná hodnota/tržby)</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,7%</i>
Osobní náklady	1 289	2 963
<i>Osobní náklady/Tržby</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,4%</i>
Mzdové náklady	965	2 218
Náklady na sociální zabezpečení	324	745
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku	41	85
Změna stavu rezerv a opr.položek v prov.oblasti a kompl.nákl.př.obd.	24	204
Ostatní provozní náklady	46	17
Provozní hospodářský výsledek	238	1 741
<i>Marže (prov.hosp.výsledek/tržby)</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,2%</i>
Výnosové úroky	12	7
Nákladové úroky	8	14
Finanční výsledek hospodaření	4	-7
Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním a úroky	250	1 748
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	250	1 748
Efektivní daňová sazba	20,80%	20,02%
Upravená daň	52	350
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani	198	1 398
Úpravy o nepeněžní operace		204
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku		85
Investice do prov.nutného dlouh.majetku brutto (investice netto + odpisy)		29
Investice do provozně nutného prac.kapitálu		265
Volný peněžní tok do firmy		1 393

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

b) Prognóza volného peněžního toku

v tis. Kč	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Výkony	750 000	772 500	795 675	819 545	844 132	869 456
Výkonová spotřeba	744 800	767 144	790 158	813 863	838 279	863 428
Přidaná hodnota	5 200	5 356	5 517	5 682	5 853	6 028
<i>Marže (přidaná hodnota / tržby)</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,7%</i>
Osobní náklady	3 750	3 863	3 978	4 098	4 221	4 347
<i>Osobní náklady / Tržby</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku	86	88	89	91	93	95
Provozní hospodářský výsledek	1 364	1 405	1 450	1 493	1 539	1 586
<i>Marže (prov.hosp.výsledek / tržby)</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>
Výnosové úroky	12	12	12	12	12	12
Ostatní finanční výnosy	58	58	58	58	58	58
Finanční výsledek hospodaření	70	70	70	70	70	70
Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním a úroky	1 434	1 475	1 520	1 563	1 609	1 656
(-) provozní výnosy jednorázové, nesouv.s prov.majetkem	0	0	0	0	0	0
(+) provozní náklady jednorázové, nesouv.s prov.majetkem	0	0	0	0	0	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	1 434	1 475	1 520	1 563	1 609	1 656
Daňový základ	1 434	1 475	1 520	1 563	1 609	1 656
Efektivní daňová sazba	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Upravená daň	301	310	319	328	338	348
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani	1 133	1 165	1 201	1 235	1 271	1 308
Úpravy o nepeněžní operace	0	0	0	0	0	0
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku	86	88	89	91	93	95
Investice do prov.nutného dlouh.majetku brutto (investice netto + odpisy)	171	205	246	295	354	355
Investice do provozně nutného prac.kapitálu	18	171	174	179	186	192
Volný peněžní tok do firmy	1 030	877	870	852	824	856

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

c) Prognóza aktiv a pasiv

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

d) Prognóza pracovního kapitálu

Pracovní kapitál v tis. Kč	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Stav zásob	0	0	0	0	0	0
Stav pohledávek z obch.styku	0	0	0	0	0	0
Stav závazků z obch.styku	0	0	0	0	0	0
Ostatní krátkodobé pohledávky	2 083	2 146	2 210	2 277	2 345	2 415
Ostatní krátkodobé závazky	1 779	1 833	1 888	1 944	2 003	2 063
Finanční majetek provozně nutný	6 367	7 406	8 441	9 461	10 462	10 193
Doba obratu zásob ve dnech	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Doba obratu krátk.pohledávek z obch.styku ve dnech	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Doba obratu krátk.závazků z obch.styku ve dnech	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Doba obratu ostatních krátkodobých závazků	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86
Doba obratu ostatních krátkodobých pohledávek	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Podíl kr.fin.majetku na krátk.závazcích	300,0%	300,0%	300,0%	300,0%	300,0%	300,0%

v tis. Kč	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Počáteční stav peněz	5 314	6 367	7 406	8 441	9 461	10 462
zisk po zdanění	1 133	1 165	1 201	1 235	1 271	0
odpisy	86	88	89	91	93	95
CF ze samofinancování	1 219	1 253	1 290	1 326	1 364	95
zásoby	0	0	0	0	0	0
pohledávky	7	63	64	67	68	70
ostatní aktiva	0	0	0	0	0	0
krátkodobé závazky	12	54	55	56	59	61
ostatní pasiva	0	0	0	0	0	0
Provozní CF	5	-9	-9	-11	-9	-9
investiční výdaje	171	205	246	295	354	355
Investiční CF	-171	-205	-246	-295	-354	-355
bankovní úvěry + dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0
vlastní kapitál (úpis akcií...)	0	0	0	0	0	0
Finanční CF	0	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok	1 053	1 039	1 035	1 020	1 001	-269
Konečný stav peněz	6 367	7 406	8 441	9 461	10 462	10 193

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

- e) Plán reálných odpisů

v tis. Kč	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Plánované investice	100	100	100	100	100	100
Meziroční změna investic netto						
Investice do prov.nutného dlouh.majetku brutto	171	205	246	295	354	355
Investice do prov.nutn.dl.majetku/tržby	0,02%	0,03%	0,03%	0,04%	0,04%	0,04%
Mezir.tempo růstu investic (investice/KPV po dani)	15,09%	17,60%	20,48%	23,89%	27,85%	27,14%
Roční odpis (včetně odpisu investic)	71	105	146	195	254	255
	285	214	143	72	1	0
Nové investice a jejich pokles hodnoty						
0	171	137	103	69	35	1
1	0	205	164	123	82	41
2		0	246	197	148	99
3			0	295	236	177
4				0	354	283
5					0	355
odpis stávajícího majetku	<u>456</u>	<u>556</u>	<u>656</u>	<u>756</u>	<u>856</u>	<u>956</u>
odpis nových investic	71	71	71	71	71	1
		34	34	34	34	34
			41	41	41	41
				49	49	49
					59	59
						71
Celkový roční odpis	71	105	146	195	254	255

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

f) Stanovení diskontní sazby

Odhad nákladů vlastního kapitálu - hodnocení specifického rizika					
R i z i k o	Nízké	Průměrné	Zvýšené	Vysoké	Celkem
<i>I. Rizika oboru podnikání</i>					
Růst poptávky		1			
Závislost na hosp.cyklu		1			
Struktura odběratelů			1		
Kapitálová náročnost	1				
Život.prostř., hygienické předpisy, legislativa		1			
<i>II. Rizika trhu</i>					
Kapacita trhu	1				
Riziko dosažení tržeb	1				
Stálí zákazníci	1				
Konkurence		1			
Konkurenceschopnost výrobků	1				
Ceny	1				
Distribuce	1				
<i>III. Management</i>					
Schopnost vedení	1				
Organizační struktura	1				
<i>IV. Výrobní proces</i>					
Vlastní výrobky, opakované prodeje	1				
Využití kapacit	1				
Pracovní síla	1				
Dodavatelé	1				
<i>V. Finanční rizika</i>					
Zadluženost	1				
Likvidita	1				
Dosavadní vývoj tržeb	1				
Rentabilita	1				
Doba obratu závazků	1				
Doba obratu pohledávek	1				
Doba obratu zásob	1				
Přístup k finančním zdrojům	1				
Počet pozorování	21	4	1	0	26
Přirážka pro specifické riziko	0	0,5	1	1,5	
Jednotková míra	0,3731	0,3731	0,3731	0,3731	
Celkem	0,0000	0,7462	0,3731	0,0000	1,119

Rf, české dluhopisy (19 let)	4,43
Riziková prémie země ČR	0,88
RPKT (USA)	4,60
Beta (nezadlužené) oborové	0,95
Daňová sazba k datu ocenění	19
Přirážka za zhoršenou likviditu menší společnosti oproti spol. na kap.trhu (-5 až 5% b.)	0,0
Náklady VK oborové tzn. jen systematické riziko	9,7%
Náklady na VK, včetně spec.rizika (p.a.)	<u>10,82%</u>
CK/Celkový kapitál	0,00%
Náklady na cizí kapitál	0,00%
WACC k datu ocenění =	10,82%

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Asset Management investiční společnost a.s.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

- g) Stanovení výsledné hodnoty jmění společnosti

Výsledná hodnota jmění metodou DCF	31.12.2023
Součet diskontovaných peněžních toků	4 015 tis. Kč
Perpetuita (věčná renta)	7 041 tis. Kč
Suma diskontovaných volných peněžních toků	11 056 tis. Kč
Dlouhodobý finanční majetek	0 tis. Kč
Nemovitý majetek	0 tis. Kč
Pohledávky	0 tis. Kč
Krátkodobý finanční majetek	0 tis. Kč
Výsledná hodnota provozně nepotřebných aktiv	0 tis. Kč
Dlouhodobé závazky	0 tis. Kč
Bankovní úvěry	0 tis. Kč
Krátkodobé závazky	0 tis. Kč
Čistý dluh	0 tis. Kč
Hodnota jmění (majetek - dluhy):	11 056 tis. Kč

Příloha č. 4 znaleckého posudku č. 038167/2024

**Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Custody s.r.o., se
sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1,
identifikační číslo: 026 03 900**

V Praze dne 14. 5. 2024

OBSAH

1. Výčet vybraných zdrojů dat a jejich popis.....	3
1.1. Data od společnosti nebo Zadavatele	3
1.2. Data získaná Zpracovatelem	3
1.3. Použitá literatura	3
2. Předmět ocenění.....	3
2.1. Identifikace společnosti RSJ Custody s.r.o.	3
2.2. Účetní stav společnosti RSJ Custody	4
2.3. Ostatní skutečnosti	4
3. Finanční analýza	6
3.1. Analýza účetních výkazů	6
3.2. Analýza poměrových ukazatelů	9
3.3. Vývoj provozní ziskové marže	10
3.4. Závěr finanční analýzy	11
4. Výběr metody ocenění.....	11
5. Ocenění jmění metodou DCF	11
5.1. Dvoufázový model.....	12
5.2. Finanční plán pro DCF	12
5.3. Poměrové ukazatele plánu po dobu I. fáze.....	15
5.4. II. fáze	15
5.5. Stanovení diskontní míry (WACC)	16
5.6. Přepočet na současnou hodnotu	18
5.7. Rekapitulace výnosového ocenění	18
6. Závěr k hodnotě podílu	19
7. Přílohy	19

Společnost RSJ a.s., se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, identifikační číslo: 063 24 720 (dále jen „RSJ a.s.“), vlastní 100% podíl na společnosti RSJ Custody s.r.o.

1. Výčet vybraných zdrojů dat a jejich popis

1.1. Data od společnosti nebo Zadavatele

1. Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ Custody s.r.o. k datu 31.12.2023
2. Výroční zpráva společnosti RSJ Custody s.r.o. za roky 2021, 2022, 2023
3. Obratová předvaha společnosti RSJ Custody s.r.o. k 31.12. let 2020, 2021, 2022 a 2023
4. Finanční plán společnosti RSJ Custody s.r.o. na období 2024-2029

1.2. Data získaná Zpracovatelem

1. Výpis z obchodního rejstříku společnosti RSJ Custody s.r.o. pořízený přes internet
2. Informace dostupné na internetu, zejména na www.mfcr.cz, www.czso.cz, www.cnb.cz, www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar, www.rsj.com a další zdroje dat uvedené v textu posudku

1.3. Použitá literatura

1. Maříková, P. - Mařík, M.: Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, ISBN: 978-80-245-1242-6, Praha 2007
2. Mařík M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, hlubší pohled na vybrané problémy, ISBN: 978-80-86929-80-4, 2011
3. Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy, Ekopress 2018, 4. upravené a rozšířené vydání, ISBN 978-80-87865-38-5.
4. Kislíngerová, E.: Oceňování podniku, 2. přepracované a doplněné vydání, C. H. Beck v Praze roku 2001, ISBN 80-7179-529-1.
5. Ryneš, P.: Podvojný účetnictví a účetní závěrka. Trizonia, Praha, 2018
6. The European Group of Valuers' Associations: European Valuation Standards 2016, ISBN 978-90-819060-1-2
7. International Valuation Standards 2017, International Valuation Standards Council, 1 King Street, London EC2V 2AU, ISBN: 978-0-9931513-0-9
8. Další literatura uvedená v textu posudku nebo v poznámkách pod čarou

2. Předmět ocenění

Předmětem ocenění je 100% podíl na společnosti RSJ Custody s.r.o., se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, IČ: 026 03 900, ve vlastnictví společnosti RSJ a.s.

2.1. Identifikace společnosti RSJ Custody s.r.o.

Společnost je identifikovaná výpisem z obchodního rejstříku, vedeného Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka 220809:

Datum vzniku a zápisu:	30. ledna 2014
Spisová značka:	C 22089 vedená u Městského soudu v Praze
Obchodní firma:	RSJ Custody s.r.o.
Sídlo:	Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1
Identifikační číslo:	026 03 900
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Předmět podnikání:	

- Činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence
- Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona (obory činnosti:
 - zprostředkování obchodu a služeb

- poskytování software, poradenství v oblasti informačních technologií, zpracování dat, hostingové a související činnosti a webové portály
- poradenská a konzultační činnost, zpracování odborných studií a posudků
- reklamní činnost, marketing, mediální zastoupení
- služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy
- výroba, obchod a služby jinde nezařazené)
- Výkon činností obchodníka s cennými papíry v rozsahu povolení uděleného podle zvláštního zákona
- Výkon činnosti administrátora a depozitáře investičního fondu v rozsahu povolení uděleného podle zvláštního zákona

(dále také „RSJ Custody“)

V roce 2023 poskytovala Společnost jako hlavní administrátor činnost administrace investičním fondům obhospodařovaným společností RSJ Investments investiční společnost a.s. fondu obhospodařovanému společností RSJ Asset Management investiční společnost a.s. a v omezeném počtu fondů mimo skupinu RSJ. Činnost administrace byla vykonávána pro společnost RSJ Investments SICAV a.s., IČO: 247 04 415 a jejich 18 podfondů, pro společnost RSJ PE SICAV a.s., IČO: 092 38 859 a její 2 podfondy, pro společnost RSJ Prop SICAV a.s., IČO: 079 70 358 a její jeden podfond, pro společnost RSJ Investments investiční společnost a.s, IČO: 053 57 225, a to jejím 4 otevřeným podílovým fondům a 5 uzavřeným podílovým fondům a pro společnost Wine Investment Partnes SICAV a.s., IČO: 032 41 815 a jeden její podfond.

Činnost depozitáře v roce 2023 společnost RSJ Custody vykonávala pro společnost RSJ Investments SICAV a.s., IČO: 247 04 415 a jejich 18 podfondů, pro společnost RSJ PE SICAV a.s., IČO: 092 38 859 a její 2 podfondy, pro společnost RSJ Prop SICAV a.s., IČO: 079 70 358 a její jeden podfond, pro společnost RSJ Investments investiční společnost a.s, IČO: 053 57 225, a to jejím 4 otevřeným podílovým fondům a 5 uzavřeným podílovým fondům, pro společnost EMUN PARTNERS investiční společnost, a.s. IČO: 284 95 349, a to jejím 5 otevřeným podílovým fondům a pro společnost Pro Arte, investiční fond s proměnným základním kapitálem, a.s. IČO: 242 47 464 a jeden její podfond.

Dále poskytovala společně ve skupině RSJ účetní, IT a komunikační služby, back office a další podpůrné služby, jako je činnost recepce, či HR.

2.2. Účetní stav společnosti RSJ Custody

Účetnictví společnosti je vedeno a účetní závěrka sestavována v souladu se zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví, v platném znění, vyhláškou č. 501/2022 Sb. Vydanou Ministerstvem financí, ve znění pozdějších předpisů a českými účetními standardy pro finanční instituce vydanými Ministerstvem financí. Společnost vede účetnictví odpovídající kalendářnímu roku od 1.1. do 31.12.

Pro ocenění společnosti RSJ Custody je rozhodující datum, ke kterému se ohodnocení provádí, v daném případě je provedeno podle výkazů k datu 31. 12. 2023, které jsou součástí **přílohy č. 1**. Pro účely analýz a ocenění byly účetní výkazy modifikovány bez ztráty významu jednotlivých položek.

2.3. Ostatní skutečnosti

Mimobilanční majetek, závazky

Cenné papíry převzaté Společností do úschovy, správy nebo k uložení jsou účtovány v reálné hodnotě a vykazovány na podrozvahových pasivech v položce Hodnoty převzaté do úschovy, do správy a k uložení.

Cenné papíry předané Společností do úschovy, správy nebo k uložení jsou účtovány v reálné hodnotě a vykazovány na podrozvahových aktivech v položce Hodnoty předané do úschovy, do správy a k uložení.

Podrozvaha

	tis. Kč	31.12.2023	31.12.2022
7.	Hodnoty předané do úschovy, do správy a k uložení	1 980 816	682 899
	Podrozvahová aktiva celkem	1 980 816	682 899

	tis. Kč	31.12.2023	31.12.2022
14.	Hodnoty převzaté do úschovy, do správy a k uložení	24 650 244	21 684 424
	Podrozvahová pasiva celkem	24 650 244	21 684 424

Zaměstnanci

Historický vývoj počtu zaměstnanců v letech 2022 - 2023:

	2022	2023
Počet zaměstnanců	42	42

Soudní spory

Společnost se neúčastní aktivních ani pasívních soudních sporů.

Leasing

Společnost aplikuje od 1.1.2021 mezinárodní účetní standard IFRS 16 (Leasingy). Společnost eviduje dlouhodobý hmotný majetek, který je pořízen v rámci leasingu. Aktiva na leasing si najímá, ale také je pronajímá dalším.

3. Finanční analýza

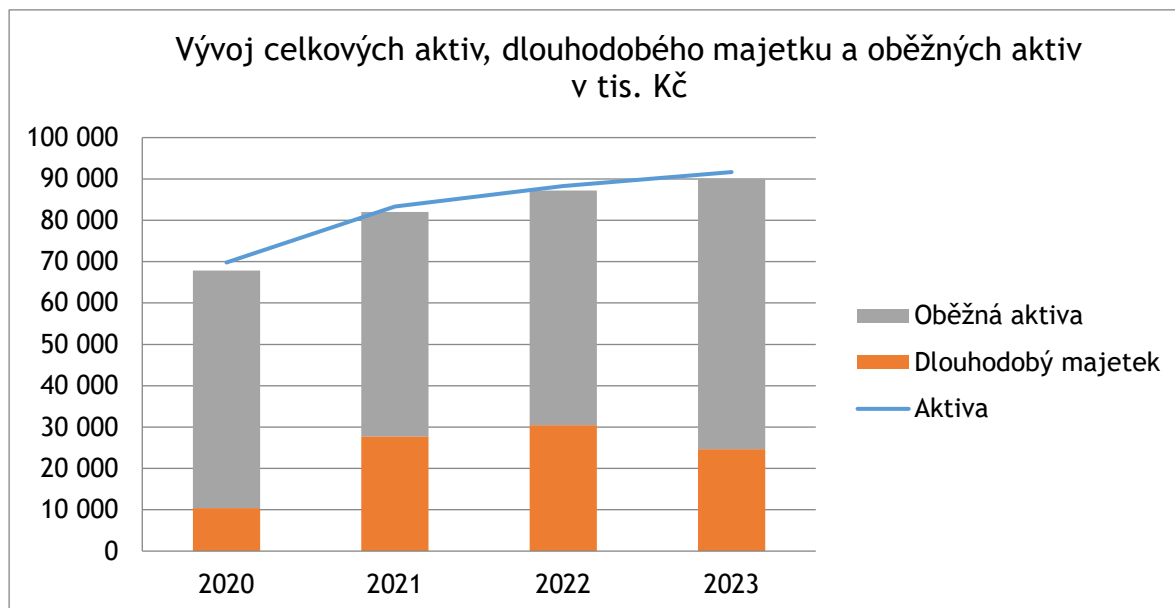
3.1. Analýza účetních výkazů

V této kapitole jsou uvedeny historické údaje rozvahy a výkazu zisku a ztráty společnosti RSJ Custody. Finanční analýza je provedena za období let 2020 až 2023. Datum účetní závěrky ve zmiňovaných letech je vždy k 31. prosinci daného roku. Účetní výkazy byly pro účely analýz modifikovány bez ztráty významu jednotlivých položek.

Aktiva společnosti RSJ Custody od roku 2020 do 2023 v tis. Kč (uvedeny jsou jen nenulové řádky):

Položky v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
AKTIVA CELKEM	69 793	83 344	88 275	91 349
Dlouhodobý majetek	10 411	27 769	30 465	24 653
Dlouhodobý nehmotný majetek	311	842	1 585	1 104
Dlouhodobý hmotný majetek	10 100	26 927	28 880	23 549
Oběžná aktiva	57 457	54 240	56 716	64 994
Krátkodobé pohledávky	37 892	29 823	33 788	43 000
Pohledávky z obchodních vztahů	0	523	449	365
Jiné pohledávky	37 892	29 300	33 339	42 635
Krátkodobý finanční majetek	19 565	24 417	22 928	21 994
Peníze	24	29	43	13
Účty v bankách	19 541	24 388	22 885	21 981
Časové rozlišení	1 925	1 335	1 094	1 702
Náklady příštích období	1 925	1 335	1 078	1 686
Příjmy příštích období	0	0	16	16

Bilanční suma společnosti RSJ Custody meziročně rostla. K 31.12.2023 byla v celkové výši 91 349 tis. Kč. Aktiva jsou tvořena především oběžným majetkem, zejména krátkodobými pohledávkami. Z nich je nejvýznamnější položka jiné pohledávky, která zahrnuje pohledávky z obchodních vztahů, poskytnuté zálohy, odloženou daňovou pohledávku, zásoby apod. Dlouhodobý nehmotný majetek je tvořen především softwarovými produkty. Dlouhodobý hmotný majetek byl rostoucí do roku 2022, v roce 2023 poklesl. Společnost eviduje také časové rozlišení aktivní, které je zastoupeno zejména náklady příštích období.

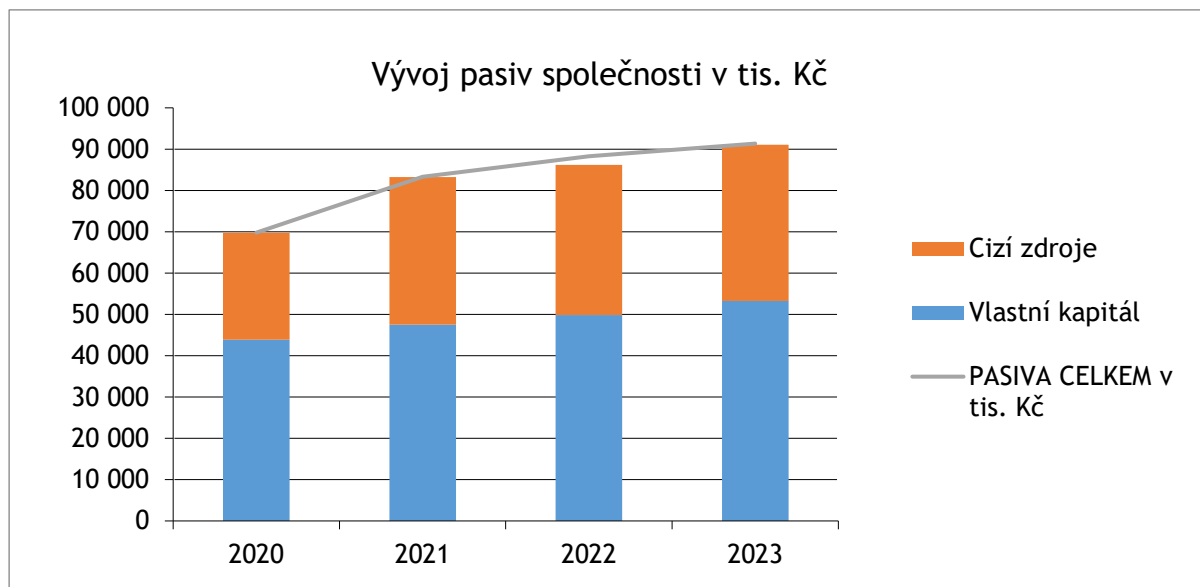


v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
AKTIVA CELKEM	69 793	83 344	88 275	91 656
<i>meziroční změna</i>	-	19,4%	5,9%	3,8%
Dlouhodobý majetek	10 411	27 769	30 465	24 653
<i>meziroční změna</i>	-	166,7%	9,7%	-19,1%
Oběžná aktiva	37 892	54 240	56 716	65 301
<i>meziroční změna</i>	-	43,1%	4,6%	15,1%

Pasiva společnosti RSJ Custody od roku 2020 do 2023 v tis. Kč (uvedeny jsou jen nenulové řádky):

	2020	2021	2022	2023
PASIVA CELKEM v tis. Kč	69 793	83 344	88 275	91 349
Vlastní kapitál	43 836	47 551	49 856	53 229
Základní kapitál	36 000	36 000	36 000	36 000
Základní kapitál	36 000	36 000	36 000	36 000
Kapitálové fondy	1 300	1 300	1 300	1 300
Výsledek hospodaření minulých let	2 545	6 202	10 251	12 555
Nerozdělený zisk minulých let	2 545	6 202	10 251	12 555
Výsledek hospodaření běžného účetního období / + - /	3 991	4 049	2 305	3 374
Cizí zdroje	25 895	35 730	36 345	37 808
Rezervy	2 160	2 314	4 291	5 866
Rezerva na daň z příjmu	0	0	1 006	891
Ostatní rezervy	2 160	2 314	3 285	4 975
Krátkodobé závazky	23 735	33 416	32 054	31 942
Časové rozlišení	62	63	2 074	312
Výdaje příštích období	62	63	2 074	312

Struktura pasiv se ve sledovaných letech příliš nemění, vlastní kapitál tvoří 56-63 % celkových pasiv. Je tvořen především základním kapitálem a výsledky hospodaření minulých let. Cizí zdroje meziročně vzrostly a jsou tvořeny zejména krátkodobými závazky, konkrétně závazky z leasingu dle mezinárodního účetního standardu IFRS 16.



Položky v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
PASIVA CELKEM	69 793	83 344	88 275	91 349
Základní kapitál	36 000	36 000	36 000	36 000
Vlastní kapitál	43 836	47 551	49 856	53 229
<i>Meziroční změna vlastního kapitálu</i>	-	8,5%	4,8%	6,8%
Cizí zdroje	25 895	35 730	36 345	37 808
<i>Meziroční změna cizích zdrojů</i>	-	38,0%	1,7%	4,0%

Výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ Custody od roku 2020 do 2023 (uvedeny jsou jen nenulové řádky):

Položky v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
Výkony	139	699	459	380
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	139	699	459	380
Výkonová spotřeba	19 804	17 038	21 277	24 357
Služby	19 804	17 038	21 277	24 357
Přidaná hodnota	-19 665	-16 339	-20 818	-23 977
Osobní náklady	46 869	52 015	64 745	72 190
Mzdové náklady	35 261	39 065	49 143	54 977
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	11 608	12 950	15 602	17 213
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	4 386	8 864	7 952	8 878
Změna stavu rezerv a opr.položek v prov.oblasti a kompl.nákl.př.obd.	606	56	873	1 707
Ostatní provozní výnosy	80 832	86 116	102 442	116 042
Ostatní provozní náklady	3 975	2 753	3 692	3 515
Provozní výsledek hospodaření	5 331	6 089	4 362	5 775
Výnosové úroky	62	7	236	182
Nákladové úroky	0	540	921	982
Finanční výsledek hospodaření	62	-533	-685	-800
Daň z příjmů za běžnou činnost	1 402	1 507	1 372	1 601
splatná	1 402	1 507	1 372	1 601

Položky v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	3 991	4 049	2 305	3 374
Výsledek hospodaření za účetní období	3 991	4 049	2 305	3 374

Tržby z prodeje výrobků a služeb společnosti RSJ Custody od roku 2021 klesaly. V roce 2023 byly na úrovni 380 tis. Kč. Nejvyšší výnosovou položkou společnosti jsou ostatní provozní výnosy, které jsou tvořeny především výnosy z prodeje služeb (zejména vedení účetnictví, poskytování podpůrných služeb, IS a IT služby, administrace, back office a další). Náklady jsou tvořeny zejména osobními náklady a náklady na služby. Společnost dosahuje kladného provozního výsledku hospodaření ve všech letech, nejvyšší byl dosažen v roce 2021. Finanční výsledek hospodaření je záporný od roku 2021. Výsledek hospodaření za běžnou činnost je kladný, v roce 2023 dosáhl 3 374 tis. Kč.

3.2. Analýza poměrových ukazatelů

Dále bude provedena analýza poměrových ukazatelů. Ukazatele je třeba hodnotit v kontextu s provozovanou činností (dosahované hodnoty obecně velmi kolísají podle oboru činnosti, popř. v závislosti na sezónních výkyvech hospodaření) a spíše z pohledu jejich celkového vývojového trendu, než z pohledu jejich absolutních hodnot.

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity měří schopnost společnosti dostát svým finančním závazkům. Ukazatele se používají k porovnání zdrojů, které jsou k dispozici, se závazky, které má společnost v určité době zaplatit. Nízké hodnoty signalizují napětí ve finančních zdrojích, vysoké hodnoty pak špatné hospodaření s finančními prostředky resp. nepřiměřeně vysoké hodnoty zásob nebo pohledávek.

Ukazatel běžné likvidity je kalkulován jako: oběžná aktiva/krátkodobý cizí kapitál. Obecně je považováno za optimální rozmezí běžné likvidity mezi 160 % až 250 %. Hodnota pod 100 % indikuje situaci, kdy krátkodobé závazky není možné z oběžných aktiv uhradit a je nutné je hradit z dlouhodobých zdrojů financování. Ukazatel rychlé likvidity je kalkulován jako: (oběžná aktiva-zásoby)/krátkodobý cizí kapitál, optimální rozmezí rychlé likvidity 70 % až 120 %. Okamžitá likvidita je kalkulována jako krátkodobý finanční majetek dělený krátkodobými závazky; doporučená hodnota je v rozmezí 20 % až 50 %.

Likvidita	2020	2021	2022	2023
Likvidita běžná	242,08%	162,3%	176,9%	203,5%
Likvidita rychlá	242,08%	162,3%	176,9%	203,5%
Likvidita okamžitá	82,4%	73,1%	71,5%	68,9%

Běžná likvidita dosahuje ve všech letech optimálních hodnot, stejných, jako likvidita rychlá. Okamžitá likvidita společnosti RSJ Custody ve sledovaném období dosahuje vysokých hodnot, které se pohybují nad běžně doporučovaným rozmezím.

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti měří dlouhodobější finanční rovnováhu, která se buď porovnává s doporučenými hodnotami, nebo alespoň podává informaci o tom, zda je možné firmu dále zadlužit. Míra zadlužení a podíl vlastního kapitálu je však nutné posuzovat s ohledem na strukturu aktiv a pasiv, které následují.

Zadluženost	2020	2021	2022	2023
Celková zadluženost v %	34,1%	40,2%	38,7%	35,2%
Zadluženost	59,07%	75,1%	72,9%	71,0%

Celková zadluženost společnosti RSJ Custody, měřena jako podíl dlouhodobých závazků, krátkodobých závazků, bankovních úvěrů a ostatních pasiv na celkových aktivech klesala od roku 2021 z 40,2 % na 35,2

%. Zadluženost, měřena jako podíl cizích zdrojů na vlastním jmění naopak vzrostla z 59 % v roce 2020 na 75,1 % v roce 2021 a v roce 2023 byla na úrovni 71 %.

Ukazatele rentability a výnosnosti

Rentabilita společnosti a měření její úrovně patří k nejdůležitějším oblastem hodnocení společnosti. Smyslem podnikání je vyprodukovat zisk. Úroveň produkovaného zisku by měla být úměrná vloženému kapitálu (celkového nebo vlastního) a měla by být srovnatelná nebo vyšší než výnosnost jiného použití tohoto kapitálu.

Rentabilita a výnosnost	2020	2021	2022	2023
Čistá rentabilita tržeb v %	4,9%	4,7%	2,2%	2,9%
Čistá rentabilita aktiv celkem v %	5,7%	4,9%	2,6%	3,7%
Čistá rentabilita vlastního jmění v %	9,1%	8,5%	4,6%	6,3%
Nákladová rentabilita v %	5,2%	4,9%	2,3%	3,0%
Nákladovost výkonů celková v %	95,1%	95,3%	97,8%	97,1%

Čistá rentabilita tržeb byla k datu ocenění na úrovni 2,9 % a rentabilita aktiv na úrovni 3,7 %. Rentabilita vlastního kapitálu byla nejvyšší v roce 2020, kdy dosáhla 9,1 %, v roce 2023 je na úrovni 6,3 %. Celková nákladovost výkonů se pohybuje mezi 95,1 % a 97,8 %.

3.3. Vývoj provozní ziskové marže

Provozní zisková marže je klíčovým generátorem hodnoty, jehož prognóze je třeba věnovat pozornost. Vysoká intenzita přímé konkurence bude snižovat ziskové marže a lze jí čelit jen tím, že podnik disponuje nějakou zásadní konkurenční výhodou. Druhým faktorem je poměr sil mezi podnikem a odběrateli na straně jedné a dodavateli na straně druhé. Převaha nad odběrateli nebo dodavateli umožňuje přenášet tíhu ekonomických problémů na tyto podniky a udržovat tak ziskové marže i za méně příznivých podmínek.

Následující tabulka ukazuje vývoj historické provozní ziskové marže:

v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
Provozní výnosy	80 971	86 815	102 901	116 422
Provozní náklady	70 648	71 806	89 714	100 062
KPV před daněmi a odpisy	10 323	15 009	13 187	16 360
Tržby	81 033	86 822	103 137	116 604
Provozní zisková marže	12,7%	17,3%	12,8%	14,0%

Provozní zisková marže měřena podílem korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a odpisy na provozních výnosech se ve sledovaném období pohybuje mezi 12,7 % a 17,3 %.



3.4. Závěr finanční analýzy

Bilanční suma společnosti RSJ Custody se ve sledovaném období zvyšovala, z 69 793 tis. Kč na 91 349 tis. Kč. Oběžná aktiva jsou tvořena zejména krátkodobými pohledávkami a krátkodobým finančním majetkem. Vlastní kapitál společnosti RSJ Custody meziročně také vzrostl, z 43 836 tis. Kč na 53 229 tis. Kč. Cizí zdroje jsou tvořeny především krátkodobými závazky. Výsledek hospodaření byl ve všech sledovaných letech kladný.

Běžná likvidita společnosti dosahuje optimálních hodnot, okamžitá a rychlá se pohybuje na vyšších úrovních. Zadluženost se pohybuje mezi 59 a 75 %, rentabilita dosahuje kladných a dobrých hodnot. Provozní zisková marže se pohybuje mezi 12,7 a 17,3 %.

Finanční analýzou historických výsledků společnosti RSJ Custody nebyla indikována žádná významná rizika a hrozby, předpoklad neomezeného trvání společnosti na základě analýzy historických údajů byl potvrzen. Společnost působí v rámci skupiny RSJ.

4. Výběr metody ocenění

V rámci provedené strategické a finanční analýzy nebyly identifikovány zásadní hrozby. Společnost působí v rámci skupiny RSJ.

Po zvážení charakteru podnikání Společnosti, způsobu a podmínek hospodaření, jejího současného a možného budoucího postavení na relevantním trhu a s předpokladem principu going concern byl jako odůvodněný způsob ocenění zvolen výnosový způsob, a to metoda diskontování volných peněžních toků, která z principu odráží budoucí výnosový potenciál. Určujícím předpokladem pro ocenění touto metodou je pokračování činnosti ve stávajícím rozsahu služeb se zohledněním reálně očekávatelného růstového potenciálu a hrozeb, který je zřejmý z vývoje hospodaření v minulých letech a provedených analýz.

5. Ocenění jmění metodou DCF

Modely DCF patří v současnosti k modelům, které mají největší užití. Těchto modelů existuje velké množství. Jejich společným znakem je, že hodnotu společnosti odvozují od budoucích výnosů, které se převádějí (z pohledu investora) na současnou hodnotu. Základem stanovení hodnoty společnosti je budoucí peněžní tok, který bude společnost generovat.

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 jsou zvláště oceněna aktiva společnosti spojená s její hlavní výdělečnou činností a zvláště ostatní neprovozní aktiva. Ocenění

metodou DCF entity, vycházející z volných peněžních toků pro věřitele a majitele, vede proto ke stanovení tzv. provozní hodnoty společnosti a dále vyžaduje samostatné stanovení hodnoty neprovozního majetku. Výsledná hodnota společnosti se stanoví jako součet provozní hodnoty společnosti a ocenění neprovozního majetku. Od takto stanovené brutto hodnoty jsou dále odečteny úročené cizí zdroje k datu ocenění. Výsledkem je hodnota jmění společnosti (ve smyslu rozdílu hodnoty majetku - dluhů).

5.1. Dvoufázový model

Pro výnosový způsob ocenění společnosti byla na základě provedených analýz zvolena metoda diskontovaných volných peněžních toků, také nazývaná DCF v podobě dvoufázového modelu, přičemž za druhou fází je kalkulována perpetuita.

Finanční výkazy společnosti RSJ Custody s.r.o. jsou sestaveny podle právních předpisů platných pro finanční instituce, pro účely ocenění byly modifikovány, bez ztráty významu jednotlivých položek a bez vlivu na výslednou hodnotu.

První fáze ocenění je zvolena na období od roku 2024 (tj. 1.1.2024-31.12.2024) až 2029 (tj. 1.1.2029-31.12.2029) kdy zhotovitel ocenění předpokládá stabilizaci volných peněžních toků a dalších ekonomických ukazatelů. Za druhou fází byla s ohledem na provedené analýzy a záměr do budoucna zvolena perpetuita, byl tedy použit předpoklad nepřetržitého fungování (tvorba hodnoty).

5.2. Finanční plán pro DCF

Pro ocenění obdržel zhotovitel od zástupců společnosti RSJ Custody s.r.o. finanční plán na období let 2024 až 2029. V roce 2029 se očekává stabilizace. Finanční plán byl ověřen finanční analýzou a je sestaven v běžných cenách.

Finanční plán společnosti RSJ Custody s.r.o. obdrženy od Zadavatele:

v tis. Kč	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Náklady na poplatky a provize	24 400	25 132	25 886	26 663	27 463	28 287
Přidaná hodnota	-24 400	-25 132	-25 886	-26 663	-27 463	-28 287
Marže (přidaná hodnota/tržby)	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Osobní náklady	72 600	74 778	77 021	79 332	81 712	84 163
Osobní náklady/Tržby	61%	61%	61%	61%	61%	61%
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku	8 000	8 160	8 323	8 489	8 659	8 832
Ostatní provozní výnosy	120 000	123 600	127 308	131 127	135 061	139 113
Ostatní provozní náklady	3 500	3 500	3 500	3 500	3 500	3 500
Provozní hospodářský výsledek	11 500	12 030	12 578	13 143	13 727	14 331
Marže (prov.hosp.výsledek/tržby)	19%	19%	18%	18%	18%	17%
Výnosové úroky	200	200	200	200	200	200
Nákladové úroky	0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	300	300	300	300	300	300
Ostatní finanční náklady	30	30	30	30	30	30
Finanční výsledek hospodaření	470	470	470	470	470	470
Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním a úroky	11 970	12 500	13 048	13 613	14 197	14 801

Společnost funguje ve skupině RSJ a podléhá transfer-pricingovým pravidlům skupiny.

Vývoj tržeb

V tis. Kč	historie		Plán					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Výnosy z poplatků a provizí	459	380	-	-	-	-	-	-
<i>meziroční pohyb</i>	<i>-34,3%</i>	<i>-17,2%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Ostatní provozní výnosy	102 442	116 042	120 000	123 600	127 308	131 127	135 061	139 113
<i>meziroční pohyb</i>	<i>18,96%</i>	<i>13,28%</i>	<i>3,41%</i>	<i>3,00%</i>	<i>3,00%</i>	<i>3,00%</i>	<i>3,00%</i>	<i>3,00%</i>

V roce 2023 poskytovala společnost RSJ Custody s.r.o. jako hlavní administrátor činnost administrace investičním fondům obhospodařovaným společností RSJ Investments investiční společnost a.s. fondu obhospodařovanému společností RSJ Asset Management investiční společnost a.s. a v omezeném počtu fondů mimo skupinu RSJ. Vykonávala také činnost depozitáře a dále poskytovala společně ve skupině RSJ účetní, IT a komunikační služby, back office a další podpůrné služby, jako je činnost recepce, či HR.

Tržby společnosti plynou zejména z ostatních provozních výnosů a meziročně rostly. V roce 2023 došlo k meziročnímu nárůstu ostatních provozních výnosů o 13,28 %. V dalších letech je plánován pozvolnější růst na úrovni 3,41 % v roce 2024 a dále stabilní růst na úrovni 3,0 %.

Vývoj nákladů

V tis. Kč	historie		Plán					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Náklady na poplatky a provize + ostatní správní náklady	21 277	24 357	24 400	25 132	25 886	26 663	27 463	28 287
<i>meziroční pohyb</i>	<i>24,9%</i>	<i>14,5%</i>	<i>0,2%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>

Náklady společnost RSJ Custody s.r.o. vykazuje za poplatky a provize a ostatní správní náklady. V roce 2023 došlo k růstu nákladů o 14,5 %. Pro rok 2024 je plánován mírný růst na úrovni 0,2 % a dále stabilní růst 3,0 % (stejně jako u tržeb).

U plánování nákladů jsou důležité především marže, jejichž vývoj ukazují následující tabulky.

Historické a plánované marže:

	historie		plán					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Marže (prov.hosp.výsledek/tržby)	4,2%	5,0%	9,6%	9,7%	9,9%	10,0%	10,2%	10,3%

Marže jsou plánované rostoucí, z hodnoty 5,0 % v roce 2023 na 10,3 % v roce 2029.

Vývoj osobních nákladů:

	historie		plán					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Osobní náklady v tis Kč	64 745	72 190	72 600	74 778	77 021	79 332	81 712	84 163
<i>meziroční pohyb osobních nákladů</i>	<i>24,5%</i>	<i>11,5%</i>	<i>0,6%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>
Osobní náklady/Tržby	62,9%	62,0%	60,5%	60,5%	60,5%	60,5%	60,5%	60,5%

Osobní náklady vzrostly v roce 2023 o 11,5 %, v roce 2024 je plánovaný mírný růst 0,6 %. To znamená podíl na tržbách 60,5 %. Dále jsou osobní náklady plánované se zachován podílu na tržbách a růst tedy odpovídá růstu tržeb, tj. stabilně 3 % ročně.

Odpisy a investice

V dlouhodobém hmotném majetku eviduje společnost RSJ Custody s.r.o. zejména právo k užívání najatého aktiva. Společnost si pronajímá nebytové prostory, ve kterých má své sídlo. Pronájmy obvykle trvají po dobu 2 - 7 let. Dále v majetku eviduje inventář, přístroje a zařízení, drobný majetek a hmotný majetek nezařazený do užívání.

Přehled majetku společnosti RSJ Custody s.r.o. k 31.12.2023 v tis. Kč:

tis. Kč	Pozemky a budovy	Inventář	Přístroje a zařízení	Drobný hmotný	Hmotný majetek nezařazený do užívání	Celkem
Pořizovací cena						
K 31. prosinci 2023	17 421	157	4 229	1 742	0	23 549

Zdroj: Výroční zpráva společnosti RSJ Custody s.r.o. za rok 2023

Odpisy i investice jsou plánované na úrovni plánu Zadavatele.

V tis. Kč	plán					
	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku	8 000	8 160	8 323	8 489	8 659	8 832
investiční výdaje	8 000	8 160	8 323	8 489	8 659	8 832

Ostatní provozní náklady

Ostatní provozní náklady jsou plánované na úrovni plánu Zadavatele na stabilní úrovni 3 500 tis. Kč.

Výnosové úroky, ostatní finanční výnosy a náklady

Výnosové úroky, ostatní finanční výnosy a náklady jsou plánované na úrovni plánu Zadavatele, tj. výnosové úroky na stabilní úrovni 200 tis. Kč, ostatní finanční výnosy na stabilní úrovni 300 tis. Kč a ostatní finanční náklady na úrovni 30 tis. Kč.

Pracovní kapitál

Jednotlivé složky pracovního kapitálu jsou plánovány prostřednictvím doby obratu kalkulované na základě příslušných tržeb a nákladů (historický vývoj je použit pro odhad do budoucnosti):

Pracovní kapitál	historie		plán
	2022	2023	2024 a dále
Doba obratu krátk.pohledávek z obch.styku ve dnech	1,60	1,10	1,10
Doba obratu ostatních krátkodobých závazků	464,55	414,83	414,83
Doba obratu ostatních krátkodobých pohledávek	116,64	131,84	131,84

Plánované doby obratů jsou v roce 2024 a v dalších letech první fáze stanoveny na úrovni roku 2023. K datu ocenění je veškerý krátkodobý finanční majetek považován za provozně nutný. Od roku 2024 je na základě historie jeho výše nastavena na 70 % krátkodobých závazků.

Úročené cizí zdroje

Společnost k datu ocenění neeviduje úročené cizí zdroje.

Neprovozní majetek

Společnost k datu ocenění neeviduje neprovozní majetek.

Růst investovaného kapitálu (g)

Dlouhodobý růst investovaného kapitálu (g) je stanoven odhadem Zpracovatele na výši 2 % p.a.

Daň z příjmů

Volné peněžní toky společnosti jsou pro účely stanovení výnosové hodnoty uvažovány po zdanění. Pro stanovení daňové zátěže v budoucnosti je použita sazba 21 %.

5.3. Poměrové ukazatele plánu po dobu I. fáze

Sestavený finanční plán se dle analýzy poměrových ukazatelů jeví jako ekonomicky průchozí:

Likvidita	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Likvidita běžná	232,22%	258,77%	285,14%	311,31%	337,29%	363,05%
Likvidita rychlá	232,22%	258,77%	285,14%	311,31%	337,29%	363,05%
Likvidita okamžitá	94,4%	120,4%	146,3%	172,0%	197,5%	222,8%

Aktivita	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Doba obratu aktiv ve dnech	302	324	346	368	390	411
Doba obratu oběžných aktiv ve dnech	223	248	272	296	320	343
Doba obratu krátk.pohl. z obch.st.ve dnech	133	133	133	133	133	133
Doba obratu krátk.záv. z obch.st.ve dnech	412	412	413	414	415	416
Doba obratu zásob ve dnech	0	0	0	0	0	0

Zadluženost	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Celková zadluženost v %	32,1%	29,8%	27,8%	26,1%	24,5%	23,2%
Dlouhodobá zadluženost	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zadluženost	0,61	0,54	0,48	0,43	0,40	0,36

Struktura	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Leverage v %	37,6%	34,8%	32,3%	30,2%	28,3%	26,7%
Bankovní úvěry v % cizích zdrojů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pružnost aktiv v %	83,8%	90,0%	96,2%	102,2%	108,2%	114,1%
Zlaté bilanční pravidlo v %	39,3%	34,0%	29,7%	26,3%	23,5%	21,2%
Stálá aktiva na % vlastního jmění	39,3%	34,0%	29,7%	26,3%	23,5%	21,2%

Rentabilita a výnosnost	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Čistá rentabilita tržeb v %	7,8%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%
Čistá rentabilita aktiv celkem v %	9,4%	8,8%	8,4%	8,0%	7,6%	7,3%
Rentabilita investovaného kapitálu	10,4%	9,8%	9,2%	8,7%	8,3%	8,0%
Čistá rentabilita vlastního jmění v %	15,1%	13,6%	12,4%	11,5%	10,7%	10,0%
Nákladová rentabilita v %	8,7%	8,8%	9,0%	9,1%	9,2%	9,4%
Nákladovost výkonů celková v %	90,1%	89,9%	89,8%	89,7%	89,5%	89,4%

Nákladovost	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Nákladovost výkonů provozní v %	90,4%	90,3%	90,1%	90,0%	89,8%	89,7%

5.4. II. fáze

V roce 2029 byla zachována struktura tzv. provozní páky tak, aby odpovídala předpokladu ustálených finančních toků v prvním roce II. fáze ocenění. Tento rok je výchozím volným peněžním tokem pro II. fázi ocenění, tzv. věčnou rentu (perpetuitu fungování). Některé další tabulky výpočtu výnosové hodnoty jsou pro velký rozsah uvedeny v samostatné příloze.

Pokračující hodnota je kalkulována podle vzorce:

$$PH = \frac{KPVH_{t+1} \left(1 - \frac{g}{r_l}\right)}{i_k - g}$$

KPVH (t+1)	korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v prvním roce II. fáze (posledním roce I. fáze)
g	odhadovaná míra růstu
rl	rentabilita investic netto za I. fázi ocenění byla v daném konkrétním případě nahrazena náklady kapitálu společnosti
ik	diskontní sazba (WACC - vážené průměrné náklady kapitálu)

Pokračující hodnota v tis. Kč	110 433
Diskontní faktor	0,57
Současná hodnota pokračující hodnoty v tis. Kč	62 947

5.5. Stanovení diskontní míry (WACC)

Náklady vlastního kapitálu

V daném ocenění byla pro přepočítání plánovaných volných peněžních toků v jednotlivých letech na současnou hodnotu použita diskontní míra odhadnutá modelem CAPM s použitím dalších konkrétních přírážek.

Základní náklady kapitálu pro investora s možností vytvářet diverzifikované portfolio:

$$n_{VK} = R_f(\text{ČR}) + \beta \times RPKT(\text{USA}) + RPZ + \text{přirážky}$$

Použito:

kde $R_f(\text{ČR})$ = výnosnost státních obligací ČR k datu ocenění

Použito:	Zdroj:	ISIN:
4,43 %	http://www.cnb.cz	CZ0001002059

β = údaje odvětvových beta Evropa

Použito	Zdroj:	Druh:
0,95	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/	Investments & Asset Management, Europe

Pro účely dalšího použití je beta nezadlužená přepočtena následujícím vzorcem na betu zadluženou.

$$\beta_{Levered} = \beta_{Unlevered} * \left(1 + (1 - T) * \frac{D}{E}\right)$$

RPKT(USA) = riziková prémie kapitálového trhu

RPZ = riziková prémie země

Zkratka	Použito	Zdroj:	Země
RPZ	0,88 %	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/	ČR
RPKT	4,60 %	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/	USA

Přirážky:

- přirážka za zhoršenou likviditu oproti společnosti na kapitálovém trhu odhadnuta na 0
- přirážka za specifické riziko odhadnuta na 1,119

Odhad nákladů vlastního kapitálu - hodnocení specifického rizika					
Riziko	Nízké	Průměrné	Zvýšené	Vysoké	Celkem
<i>I. Rizika oboru podnikání</i>					
Růst poptávky		1			
Závislost na hosp.cyklu		1			
Struktura odběratelů			1		
Kapitálová náročnost	1				
Život.prostř., hygienické předpisy, legislativa		1			
<i>II. Rizika trhu</i>					
Kapacita trhu	1				
Riziko dosažení tržeb	1				
Stálí zákazníci	1				
Konkurence		1			
Konkurenceschopnost výrobků	1				
Ceny	1				
Distribuce	1				
<i>III. Management</i>					
Schopnost vedení	1				
Organizační struktura	1				
<i>IV. Výrobní proces</i>					
Vlastní výrobky, opakované prodeje	1				
Využití kapacit	1				
Pracovní síla	1				
Dodavatelé	1				
<i>V. Finanční rizika</i>					
Zadluženost	1				
Likvidita	1				
Dosavadní vývoj tržeb	1				
Rentabilita	1				
Doba obratu závazků	1				
Doba obratu pohledávek	1				
Doba obratu zásob	1				
Přístup k finančním zdrojům	1				
Počet pozorování	21	4	1	0	26
Přirážka pro specifické riziko	0	0,5	1	1,5	
Jednotková míra	0,3731	0,3731	0,3731	0,3731	
Celkem	0,0000	0,7462	0,3731	0,0000	1,119

Daňová sazba

Zkratka	Použito	Zdroj	Země
T	21 %	odhad	ČR

Náklady cizího kapitálu

Zkratka	Použito	Zdroj
r _D	0,0 % p.a.	skutečnost

WACC

Diskontní sazba k datu ocenění:

Náklady VK oborové tzn. jen systematické riziko	9,7%	p.a.
Náklady na VK, včetně specif. rizika (p.a.)	10,82%	p.a.
D/(D + E)	0,00%	
Náklady na cizí kapitál	0,00%	p.a.
WACC k datu ocenění =	10,82%	p.a.

Diskontní sazba v dalších letech:

Diskontní sazba v dalších letech se stanovuje iteračně podle poměru vlastního a cizího kapitálu. V daném případě společnost RSJ Custody s.r.o. neviduje úročený cizí kapitál.

5.6. Přepočítání na současnou hodnotu

Volné peněžní toky do firmy v jednotlivých letech musí být vzhledem k časovému nesouladu jejich inkasa a data ocenění přepočteny na současnou hodnotu. Tento úkon je proveden pomocí diskontního faktoru:

Současná hodnota volného peněžního toku = diskontní faktor x volný peněžní tok

$$\text{Diskontní faktor} = \frac{1}{1 + WACC}$$

V následující tabulce jsou uvedeny jednotlivé volné peněžní toky, diskontní faktory a současná hodnota volného peněžního toku:

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Volný peněžní tok do firmy	7 839	8 799	9 200	9 611	10 041	10 482
Volný peněžní tok do firmy započtený do hodnoty	7 839	8 799	9 200	9 611	10 041	10 482
$(1 + WACC)^n$	1,05	1,16	1,29	1,43	1,58	1,75
Diskontní faktor	0,95	0,86	0,78	0,70	0,63	0,57
Souč. hodnota volného peněžního toku do firmy	7 447	7 567	7 176	6 728	6 326	5 975

Vzhledem ke skutečnosti, že zhotovitel ocenění předpokládá inkaso peněžních toků na konci roku, je pro přepočítání volného peněžního toku na současnou hodnotu použit faktor, kdy n v prvním roce odpovídá: $n_1 = 6/12$, tj.

$$\frac{1}{(1 + WACC)^{\frac{6}{12}}}$$

Úplné tabulky stanovení současné hodnoty volných peněžních toků jsou uvedeny v příloze.

5.7. Rekapitulace výnosového ocenění

Tabulky výnosového ocenění jsou pro velký rozsah uvedeny v samostatné příloze tohoto stanoviska.

Výsledná hodnota jmění metodou DCF	31.12.2023	
Součet diskontovaných peněžních toků	41 219	tis. Kč
Perpetuita (věčná renta)	62 947	tis. Kč
Suma diskontovaných volných peněžních toků	104 166	tis. Kč
Výsledná hodnota provozně nepotřebných aktiv	0	tis. Kč
Čistý dluh	0	tis. Kč
Hodnota jmění (majetek - dluhy):	104 166	tis. Kč

Hodnota jmění společnosti RSJ Custody s.r.o. stanovená výnosovým způsobem ocenění činí k datu ocenění částku **104 166 tis. Kč**.

6. Závěr k hodnotě podílu

Hodnota 100% podílu na společnosti RSJ Custody s.r.o. se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, IČ: 026 03 900, činí k datu ocenění **104 166 tis. Kč**.

7. Přílohy

1. Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ Custody s.r.o. k datu 31.12.2023
2. Tabulky výnosového ocenění společnosti RSJ Custody s.r.o.:
 - a) Historický volný peněžní tok
 - b) Prognóza volného peněžního toku
 - c) Prognóza aktiv a pasiv
 - d) Prognóza pracovního kapitálu
 - e) Stanovení diskontní sazby
 - f) Stanovení výsledné hodnoty jmění společnosti

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Custody s.r.o.

Příloha č. 1

Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ Custody s.r.o. k
datu 31.12.2023

Název účetní jednotky: RSJ Custody s.r.o.

Sídlo: Praha 1, Nové Město, Na Florenci 2116/15, PSČ 110 00

Identifikační číslo: 02603900

Předmět podnikání: výkon činnosti obchodníka s cennými papíry v rozsahu povolení uděleného Českou národní bankou

Okamžik sestavení účetní závěrky: 31. prosinec 2023

Rozhodné období - rok: 2023

ROZVAHA

k 31.12.2023

uvedeno v tis. Kč

AKTIVA		číslo řádku	Běžné období			Poslední den minulého období 31.12.2022
			brutto	korekce	netto	netto
1.	Pokladní hotovost a vklady u centrálních bank	1	13	0	13	43
3.	Pohledávky za bankami a družstevními záložnami	5	21 981	0	21 981	22 885
	<i>v tom: a) splatné na požádání</i>	6	21 981	0	21 981	22 885
4.	Pohledávky za nebankovními subjekty	8	365	0	365	449
	<i>v tom: b) ostatní pohledávky</i>	10	365	0	365	449
9.	Dlouhodobý nehmotný majetek	19	7 886	6 782	1 104	1 585
10.	Dlouhodobý hmotný majetek	21	70 247	46 698	23 549	28 880
	<i>z toho: pozemky a budovy pro provozní činnost</i>	22	31 222	13 801	17 421	22 298
11.	Ostatní aktiva	23	42 792	157	42 635	33 339
13.	Náklady a příjmy příštích období	25	1 702	0	1 702	1 094
	Aktiva celkem	26	144 986	53 637	91 349	88 275

PASIVA		číslo řádku	Běžné období	Poslední den minulého období 31.12.2022
4.	Ostatní pasiva	36	31 942	32 054
5.	Výnosy a vydaje příštích období	37	312	2 074
6.	Rezervy	38	5 866	4 291
	<i>v tom: b) na daně</i>	40	891	1 006
	<i>v tom: c) ostatní</i>	41	4 975	3 285
8.	Základní kapitál	43	36 000	36 000
	<i>z toho: a) splacený základní kapitál</i>	44	36 000	36 000
12.	Kapitálové fondy	52	1 300	1 300
14.	Nerozdělený zisk nebo neuhrazená ztráta z předchozích období	57	12 555	10 251
15.	Zisk nebo ztráta za účetní období	58	3 374	2 305
	Pasiva celkem	59	91 349	88 275

Sestaveno dne: 18.03.2024

Sestavil:

Milada Příbylová

Podpisový záznam statutárního orgánu účetní jednotky:

Mgr. Jan Dezort

Romana Hynešová

jednatelé společnosti RSJ Custody s.r.o.

Název účetní jednotky: RSJ Custody s.r.o.

Sídlo: Praha 1, Nové Město, Na Florenci 2116/15, PSČ 110 00

Identifikační číslo: 02603900

Předmět podnikání: výkon činnosti obchodníka s cennými papíry v rozsahu
povolení uděleného Českou národní bankou

Okamžik sestavení účetní závěrky: 31. prosinec 2023

Rozhodné období - rok: 2023

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

k 31.12.2023

uvedeno v tis. Kč

		číslo řádku	Běžné období	Od začátku do konce minulého období 2022
1.	Výnosy z úroků a podobné výnosy	1	182	236
2.	Náklady na úroky a podobné náklady	3	982	921
4.	Výnosy z poplatků a provizí	9	295	284
5.	Náklady na poplatky a provize	10	29	39
6.	Zisk nebo ztráta z finančních operací	11	85	175
7.	Ostatní provozní výnosy	12	116 042	102 442
8.	Ostatní provozní náklady	13	3 515	3 692
9.	Správní náklady	14	96 518	85 983
	<i>v tom: a) náklady na zaměstnance</i>	15	77 243	69 086
	<i>z toho: aa) mzdy a platy</i>	16	54 977	49 143
	<i>z toho: ab) sociální a zdravotní pojištění</i>	17	17 213	15 602
	<i>v tom: b) ostatní správní náklady</i>	18	19 275	16 897
11.	Odpisy, tvorba a použití rezerv a opravných položek k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku	20	8 878	7 952
12.	Rozpuštění opravných položek a rezerv k pohledávkám a zárukám, výnosy z dříve odepsaných pohledávek	21	3	105
13.	Odpisy, tvorba a použití opravných položek a rezerv k pohledávkám a zárukám	22	20	7
17.	Tvorba a použití ostatních rezerv	26	1 690	971
19.	Zisk nebo ztráta za účetní období z běžné činnosti před zdaněním	28	4 975	3 677
23.	Daň z příjmů	32	1 601	1 372
24.	Zisk nebo ztráta za účetní období po zdanění	33	3 374	2 305

Sestaveno dne: 18.03.2023

Sestavil:
Milada Přibyllová

Podpisový záznam statutárního orgánu účetní jednotky:

Mgr. Jan Dezort
Romana Hynešová

jednatelé společnosti RSJ Custody s.r.o.

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Custody s.r.o.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

- a) Historický volný peněžní tok

v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
Výkony	139	699	459	380
Tržby za prodej vlast. výrobků a služeb	139	699	459	380
Výkonová spotřeba	19 804	17 038	21 277	24 357
Služby	19 804	17 038	21 277	24 357
Přidaná hodnota	-19 665	-16 339	-20 818	-23 977
Marže (přidaná hodnota/tržby)	-14147,5%	-2337,5%	-4535,5%	-6309,7%
Osobní náklady	46 869	52 015	64 745	72 190
Osobní náklady/Tržby	33718,7%	7441,3%	14105,7%	18997,4%
Mzdové náklady	35 261	39 065	49 143	54 977
Náklady na sociální zabezpečení	11 608	12 950	15 602	17 213
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku	4 386	8 864	7 952	8 878
Změna stavu rezerv a opr.položek v prov.oblasti a kompl.nákl.př.obd.	606	56	873	1 707
Ostatní provozní výnosy	80 832	86 116	102 442	116 042
Ostatní provozní náklady	3 975	2 753	3 692	3 515
Provozní hospodářský výsledek	5 331	6 089	4 362	5 775
Marže (prov.hosp.výsledek/tržby)	3835,3%	871,1%	950,3%	1519,7%
Výnosové úroky	62	7	236	182
Nákladové úroky	0	540	921	982
Finanční výsledek hospodaření	62	-533	-685	-800
Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním a úroky	5 393	6 096	4 598	5 957
(-) provozní výnosy jednorázové, nesouv.s prov.majetkem	0	0	0	0
(+) provozní náklady jednorázové, nesouv.s prov.majetkem	0	0	0	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	5 393	6 096	4 598	5 957
Efektivní daňová sazba	26,00%	24,72%	29,84%	19,99%
Upravená daň	1 402	1 507	1 372	1 191
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani	3 991	4 589	3 226	4 766
Úpravy o nepeněžní operace		56	873	1 707
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku		8 864	7 952	8 878
Investice do prov.nutného dlouh.majetku brutto (investice netto + odpisy)		26 222	10 648	3 066
Investice do provozně nutného prac.kapitálu		-18 341	3 075	11 694
Volný peněžní tok do firmy		5 628	-1 672	591

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Custody s.r.o.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

b) Prognóza volného peněžního toku

v tis. Kč	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Obchodní marže	0	0	0	0	0	0
Výkony	0	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	24 400	25 132	25 886	26 663	27 463	28 287
Přidaná hodnota	-24 400	-25 132	-25 886	-26 663	-27 463	-28 287
Osobní náklady	72 600	74 778	77 021	79 332	81 712	84 163
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku	8 000	8 160	8 323	8 489	8 659	8 832
Ostatní provozní výnosy	120 000	123 600	127 308	131 127	135 061	139 113
Ostatní provozní náklady	3 500	3 500	3 500	3 500	3 500	3 500
Provozní hospodářský výsledek	11 500	12 030	12 578	13 143	13 727	14 331
Výnosové úroky	200	200	200	200	200	200
Nákladové úroky	0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	300	300	300	300	300	300
Ostatní finanční náklady	30	30	30	30	30	30
Finanční výsledek hospodaření	470	470	470	470	470	470
Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním a úroky	11 970	12 500	13 048	13 613	14 197	14 801
(-) provozní výnosy jednorázové, nesouv.s prov.majetkem	0	0	0	0	0	0
(+) provozní náklady jednorázové, nesouv.s prov.majetkem	0	0	0	0	0	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	11 970	12 500	13 048	13 613	14 197	14 801
Daňový základ	11 970	12 500	13 048	13 613	14 197	14 801
Efektivní daňová sazba	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Upravená daň	2 514	2 625	2 740	2 859	2 981	3 108
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani	9 456	9 875	10 308	10 754	11 216	11 693
Úpravy o nepeněžní operace	0	0	0	0	0	0
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku	8 000	8 160	8 323	8 489	8 659	8 832
Investice do prov.nutného dlouh.majetku brutto (investice netto + odpisy)	8 000	8 160	8 323	8 489	8 659	8 832
Investice do provozně nutného prac.kapitálu	1 617	1 076	1 108	1 143	1 175	1 211
Volný peněžní tok do firmy	7 839	8 799	9 200	9 611	10 041	10 482

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Custody s.r.o.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

c) Prognóza aktiv a pasiv

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Custody s.r.o.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

d) Prognóza pracovního kapitálu

Pracovní kapitál v tis. Kč	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Stav zásob	0	0	0	0	0	0
Stav pohledávek z obch.styku	367	378	389	401	413	425
Stav závazků z obch.styku	0	0	0	0	0	0
Ostatní krátkodobé pohledávky	43 947	45 265	46 623	48 022	49 462	50 946
Ostatní krátkodobé závazky	32 149	32 993	33 862	34 757	35 679	36 628
Finanční majetek provozně nutný	30 343	39 733	49 541	59 779	70 465	81 612
Doba obratu zásob ve dnech	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Doba obratu krátk.pohledávek z obch.styku ve dnech	1,10	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Doba obratu krátk.závazků z obch.styku ve dnech	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Doba obratu ostatních krátkodobých závazků	414,83	414,83	414,83	414,83	414,83	414,83
Doba obratu ostatních krátkodobých pohledávek	131,84	131,84	131,84	131,84	131,84	131,84
Podíl kr.fin.majetku na krátk.závazcích	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%

v tis. Kč	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Počáteční stav peněz	21 994	30 343	39 733	49 541	59 779	70 465
zisk po zdanění	9 456	9 875	10 308	10 754	11 216	11 693
odpisy	8 000	8 160	8 323	8 489	8 659	8 832
CF ze samofinancování	17 456	18 035	18 631	19 243	19 875	20 525
zásoby	0	0	0	0	0	0
pohledávky	1 314	1 329	1 369	1 411	1 452	1 496
ostatní aktiva	0	0	0	0	0	0
krátkodobé závazky	207	844	869	895	922	950
ostatní pasiva	0	0	0	0	0	0
Provozní CF	-1 107	-485	-500	-516	-530	-546
investiční výdaje	8 000	8 160	8 323	8 489	8 659	8 832
Investiční CF	-8 000	-8 160	-8 323	-8 489	-8 659	-8 832
bankovní úvěry + dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0
vlastní kapitál (úpis akcií...)	0	0	0	0	0	0
Finanční CF	0	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok	8 349	9 390	9 808	10 238	10 686	11 147
Konečný stav peněz	30 343	39 733	49 541	59 779	70 465	81 612

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Custody s.r.o.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

e) Stanovení diskontní sazby

Odhad nákladů vlastního kapitálu - hodnocení specifického rizika					
R i z i k o	Nízké	Průměrné	Zvýšené	Vysoké	Celkem
<i>I. Rizika oboru podnikání</i>					
Růst poptávky		1			
Závislost na hosp.cyklu		1			
Struktura odběratelů			1		
Kapitálová náročnost	1				
Život.prostř., hygienické předpisy, legislativa		1			
<i>II. Rizika trhu</i>					
Kapacita trhu	1				
Riziko dosažení tržeb	1				
Stálí zákazníci	1				
Konkurence		1			
Konkurenceschopnost výrobků	1				
Ceny	1				
Distribuce	1				
<i>III. Management</i>					
Schopnost vedení	1				
Organizační struktura	1				
<i>IV. Výrobní proces</i>					
Vlastní výrobky, opakované prodeje	1				
Využití kapacit	1				
Pracovní síla	1				
Dodavatelé	1				
<i>V. Finanční rizika</i>					
Zadluženost	1				
Likvidita	1				
Dosavadní vývoj tržeb	1				
Rentabilita	1				
Doba obratu závazků	1				
Doba obratu pohledávek	1				
Doba obratu zásob	1				
Přístup k finančním zdrojům	1				
Počet pozorování	21	4	1	0	26
Přirážka pro specifické riziko	0	0,5	1	1,5	
Jednotková míra	0,3731	0,3731	0,3731	0,3731	
Celkem	0,0000	0,7462	0,3731	0,0000	1,119

Stanovení diskontní sazby pomocí modelu CAPM

Rf, české dluhopisy (19 let)	4,43 % p.a.
Riziková prémie země ČR	0,88 %
RPKT (USA)	4,60 % p.a.
Beta (nezadlužené) oborové	0,95
Daňová sazba k datu ocenění	19 %
Přirážka za zhoršenou likviditu menší společnosti oproti spol. na kap.trhu (-5 až 5% b.)	0,0
Náklady VK oborové tzn. jen systematické riziko	9,7%
Náklady na VK, včetně spec.rizika (p.a.)	<u>10,82%</u>
CK/Celkový kapitál	0,00%
Náklady na cizí kapitál	0,00% p.a.
WACC k datu ocenění =	10,82% p.a.

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Custody s.r.o.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

- f) Stanovení výsledné hodnoty jmění společnosti

Výsledná hodnota jmění metodou DCF	31.12.2023
Součet diskontovaných peněžních toků	41 219 tis. Kč
Perpetuita (věčná renta)	62 947 tis. Kč
Suma diskontovaných volných peněžních toků	104 166 tis. Kč
Dlouhodobý finanční majetek	0 tis. Kč
Nemovitý majetek	0 tis. Kč
Pohledávky	0 tis. Kč
Krátkodobý finanční majetek	0 tis. Kč
Výsledná hodnota provozně nepotřebných aktiv	0 tis. Kč
Dlouhodobé závazky	0 tis. Kč
Bankovní úvěry	0 tis. Kč
Krátkodobé závazky	0 tis. Kč
Čistý dluh	0 tis. Kč
Hodnota jmění (majetek - dluhy):	104 166 tis. Kč

Příloha č. 5 znaleckého posudku č. 038167/2024

**Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Securities a.s., se
sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1,
identifikační číslo: 008 84 855**

V Praze dne 14. 5. 2024

OBSAH

1. Výčet vybraných zdrojů dat a jejich popis.....	3
1.1. Data od společnosti nebo Zadavatele	3
1.2. Data získaná Zpracovatelem	3
1.3. Použitá literatura	3
2. Předmět ocenění.....	3
2.1. Identifikace Společnosti.....	3
2.2. Účetní stav Společnosti	4
2.3. Ostatní skutečnosti	4
3. Finanční analýza	6
3.1. Analýza účetních výkazů	6
3.2. Analýza poměrových ukazatelů	9
3.3. Vývoj provozní ziskové marže	10
3.4. Závěr finanční analýzy	11
4. Výběr metody ocenění.....	11
5. Ocenění jmění metodou DCF	11
5.1. Dvoufázový model.....	12
5.2. Finanční plán pro DCF	12
5.3. Poměrové ukazatele plánu po dobu I. fáze.....	15
5.4. II. fáze	16
5.5. Stanovení diskontní míry (WACC)	16
5.6. Přepočet na současnou hodnotu	18
5.7. Rekapitulace výnosového ocenění	19
6. Závěr k hodnotě podílu	20
7. Přílohy	20

Společnost RSJ a.s. se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, identifikační číslo: 063 24 720 (dále jen „RSJ a.s.“) vlastní 100 % akcií společnosti RSJ Securities a.s.

1. Výčet vybraných zdrojů dat a jejich popis

1.1. Data od společnosti nebo Zadavatele

1. Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ Securities a.s. k datu 31.12.2023
2. Výroční zpráva společnosti RSJ Securities a.s. za roky 2021, 2022, 2023
3. Obrátová předvaha společnosti RSJ Securities a.s. k 31.12. let 2020, 2021, 2022 a 2023
4. Finanční plán společnosti RSJ Securities a.s. na období 2024-2029

1.2. Data získaná Zpracovatelem

1. Výpis z obchodního rejstříku společnosti RSJ Securities a.s. pořízený přes internet
2. Informace dostupné na internetu, zejména na www.mfcr.cz, www.czso.cz, www.cnb.cz, www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar, www.rsj.com a další zdroje dat uvedené v textu posudku

1.3. Použitá literatura

1. Maříková, P. - Mařík, M.: Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, ISBN: 978-80-245-1242-6, Praha 2007
2. Mařík M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, hlubší pohled na vybrané problémy, ISBN: 978-80-86929-80-4, 2011
3. Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy, Ekopress 2018, 4. upravené a rozšířené vydání, ISBN 978-80-87865-38-5.
4. Kislíngrová, E.: Oceňování podniku, 2. přepracované a doplněné vydání, C. H. Beck v Praze roku 2001, ISBN 80-7179-529-1.
5. Ryneš, P.: Podvojný účetnictví a účetní závěrka. Trizonia, Praha, 2018
6. The European Group of Valuers' Associations: European Valuation Standards 2016, ISBN 978-90-819060-1-2
7. International Valuation Standards 2017, International Valuation Standards Council, 1 King Street, London EC2V 2AU, ISBN: 978-0-9931513-0-9
8. Další literatura uvedená v textu posudku nebo v poznámkách pod čarou

2. Předmět ocenění

Předmětem ocenění je 100 % podíl na společnosti RSJ Securities a.s., se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, IČ: 008 84 855, ve vlastnictví společnosti RSJ a.s.

2.1. Identifikace Společnosti

Společnost je identifikovaná výpisem z obchodního rejstříku, vedeného Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 14743:

Datum vzniku a zápisu:	31. května 1994
Spisová značka:	B 14743 vedená u Městského soudu v Praze
Obchodní firma:	RSJ Securities a.s.
Sídlo:	Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1
Identifikační číslo:	008 84 855
Právní forma:	Akciová společnost
Předmět podnikání:	

- výkon činností obchodníka s cennými papíry v rozsahu povolení uděleného podle zvláštního zákona
- poskytování software, poradenství v oblasti informačních technologií, zpracování dat, hostingové a související činnosti a webové portály

(dále také „RSJ Securities“)

Společnost působí jako obchodník s cennými papíry od roku 1995 a je zakládajícím členem České asociace obchodníků s cennými papíry. Zabývá se zejména elektronickým obchodováním finančních derivátů na největších světových derivátových burzách. Od roku 2005 je členem londýnské derivátové burzy ICE Futures Europe, kde patří mezi nejvýznamnější obchodníky a působí zde též jako oficiální tvůrce trhu (designated market maker). Významných objemů obchodování dosahuje též na burzách skupiny CME Group v Chicagu, na burze Eurex ve Frankfurtu a dále na platformách Nasdaq OMX eSpeed a BrokerTec v USA. V roce 2022 probíhal průzkum a příprava na obchodování na japonské burze JPX. Na burze JPX se začalo obchodovat po vyřešení všech náležitosti až v lednu roku 2023. V roce 2023 Společnost zobchodovala více než 296 miliónů finančních derivátových kontraktů a 0,70 miliónů kontraktů cash treasuries. Věnuje se také hledání netradičních ziskových příležitostí na kapitálových, zejména derivátových trzích. V roce 2023 převážnou část portfolií klientů spravovala metodou algoritmického derivátového obchodování.

Vzhledem ke specializaci na algoritmické obchodování v celosvětovém měřítku se Společnost řadí k největším obchodníkům s cennými papíry v České republice. Algoritmická správa portfolia kombinuje unikátní know-how s metodami, které vycházejí z moderních poznatků finanční matematiky a teorie pravděpodobnosti. RSJ využívá nejmodernější technologie, které umísťuje co nejbližší elektronickým burzám tak, aby minimalizovala latence. Jednotlivé obchodní lokality Společnost dále telekomunikačně propojuje a vytváří tak unikátní celosvětovou síť pro algoritmické obchodování a rozhodování v řádech milisekund.

2.2. Účetní stav Společnosti

Účetnictví společnosti je vedeno a účetní závěrka sestavována v souladu se zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví, v platném znění, vyhláškou č. 501/2022 Sb. Vydanou Ministerstvem financí, ve znění pozdějších předpisů a českými účetními standardy pro finanční instituce vydanými Ministerstvem financí. Společnost vede účetnictví odpovídající kalendářnímu roku od 1.1. do 31.12.

Pro ocenění společnosti RSJ Securities je rozhodující datum, ke kterému se ohodnocení provádí, v daném případě je provedeno podle výkazů k datu 31. 12. 2023, které jsou součástí přílohy č. 1. Pro účely analýz a ocenění byly účetní výkazy modifikovány bez ztráty významu jednotlivých položek.

2.3. Ostatní skutečnosti

Ochranné známky a domény

Společnost využívá ochranné známky skupiny na základě licenčních smluv se spřízněnými osobami. V nehmotném majetku eviduje nakoupené domény RSJ.COM, logo RSJ, logomanuál firemního stylu a vlastnictví webových stránek a písma RSJ Flore.

Soudní spory

Společnost RSJ SECURITIES se dle výroční zprávy neúčastní žádných aktivních ani pasivních soudních sporů.

Leasing

Společnost aplikuje od 1.1.2021 mezinárodní účetní standard IFRS 16 (Leasingy). Společnost eviduje dlouhodobý hmotný majetek, který je pořízen v rámci leasingu. Aktiva na leasing si najímá, ale také je pronajímá dalším.

Zaměstnanci

Historický vývoj počtu zaměstnanců v letech 2022 - 2023:

	2022	2023
Počet zaměstnanců	50	53

Mimobilanční majetek a závazky

Mezi podrozvahové položky Společnosti patří přijaté přísliby a záruky (v souvislosti s nájmem nebytových prostor) a hodnoty převzaté k obhospodařování, ty tvoří investiční nástroje v majetku klientů převzaté Společností k obhospodařování, v ocenění reálnou hodnotou.

tis. Kč	31.12.2023	31.12.2022
Peněžní prostředky	2 732 452	3 008 342
Dluhopisy	310 758	131 607
Státní pokladniční poukázky	44 334	224 328
Akcie	188 627	152 231
Podílové listy nebo akcie v subjektech kolektivního investování	266 865	145 866
Celkem	3 543 036	3 662 374

3. Finanční analýza

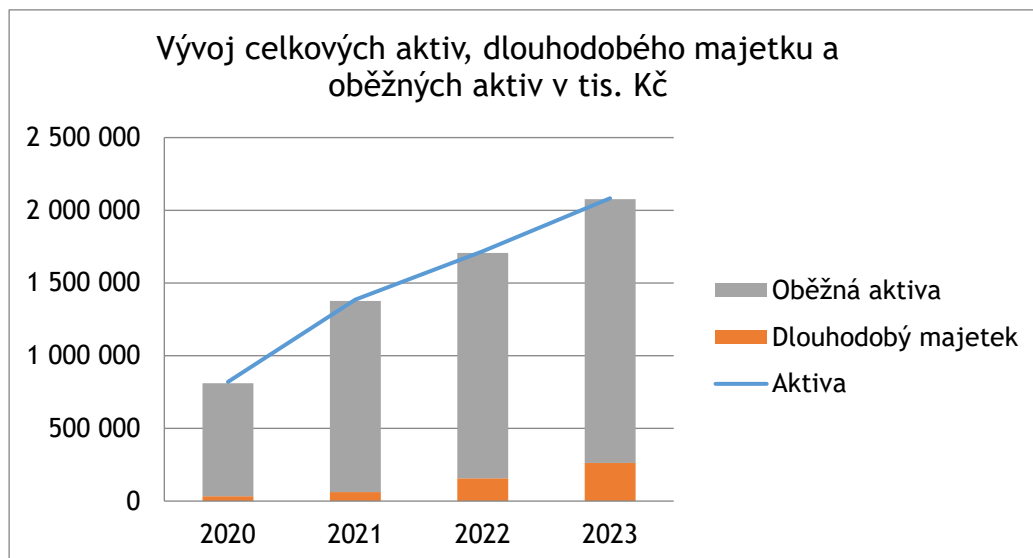
3.1. Analýza účetních výkazů

V této kapitole jsou uvedeny historické údaje rozvahy a výkazu zisku a ztráty společnosti RSJ Securities. Finanční analýza je provedena za období let 2020 až 2023. Datum účetní závěrky ve zmiňovaných letech je vždy k 31. prosinci daného roku. Účetní výkazy byly pro účely analýz modifikovány bez ztráty významu jednotlivých položek.

Aktiva společnosti RSJ Securities od roku 2020 do 2023 v tis. Kč (uvedeny jsou jen nenulové řádky):

Položky v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
AKTIVA CELKEM	819 900	1 384 403	1 717 003	2 082 562
Dlouhodobý majetek	33 336	63 081	157 046	261 916
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 717	1 215	496	2 211
Dlouhodobý hmotný majetek	25 437	55 528	47 991	66 438
Dlouhodobý finanční majetek	6 182	6 338	108 559	193 267
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	6 182	6 338	108 559	193 267
Oběžná aktiva	776 465	1 314 430	1 550 340	1 814 399
Krátkodobé pohledávky	58 338	243 358	167 449	102 674
Pohledávky z obchodních vztahů	7	33 762	21 502	18 833
Jiné pohledávky	58 331	209 596	145 947	83 841
Krátkodobý finanční majetek	718 127	1 071 072	1 382 891	1 711 725
Peníze	54	72	53	64
Účty v bankách	718 073	1 071 000	1 382 838	1 711 661
Časové rozlišení	10 099	6 892	9 617	6 247
Náklady příštích období	10 099	6 892	8 654	5 536
Příjmy příštích období	0	0	963	711

Bilanční suma společnosti RSJ Securities meziročně rostla. K 31.12.2023 byla v celkové výši 2 082 562 tis. Kč. Struktura aktiv se v čase mírně mění. Podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech vzrostl z 4 % na 12,6 %. Nehmotný majetek je tvořen zejména softwarovými produkty, doménami apod. Dlouhodobý hmotný majetek představuje zejména výpočetní a kancelářskou techniku, kancelářský nábytek a práva z užívání pronajatých nebytových prostor. Dlouhodobý finanční majetek je tvořen dluhovými cennými papíry, konkrétně státními dluhopisy. Oběžná aktiva, která tvoří většinu celkových aktiv jsou zastoupena účty v bankách, které představují pohledávky za bankami, které jsou oceněné v naběhlé hodnotě dle IFRS 9. Dále společnost eviduje krátkodobé pohledávky. Z nich je nejvýznamnější položka jiné pohledávky, která zahrnuje pohledávky z obchodních vztahů, poskytnuté zálohy, odloženou daňovou pohledávku, zásoby apod. Společnost eviduje také časové rozlišení aktivní, které je zastoupeno zejména náklady příštích období.



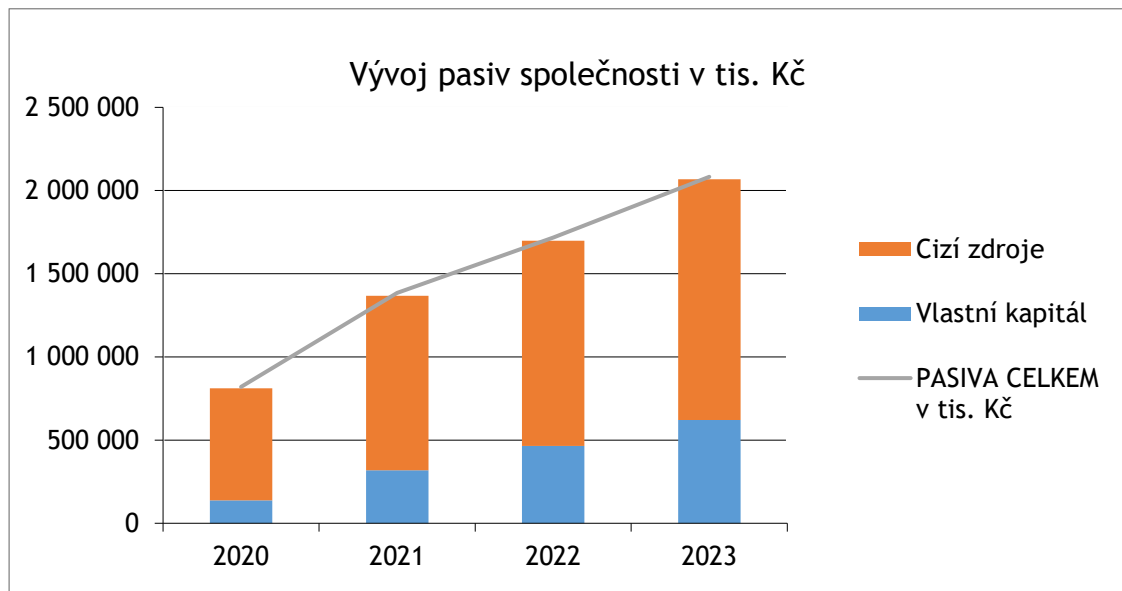
Vývoj aktiv, dlouhodobého majetku a oběžných aktiv:

v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
AKTIVA CELKEM	819 900	1 384 403	1 717 003	2 082 562
<i>meziroční změna</i>	-	68,9%	24,0%	21,3%
Dlouhodobý majetek	33 336	63 081	157 046	261 916
<i>meziroční změna</i>	-	89,2%	149,0%	66,8%
Oběžná aktiva	58 338	1 314 430	1 550 340	1 814 399
<i>meziroční změna</i>	-	2153,1%	17,9%	17,0%

Pasiva společnosti RSJ Securities od roku 2020 do 2023 v tis. Kč (uvedeny jsou jen nenulové řádky):

	2020	2021	2022	2023
PASIVA CELKEM v tis. Kč	819 900	1 384 403	1 717 002	2 082 563
Vlastní kapitál	137 061	318 143	464 109	621 391
Základní kapitál	27 000	27 000	27 000	27 000
Základní kapitál	27 000	27 000	27 000	27 000
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	5 400	5 400	5 400	5 400
Výsledek hospodaření minulých let	-128 557	104 247	273 743	426 710
Nerozdělený zisk minulých let	0	104 247	273 743	426 710
Neuhrazená ztráta minulých let	-128 557	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období / + - /	233 218	181 496	157 966	162 281
Cizí zdroje	673 916	1 050 044	1 234 139	1 446 409
Rezervy	59 069	77 583	92 901	25 089
Rezerva na daň z příjmu	28 959	42 602	20 412	0
Ostatní rezervy	30 110	34 981	72 489	25 089
Krátkodobé závazky	614 847	972 461	1 141 238	1 421 320
Časové rozlišení	8 923	16 216	18 754	14 763
Výdaje příštích období	8 923	16 216	18 754	14 763

Struktura pasiv se ve sledovaných letech mírně proměnila, podíl vlastního kapitálu vzrostl z 16,7 % na 29,8 %. Je tvořen především výsledky hospodaření minulých let. Cizí zdroje meziročně rostly a jsou tvořeny zejména krátkodobými závazky, konkrétně peněžními prostředky klientů, které byly poskytnuty společnosti k obhospodařování. Dále také dohadné účty pasivní a závazky z leasingu dle mezinárodního účetního standardu IFRS 16.



Vývoj pasiv, základního a vlastního kapitálu a cizích zdrojů:

Položky v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
PASIVA CELKEM	819 900	1 384 403	1 717 002	2 082 563
Základní kapitál	27 000	27 000	27 000	27 000
Vlastní kapitál	137 061	318 143	464 109	621 391
<i>Meziroční změna vlastního kapitálu</i>	-	132,1%	45,9%	33,9%
Cizí zdroje	673 916	1 050 044	1 234 139	1 446 409
<i>Meziroční změna cizích zdrojů</i>	-	55,8%	17,5%	17,2%

Výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ Securities od roku 2020 do 2023 (uvedeny jsou jen nenulové řádky):

Položky v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
Výkony	338 692	761 425	931 910	734 834
Výnosy a zisky z poplatků a provizí	338 692	761 425	931 910	734 834
Výkonová spotřeba	170 616	155 632	174 961	185 127
Služby	170 616	155 632	174 961	185 127
Přidaná hodnota	168 076	605 793	756 949	549 707
Osobní náklady	111 388	302 027	460 072	334 448
Mzdové náklady	93 290	250 959	398 720	280 324
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	18 098	51 068	61 352	54 124
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	13 668	22 752	21 112	19 521
Změna stavu rezerv a opr.položek v prov.oblasti a kompl.nákl.př.obd.	5 022	6 636	35 946	-47 752
Ostatní provozní výnosy	22 407	3 846	5 055	4 463

Položky v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
Ostatní provozní náklady	51 667	48 004	66 886	74 004
Provozní výsledek hospodaření	8 738	230 220	177 988	173 949
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	263 960	0	0	0
Výnosy z podílů v ovlád.a řízen.osobách a v úč.jedn.pod podst.vlivem	263 960	0	0	0
Výnosové úroky	2 840	1 974	16 063	28 443
Nákladové úroky	167	3 034	2 546	2 577
Finanční výsledek hospodaření	266 633	-1 060	13 517	25 866
Daň z příjmů za běžnou činnost	42 153	47 664	33 539	37 534
splatná	42 153	47 664	33 539	37 534
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	233 218	181 496	157 966	162 281
Výsledek hospodaření za účetní období	233 218	181 496	157 966	162 281

Výnosy a zisky z poplatků a provizí společnosti RSJ Securities do roku 2022 rostly, v roce 2023 došlo k jejich poklesu a byly na úrovni 734 834 tis. Kč. Náklady jsou tvořeny zejména službami a osobními náklady. Společnost dosahuje kladného provozního výsledku hospodaření ve všech letech, přičemž v roce 2023 byl na úrovni 173 949 tis. Kč. Finanční výsledek hospodaření je kladný s výjimkou v roce 2021, kdy dosáhl záporné hodnoty ve výši -1 060 tis. Kč. Výsledek hospodaření za běžnou činnost je kladný, v roce 2023 dosáhl 162 281 tis. Kč.

3.2. Analýza poměrových ukazatelů

Dále bude provedena analýza poměrových ukazatelů. Ukazatele je třeba hodnotit v kontextu s provozovanou činností (dosahované hodnoty obecně velmi kolísají podle oboru činnosti, popř. v závislosti na sezónních výkyvech hospodaření) a spíše z pohledu jejich celkového vývojového trendu, než z pohledu jejich absolutních hodnot.

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity měří schopnost společnosti dostát svým finančním závazkům. Ukazatele se používají k porovnání zdrojů, které jsou k dispozici, se závazky, které má společnost v určité době zaplatit. Nízké hodnoty signalizují napětí ve finančních zdrojích, vysoké hodnoty pak špatné hospodaření s finančními prostředky resp. nepřiměřeně vysoké hodnoty zásob nebo pohledávek.

Ukazatel běžné likvidity je kalkulován jako: oběžná aktiva/krátkodobý cizí kapitál. Obecně je považováno za optimální rozmezí běžné likvidity mezi 160 % až 250 %. Hodnota pod 100 % indikuje situaci, kdy krátkodobé závazky není možné z oběžných aktiv uhradit a je nutné je hradit z dlouhodobých zdrojů financování. Ukazatel rychlé likvidity je kalkulován jako: (oběžná aktiva-zásoby)/krátkodobý cizí kapitál, optimální rozmezí rychlé likvidity 70 % až 120 %. Okamžitá likvidita je kalkulována jako krátkodobý finanční majetek dělený krátkodobými závazky; doporučená hodnota je v rozmezí 20 % až 50 %.

Likvidita	2020	2021	2022	2023
Likvidita běžná	126,29%	135,2%	135,8%	127,7%
Likvidita rychlá	126,29%	135,2%	135,8%	127,7%
Likvidita okamžitá	116,8%	110,1%	121,2%	120,4%
Čistá pracovní aktiva na % tržeb	25,7%	44,6%	42,9%	51,2%

Ukazatele likvidity nevykazují žádné rizikové znaky.

Ukazatele zadluženosti

Ukazatelé zadluženosti měří dlouhodobější finanční rovnováhu, která se buď porovnává s doporučenými hodnotami, nebo alespoň podává informaci o tom, zda je možné firmu dále zadlužit.

Míra zadlužení a podíl vlastního kapitálu je však nutné posuzovat s ohledem na strukturu aktiv a pasiv, které následují.

Zadluženost	2020	2021	2022	2023
Celková zadluženost v %	76,1%	71,4%	67,6%	69,0%
Zadluženost	491,69%	330,1%	265,9%	232,8%

Celková zadluženost společnosti RSJ Securities, měřena jako podíl dlouhodobých závazků, krátkodobých závazků, bankovních úvěrů a ostatních pasiv na celkových aktivech klesala do roku 2022 a poté mírně vzrostla na 69 %. Zadluženost, měřena jako podíl cizích zdrojů na vlastním se pohybovala na vysoké úrovni a meziročně klesala, v roce 2023 dosahuje 232,8 %.

Ukazatele rentability a výnosnosti

Rentabilita společnosti a měření její úrovně patří k nejdůležitějším oblastem hodnocení společnosti. Smyslem podnikání je vyprodukovat zisk. Úroveň produkovaného zisku by měla být úměrná vloženému kapitálu (celkového nebo vlastního) a měla by být srovnatelná nebo vyšší než výnosnost jiného použití tohoto kapitálu.

Rentabilita a výnosnost	2020	2021	2022	2023
Čistá rentabilita tržeb v %	37,1%	23,7%	16,6%	21,1%
Čistá rentabilita aktiv celkem v %	28,4%	13,1%	9,2%	7,8%
Čistá rentabilita vlastního jmění v %	170,2%	57,0%	34,0%	26,1%
Nákladová rentabilita v %	59,1%	31,0%	19,9%	26,8%
Nákladovost výkonů celková v %	62,9%	76,3%	83,4%	78,9%

Čistá rentabilita tržeb byla k datu ocenění na úrovni 21,1 % a rentabilita aktiv, která meziročně klesala na úrovni 7,8 %. Rentabilita vlastního kapitálu byla nejvyšší v roce 2020, kdy dosáhla 170,2 %, v roce 2023 je na úrovni 26,1 %. Celková nákladovost výkonů se pohybuje mezi 62,9 % a 83,4 %.

3.3. Vývoj provozní ziskové marže

Provozní zisková marže je klíčovým generátorem hodnoty, jehož prognóze je třeba věnovat pozornost. Vysoká intenzita přímé konkurence bude snižovat ziskové marže a lze jí čelit jen tím, že podnik disponuje nějakou zásadní konkurenční výhodou. Druhým faktorem je poměr sil mezi podnikem a odběrateli na straně jedné a dodavateli na straně druhé. Převaha nad odběrateli nebo dodavateli umožňuje přenášet tíhu ekonomických problémů na tyto podniky a udržovat tak ziskové marže i za méně příznivých podmínek.

Následující tabulka ukazuje vývoj historické provozní ziskové marže:

v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
Provozní výnosy	361 099	765 271	936 965	739 297
Provozní náklady	333 671	505 663	701 919	593 579
KPV před daněmi a odpisy	27 428	259 608	235 046	145 718
Tržby	627 899	767 245	953 028	767 740
Provozní zisková marže	4,4%	33,8%	24,7%	19,0%

Provozní zisková marže měřena podílem korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a odpisy na provozních výnosech se ve sledovaném období pohybuje mezi 4,4 % a 33,8 %. K datu ocenění je na úrovni 19 %.



3.4. Závěr finanční analýzy

Bilanční suma společnosti RSJ Securities se ve sledovaném období zvyšovala, z 819 900 tis. Kč na 2 082 562 tis. Kč. Oběžná aktiva jsou tvořena zejména účty v bankách a krátkodobými pohledávkami. Vlastní kapitál společnosti RSJ Securities meziročně vzrůstal, z 137 061 tis. Kč na 621 391 tis. Kč. Cizí zdroje jsou tvořeny především krátkodobými závazky, které představují peněžní prostředky klientů poskytnuté společnosti k obhospodařování. Výsledek hospodaření byl ve všech sledovaných letech kladný.

Ukazatele likvidity nevykazují žádné rizikové znaky. Zadluženost se pohybuje na vyšší úrovni mezi 491 % a 232,8 %, meziročně klesala. Rentabilita dosahuje kladných a dobrých hodnot. Provozní zisková marže je k datu ocenění 19 %.

Finanční analýzou historických výsledků společnosti RSJ Securities nebyla indikována žádná významná rizika a hrozby, předpoklad neomezeného trvání společnosti na základě analýzy historických údajů byl potvrzen.

4. Výběr metody ocenění

V rámci provedené strategické a finanční analýzy nebyly identifikovány zásadní hrozby. Společnost působí v rámci skupiny RSJ.

Po zvážení charakteru podnikání Společnosti, způsobu a podmínek hospodaření, jejího současného a možného budoucího postavení na relevantním trhu a s předpokladem principu going concern byl jako odůvodněný způsob ocenění zvolen výnosový způsob, a to metoda diskontování volných peněžních toků, která z principu odráží budoucí výnosový potenciál. Určujícím předpokladem pro ocenění touto metodou je pokračování činnosti ve stávajícím rozsahu služeb se zohledněním reálně očekávatelného růstového potenciálu a hrozeb, který je zřejmý z vývoje hospodaření v minulých letech a provedených analýz.

5. Ocenění jmění metodou DCF

Modely DCF patří v současnosti k modelům, které mají největší užití. Těchto modelů existuje velké množství. Jejich společným znakem je, že hodnotu společnosti odvozují od budoucích výnosů, které se převádějí (z pohledu investora) na současnou hodnotu. Základem stanovení hodnoty společnosti je budoucí peněžní tok, který bude společnost generovat.

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 jsou zvláště oceněna aktiva společnosti spojená s její hlavní výdělečnou činností a zvláště ostatní neprovozní aktiva. Ocenění metodou DCF entity, vycházející z volných peněžních toků pro věřitele a majitele, vede proto ke

stanovení tzv. provozní hodnoty společnosti a dále vyžaduje samostatné stanovení hodnoty neprovozního majetku. Výsledná hodnota společnosti se stanoví jako součet provozní hodnoty společnosti a ocenění neprovozního majetku. Od takto stanovené brutto hodnoty jsou dále odečteny úročené cizí zdroje k datu ocenění. Výsledkem je hodnota jmění společnosti (ve smyslu rozdílu hodnoty majetku - dluhů).

5.1. Dvoufázový model

Pro výnosový způsob ocenění společnosti byla na základě provedených analýz zvolena metoda diskontovaných volných peněžních toků, také nazývaná DCF v podobě dvoufázového modelu, přičemž za druhou fází je kalkulována perpetuita.

Finanční výkazy společnosti RSJ Securities jsou sestaveny podle právních předpisů platných pro finanční instituce, pro účely ocenění byly modifikovány, bez ztráty významu jednotlivých položek a bez vlivu na výslednou hodnotu.

První fáze ocenění je zvolena na období od roku 2024 (tj. 1.1.2024-31.12.2024) až 2029 (tj. 1.1.2029-31.12.2029) kdy zhotovitel ocenění předpokládá stabilizaci volných peněžních toků a dalších ekonomických ukazatelů. Za druhou fází byla s ohledem na provedené analýzy a záměr do budoucna zvolena perpetuita, byl tedy použit předpoklad nepřetržitého fungování (tvorba hodnoty).

5.2. Finanční plán pro DCF

Pro ocenění obdržel zhotovitel od zástupců společnosti RSJ Securities finanční plán na období let 2024 až 2029. V roce 2029 se očekává stabilizace. Finanční plán byl ověřen finanční analýzou a je sestaven v běžných cenách.

Finanční plán společnosti RSJ Securities obdrženy od Zadavatele:

v tis. Kč	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Výnosy z poplatků a provizí	740 000	740 740	741 481	742 222	742 964	743 707
Náklady na poplatky a provize + ostatní správní náklady	185 000	185 185	185 370	185 556	185 741	185 927
Přidaná hodnota	555 000	555 555	556 111	556 666	557 223	557 780
Marže (přidaná hodnota/tržby)	75%	75%	75%	75%	75%	75%
Osobní náklady	333 000	333 333	333 666	334 000	334 334	334 668
Osobní náklady/Tržby	45%	45%	45%	45%	45%	45%
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku	19 600	20 972	22 440	24 011	25 692	27 490
Ostatní provozní výnosy	4 463	4 463	4 463	4 463	4 463	4 463
Ostatní provozní náklady	74 000	74 000	74 000	74 000	74 000	74 000
Provozní hospodářský výsledek	132 863	131 713	130 468	129 118	127 660	126 085
Marže (prov.hosp.výsledek/tržby)	18%	18%	18%	17%	17%	17%
Výnosové úroky	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000
Nákladové úroky	0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	0	0	0	0	0	0
Finanční výsledek hospodaření	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000
Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním a úroky	140 863	139 713	138 468	137 118	135 660	134 085

Společnost funguje ve skupině RSJ a podléhá transfer-pricingovým pravidlům skupiny.

Vývoj tržeb

V tis. Kč	historie		Plán					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Výnosy z poplatků a provizí	931 910	734 834	740 000	740 740	741 481	742 222	742 964	743 707
<i>meziroční pohyb</i>	22,4%	-21,1%	0,7%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

Společnost RSJ Securities působí jako obchodník s cennými papíry. Zabývá se zejména elektronickým obchodováním finančních derivátů na největších světových derivátových burzách. Tržby společnosti plynou z poplatků a provizí. V roce 2023 došlo k meziročnímu poklesu tržeb o - 21,1 %. V dalších letech je plánován mírný růst na úrovni 0,7 % v roce 2024 a dále stabilní růst na úrovni 0,1 %.

Vývoj nákladů

V tis. Kč	historie		Plán					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Náklady na poplatky a provize + ostatní správní náklady	174 961	185 127	185 000	185 185	185 370	185 556	185 741	185 927
<i>meziroční pohyb</i>	12,4%	5,8%	-0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

Náklady společnost RSJ Securities vykazuje za poplatky a provize a ostatní správní náklady. V roce 2023 došlo k růstu nákladů o 5,8 %. Pro rok 2024 je plánován mírný pokles na úrovni - 0,1 % a dále stabilní růst 0,1 % (stejně jako u tržeb).

U plánování nákladů jsou důležité především marže, jejichž vývoj ukazují následující tabulky.

Historické a plánované marže:

	historie		plán					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Marže (přidaná hodnota/tržby)	81,2%	74,8%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
Marže (prov.hosp.výsledek/tržby)	19,1%	23,7%	18,0%	17,8%	17,6%	17,4%	17,2%	17,0%

Marže (přidaná hodnota/tržby) je plánovaná na úrovni roku 2023 (zaokrouhlená hodnota). Marže (provozní hospodářský výsledek/tržby) je plánovaná na nižších hodnotách, než dosahovala historicky a v čase mírně klesá. Z plánované hodnoty 18,0 % v roce 2024 na 17,0 % v roce 2029.

Vývoj osobních nákladů:

	historie		plán					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Osobní náklady v tis Kč	460 072	334 448	333 000	333 333	333 666	334 000	334 334	334 668
<i>meziroční pohyb osobních nákladů</i>	52,3%	-27,3%	-0,4%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Osobní náklady/Tržby	49,4%	45,5%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%

Osobní náklady poklesly v roce 2023 o -27,3 %, v roce 2024 je plánovaný mírný pokles - 0,4 % a dále stabilní růst 0,1 % ročně (stejně jako tržby). Podíl osobních nákladů na tržbách klesá z hodnoty 49,4 % v roce 2022 na 45,0 % v roce 2024 a dále je stabilní.

Odpisy a investice

V dlouhodobém hmotném majetku eviduje společnost RSJ Securities (v položce pozemky a stavby) právo k užívání najatého aktiva. Společnost si pronajímá nebytové prostory, ve kterých má své sídlo.

Pronájmy obvykle trvají po dobu 2 - 7 let. Dále v majetku eviduje inventář, přístroje a zařízení, drobný majetek a hmotný majetek nezařazený do užívání.

Přehled majetku společnosti RSJ Securities k 31.12.2023 v tis. Kč:

tis. Kč	Pozemky a budovy	Inventář	Přístroje a zařízení	Drobný hmotný	Hmotný majetek nezařazený do užívání	Celkem
Požizovací cena						
K 31. prosinci 2023	29 023	157	27 859	1 607	7 792	66 438

Zdroj: Výroční zpráva společnosti RSJ Securities a.s. za rok 2023

Odpisy i investice jsou plánované na úrovni plánu Zadavatele.

V tis. Kč	plán					
	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku	19 600	20 972	22 440	24 011	25 692	27 490
investiční výdaje	19 600	20 972	22 440	24 011	25 692	27 490

Ostatní provozní výnosy a náklady

Ostatní provozní výnosy i náklady jsou plánované na úrovni plánu Zadavatele, tj. ostatní provozní výnosy na stabilní úrovni 4 463 tis. Kč a ostatní provozní náklady na stabilní úrovni 74 000 tis. Kč.

Výnosové úroky

Výnosové úroky jsou plánované na úrovni plánu Zadavatele, tj. na stabilní úrovni 8 000 tis. Kč.

Pracovní kapitál

Jednotlivé složky pracovního kapitálu jsou plánovány prostřednictvím doby obratu kalkulované na základě příslušných tržeb a nákladů (historický vývoj je použit pro odhad do budoucnosti):

Pracovní kapitál	historie		plán
	2022	2023	2024 a dále
Doba obratu krátk.pohledávek z obch.styku ve dnech	8,30	9,20	9,20
Doba obratu krátk.závazků z obch.styku ve dnech	0,00	0,00	0,00
Doba obratu ostatních krátkodobých závazků	1 698,27	1 974,06	1 974,06
Doba obratu ostatních krátkodobých pohledávek	56,08	40,83	40,83

Plánované doby obratů jsou v roce 2024 a v dalších letech první fáze stanoveny na úrovni roku 2023. K datu ocenění je za provozně nutný považován krátkodobý finanční majetek ve výši 334 437 tis. Kč (pohledávky za bankami a družstevními záložnami splatné na požádání). Částka 1 377 288 tis. Kč (ostatní pohledávky) se skládá z termínovaných vkladů Společnosti (považováno za neprovoz v částce 398 900 tis.Kč) a z termínovaných vkladů klientských (978 388 tis.Kč).

Od roku 2024 je provozně nutná výše nastavena na 23,5 % krátkodobých závazků, tj. dle stavu v roce 2023.

Úročené cizí zdroje

Společnost k datu ocenění neeviduje úročené cizí zdroje.

Neprovozní majetek

Společnost k datu ocenění eviduje neprovozní majetek v podobě státních dluhopisů v částce 193 267 tis. Kč a neprovozního krátkodobého finančního majetku (termínované vklady) v částce 398 900 tis. Kč.

Růst investovaného kapitálu (g)

Dlouhodobý růst investovaného kapitálu (g) je stanoven odhadem Zpracovatele na výši 2 % p.a.

Daň z příjmů

Volné peněžní toky společnosti jsou pro účely stanovení výnosové hodnoty uvažovány po zdanění. Pro stanovení daňové zátěže v budoucnosti je použita sazba 21 %.

5.3. Poměrové ukazatele plánu po dobu I. fáze

Sestavený finanční plán se dle analýzy poměrových ukazatelů jeví jako ekonomicky průchozí:

Likvidita	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Likvidita běžná	135,51%	143,25%	150,91%	158,49%	165,97%	173,36%
Likvidita rychlá	135,51%	143,25%	150,91%	158,49%	165,97%	173,36%
Likvidita okamžitá	128,2%	136,0%	143,6%	151,2%	158,7%	166,1%
Čistá pracovní aktiva na % tržeb	67,0%	81,6%	96,0%	110,3%	124,4%	138,3%
Finanční majetek na % aktiv	83,1%	83,9%	84,6%	85,3%	85,9%	86,4%
Pohledávky z obchodního styku na % tržeb	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Dodavatelsko odběrat. financování v %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Aktivita	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Doba obratu aktiv ve dnech	1 049	1 101	1 153	1 204	1 254	1 304
Doba obratu oběžných aktiv ve dnech	921	973	1 025	1 076	1 127	1 176
Doba obratu krátk.pohl. z obch.st.ve dnech	50	50	50	50	50	50
Doba obratu krátk.záv. z obch.st.ve dnech	1 975	1 974	1 975	1 974	1 973	1 974
Doba obratu zásob ve dnech	0	0	0	0	0	0

Zadluženost	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Celková zadluženost v %	65,4%	62,3%	59,5%	57,0%	54,7%	52,6%
Dlouhodobá zadluženost	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zadluženost	197,0%	172,0%	152,0%	137,0%	124,0%	114,0%

Struktura	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Leverage v %	65,9%	62,8%	59,9%	57,4%	55,1%	53,0%
Bankovní úvěry v % cizích zdrojů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Úrokové zatížení výnosů v %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Úrokové krytí z čistého zisku v %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pružnost aktiv v %	291,4%	305,9%	320,3%	334,4%	348,4%	362,2%
Zlaté bilanční pravidlo v %	35,7%	31,1%	27,5%	24,7%	22,4%	20,6%
Stálá aktiva na % vlastního jmění	35,7%	31,1%	27,5%	24,7%	22,4%	20,6%

Rentabilita a výnosnost	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Čistá rentabilita tržeb v %	14,8%	14,7%	14,5%	14,4%	14,2%	14,0%
Čistá rentabilita aktiv celkem v %	5,1%	4,8%	4,5%	4,3%	4,1%	3,9%
Rentabilita investovaného kapitálu	5,3%	5,0%	4,7%	4,5%	4,2%	4,0%
Čistá rentabilita vlastního jmění v %	15,2%	13,1%	11,5%	10,2%	9,2%	8,3%
Nákladová rentabilita v %	18,2%	18,0%	17,8%	17,5%	17,3%	17,0%
Nákladovost výkonů celková v %	81,3%	81,5%	81,6%	81,8%	82,0%	82,3%

Nákladovost a produktivita	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Obchodní marže v %	73,8%	73,8%	73,8%	73,8%	73,8%	73,8%
Nákladovost výkonové spotřeby v %	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Nákladovost výkonů provozní v %	82,2%	82,3%	82,5%	82,7%	82,9%	83,1%

5.4. II. fáze

V roce 2029 byla zachována struktura tzv. provozní páky tak, aby odpovídala předpokladu ustálených finančních toků v prvním roce II. fáze ocenění. Tento rok je výchozím volným peněžním tokem pro II. fázi ocenění, tzv. věčnou rentu (perpetuitu fungování). Některé další tabulky výpočtu výnosové hodnoty jsou pro velký rozsah uvedeny v samostatné příloze.

Pokračující hodnota je kalkulována podle vzorce:

$$PH = \frac{KPVH_{t+1} \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g}$$

KPVH (t+1)	korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v prvním roce II. fáze (posledním roce I. fáze)
g	odhadovaná míra růstu
rl	rentabilita investic netto za I. fázi ocenění byla v daném konkrétním případě nahrazena náklady kapitálu společnosti
ik	diskontní sazba (WACC - vážené průměrné náklady kapitálu)

Pokračující hodnota v tis. Kč	1 000 899
Diskontní faktor	0,57
Současná hodnota pokračující hodnoty v tis. Kč	570 512

5.5. Stanovení diskontní míry (WACC)

Náklady vlastního kapitálu

V daném ocenění byla pro přepočítání plánovaných volných peněžních toků v jednotlivých letech na současnou hodnotu použita diskontní míra odhadnutá modelem CAPM s použitím dalších konkrétních přírůžek.

Základní náklady kapitálu pro investora s možností vytvářet diverzifikované portfolio:

$$n_{VK} = R_f(\text{ČR}) + \beta \times RPKT(\text{USA}) + RPZ + \text{přirážky}$$

Použito:

kde $R_f(\text{ČR})$ = výnosnost státních obligací ČR k datu ocenění

Použito:	Zdroj:	ISIN:
4,43 %	http://www.cnb.cz	CZ0001002059

β = údaje odvětvových beta Evropa

Použito	Zdroj:	Druh:
0,95	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/	Investments & Asset Management, Europe

Pro účely dalšího použití je beta nezadlužená přepočtena následujícím vzorcem na betu zadluženou.

$$\beta_{Levered} = \beta_{Unlevered} * \left(1 + (1 - T) * \frac{D}{E}\right)$$

RPKT(USA) = riziková prémie kapitálového trhu

RPZ = riziková prémie země

Zkratka	Použito	Zdroj:	Země
RPZ	0,88 %	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/	ČR
RPKT	4,60 %	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/	USA

Přirážky:

- přirážka za zhoršenou likviditu oproti společnosti na kapitálovém trhu odhadnuta na 0
- přirážka za specifické riziko odhadnuta na 1,119

Odhad nákladů vlastního kapitálu - hodnocení specifického rizika					
<i>R i z i k o</i>	Nízké	Průměrné	Zvýšené	Vysoké	Celkem
<i>I. Rizika oboru podnikání</i>					
Růst poptávky		1			
Závislost na hosp.cyklu		1			
Struktura odběratelů			1		
Kapitálová náročnost	1				
Život.prostř., hygienické předpisy, legislativa		1			
<i>II. Rizika trhu</i>					
Kapacita trhu	1				
Riziko dosažení tržeb	1				
Stálí zákazníci	1				
Konkurence		1			
Konkurenceschopnost výrobků	1				
Ceny	1				
Distribuce	1				
<i>III. Management</i>					
Schopnost vedení	1				
Organizační struktura	1				
<i>IV. Výrobní proces</i>					
Vlastní výrobky, opakované prodeje	1				
Využití kapacit	1				
Pracovní síla	1				
Dodavatelé	1				
<i>V. Finanční rizika</i>					
Zadluženost	1				
Likvidita	1				
Dosavadní vývoj tržeb	1				
Rentabilita	1				
Doba obratu závazků	1				
Doba obratu pohledávek	1				
Doba obratu zásob	1				
Přístup k finančním zdrojům	1				
Počet pozorování	21	4	1	0	26
Přirážka pro specifické riziko	0	0,5	1	1,5	
Jednotková míra	0,3731	0,3731	0,3731	0,3731	
Celkem	0,0000	0,7462	0,3731	0,0000	1,119

Daňová sazba

Zkratka	Použito	Zdroj	Země
T	21 %	odhad	ČR

Náklady cizího kapitálu

Zkratka	Použito	Zdroj
r_D	0,0 % p.a.	skutečnost

WACC

Diskontní sazba k datu ocenění:

Náklady VK oborové tzn. jen systematické riziko	9,7% p.a.
Náklady na VK, včetně specif. rizika (p.a.)	10,82% p.a.
$D/(D + E)$	0,00%
Náklady na cizí kapitál	0,00% p.a.
WACC k datu ocenění =	10,82% p.a.

Diskontní sazba v dalších letech:

Diskontní sazba v dalších letech je stanovena iteračně podle poměru vlastního a cizího kapitálu.

5.6. Přepočítání na současnou hodnotu

Volné peněžní toky do firmy v jednotlivých letech musí být vzhledem k časovému nesouladu jejich inkasa a data ocenění přepočteny na současnou hodnotu. Tento úkon je proveden pomocí diskontního faktoru:

Současná hodnota volného peněžního toku = diskontní faktor x volný peněžní tok

$$\text{Diskontní faktor} = \frac{1}{1 + WACC}$$

V následující tabulce jsou uvedeny jednotlivé volné peněžní toky, diskontní faktory a současná hodnota volného peněžního toku:

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Volný peněžní tok do firmy	110 087	111 046	110 063	108 999	107 845	106 605
Volný peněžní tok do firmy započtený do hodnoty	110 087	111 046	110 063	108 999	107 845	106 605
$(1 + WACC)^n$	1,05	1,16	1,29	1,43	1,58	1,75
Diskontní faktor	0,95	0,86	0,78	0,70	0,63	0,57
Souč. hodnota volného peněžního toku do firmy	104 583	95 500	85 849	76 299	67 942	60 765

Vzhledem ke skutečnosti, že zhotovitel ocenění předpokládá inkaso peněžních toků na konci roku, je pro přepočítání volného peněžního toku na současnou hodnotu použit faktor, kdy n v prvním roce odpovídá: $n_1 = 6/12$, tj.

$$\frac{1}{(1 + WACC)^{\frac{6}{12}}}$$

Úplné tabulky stanovení současné hodnoty volných peněžních toků jsou uvedeny v příloze.

5.7. Rekapitulace výnosového ocenění

Tabulky výnosového ocenění jsou pro velký rozsah uvedeny v samostatné příloze tohoto stanoviska.

Výsledná hodnota jmění metodou DCF	31.12.2023	
Součet diskontovaných peněžních toků	490 938	tis. Kč
Perpetuita (věčná renta)	570 512	tis. Kč
Suma diskontovaných volných peněžních toků	1 061 450	tis. Kč
Dlouhodobý finanční majetek	193 267	tis. Kč
Krátkodobý finanční majetek	398 900	tis. Kč
Výsledná hodnota provozně nepotřebných aktiv	592 167	tis. Kč
Čistý dluh	0	tis. Kč
Hodnota jmění (majetek - dluhy):	1 653 617	tis. Kč

Hodnota jmění společnosti RSJ Securities a.s. stanovená výnosovým způsobem ocenění činí k datu ocenění částku **1 653 617 tis. Kč**.

6. Závěr k hodnotě podílu

Hodnota 100% podílu na společnosti RSJ Securities a.s., se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, IČ: 008 84 855, činí k datu ocenění **1 653 617 tis. Kč**.

7. Přílohy

1. Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ Securities a.s. k datu 31.12.2023
2. Tabulky výnosového ocenění Společnosti:
 - a) Historický volný peněžní tok
 - b) Prognóza volného peněžního toku
 - c) Prognóza aktiv a pasiv
 - d) Prognóza pracovního kapitálu
 - e) Stanovení diskontní sazby
 - f) Stanovení výsledné hodnoty jmění společnosti

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Securities a.s.

Příloha č. 1

Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ Securities a.s. k datu 31.12.2023

Název účetní jednotky: RSJ Securities a. s.
 Sídlo: Praha 1, Nové Město, Na Florenci 2116/15, PSČ 110 00
 Identifikační číslo: 00884855
 Předmět podnikání:

ROZVAHA

k 31.12.2023

uvedeno v tis. Kč

AKTIVA		Bod přílohy	Poslední den běžného období	Poslední den běžného období
1.	Pokladní hotovost a vklady u centrálních bank		64	53
2.	Státní bezkuponové dluhopisy a ostatní cenné papíry přijímané centrální bankou k refinancování			
	<i>v tom: a) vydané vládními institucemi</i>			
	<i>b) ostatní</i>			
3.	Pohledávky za bankami a družstevními záložnami		1 711 661	1 382 838
	<i>v tom: a) splatné na požádání</i>		334 373	738 838
	<i>v tom: b) ostatní pohledávky</i>		1 377 288	644 000
4.	Pohledávky za nebankovními subjekty		18 833	21 502
	<i>v tom: a) splatné na požádání</i>		48	1
	<i>v tom: b) ostatní pohledávky</i>		18 785	21 501
5.	Dluhové cenné papíry		193 267	108 559
	<i>v tom: a) vydané vládními institucemi</i>		193 267	108 559
	<i>v tom: b) vydané ostatními osobami</i>			
6.	Akcie, podílové listy a ostatní podíly			
7.	Účasti s podstatným vlivem			
	<i>z toho: v bankách</i>			
8.	Účasti s rozhodujícím vlivem			
	<i>z toho: v bankách</i>			
9.	Dlouhodobý nehmotný majetek		2 211	496
	<i>z toho: goodwill</i>			
10.	Dlouhodobý hmotný majetek		66 438	47 991
	<i>z toho: pozemky a budovy pro provozní činnost</i>		29 023	34 502
11.	Ostatní aktiva		83 841	145 947
12.	Pohledávky z upsaného základního kapitálu			
13.	Náklady a příjmy příštích období		6 247	9 617
	Aktiva celkem		2 082 562	1 717 003

PASIVA		Bod přílohy	Poslední den běžného období	Poslední den běžného období
1.	Závazky vůči bankám a družstevním záložnám			
	<i>v tom: a) splatné na požádání</i>			
	<i>v tom: b) ostatní závazky</i>			
2.	Závazky vůči nebankovním subjektům			
	<i>v tom: a) splatné na požádání</i>			
	<i>v tom: b) ostatní závazky</i>			

3.	Závazky z dluhových cenných papírů			
	<i>v tom: a) emitované dluhové cenné papíry</i>			
	<i>b) ostatní závazky z dluhových cenných papírů</i>			
4.	Ostatní pasiva		1 421 320	1 141 238
5.	Výnosy a výdaje příštích období		14 763	18 754
6.	Rezervy		25 089	92 901
	<i>v tom: a) na důchody a podobné závazky</i>			
	<i>v tom: b) na daně</i>			20 412
	<i>v tom: c) ostatní</i>		25 089	72 489
7.	Podřízené závazky			
8.	Základní kapitál		27 000	27 000
	<i>z toho: a) splacený základní kapitál</i>		27 000	27 000
9.	Emisní ážio			
10.	Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku		5 400	5 400
	<i>v tom: a) povinné rezervní fondy a rizikové fondy</i>		5 400	5 400
	<i>v tom: b) ostatní rezervní fondy</i>			
	<i>v tom: c) ostatní fondy ze zisku</i>			
11.	Rezervní fond na nové ocenění			
12.	Kapitálové fondy			
13.	Oceňovací rozdíly			
	<i>v tom: a) z majetku a závazků</i>			
	<i>v tom: b) ze zajišťovacích derivátů</i>			
	<i>v tom: c) z přepočtu účastí</i>			
14.	Nerozdělený zisk nebo neuhrazená ztráta z předchozích období		426 710	273 743
	<i>v tom: a) nerozdělený zisk z přechozích období</i>		426 710	273 743
	<i>v tom: b) rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku</i>			
15.	Zisk nebo ztráta za účetní období		162 281	157 967
	Pasiva celkem		2 082 562	1 717 003

Sestaveno dne:	21.03.2024	Podpisový záznam statutárního orgánu účetní jednotky:
Sestavil: Ing. Alena Vytlačilová		předseda představenstva RSJ Securities a.s.

Název účetní jednotky: RSJ Securities a. s.

Sídlo: Praha 1, Nové Město, Na Florenci 2116/15, PSČ 110 00

Identifikační číslo: 0884855

Předmět podnikání:

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

k 31.12.2023

uvedeno v tis. Kč

	Bod přílohy	Od začátku do konce běžného období	Od začátku do konce běžného období
1. Výnosy z úroků a podobné výnosy		28 443	16 063
<i>z toho: úroky z dluhových cenných papírů</i>	2	7 949	1 848
2. Náklady na úroky a podobné náklady		2 577	2 546
<i>z toho: úroky z dluhových cenných papírů</i>		367	68
3. Výnosy z akcií a podílů			
<i>v tom: a) výnosy z účastí s podstatným vlivem</i>			
<i>b) výnosy z účastí s rozhodujícím vlivem</i>		0	0
<i>c) ostatní výnosy z akcií a podílů</i>			
4. Výnosy z poplatků a provizí		738 154	937 707
5. Náklady na poplatky a provize		103 923	106 430
6. Zisk nebo ztráta z finančních operací		-3 320	-5 797
7. Ostatní provozní výnosy		4 463	5 055
8. Ostatní provozní náklady		74 004	66 886
9. Správní náklady		415 652	528 603
<i>v tom: a) náklady na zaměstnance</i>		340 420	465 518
<i>z toho: aa) mzdy a platy</i>		280 324	398 720
<i>ab) sociální a zdravotní pojištění</i>		54 124	61 352
<i>v tom: b) ostatní správní náklady</i>		75 232	63 085
10. Rozpuštění rezerv a opravných položek k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku			
11. Odpisy, tvorba a použití rezerv a opravných položek k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku		19 521	21 112
12. Rozpuštění opravných položek a rezerv k pohledávkám a zárukám, výnosy z dříve odepsaných pohledávek		351	1 869
13. Odpisy, tvorba a použití opravných položek a rezerv k pohledávkám a zárukám		1	307
14. Rozpuštění opravných položek k účastem s rozhodujícím a podstatným vlivem			
15. Ztráty z převodu účastí s rozhodujícím a podstatným vlivem, tvorba a použití opravných položek k účastem s rozhodujícím a podstatným vlivem			
16. Rozpuštění ostatních rezerv			
17. Tvorba a použití ostatních rezerv		-47 401	37 508
18. Podíl na ziscích nebo ztrátách účastí s rozhodujícím nebo podstatným vlivem			
19. Zisk nebo ztráta za účetní období z běžné činnosti před zdaněním		199 815	191 505
20. Mimořádné výnosy			
21. Mimořádné náklady			
22. Zisk nebo ztráta za účetní období z mimořádné činnosti před zdaněním			
23. Daň z příjmů		37 534	33 539
24. Zisk nebo ztráta za účetní období po zdanění		162 281	157 967

Sestaveno dne:

21.03.2024

Sestavil:

Ing. Alena Vytlačilová

Podpisový záznam statutárního orgánu účetní jednotky:

předseda představenstva RSJ Securities a.s.

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Securities a.s.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

- a) Historický volný peněžní tok

v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
Výkony	338 692	761 425	931 910	734 834
Tržby za prodej vlast. výrobků a služeb	338 692	761 425	931 910	734 834
Výkonová spotřeba	170 616	155 632	174 961	185 127
Spotřeba materiálu a energie	0	0	0	0
Služby	170 616	155 632	174 961	185 127
Přidaná hodnota	168 076	605 793	756 949	549 707
<i>Marže (přidaná hodnota/tržby)</i>	<i>49,6%</i>	<i>79,6%</i>	<i>81,2%</i>	<i>74,8%</i>
Osobní náklady	111 388	302 027	460 072	334 448
<i>Osobní náklady/Tržby</i>	<i>32,9%</i>	<i>39,7%</i>	<i>49,4%</i>	<i>45,5%</i>
Mzdové náklady	93 290	250 959	398 720	280 324
Odměny členům orgánů obchodní korporace	0	0	0	0
Náklady na sociální zabezpečení	18 098	51 068	61 352	54 124
Sociální náklady	0	0	0	0
Daně a poplatky	0	0	0	0
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku	13 668	22 752	21 112	19 521
Změna stavu rezerv a opr.položek v prov.oblasti a kompl.nákl.př.obd.	5 022	6 636	35 946	-47 752
Ostatní provozní výnosy	22 407	3 846	5 055	4 463
Ostatní provozní náklady	51 667	48 004	66 886	74 004
Provozní hospodářský výsledek	8 738	230 220	177 988	173 949
<i>Marže (prov.hosp.výsledek/tržby)</i>	<i>2,6%</i>	<i>30,2%</i>	<i>19,1%</i>	<i>23,7%</i>
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	263 960	0	0	0
Výnosové úroky	2 840	1 974	16 063	28 443
Nákladové úroky	167	3 034	2 546	2 577
Finanční výsledek hospodaření	266 633	-1 060	13 517	25 866
Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním a úroky	275 538	232 194	194 051	202 392
(-) provozní výnosy jednorázové, nesouv.s prov.majetkem	0	0	0	0
(+) provozní náklady jednorázové, nesouv.s prov.majetkem	0	0	0	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	275 538	232 194	194 051	202 392
Efektivní daňová sazba	15,30%	20,53%	17,28%	20,00%
Upravená daň	42 153	47 664	33 539	40 478
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani	233 385	184 530	160 512	161 914
Úpravy o nepeněžní operace		6 636	35 946	-47 752
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku		22 752	21 112	19 521
Investice do prov.nutného dlouh.majetku brutto (investice netto + odpisy)		79 495	12 856	39 683
Investice do provozně nutného prac.kapitálu		-738 427	-244 499	-344 236
Volný peněžní tok do firmy		872 850	449 213	438 236

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Securities a.s.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

b) Prognóza volného peněžního toku

v tis. Kč	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Obchodní marže	0	0	0	0	0	0
Výkony	740 000	740 740	741 481	742 222	742 964	743 707
Výkonová spotřeba	185 000	185 185	185 370	185 556	185 741	185 927
Služby	185 000	185 185	185 370	185 556	185 741	185 927
Přidaná hodnota	555 000	555 555	556 111	556 666	557 223	557 780
<i>Marže (přidaná hodnota / tržby)</i>	<i>75,0%</i>	<i>75,0%</i>	<i>75,0%</i>	<i>75,0%</i>	<i>75,0%</i>	<i>75,0%</i>
Osobní náklady	333 000	333 333	333 666	334 000	334 334	334 668
<i>Osobní náklady / Tržby</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku	19 600	20 972	22 440	24 011	25 692	27 490
Ostatní provozní výnosy	4 463	4 463	4 463	4 463	4 463	4 463
Ostatní provozní náklady	74 000	74 000	74 000	74 000	74 000	74 000
Provozní hospodářský výsledek	132 863	131 713	130 468	129 118	127 660	126 085
<i>Marže (prov.hosp.výsledek / tržby)</i>	<i>18,0%</i>	<i>17,8%</i>	<i>17,6%</i>	<i>17,4%</i>	<i>17,2%</i>	<i>17,0%</i>
Výnosové úroky	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000
Finanční výsledek hospodaření	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000
Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním a úroky	140 863	139 713	138 468	137 118	135 660	134 085
(-) provozní výnosy jednorázové, nesouv.s prov.majetkem	0	0	0	0	0	0
(+) provozní náklady jednorázové, nesouv.s prov.majetkem	0	0	0	0	0	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	140 863	139 713	138 468	137 118	135 660	134 085
Daňový základ	140 863	139 713	138 468	137 118	135 660	134 085
Efektivní daňová sazba	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Upravená daň	29 581	29 340	29 078	28 795	28 489	28 158
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani	111 282	110 373	109 390	108 323	107 171	105 927
Úpravy o nepeněžní operace	0	0	0	0	0	0
Odpisy nehmotného a hmotného inv. majetku	19 600	20 972	22 440	24 011	25 692	27 490
Investice do prov.nutného dlouh.majetku brutto (investice netto + odpisy)	19 600	20 972	22 440	24 011	25 692	27 490
Investice do provozně nutného prac.kapitálu	1 195	-673	-673	-676	-674	-678
Volný peněžní tok do firmy	110 087	111 046	110 063	108 999	107 845	106 605

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Securities a.s.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

c) Prognóza aktiv a pasiv

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Securities a.s.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

d) Prognóza pracovního kapitálu

Pracovní kapitál v tis. Kč	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Stav zásob	0	0	0	0	0	0
Stav pohledávek z obch.styku	19 025	19 044	19 063	19 082	19 101	19 120
Stav závazků z obch.styku	0	0	0	0	0	0
Ostatní krátkodobé pohledávky	84 435	84 518	84 602	84 687	84 771	84 855
Ostatní krátkodobé závazky	1 420 227	1 421 241	1 422 255	1 423 275	1 424 290	1 425 310
Finanční majetek provozně nutný	333 753	333 992	334 230	334 470	334 708	334 948
Finanční majetek ostatní krátkodobý	1 487 375	1 598 421	1 708 484	1 817 483	1 925 328	2 031 933
Doba obratu zásob ve dnech	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Doba obratu krátk.pohledávek z obch.styku ve dnech	9,20	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Doba obratu krátk.závazků z obch.styku ve dnech	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Doba obratu ostatních krátkodobých závazků	1974,06	1974,06	1974,06	1974,06	1974,06	1974,06
Doba obratu ostatních krátkodobých pohledávek	40,83	40,83	40,83	40,83	40,83	40,83
Podíl kr.fin.majetku na krátk.závazcích	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%

v tis. Kč	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Počáteční stav peněz	1 711 725	1 821 128	1 932 413	2 042 714	2 151 953	2 260 036
zisk po zdanění	111 282	110 373	109 390	108 323	107 171	105 927
odpisy	19 600	20 972	22 440	24 011	25 692	27 490
CF ze samofinancování	130 882	131 345	131 830	132 334	132 863	133 417
zásoby	0	0	0	0	0	0
pohledávky	786	102	103	104	103	103
ostatní aktiva						
krátkodobé závazky	-1 093	1 014	1 014	1 020	1 015	1 021
ostatní pasiva						
Provozní CF	-1 879	912	911	916	912	918
investiční výdaje	19 600	20 972	22 440	24 011	25 692	27 490
Investiční CF	-19 600	-20 972	-22 440	-24 011	-25 692	-27 490
bankovní úvěry + dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0
vlastní kapitál (úpis akcií...)	0	0	0	0	0	0
Finanční CF	0	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok	109 403	111 285	110 301	109 239	108 083	106 845
Konečný stav peněz	1 821 128	1 932 413	2 042 714	2 151 953	2 260 036	2 366 881

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Securities a.s.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

e) Stanovení diskontní sazby

Odhad nákladů vlastního kapitálu - hodnocení specifického rizika					
Riziko	Nízké	Průměrné	Zvýšené	Vysoké	Celkem
<i>I. Rizika oboru podnikání</i>					
Růst poptávky		1			
Závislost na hosp.cyklu		1			
Struktura odběratelů			1		
Kapitálová náročnost	1				
Život.prostř., hygienické předpisy, legislativa		1			
<i>II. Rizika trhu</i>					
Kapacita trhu	1				
Riziko dosažení tržeb	1				
Stálí zákazníci	1				
Konkurence		1			
Konkurenceschopnost výrobků	1				
Ceny	1				
Distribuce	1				
<i>III. Management</i>					
Schopnost vedení	1				
Organizační struktura	1				
<i>IV. Výrobní proces</i>					
Vlastní výrobky, opakované prodeje	1				
Využití kapacit	1				
Pracovní síla	1				
Dodavatelé	1				
<i>V. Finanční rizika</i>					
Zadluženost	1				
Likvidita	1				
Dosavadní vývoj tržeb	1				
Rentabilita	1				
Doba obratu závazků	1				
Doba obratu pohledávek	1				
Doba obratu zásob	1				
Přístup k finančním zdrojům	1				
Počet pozorování	21	4	1	0	26
Přirážka pro specifické riziko	0	0,5	1	1,5	
Jednotková míra	0,3731	0,3731	0,3731	0,3731	
Celkem	0,0000	0,7462	0,3731	0,0000	1,119

Stanovení diskontní sazby pomocí modelu CAPM

Rf, české dluhopisy (19 let)	4,43 % p.a.
Riziková prémie země ČR	0,88 %
RPKT (USA)	4,60 % p.a.
Beta (nezadlužené) oborové	0,95
Daňová sazba k datu ocenění	19 %
Přirážka za zhoršenou likviditu menší společnosti oproti spol. na kap.trhu (-5 až 5% b.)	0,0
Náklady VK oborové tzn. jen systematické riziko	9,7%
Náklady na VK, včetně spec.rizika (p.a.)	<u>10,82%</u>
CK/Celkový kapitál	0,00%
Náklady na cizí kapitál	0,00% p.a.
WACC k datu ocenění =	10,82% p.a.

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Securities a.s.

Příloha č. 2

Tabulky výnosového ocenění Společnosti:

- f) Stanovení výsledné hodnoty jmění společnosti

Výsledná hodnota jmění metodou DCF	31.12.2023
Součet diskontovaných peněžních toků	490 938 tis. Kč
Perpetuita (věčná renta)	570 512 tis. Kč
Suma diskontovaných volných peněžních toků	1 061 450 tis. Kč
Dlouhodobý finanční majetek	193 267 tis. Kč
Nemovitý majetek	0 tis. Kč
Pohledávky	0 tis. Kč
Krátkodobý finanční majetek	398 900 tis. Kč
Výsledná hodnota provozně nepotřebných aktiv	592 167 tis. Kč
Dlouhodobé závazky	0 tis. Kč
Bankovní úvěry	0 tis. Kč
Krátkodobé závazky	0 tis. Kč
Čistý dluh	0 tis. Kč
Hodnota jmění (majetek - dluhy):	1 653 617 tis. Kč

Příloha č. 6 znaleckého posudku č. 038167/2024

**Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Prop SICAV a.s., se
sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1,
identifikační číslo: 079 70 358**

V Praze dne 14. 5. 2024

OBSAH

1. Výčet vybraných zdrojů dat a jejich popis.....	3
1.1. Data od společnosti nebo Zadavatele	3
1.2. Data získaná Zpracovatelem	3
1.3. Použitá literatura	3
2. Předmět ocenění.....	3
2.1. Identifikace společnosti	3
2.2. Účetní stav společnosti.....	4
2.3. Ostatní skutečnosti	4
3. Finanční analýza	5
3.1. Analýza účetních výkazů	5
3.2. Závěr finanční analýzy	6
4. Výběr metody ocenění.....	6
5. Majetkový způsob ocenění metodou substanční hodnoty.....	6
6. Závěr k hodnotě podílu	7
7. Přílohy	7

Společnost RSJ a.s. se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, identifikační číslo: 063 24 720 (dále jen „RSJ a.s.“) vlastní 100 % akcií společnosti RSJ Prop SICAV a.s.

1. Výčet vybraných zdrojů dat a jejich popis

1.1. Data od společnosti nebo Zadavatele

1. Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ Prop SICAV a.s. k datu 31.12.2023
2. Výroční zpráva společnosti RSJ Prop SICAV a.s. za roky 2021, 2022, 2023
3. Obratová předvaha společnosti RSJ Prop SICAV a.s. k 31.12. let 2020, 2021, 2022 a 2023

1.2. Data získaná Zpracovatelem

1. Výpis z obchodního rejstříku společnosti RSJ Prop SICAV a.s. pořízený přes internet
2. Informace dostupné na internetu, zejména na www.mfcr.cz, www.czso.cz, www.cnb.cz, www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar, www.rsj.com a další zdroje dat uvedené v textu posudku

1.3. Použitá literatura

1. Maříková, P. - Mařík, M.: Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, ISBN: 978-80-245-1242-6, Praha 2007
2. Mařík M. a kolektiv: Metody oceňování podniku pro pokročilé, hlubší pohled na vybrané problémy, ISBN: 978-80-86929-80-4, 2011
3. Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy, Ekopress 2018, 4. upravené a rozšířené vydání, ISBN 978-80-87865-38-5.
4. Kislíngerová, E.: Oceňování podniku, 2. přepracované a doplněné vydání, C. H. Beck v Praze roku 2001, ISBN 80-7179-529-1.
5. Ryněš, P.: Podvojný účetnictví a účetní závěrka. Trizonia, Praha, 2018
6. The European Group of Valuers' Associations: European Valuation Standards 2016, ISBN 978-90-819060-1-2
7. International Valuation Standards 2017, International Valuation Standards Council, 1 King Street, London EC2V 2AU, ISBN: 978-0-9931513-0-9
8. Další literatura uvedená v textu posudku nebo v poznámkách pod čarou

2. Předmět ocenění

Předmětem ocenění je 100 % podíl na společnosti RSJ Prop SICAV a.s., se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, IČ: 079 70 358, ve vlastnictví společnosti RSJ a.s.

Předmětem ocenění v tomto znaleckém posudku jsou zakladatelské akcie, se zakladatelskou akcií je spojeno právo na podíl na zisku a na likvidačním zůstatku pouze z hospodaření společnosti s majetkem, který není zařazen do žádného podfondu. Majetek investičního fondu mimo fondový majetek podfondů (tedy majetek odpovídající zakladatelským akciím a nikoli fondovému majetku shromážděnému v podfondech vydáváním investičních akcií, resp. majetkové hodnoty netvořící součást majetku z investiční činnosti) není používán k investiční činnosti Investičního fondu, a není tedy ani jako takový obhospodařován.

2.1. Identifikace společnosti

Společnost je identifikovaná výpisem z obchodního rejstříku, vedeného Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 24268:

Datum vzniku a zápisu:	15. března 2019
Spisová značka:	B 24268 vedená u Městského soudu v Praze
Obchodní firma:	RSJ Prop SICAV a.s.
Sídlo:	Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1
Identifikační číslo:	079 70 358

Právní forma: Akciová společnost
Předmět podnikání:

- činnost fondu kvalifikovaných investorů

(dále také „RSJ Prop SICAV“)

Společnost vznikla zápisem do Obchodního rejstříku ke dni 15.03.2019. RSJ Prop SICAV byla založena včetně svého jediného podfondu RSJ Prop Podfond (dále jen „Podfond“) v roce 2019 jediným zakladatelem, společností RSJ a.s. Společnosti byla zapsána do seznamu investičních fondů s právní osobností - nesamosprávných investičních fondů vedeného Českou národní bankou ze dne 26.02.2019. Jedná se o akciovou společnost s proměnným základním kapitálem a zapisovaný základní kapitál Společnosti činí 100 000 Kč a není určena k investiční činnosti Společnosti. Zapisovaný základní kapitál je rozvržen na 100 ks zakladatelských akcií. Společnost je investičním fondem, a to fondem kvalifikovaných investorů. Jeho činnost se řídí zákonem č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

Společnost a její jediný Podfond byly založeny za účelem převzetí realizace investiční strategie RSJ Prop, PCC - cell STS založené na algoritmickém obchodování s investičními nástroji. Jedná se o obchodování s využitím počítačového algoritmu, který s omezeným lidským zásahem nebo bez něj určuje jednotlivé parametry pokynů k obchodování. V roce 2020 došlo k faktickému převzetí realizace investiční strategie a Podfond dne 1.10.2020 zahájil algoritmické obchodování s investičními nástroji na vlastní účet.

2.2. Účetní stav společnosti

Účetnictví společnosti je vedeno a účetní závěrka sestavována v souladu se zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví, v platném znění, vyhláškou č. 501/2022 Sb. Vydanou Ministerstvem financí, ve znění pozdějších předpisů a českými účetními standardy pro finanční instituce vydanými Ministerstvem financí. Společnost vede účetnictví odpovídající kalendářnímu roku od 1.1. do 31.12.

Pro ocenění společnosti RSJ Prop SICAV je rozhodující datum, ke kterému se ohodnocení provádí, v daném případě je provedeno podle výkazů k datu 31. 12. 2023. Účetní výkazy společnosti RSJ Prop SICAV k datu 31.12. 2023 jsou součástí přílohy č. 1. Pro účely analýz a ocenění byly účetní výkazy modifikovány bez ztráty významu jednotlivých položek.

2.3. Ostatní skutečnosti

Mimobilanční majetek a závazky

Účetní jednotka zvolila, že spotové obchody (tj. účetní případy nákupu a prodeje finančních aktiv s obvyklým termínem dodání) jsou od okamžiku sjednání obchodu do okamžiku vypořádání obchodu zaúčtovány na podrozvahových účtech.

K datu 31.12.2023 společnost nevykazuje žádné zůstatky v rámci podrozvahových položek.

Zaměstnanci

Společnost nemá zaměstnance.

Soudní spory

Společnost RSJ Prop SICAV se dle výroční zprávy neúčastní žádných aktivních ani pasivních soudních sporů.

Leasing

Společnost nevyužívá leasingu.

3. Finanční analýza

3.1. Analýza účetních výkazů

V této kapitole jsou uvedeny historické údaje rozvahy a výkazu zisku a ztráty společnosti RSJ SICAV. Finanční analýza je provedena za období let 2020 až 2023. Datum účetní závěrky ve zmiňovaných letech je vždy k 31. prosinci daného roku. Účetní výkazy byly pro účely analýz modifikovány bez ztráty významu jednotlivých položek.

Aktiva společnosti RSJ Prop SICAV od roku 2020 do 2023 v Kč (uvedeny jsou jen nenulové řádky):

Položky v Kč	2020	2021	2022	2023
AKTIVA CELKEM	98 834	98 834	99 566	100 000
Oběžná aktiva	98 834	98 834	99 566	100 000
Krátkodobé pohledávky	996	993	993	673
Jiné pohledávky	996	993	993	673
Krátkodobý finanční majetek	97 838	97 841	98 573	99 327
Účty v bankách	97 838	97 841	98 573	99 327

Bilanční suma společnosti RSJ Prop SICAV meziročně rostla. K datu 31.12.2023 byla v celkové výši 100 000 Kč. Aktiva jsou tvořena pouze oběžnými aktivy, konkrétně účty v bankách a jinými pohledávkami.

Pasiva společnosti RSJ Prop SICAV od roku 2020 do 2023 v Kč (uvedeny jsou jen nenulové řádky):

	2020	2021	2022	2023
PASIVA CELKEM v Kč	98 834	98 834	99 566	100 000
Vlastní kapitál	98 834	98 834	99 566	100 000
Základní kapitál	100 000	100 000	100 000	100 000
Základní kapitál	100 000	100 000	100 000	100 000
Výsledek hospodaření minulých let	-1 316	-1 166	-1 166	-434
Neuhrazená ztráta minulých let	-1 316	-1 166	-1 166	-434
Výsledek hospodaření běžného účetního období / + - /	150	0	732	434

Pasiva společnosti jsou tvořena pouze vlastním kapitálem, konkrétně základním kapitálem. Ten je ponižován o záporný výsledek hospodaření minulých let.

Výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ Prop SICAV od roku 2020 do 2023 v Kč (uvedeny jsou jen nenulové řádky):

Položky v Kč	2020	2021	2022	2023
Výnosové úroky	150	0	732	434
Finanční výsledek hospodaření	150	0	732	434
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	150	0	732	434
Výsledek hospodaření za účetní období	150	0	732	434

Společnost ve sledovaných letech eviduje pouze výnosové úroky, výsledek hospodaření za běžné účetní období je kladný.

3.2. Závěr finanční analýzy

Bilanční suma společnosti RSJ Prop SICAV ve sledovaných letech mírně vzrostla. Aktiva jsou tvořena pouze oběžným majetkem, pasiva pouze vlastním kapitálem. Společnost generuje pouze výnosové úroky, výsledek hospodaření je tak kladný. Společnost má zřízený podfond, jehož hospodaření je na účet vlastníků investičních akcií.

4. Výběr metody ocenění

Předmětem ocenění v tomto znaleckém posudku jsou zakladatelské akcie, se zakladatelskou akcií je spojeno právo na podíl na zisku a na likvidačním zůstatku pouze z hospodaření společnosti s majetkem, který není zařazen do žádného podfonde. Z tohoto důvodu je pro ocenění zvolen majetkový způsob ocenění metodou neúplné substanční hodnoty.

5. Majetkový způsob ocenění metodou substanční hodnoty

Krátkodobé pohledávky

Společnost eviduje krátkodobé pohledávky. Tyto jsou přeceněny na 100 % účetní hodnoty.

Krátkodobý finanční majetek

Společnost eviduje krátkodobý finanční majetek (zůstatky na bankovním účtu) ve výši 99 327 Kč, který je považován za 100% likvidní.

Mimobilanční majetek

Společnost neeviduje mimobilanční majetek.

Přeceněná hodnota majetku společnosti RSJ Prop SICAV činí k datu 31.12.2023 částku 100 000 Kč.

Cizí zdroje

Společnost k datu ocenění neeviduje cizí zdroje.

Tabulka rekapitulace majetkového ocenění společnosti RSJ PROP SICAV a.s. k datu 31.12.2023:

Rozvaha společnosti RSJ Prop SICAV a.s. k datu 31.12.2023 v Kč	Běžné účetní období			Přeceněná hodnota substanční
	Brutto	Korekce	Netto	
AKTIVA CELKEM	100 000	0	100 000	100 000
Oběžná aktiva	100 000	0	100 000	100 000
Krátkodobé pohledávky	673	0	673	673
Jiné pohledávky	673	0	673	673
Krátkodobý finanční majetek	99 327	0	99 327	99 327
Peníze	0	0	0	0
Účty v bankách	99 327	0	99 327	99 327
Cizí zdroje	0			0
Jmění (majetek - dluhy)				100 000
Mimobilanční majetek				
Mimobilanční dluhy				
Jmění (majetek - dluhy)				100 000

Hodnota jmění společnosti RSJ Prop SICAV stanovená k datu 31.12.2023 majetkovým způsobem ocenění metodou neúplné substanční hodnoty činí 100 000 Kč.

6. Závěr k hodnotě podílu

Cena obvyklá 100% podílu na společnosti RSJ Prop SICAV a.s., se sídlem Na Florenci 2116/15, Nové Město, 110 00 Praha 1, IČ: 079 70 358, činí k datu ocenění **100 000 Kč**.

7. Přílohy

1. Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ Prop SICAV a.s. k datu 31.12.2023

Ocenění 100% podílu na společnosti RSJ Prop SICAV a.s.

Příloha č. 1

Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti RSJ Prop SICAV a.s.
k datu 31.12.2023

Název účetní jednotky: RSJ Prop SICAV a.s.

Sídlo: Praha 1, Nové Město, Na Florenci 2116/15, PSČ 110 00

Identifikační číslo: 07970358

Předmět podnikání: činnost podle zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech vykonávaná na základě rozhodnutí České národní banky

ROZVAHA

k 31.12.2023

uvedeno v jednotkách Kč

AKTIVA		číslo řádku	Rok 2023	Rok 2022
1.	Pokladní hotovost a vklady u centrálních bank	1		
2.	Státní bezkuponové dluhopisy a ostatní cenné papíry přijímané centrální bankou k refinancování	2		
	<i>v tom: a) vydané vládními institucemi</i>	3		
	<i>b) ostatní</i>	4		
3.	Pohledávky za bankami a družstevními záložnami	5	99 327	98 573
	<i>v tom: a) splatné na požádání</i>	6	99 327	98 573
	<i>v tom: b) ostatní pohledávky</i>	7		
4.	Pohledávky za nebankovními subjekty	8		
	<i>v tom: a) splatné na požádání</i>	9		
	<i>v tom: b) ostatní pohledávky</i>	10		
5.	Dluhové cenné papíry	11		
	<i>v tom: a) vydané vládními institucemi</i>	12		
	<i>v tom: b) vydané ostatními osobami</i>	13		
6.	Akcie, podílové listy a ostatní podíly	14		
7.	Účasti s podstatným vlivem	15		
	<i>z toho: v bankách</i>	16		
8.	Účasti s rozhodujícím vlivem	17		
	<i>z toho: v bankách</i>	18		
9.	Dlouhodobý nehmotný majetek	19		
	<i>z toho: goodwill</i>	20		
10.	Dlouhodobý hmotný majetek	21		
	<i>z toho: pozemky a budovy pro provozní činnost</i>	22		
11.	Ostatní aktiva	23	673	993
12.	Pohledávky z upsaného základního kapitálu	24		
13.	Náklady a příjmy příštích období	25		
	Aktiva celkem	26	100 000	99 566

PASIVA		číslo řádku	Rok 2023	Rok 2022
1.	Závazky vůči bankám a družstevním záložnám	27		
	<i>v tom: a) splatné na požádání</i>	28		
	<i>v tom: b) ostatní závazky</i>	29		
2.	Závazky vůči nebankovním subjektům	30		
	<i>v tom: a) splatné na požádání</i>	31		
	<i>v tom: b) ostatní závazky</i>	32		
3.	Závazky z dluhových cenných papírů	33		

	<i>v tom: a) emitované dluhové cenné papíry</i>	34		
	<i>b) ostatní závazky z dluhových cenných papírů</i>	35		
4.	Ostatní pasiva	36		
5.	Výnosy a výdaje příštích období	37		
6.	Rezervy	38		
	<i>v tom: a) na důchody a podobné závazky</i>	39		
	<i>v tom: b) na daně</i>	40		
	<i>v tom: c) ostatní</i>	41		
7.	Podřízené závazky	42		
8.	Základní kapitál	43	100 000	100 000
	<i>z toho: a) splacený základní kapitál</i>	44	100 000	100 000
9.	Emisní ážio	46		
10.	Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	47		
	<i>v tom: a) povinné rezervní fondy a rizikové fondy</i>	48		
	<i>v tom: b) ostatní rezervní fondy</i>	49		
	<i>v tom: c) ostatní fondy ze zisku</i>	50		
11.	Rezervní fond na nové ocenění	51		
12.	Kapitálové fondy	52		
13.	Oceňovací rozdíly	53		
	<i>v tom: a) z majetku a závazků</i>	54		
	<i>v tom: b) ze zajišťovacích derivátů</i>	55		
	<i>v tom: c) z přepočtu účastí</i>	56		
14.	Nerozdělený zisk nebo neuhrazená ztráta z předchozích období	57	-434	-1 166
15.	Zisk nebo ztráta za účetní období	58	434	732
	Pasiva celkem	59	100 000	99 566

Sestaveno dne: 19.01.2024	Podpisový záznam statutárního orgánu účetní jednotky: RSJ Asset Management investiční společnost a.s., člen představenstva při výkonu funkce zastoupená Ing. Liborem Winklerem, CSc., členem představenstva
Sestavil: Olga Slavíková	

Název účetní jednotky: RSJ Prop SICAV a.s.

Sídlo: Praha 1, Nové Město, Na Florenci 2116/15, PSČ 110 00

Identifikační číslo: 07970358

Předmět podnikání: činnost podle zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech vykonávaná na základě rozhodnutí České národní banky

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

k 31.12.2023

uvedeno v jednotkách Kč

		číslo řádku	Rok 2023	Rok 2022
1.	Výnosy z úroků a podobné výnosy	1	434	732
	z toho: úroky z dluhových cenných papírů	2		
2.	Náklady na úroky a podobné náklady	3		
	z toho: úroky z dluhových cenných papírů	4		
3.	Výnosy z akcií a podílů	5		
	v tom: a) výnosy z účasti s podstatným vlivem	6		
	b) výnosy z účasti s rozhodujícím vlivem	7		
	c) ostatní výnosy z akcií a podílů	8		
4.	Výnosy z poplatků a provizí	9		
5.	Náklady na poplatky a provize	10		
6.	Zisk nebo ztráta z finančních operací	11		
7.	Ostatní provozní výnosy	12		
8.	Ostatní provozní náklady	13		
9.	Správní náklady	14		
	v tom: a) náklady na zaměstnance	15		
	z toho: aa) mzdy a platy	16		
	ab) sociální a zdravotní pojištění	17		
	v tom: b) ostatní správní náklady	18		
10.	Rozpuštění rezerv a opravných položek k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku	19		
11.	Odpisy, tvorba a použití rezerv a opravných položek k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku	20		
12.	Rozpuštění opravných položek a rezerv k pohledávkám a zárukám, výnosy z dříve odepsaných pohledávek	21		
13.	Odpisy, tvorba a použití opravných položek a rezerv k pohledávkám a zárukám	22		
14.	Rozpuštění opravných položek k účastem s rozhodujícím a podstatným vlivem	23		
15.	Ztráty z převodu účastí s rozhodujícím a podstatným vlivem, tvorba a použití opravných položek k účastem s rozhodujícím a podstatným vlivem	24		
16.	Rozpuštění ostatních rezerv	25		
17.	Tvorba a použití ostatních rezerv	26		
18.	Podíl na ziscích nebo ztrátách účastí s rozhodujícím nebo podstatným vlivem	27		
19.	Zisk nebo ztráta za účetní období z běžné činnosti před zdaněním	28	434	732
20.	Mimořádné výnosy	29		
21.	Mimořádné náklady	30		
22.	Zisk nebo ztráta za účetní období z mimořádné činnosti před zdaněním	31		
23.	Daň z příjmů	32		
24.	Zisk nebo ztráta za účetní období po zdanění	33	434	732

Sestaveno dne:

19.01.2024

Sestavil:

Olga Slavíková

Podpisový záznam statutárního orgánu účetní jednotky:

RSJ Asset Management investiční společnost a.s.,

člen představenstva, při výkonu funkce zastoupená

Ing. Liborem Winklerem, CSc., členem představenstva

H. NÁLEŽITOSTI POSLEDNÍ STRANY POSUDKU

Nepřibrali jsme konzultanta. Byla sjednána smluvní odměna před započítáním prací.

I. ZNALECKÁ DOLOŽKA

Znalecký posudek je podán znaleckou kanceláří vedenou v seznamu znalců, tlumočnicků a překladatelů jako znalecká kancelář v oboru ekonomika, s rozsahem znaleckého oprávnění pro odvětví:

- oceňování obchodních závodů
- oceňování nemovitých věcí
- oceňování movitých věcí nehmotných - určování hodnoty doménových jmen
- oceňování movitých věcí nehmotných - určování hodnoty know-how, goodwillu a obchodního tajemství
- oceňování movitých věcí nehmotných - určování hodnoty pohledávek
- oceňování movitých věcí nehmotných - určování hodnoty práv autorských a práv souvisejících s právem autorským
- oceňování movitých věcí nehmotných - určování hodnoty práv průmyslových

Číslo znaleckého posudku v evidenci znaleckých posudků Ministerstva spravedlnosti: 038167/2024.

V Praze dne 14. 5. 2024

Otisk znalecké pečeti:



.....
JUDr. Ing. Lukáš Křístek, jednatel

Štěpánka Kopecká
.....
Ing. Štěpánka Kopecká, znalec, jehož
prostřednictvím vykonává znalecká kancelář
činnost

