



Grant Thornton

An instinct for growth™



ZNALECKÝ POSUDEK

č. 2995-98/2017

Stanovení spravedlivé hodnoty („fair value“) obchodního závodu příspěvkové organizace Městská nemocnice v Litoměřicích.

Datum ocenění: 30. 9. 2017

Znalecký posudek č. 2995-98/2017	
Předmět ocenění	Stanovení spravedlivé hodnoty („fair value“) obchodního závodu příspěvkové organizace Městská nemocnice v Litoměřicích.
Účel ocenění	Podklad pro prodej obchodního závodu.
Ocenění k datu	30. 9. 2017
Zadavatel	Městská nemocnice v Litoměřicích Žitenická 2084 412 01 Litoměřice IČ: 00830488
Zhotovitel	Grant Thornton Valuations, a.s. znalecký ústav sídlem Jindřišská 937/16, Nové Město, 110 00 Praha 1 IČ 630 79 798 zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 3223
Počet výtisků	Posudek je vyhotoven ve 3 výtiscích. Posudek je rovněž uložen v elektronické podobě ve znaleckém ústavu.
Posudek obsahuje celkem	51 stran textu včetně titulní strany a příloh ve formě A4
Datum a místo zpracování	1. září 2017, Praha
ID projektu	4377
Zpracovali	Marek Matula, Přemysl Krch
Odborný garant	Patrik Ždánský - znalec v oboru ekonomika, odvětví ceny a odhady, specializace – podnik
Kontrola postupu ocenění a závěrů	Přemysl Krch

Obsah

Obsah.....	3
1 Znalecký úkol.....	5
1.1 Zadání znaleckého úkolu	5
1.2 Účel vypracování znaleckého posudku.....	6
1.3 Datum ocenění.....	6
1.4 Zadavatel znaleckého posudku	6
1.5 Zhotovitel znaleckého posudku	6
1.6 Prohlášení zhotovitele znaleckého posudku	6
1.7 Obecné předpoklady a omezení.....	7
1.8 Základní zásady aplikované při zpracování posudku	7
1.9 Důvěrnost znaleckého posudku	8
1.10 Platnost a použitelnost znaleckého posudku.....	8
1.11 Základní vymezení standardů hodnoty	8
1.12 Použitý standard hodnoty ve vztahu k předmětu hodnoty.....	13
1.13 Počet stran, příloh a vyhotovení znaleckého posudku.....	13
1.14 Podklady pro zpracování znaleckého posudku	14
2 Nález	15
2.1 Historie a základní informace o příspěvkové organizaci Městská nemocnice v Litoměřicích.....	15
2.2 Popis situace	17
2.3 Popis předmětu ocenění	17
2.4 Makroekonomické prostředí a predikce	18
2.5 Analýza relevantního trhu.....	20
2.6 Finanční analýza příspěvkové organizace Městská nemocnice v Litoměřicích	21
2.7 Shrnutí makroekonomické predikce a tržní a finanční analýzy	31
3 Metodologie, volba metod a postup ocenění	32
3.1 Metody ocenění.....	32
4 Posudek.....	37
4.1 Ocenění obchodního závodu výnosovou metodou.....	37
4.2 Dosažené závěry a prohlášení	43



5	Znalecká doložka.....	45
6	Přílohy	46
6.1	Příloha A – Výpis z Živnostenského rejstříku příspěvkové organizace Městská nemocnice v Litoměřicích	47



1 Znalecký úkol

1.1 Zadání znaleckého úkolu

Předmětem tohoto posudku je:

Stanovení spravedlivé hodnoty („fair value“) obchodního závodu příspěvkové organizace Městská nemocnice v Litoměřicích bez zahrnutí nemovitých věcí.

Základní identifikační údaje o příspěvkové organizaci Městská nemocnice v Litoměřicích dle výroční zprávy za rok 2016 a Živnostenského rejstříku jsou uvedeny v následující tabulce.

Základní identifikační údaje o příspěvkové organizaci Městská nemocnice v Litoměřicích

Název organizace	Městská nemocnice v Litoměřicích
Sídlo organizace	Žitenická 2084, 412 01 Litoměřice
Identifikační číslo	00 830 488
Datum vzniku	1. 1. 1992
Založena dle	§ 35 a § 84 zák. č. 128/2000 Sb., v platném znění; § 27 zák. č. 250/2000 Sb., v platném znění; Zřizovací listina ze dne 11. 12. 1991, resp. 8. 6. 2012
Zřizovatel	Město Litoměřice
Předmět hlavní činnosti	Poskytování ústavní a ambulantní zdravotní péče, a poskytování prostředků zdravotnické techniky a léčiv
Správní rada	Výkonný ředitel: Ing. Radek Lončák, MBA Ředitel pro zdravotní péči: MUDr. Jaroslav Pršala Ředitel pro ekonomiku a provoz: Ing. Vladimír Kestránek, MBA

1.2 Účel vypracování znaleckého posudku

Znalecký posudek je vypracován jako podklad pro prodej obchodního závodu.

1.3 Datum ocenění

Ocenění je provedeno na základě požadavku zadavatele k datu 30. 9. 2017. Toto datum leží v budoucnosti, proto bylo ocenění zpracováno na základě pro forma účetních výkazů tak, jak byly známy v době zpracování tohoto posudku. Rovněž veškeré další informace od Zadavatele a veřejně dostupné informace mající vliv na ocenění byly získány s platností k datu zpracování posudku.

1.4 Zadavatel znaleckého posudku

Zadavatelem znaleckého posudku je příspěvková organizace Městská nemocnice v Litoměřicích, Žitenická 204, 412 01 Litoměřice, IČ 00 830 488

1.5 Zhotovitel znaleckého posudku

Zhotovitelem znaleckého posudku je znalecký ústav Grant Thornton Valuations, a.s., IČO: 630 79 798, se sídlem Jindřišská 937/16, Nové Město, 110 00 Praha 1, jmenovaný pro obor ekonomika, odvětví ceny a odhady s rozsahem znaleckého oprávnění pro oceňování nemovitostí, oceňování závodů a jejich částí, regulace cen a kalkulace energií, oceňování pohledávek, strojů a zařízení včetně dopravních prostředků, strojů a zařízení, technologických zařízení a celků, zemědělské techniky, nehmotného majetku, zejména patentů, vzorů, ochranných známek a obchodního tajemství, majetkových práv a jiných práv průmyslového vlastnictví, zásob, pohledávek, oceňování cenných papírů a kapitálových účastí včetně oceňování podílů v obchodních společnostech, oceňování nepeněžitých vkladů, jmění pro účely přeměn obchodních společností a družstev, ceny a odhady informačních systémů, výpočetní a zabezpečovací techniky, elektrotechniky, investičních nástrojů, včetně akcií, dluhopisů a derivátů, posuzování v oblasti účetnictví, ekonomiky podniků, financování a řízení peněžního toku, posuzování úvěrové způsobilosti ekonomických subjektů, bankovníctví, peněžnictví a pojišťovnictví, burzovníctví a kolektivní investování, analýza finančních rizik, stanovení reálné hodnoty pro účetní účely a alokace kupní ceny.

1.6 Prohlášení zhotovitele znaleckého posudku

Zhotovitel prohlašuje, že:

- není podjatý ve smyslu ust. § 11 odst. 1 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, v platném znění;
- nebyla mu přiznána při stanovení výše odměny za provedená ocenění žádná zvláštní výhoda;
- je znalcem nezávislým na všech zúčastněných stranách.
- v současné době, ani v blízké budoucnosti nebude mít prospěch z předmětu ocenění, honoráře ani odměny nezávisí na vypočtených hodnotách ani na závěrech tohoto znaleckého posudku.



Zhotovitel upozorňuje, že znalecký posudek může být použit pouze pro výše uvedený účel. Posudek nesmí být ani jako celek, ani jeho jednotlivé části kopírován nebo rozmnožován pro jiné účely bez předchozího písemného souhlasu znalce. Interpretace a použití výsledku tohoto ocenění souvisí výhradně s účelem jeho zpracování, výsledek ocenění je z metodických důvodů obecně nepřenosný.

1.7 Obecné předpoklady a omezení

Ocenění je zpracováno v souladu s následujícími obecnými předpoklady a omezujícími podmínkami:

- Zhotovitel vychází z vlastních databází, obecně dostupných informací a z informací a prohlášení o pravosti a platnosti všech podkladů předložených Zadavatelem či zúčastněnými stranami. Zhotovitel tudíž neodpovídá zejména za:
 - a. pravost a platnost vlastnických nebo jiných věcných práv k oceňovaným movitým i nemovitým věcem;
 - b. pravost a platnost práv k cizím věcem a nájemním vztahům k nim, jejichž existence měla nebo mohla mít vliv na provedené tržní ocenění.
- Zhotovitel vychází z toho, že informace získané z podkladů předložených Zadavatelem a zúčastněnými stranami jsou věrohodné a správné a nejsou tudíž ve všech případech ověřovány z hlediska jejich přesnosti a úplnosti.
- Zhotovitel zpracovává ocenění podle podmínek na trhu v době k datu ocenění a neodpovídá za případné změny tržní situace, ke kterým by došlo po dni ocenění.
- Hodnota v tomto ocenění stanovená respektuje právní předpisy v oblasti cen, financování, účetnictví a daní platné ke dni ocenění.
- Hodnoty v provedeném ocenění stanovené jsou určeny pouze pro Zadavatele ocenění a jsou platné pouze pro uvedený účel. Zhotovitel nenese odpovědnost za použití těchto údajů jinou osobou, případně pro jiný účel.
- Zhotovitel nepodnikal žádná šetření minulých ani současných způsobů použití předmětného majetku a v případě ocenění nemovitostí ani sousedních pozemků za účelem stanovení kontaminace. Hodnota je stanovena za předpokladu, že žádná kontaminace předmětného majetku ani jeho okolí neexistuje.
- Zhotovitel zachovává vůči třetím osobám mlčenlivost o všech skutečnostech, o nichž se při zpracování tohoto ocenění dozvěděl.
- Předpokládá se plný soulad se všemi aplikovatelnými zákony a předpisy, pokud by hlubším šetřením nad rámec této expertízy nevypluly jiné skutečnosti.

1.8 Základní zásady aplikované při zpracování posudku

Při zpracování tohoto posudku Zpracovatel aplikoval základní zásady podporující objektivitu ocenění, nezávislost znalce a transparentnost použitých postupů. Jedná se především o následující zásady:



- dle názoru Zpracovatele ocenění nezávisle, nestranně a komplexně přihlíží ke všem známým relevantním skutečnostem, ke kterým mohlo být při jeho zpracování přihlédnuto (*zásada komplexnosti*);
- ocenění Zpracovatel považuje za úplné, neboť dle jeho mínění obsahuje veškeré náležitosti, které zabezpečují jednoznačně transparentní a plně použitelný výstup (*zásada úplnosti*);
- ocenění je vnitřně konzistentní. Dle názoru Zpracovatele byly při zpracování tohoto posudku použity postupy a metody v souladu s obecnými předpoklady a principy (*zásada vnitřní konzistence*);
- Zpracovatel konstatuje, že není žádným způsobem závislý na výsledku ocenění (*zásada nezávislosti a nestrannosti, viz prohlášení*);
- dle mínění Zpracovatele je ocenění opakovatelné, což znamená, že je kýmkoliv přezkoumatelné. Vzhledem k transparentním a obecně známým postupům může Zadavatel tohoto posudku přezkoumat použitý postup při ocenění (*zásada opakovatelnosti ocenění*);
- v tomto posudku byly důvodně a odůvodněně použity takové metodické postupy, které byly vhodné, přiměřené a plně vyhovující relevantním informacím, které měl Zpracovatel k dispozici (*zásada důvodnosti a odůvodněnosti*);
- zdroje, z nichž bylo čerpáno pro účely tohoto posudku, považuje Zpracovatel za věrohodné (*zásada spolehlivosti*).

1.9 Důvěrnost znaleckého posudku

Veškeré podklady využití pro předmětný znalecký posudek, postupy zpracování, dílčí propočty a výsledky jsou považovány za důvěrné a z tohoto důvodu nesmí být reprodukovány, zneužívány nebo využívány ve prospěch třetích osob bez souhlasu Zhotovitele a Zadavatele.

1.10 Platnost a použitelnost znaleckého posudku

Zpracovatel podotýká, že případné odchylky, které mohou v budoucnosti nastat částečně z důvodu určitých nejistot v tuzemském podnikatelském prostředí, celkového rámcového vývoje české ekonomiky a z dalších rizik vztahujících se k předmětu ocenění, si mohou časem vyžádat odpovídající korekce. Z toho důvodu považuje Zpracovatel tento znalecký posudek za platný po dobu 6 měsíců od data vyhotovení znaleckého posudku, přičemž výsledek ocenění je platný pouze k datu ocenění.

1.11 Základní vymezení standardů hodnoty

Podnikem, nově závodem, se rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K závodě náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování závodu nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Závod je věc hromadná.



Obchodním majetkem se rozumí veškerý majetek obchodní společnosti. Obchodním jměním (dále jen "jmění") je soubor jejího veškerého majetku a závazků. Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou. Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.

Od 1. 1. 2014 platí nový občanský zákoník č. 89/2012 Sb., který vymezuje a definuje změny v pojetí věci a částečně novou terminologii při oceňování majetku. Současně platí i zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, který používá pro stanovení pojmu věci jinou terminologii. Vzniká zde tak určitý nesoulad a nejednotnost v názvosloví a definování pojmů hlavně vůči jiným zákonům, např. zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, v platném znění, kde se používá původní terminologie, dále v terminologii na veřejných portálech, např. na justice.cz, apod. Z tohoto důvodu může v přechodovém období vzniknout určitý nesoulad v používaném názvosloví a definování pojmů, proto tam, kde je to relevantní se používá původní terminologie a názvosloví.

Následující pojmy jsou ve zpracovaném ocenění použity ve významu uváženém v obecně uznávaných mezinárodních publikovaných metodikách tržního oceňování Mezinárodní organizace pro oceňování (IVSC – International Valuation Standards Committee) a v navazujících publikacích tuzemských autorů.

Tržní úrovně hodnoty - tržní hodnotové báze

Tržní hodnotové báze zahrnují zpravidla tři hodnotové úrovně, kdy nejčastěji užívanou je tzv. tržní hodnota.

Tržní hodnota je výrazem trhem uznané použitelnosti aktiva. Je to odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejčtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislymi partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. Tomuto pojmu v podstatě obsahově odpovídá i pojem v současnosti již neužívaný jako byla např. „obecná cena“.

Do tržní hodnotové úrovně patří dále i obvyklá cena, která je však zjištěna statisticky v místě a čase na relevantním trhu. Tuto hodnotovou bázi lze však zjistit pouze tržním porovnáním a u podniků ji prakticky nelze zjistit. Obvyklou cenu lze zpravidla zjistit pouze u zboží s charakterem komodity nebo u zboží, které se charakterem prodeje tomuto typu blíží.

Definice tržní hodnoty dle Standardu 1 IVS 2005¹:

„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

¹International Valuation Standards 2005, str. 82-83.

a nezávislími partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

Pojmy v definici tržní hodnoty dle IVS²:

Definice tržní hodnoty dle International Valuation Standards používá následující pojmy:

„...odhadnutá částka...“ - odpovídá ceně vyjádřené v penězích, která by byla zaplacená za aktivum v transakci mezi samostatnými a nezávislími partnery,

„...by měl být majetek směněn...“ - odráží skutečnost, že hodnota majetku je odhadnutá částka, nikoli předem určená částka nebo skutečná prodejní cena,

„...k datu ocenění...“ - požaduje, aby stanovená tržní hodnota byla časově omezena,

„... mezi ochotným kupujícím...“ - kupující není příliš dychtivý ani nucený kupovat za každou cenu,

„...ochotným prodávajícím...“ - prodávající není příliš dychtivý ani nucený prodávat za každou cenu,

„...při transakci samostatných a nezávislých partnerů...“ - určuje transakci mezi osobami, které nemají mezi sebou blízké či zvláštní vztahy (např. dceřiná společnost, vlastník-nájemce),

„...po náležitém marketingu...“ - majetek by měl být na trhu vystaven nejvhodnějším způsobem, aby za něj byla získána nejlepší cena přicházející v úvahu,

„...ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně...“ - kupující i prodávající byly k datu ocenění dostatečně informováni o podstatě a vlastnostech majetku, jeho využití a stavu trhu k datu ocenění,

„...a bez nátlaku...“ - žádná ze stran nebyla nucena ani tlačena do realizace.

Pro následující kategorie hodnoty platí definice tržní hodnoty buď jen omezeně, nebo neplatí vůbec, výsledné hodnoty odpovídající této úrovni nemají obecnou platnost, mají omezenou vypovídací schopnost či platí jen pro zúžený okruh účastníků transakce. Podle tzv. subjektivního oceňovacího principu může výsledek takového ocenění plnit určitou předem definovanou funkci (tzv. Kolínská škola), nejčastěji arbitrážní nebo poradenskou.

Investiční hodnota (investment value) je hodnota aktiva pro stávajícího nebo předpokládaného investora pro jeho individuální investiční nebo provozní cíle. Investiční hodnota je báze hodnoty specifická pro konkrétní subjekt. Tato báze hodnoty odráží užitky plynoucí danému subjektu z držení aktiva, a proto není nutně spojena s předpokladem hypotetické směny aktiva.

² MAŘÍK, Miloš, et al. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. Tržní hodnota, s. 22-24.

V některých případech může mít podnik pro daného investora investiční hodnotu na úrovni tržní hodnoty podniku, ale obecně může být investiční hodnota vyšší nebo nižší než tržní hodnota daného podniku. Investiční hodnota může obsahovat speciální hodnotu.

Investiční hodnotu lze považovat za synonymum německých pojmů hraniční hodnota a hodnota pro rozhodování.

Speciální hodnota (special value) je částka, která odráží konkrétní vlastnosti aktiva, které mají hodnotu pouze pro speciálního kupujícího. Tato hodnota vzniká, když má aktivum vlastnosti, které jej činí pro konkrétního kupujícího přitažlivějším než pro ostatní kupující na trhu. Tyto vlastnosti mohou zahrnovat fyzické, geografické, ekonomické nebo právní charakteristiky aktiva.

Spravedlivá hodnota (férová hodnota, „fair value“) je odhadovaná cena pro převod aktiva nebo závazku mezi konkrétními, informovanými a ochotnými stranami, která odráží příslušné zájmy těchto stran. Tato hodnotová báze reprezentuje cenu, která by byla rozumně odsouhlasena mezi dvěma specifickými stranami při směně majetku. Mezi stranami nemusí existovat propojení a strany mohou vyjednávat nezávisle, ale majetek není nezbytně vystaven na širším trhu a odsouhlasená cena může odrážet specifické výhody (nebo nevýhody) vlastnictví pro zúčastněné strany a nikoli pro trh obecně. Jedná se o širší pojem než tržní hodnota. V některých případech může být spravedlivá hodnota právě na úrovni tržní hodnoty, ale v jiných případech může zahrnovat prvky speciální hodnoty, které se v tržní hodnotě vyskytovat nesmějí. Spravedlivou hodnotu lze považovat za synonymum německého pojmu rozhodčí hodnota a velmi často plní arbitrážní oceňovací funkci.

Jde o netržní úroveň hodnoty, která je platná pouze pro účastníky transakce a je tak většinou obecně nepřenositelná. I přes uvedené by však přesto měla být ekonomicky odůvodněná, protože by neměla poškozovat žádného z účastníků transakce anebo by poškozovala všechny účastníky stejnou mírou. V Mezinárodních standardech pro oceňování EVS 2000 Evropské skupiny asociací odhadců (The European Group of Valuers' Associations, TEGoVA), je ve Standardu 4 – oceňovací základny definována tzv. „fair value“ (reálná hodnota). Podle definice těchto Mezinárodních standardů je fair value částkou, za kterou by mohl být majetek směněn mezi znalými, nezávislými a koupěchtivými stranami“ tzn., že má jen do určité míry definičně charakter tržní hodnoty. Přesněji množina tržní hodnoty se do určité míry může překrývat s množinou reálné hodnoty. Existuje však definiční rozdíl mezi fair value podle Mezinárodních oceňovacích standardů a Mezinárodních účetních standardů.

Hodnota pokračujícího podniku (going concern value) popisuje situaci, kde je celý podnik převáděn jako funkční jednotka. Alternativní oceňovací scénáře ke „going concern“ by měly zahrnovat převod veškerého majetku jako celku, ale s předpokladem uzavření provozu podniku, nebo převod specifického majetku aktuálně používaného v podniku jako jednotlivé položky.

Likvidační hodnota podniku respektive obchodního majetku společnosti spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, kdy se předpokládá, že společnost ukončí svoji činnost a z tohoto pohledu budou jednotlivá aktiva rozprodána a veškeré závazky společnosti splaceny a to i mimobilanční včetně nákladů na likvidaci.

Likvidační hodnota podniku resp. podnikového majetku může být odhadnuta jak na úrovni netržní (promptní tísňový prodej), tak v úrovni tržní hodnoty, pokud bude probíhat zejména s náležitým marketingovým obdobím – majetková hodnota bude vystavena na trhu nejvhodnějším způsobem, aby se uskutečnil prodej za nejlepší cenu rozumně dosažitelnou.

Likvidační hodnota tvoří dolní hranici hodnoty společnosti – pokud hodnota společnosti vypočtená pomocí ostatních metod je nižší než likvidační hodnota, měla by být za hodnotu společnosti označena hodnota likvidační.

U definice pro hodnotu podniku, je třeba si povšimnout výrazu „očekávané budoucí příjmy“. U většiny podniků předpokládáme při oceňování prakticky neomezené trvání. Příjmy v dlouhém budoucím časovém horizontu lze však pouze odhadovat, nikoliv „objektivně“ určit. Při ocenění jde pak o to, kterou prognózu budeme považovat za věrohodnou. Tato skutečnost nás pak vede k závěru, že hodnota podniku není vlastně nic jiného než určitá víra v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích.

Z uvedeného pak podle našeho názoru plynou následující závěry:

Hodnota podniku není objektivní vlastnost celku zvaného podnik – věci hromadné, protože je založena na projekci budoucího vývoje. Jedná se tedy o odhad.

Pokud hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožňoval hledanou hodnotu určit.

Hodnota bude závislá jednak na účelu ocenění a jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována.

Uvedené náhledy v podstatě odpovídají stanoviskům k základním pojmům, jako jsou hodnota, cena, náklady a trh tak, jak je obsahují mezinárodní oceňovací standardy.

Trh je systém a/nebo místo, kde jsou zboží a služby směňovány mezi kupujícími a prodávajícími prostřednictvím cenového mechanismu. Představuje schopnost zboží a/nebo služeb být směňováno mezi kupujícími a prodávajícími bez přílišných omezení jejich činnosti.

Cena je výrazem pro požadovanou, nabízenou, nebo placenou částku za zboží nebo službu. Je to fakt veřejně známý, nebo udržovaný v soukromí. Může, nebo nemusí mít nějaký vztah k hodnotě, která je zboží, nebo službám, připisována jinými, a proto je obecným údajem o relativní hodnotě přiřazené zboží nebo službám jednotlivými kupujícími a/nebo prodávajícími v jednotlivých situacích.

Hodnota je ekonomický pojem týkající se peněžního vztahu mezi zbožím a službami, které lze koupit, a těmi, kdo je kupují a prodávají. Na rozdíl od ceny, hodnota není skutečností, ale odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase podle konkrétní definice hodnoty. Ekonomická koncepce reálné hodnoty odráží objektivizovaný názor na prospěch plynoucí tomu, kdo vlastní zboží nebo obdrží služby k datu platnosti takto stanovené hodnoty.

Věcná hodnota („substanční hodnota“, „časová cena“) je reprodukční cena věci, snižená o průměrně opotřebením, odpovídající průměrně opotřebené věci stejného stáří a průměrně



intenzity používání, ve výsledku pak snižená o náklady na opravu vážných závad, které znemožňují okamžité užívání věci. Obdobou této ceny je podle zákona č. 151/1997 Sb. „cena zjištěná nákladovým způsobem“.

Cena zjištěná („cena administrativní“, „cena úřední“) je cena zjištěná podle cenového předpisu, v současné době podle zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku a prováděcí vyhlášky č. 8/2013 Sb. o provedení některých ustanovení zákona č. 151/1997 Sb.

Cena pořizovací („cena historická“) je cena, za kterou bylo možno pořídit věc v době jejího pořízení, bez odpočtu opotřebení.

Cena reprodukční („reprodukční pořizovací cena“) je cena, za kterou by bylo možno stejnou nebo porovnatelnou novou věc pořídit v době ocenění, bez odpočtu opotřebení.

Hodnota brutto („obchodní majetek“) vyjadřuje hodnotu podniku jako celku, tzn. jak pro vlastníky, tak i pro věřitele.

Hodnota netto („hodnota jmění“) představuje hodnotu podniku pouze na úrovni vlastníků, tzn. držitelů vlastního kapitálu.

Pro upřesnění je třeba uvést, že podle nové terminologie Zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (NOZ) je od 1. 1. 2014 podnik chápán v témže smyslu jako obchodní závod. Dle § 495 NOZ tvoří jmění osoby souhrn jejího majetku a jejích dluhů a majetkem je souhrn všeho, co osobě patří. Jak uvádí odborná literatura, na podnik je nezbytné z ekonomického pohledu nahlížet jako na funkční celek. Dle § 501 NOZ je podnik hromadná věc, kterou tvoří soubor jednotlivých věcí náležejících téže osobě, považovaný za jeden předmět a jako takový nesoucí společné označení, pokládá se tedy za celek. Podle § 502 NOZ je obchodním závodem organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu. Základním účelem podniku je dosahování zisku. Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.

1.12 Použitý standard hodnoty ve vztahu k předmětu hodnoty

Předmětem ocenění je obchodní závod Městské nemocnice v Litoměřicích. Závod nezahrnuje nemovitý majetek, který bude do budoucna akciové společnosti pronajímán.

S ohledem na skutečnost, že se jedná o transakci zahrnující konkrétní podmínky smluvních vztahů mezi dvěma konkrétními subjekty, je přiměřeným standardem hodnoty tzv. spravedlivá hodnota neboli Fair Value.

Pro účely tohoto posudku nazýváme Městskou nemocnici v Litoměřicích také zkráceně „MNL“.

1.13 Počet stran, příloh a vyhotovení znaleckého posudku

Tento znalecký posudek obsahuje 51 stran vč. titulní strany a příloh. Znalecký posudek je vypracován ve 3 vyhotoveních s platností originálu. Posudek je uložen rovněž v elektronické podobě ve znaleckém ústavu.



1.14 Podklady pro zpracování znaleckého posudku

- Přehled očekávaných nákladových a výnosových účtů MNL k datu 30. 9. 2017;
- Pro forma zahajovací rozvahu obchodního závodu k datu 1. 10. 2017;
- Obratovou soupisku a účetní závěrku MNL k datu 30. 6. 2017;
- Účetní závěrky MNL za roky 2012 - 2016;
- přehledy hospodaření a ekonomické ukazatele MNL za rok 2016 a za první pololetí 2017;
- Detailní informace k některým účetním položkám k datu 30. 6. 2017, 31. 7. 2017 a 15. 8. 2017;
- Předpokládané změny nákladů a výnosů po přechodu obchodního závodu MNL pod akciovou společností;
- Další dílčí relevantní podklady;
- Obecné metody oceňování;
- Odborná literatura: M.Mařík, Metody oceňování podniku I a II (pro pokročilé);
- Interní databáze zpracovatele posudku;
- Internetové zdroje: www.justice.cz, internetové stránky společností, apod.

Veškeré podklady, které byly předány od Zadavatele a zúčastněných stran, byly přijaty bez dalšího ověřování jako podklady věrně odpovídající skutečné situaci oceňovaného obchodního závodu.

2 Nález

2.1 Historie a základní informace o příspěvkové organizaci Městská nemocnice v Litoměřicích³

Litoměřice, kdysi krajské město, se v dávné historii chovalo ke zdraví svých občanů poměrně skoupě až netečně, jak bylo ve středověku obvyklé i v jiných městech. První špitály, které ve městě vznikly, byly institucemi církevními, byly jen malé pro pár nemocných a to převážně jen takových, o které se nestaral nikdo.

První větší městská nemocnice vznikla v 80. letech 19. století přestavbou jezdeckých kasáren na ústav, kde byl zřízen monoprimariát a byly zde léčeni litoměřičtí občané velmi prostými způsoby. Úroveň nemocnice byla nevalná a monoprimariát se zde v podstatě udržel až do doby II. světové války. Během II. světové války byl zabrán sociální ústav (Masarykův ústav) a byla zde zřízena nemocnice pro raněné vojáky.

Teprve po válce vedení města ponechalo Masarykův ústav jako nemocnici a bylo zde vybudováno interní a potom dětské oddělení. Dále ze soukromé vily blíže k městské nemocnici po adaptaci vznikla porodnice. V původní nemocnici bylo zřízeno oddělení chirurgické a gynekologické.

Již po válce ale bylo jasné, že stav nemocnice není odpovídající potřebám moderní medicíny, a proto bylo rozhodnuto, že bude postavena nová nemocnice za Litoměřicemi, směrem k Žitenicím, která bude soustřeďovat péči i prostředky pro celý okres. V roce 1946 byl položen základní kámen za přítomnosti tehdejšího ministra zdravotnictví MUDr. Procházky a ing.arch. Josef Syka vypracoval urbanistickou studii nové nemocnice. Díky politickým událostem v roce 1948 se se stavbou nezačalo a staré nemocnice zůstaly. Přešly na stát a byly začleněny do systému OÚNZ okresu Litoměřice.

Začátkem 70. let, po několika kontrolách Ministerstva zdravotnictví, které uznaly litoměřickou nemocnici jako jednu z nejhorších v celé republice, bylo rozhodnuto, že by měla být postavena nemocnice nová. Projekce byla svěřena Státnímu projekčnímu ústavu a byla vypracována první studie, která byla zmenšeninou nemocnice ve finském Tampere. Jednalo se o 11-ti patrový monoblok, který byl projektován poměrně honosně, ale bohužel se nenašly finanční prostředky ve státním rozpočtu, proto bylo od dalších projektových prací a stavby ustoupeno. Na čestné intervence představitelů okresu a ředitelství OÚNZ vláda

³ Zdroj: <http://www.nemocnice-lt.cz>

konečně rozhodla, že by se nemocnice postavit mohla, ale po částech, aby náklady byly rozloženy do několika pětiletých.

Nebyla ale zkušenost, stavba se velice protahovala, takže interní pavilon se stavěl 10 let. Spolu s kuchyní byl otevřen pro pacienty v listopadu 1985. Interna měla celkem 200 lůžek, byla rozdělena do 2 primariátů - interna fungovala pro celý tehdejší litoměřický okres, tedy i pro oblast Roudnice nad Labem – celkově tedy pokryla spádovou oblast pro asi 120 000 obyvatel.

Po dokončení interního pavilonu započala stavba komplementu (t.j. rtg oddělení, centrálních laboratoří, sterilizace, ředitelství nemocnice a jídelny zaměstnanců s některými pomocnými provozy) a pavilonu gynekologie. Tyto budovy byly postaveny během 3 let. Gynekologický pavilon byl opět projektován pro celý okres. V roce 1989 ale politické změny změnilly koncepci celkového pohledu na nemocnici a proto nedošlo ke zrušení nemocnice v Roudnici, jak bylo zamýšleno, ale naopak zde bylo znovu otevřeno interní oddělení a gynekologické oddělení zrušeno nebylo. OÚNZ se rozpadl, byla provedena delimitace zařízení a část prostředků, které měly být použity v litoměřické nemocnici, byla převedena do Roudnice. Bylo reálné nebezpečí, že se již nepodaří dokončit stavbu nemocnice - hlavně chirurgického pavilonu, ale rozhodnutím Ministerstva zdravotnictví se podařilo za přispění okresu Litoměřice získat peníze a stavbu chirurgického pavilonu realizovat v letech 1995-1997.



Tím byla stavba v podstatě dokončena, z původního projektu se nepodařilo realizovat budovu patologie a hlavně polikliniky. Zde měla být soustředěna veškerá ambulantní péče včetně ordinací všech praktických lékařů, stomatologů, rehabilitace s bazénem, lékárna, centrální evidence, ředitelství nemocnice a další. Dostavba této budovy je v současnosti již nereálná, protože v důsledku privatizací zdravotnictví již není zájem o tyto ordinace a zařízení provozovaných na centralizované úrovni.

2.2 Popis situace⁴

V současné době je zřizovatelem příspěvkové organizace Městská nemocnice v Litoměřicích Město Litoměřice.

Usnesením mimořádného Zastupitelstva města (ZM) č. 82/4/2017 konaného dne 24. 5. 2017 bylo schváleno založení akciové společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s. a převod činností Městské nemocnice v Litoměřicích, příspěvkové organizace, na novou akciovou společnost Nemocnice Litoměřice, a.s.

ZM schválilo změnu právní formy poskytovatele zdravotních služeb, zahájení procesu ukončení činnosti poskytování zdravotních služeb Městskou nemocnicí v Litoměřicích, příspěvková organizace (zrušení k 30. 9. 2017) a zahájení činnosti poskytování zdravotních služeb ve stejném rozsahu Nemocnice Litoměřice, a.s. (zahájení k 1. 10. 2017).

Schválením zakladatelské listiny a peněžním vkladem do základního kapitálu akciové společnosti došlo k založení Nemocnice Litoměřice, a.s., která byla zapsána do Obchodního Rejstříku dne 19. 6. 2017. Byly ustanoveny statutární orgány společnosti – představenstvo a.s. a dozorčí rada a.s.

Nová akciová společnost má stejné umístění na adrese Žitenická 2084, 412 01 Litoměřice – Předměstí.

Bezprostředně po založení a zápisu nové akciové společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s. byl dle nařízení ZM Litoměřice v souvislosti s ukončením činnosti příspěvkové organizace a zahájením činnosti – poskytování zdravotních služeb – akciovou společností zahájen proces přípravy k realizaci převodů všech majetkoprávních, pracovněprávních a smluvních vztahů do akciové společnosti Nemocnice Litoměřice, a.s.

Dne 15. srpna 2017 udělil Krajský úřad Ústeckého kraje Nemocnici Litoměřice, a.s. oprávnění k poskytování zdravotních služeb. Toto oprávnění je v plném rozsahu shodné s tím, které vlastní příspěvková organizace.

Oprávnění k poskytování zdravotních služeb bylo uděleno k 1. 10. 2017.

2.3 Popis předmětu ocenění

V rámci převodu činností MNL do Nemocnice Litoměřice, a.s. se předpokládá převod obchodního závodu MNL, a to s výjimkou nemovitého majetku, který bude do budoucna akciové společnosti pronajímán..

⁴ Zdroj: <http://www.nemocnice-lt.cz>

Předmětem ocenění je stanovit spravedlivou hodnotu („fair value“) obchodního závodu příspěvkové organizace Městská nemocnice v Litoměřicích (s výjimkou nemovitého majetku).

2.4 Makroekonomické prostředí a predikce⁵

V globální ekonomice se po několika letech slabého růstu začínají objevovat známky zlepšení. Roste světový obchod i zpracovatelský průmysl a indikátory důvěry v soukromém sektoru razantně posílily. Na druhou stranu však negativně působí hospodářsko-politické nejistoty či přetrvávají nerovnováhy a zranitelnost na finančních trzích.

V těchto podmínkách se pro letošní i příští rok předpovídá mírné zrychlení globálního ekonomického růstu. Tomu by měl napomoci další rozvoj světového obchodu, větší intenzita investování a zlepšená situace u některých exportérů komodit. Globálně jsou cenové tlaky na trzích práce i produktů stále nízké. Za předpokladu, že ceny komodit příliš neposílí, lze tudíž očekávat klidný umírněný vývoj inflace.

Česká ekonomika těží z příznivých vnitřních i vnějších podmínek. Ekonomický růst se v 1. čtvrtletí 2017 ve srovnání s předcházejícím čtvrtletím nečekaně výrazně zrychlil na 1,5 %. Meziročně se pak reálný HDP zvýšil o 4,0 %, čemuž napomohl i vyšší počet pracovních dnů.

Na tomto výsledku se s výjimkou změny zásob a ceností podílely všechny složky užití. Tradičně robustní byla spotřeba domácností, která se meziročně zvýšila o 3,5 %. Růst spotřeby reflektoval nejen vysokou dynamiku zaměstnanosti i mezd, ale i klesající míru úspor v důsledku nízkých úrokových sazeb a nebývale vysoké důvěry spotřebitelů v další vývoj.

Ve stejném rozsahu (1,6 p. b.) přispěl k růstu ekonomiky i vývoj zahraničního obchodu, podporovaný rostoucí vnější poptávkou po produktech automobilového průmyslu. Investice do fixního kapitálu se po poklesu v roce 2016 vrátily k meziročnímu růstu o 2,2 %. Nadále rostly nejenom soukromé investice, ale v nominálním vyjádření již i investice vládního sektoru. Rovněž nárůst spotřeby vládních institucí o 2,8 % přispěl k silnému růstu ekonomiky.

Pro následující část roku 2017 naznačují indexy důvěry i nákupních manažerů, průmyslová a stavební výroba i maloobchodní tržby pokračování příznivého vývoje.

V horizontu predikce do roku 2018 by měl akcelarovat růst spotřeby domácností založený na mzdové dynamice odrážející nízkou míru nezaměstnanosti, vysokou míru participace a stále rostoucí míru volných pracovních míst. Spotřeba domácností bude také podporována snížením daňové zátěže u rodin s dětmi a nárůstem sociálních dávek. Investice by měly být stimulovány nejen pomocí prostředků Evropských strukturálních a investičních fondů, ale i snižující se relativní cenou kapitálu vůči ceně práce při nízkých úrokových sazbách.

⁵ Zdroj predikce: Ministerstvo financí ČR, červenec 2017

Zlepšení kondice české ekonomiky i vnějšího prostředí vede ke zvýšení predikce růstu reálného HDP pro rok 2017 z 2,5 % na 3,1 % a pro rok 2018 z 2,5 % na 2,9 %.

Na přelomu let 2016 a 2017 došlo k výraznému zrychlení meziročního růstu spotřebitelských cen až nad inflační cíl České národní banky. V následujícím období by měl být nárůst cen pomalejší s tím, že by mělo dojít ke vzájemné kompenzaci proinflačních efektů růstu mezd a kladné produkční mezery a protiinflačních vlivů vyplývajících ze zpřísnování měnových podmínek, především pak v kurzové složce. V porovnání s dubnovou predikcí se navíc předpokládá nižší nárůst cen ropy.

To vede k nepatrnému snížení predikce průměrné míry inflace v roce 2017 z 2,4 % na 2,2 %, a v roce 2018 z 1,7 % na 1,6 %.

Na trhu práce způsobuje ekonomická konjunktura perzistentní zvyšování poptávky po pracovní síle. Vysoký růst zaměstnanosti, který od konce roku 2014 setrvale přesahuje hranici 1 %, postupně vyčerpává nevyužité zdroje. V květnu 2017 dosáhla sezónně očištěná harmonizovaná míra nezaměstnanosti (v mezinárodně srovnatelné metodice) 3,0 % a od začátku roku 2016 je nejnižší v rámci celé Evropské unie. Nárůst participace (využití osob mimo pracovní sílu), podporovaný demografickými faktory a prodlužováním statutárního věku odchodu do důchodu, má rovněž své limity. Nedostatek zaměstnanců se přitom stává bariérou pro extenzivní růst produkce.

Díky výše uvedeným faktorům a výraznějším než odhadovanému poklesu se předpověď míry nezaměstnanosti pro rok 2017 mírně zlepšuje z 3,4 % na 3,2 %, pro rok 2018 pak z 3,2 % na 2,9 %. Na této úrovni má nezaměstnanost již jen velmi omezený prostor pro další pokles.

Běžný účet platební bilance dosáhl v 1. čtvrtletí 2017 přebytku 0,8 % HDP. Kladná salda bilancí zboží a služeb viditelně převyšují schodek prvotních důchodů, na nějž má největší vliv odliv důchodů z přímých zahraničních investic ve formě dividend a reinvestovaného zisku.

Vyšší poptávka z ekonomického okolí české ekonomiky a nižší očekávaný nárůst cen ropy vedou ke zlepšení prognózy přebytku běžného účtu platební bilance. Predikce na rok 2017 se zvyšuje z 0,4 % HDP na 0,7 % HDP, předpověď na rok 2018 z 0,5 % HDP na 0,8 % HDP.

Hospodaření sektoru vládních institucí v roce 2016 dosáhlo poprvé v historii České republiky přebytku ve výši 0,6 % HDP. Výsledku bylo dosaženo primárně zlepšením strukturálního salda o 1,1 p. b. V prvním čtvrtletí tohoto roku bylo saldo sektoru vládních institucí mírně přebytkové ve výši 0,2 % HDP, za čímž, i přes růst náhrad zaměstnancům a sociálních dávek, stála dynamika daňových příjmů. Pro rok 2017 prozatím zůstává predikce přebytku hospodaření sektoru vládních institucí na 0,4 % HDP zachována. Kladné saldo v letošním roce potvrzují jak dosavadní výsledky pokladního plnění státního rozpočtu, tak i rozpočtů místních samospráv a zdravotních pojišťoven.

Shrnutí

Celkový vývoj veřejných rozpočtů je díky konjunktře soukromého sektoru pozitivní, přestože veřejné instituce pod vlivem zlepšujícího se hospodaření odkládají některé

z dlouhodobého hlediska nutné reformy. Zároveň nemocnice patří do sítě zdravotnických zařízení zajišťujících základní zdravotní péči, proto i případné zpomalení ekonomické dynamiky českého hospodářství pravděpodobně může znamenat pouze krátkodobé až střednědobé zvýšení tlaku na udržitelnost příjmů než zásadní krátkodobou hrozbu existenci nemocnice. Z pohledu makroekonomického prostředí proto nespátřujeme k datu ocenění výrazná rizika pro předpoklad pokračování dalšího podnikání obchodního závodu a užívání oceňovaného majetku.

2.5 Analýza relevantního trhu

MNL je poskytovatelem základních zdravotnických služeb. Vzhledem k výši částek, které jsou do této oblasti směřovány z veřejných i soukromých zdrojů a v ní dále transformovány a přerозdělovány, se zdravotnictví řadí mezi nejvýznamnější odvětví ekonomiky. Zdravotnictví se řadí z pohledu členění ekonomických sektorů do oblasti služeb.

Celkový rozsah odvětví lze vymezit pomocí systému zdravotnických účtů, což je nástroj, který slouží ke komplexnímu vyjádření veškerých výdajů na zdravotní péči. Jeho hlavním rysem je vícerozměrnost členění výdajů. Postup implementace zdravotnických účtů v České republice se zaměřil převážně na vyhledávání administrativních záznamů přímo u hlavních zdrojů financování zdravotních služeb, jako jsou zdravotní pojišťovny, domácnosti a veřejné rozpočty. Největší zdroj financování tvořily v letech 2010 - 2014 zdravotní pojišťovny, které pokrývaly 67 % veškerých zdravotnických výdajů. Druhým zdrojem financování zdravotních služeb byl státní rozpočet, který činil 15 % veškerých zdravotnických výdajů. Z veřejného rozpočtu je financováno především pojistné za veřejné zdravotní pojištění za neproduktivní skupiny obyvatel a účelové provozní transfery dotačního titulu. Přímé platby domácností dosáhly 12,3 % celkových zdravotnických výdajů. Jedná se o léky, nadstandardní služby u lékařů (zejména u stomatologů), lázeňské pobyty a v neposlední řadě i různá potvrzení především u praktických lékařů. Existují i další zdroje financování, které však mají momentálně zanedbatelný význam a v souhrnu tvoří přibližně 5 % celkových výdajů na zdravotnictví. Těmito zdroji jsou: místní rozpočty a neziskové organizace (např. Český červený kříž aj.). Úloha státního a místních rozpočtů (veřejných rozpočtů) dále spočívá především ve financování specifických činností, které nejsou hrazeny z veřejného zdravotního pojištění. Jedná se zejména o výdaje na zdravotnický výzkum a vývoj, vzdělávání zdravotnických pracovníků, preventivní a osvětové programy a kampaně, činnost hygienických stanic, částečně výdaje na investiční projekty a přímé dotace zdravotnickým zařízením zřizovaným ministerstvem, kraji, městy a obcemi.

Poslední analýza výdajů na zdravotnictví podle zdrojů financování, kterou vydal Český statistický úřad v roce 2017, popisuje období let 2010 – 2015.

Výdaje na zdravotnictví podle zdrojů financování (v mil. Kč)

Zdroj financování	2010	2011	2012	2013	2014	2014	Index 2015/2014
1 Vládní výdaje	288 768	291 272	294 861	297 412	296 641	299 362	100,9
1.1 Veřejné rozpočty	56 879	56 935	56 934	59 058	62 039	64 656	104,2
1.1.1 Státní rozpočet	48 835	47 692	47 079	49 360	52 546	54 889	104,5
1.1.3 Místní rozpočty	8 044	9 243	9 8556	9 698	9 493	9 766	102,9
1.2 Zdravotní pojišťovny	231 889	234 337	237 927	238 354	234 602	234 706	100,0

2 Soukromé zdroje bez přímých plateb domácností	9 217	9 205	9 110	9 202	10 668	9 322	87,4
2.1 Soukromé pojištění	427	477	520	475	537	478	89,1
2.2 Neziskové organizace	7 888	7 820	7 719	7 726	7 757	7 929	102,2
2.3 Závodní preventivní péče	901	908	871	1 001	2 374	915	38,5
3 Domácnosti	42 705	44 028	44 239	43 465	46 490	45 043	96,9
Celkem	340 690	344 506	348 210	350 079	353 799	353 727	100,0

Zdroj: Zdravotnické účty 2010 – 2015, ČSÚ 2017

V období let 2010 - 2015 v propočtu dle nové metodiky zdravotnických účtů stouply celkové výdaje na zdravotní péči z 340,7 mld. Kč v roce 2010 na 353,7 mld. Kč v roce 2015.

Z dosažených výsledků za rok 2015 je patrné, že celkové výdaje na zdravotnictví v České republice zůstávají v relativně stabilní výši. Poměr veřejných zdrojů je udržován ve stabilní výši se snahou o dosažení alespoň částečných úspor uvnitř systému. Dynamicky vzrostl v roce 2014 soukromý zdravotnický sektor, v roce 2015 opět poklesl téměř na úroveň roku 2013, nicméně absolutní výše se stále pohybuje pouze pod hranicí 10 miliard Kč.

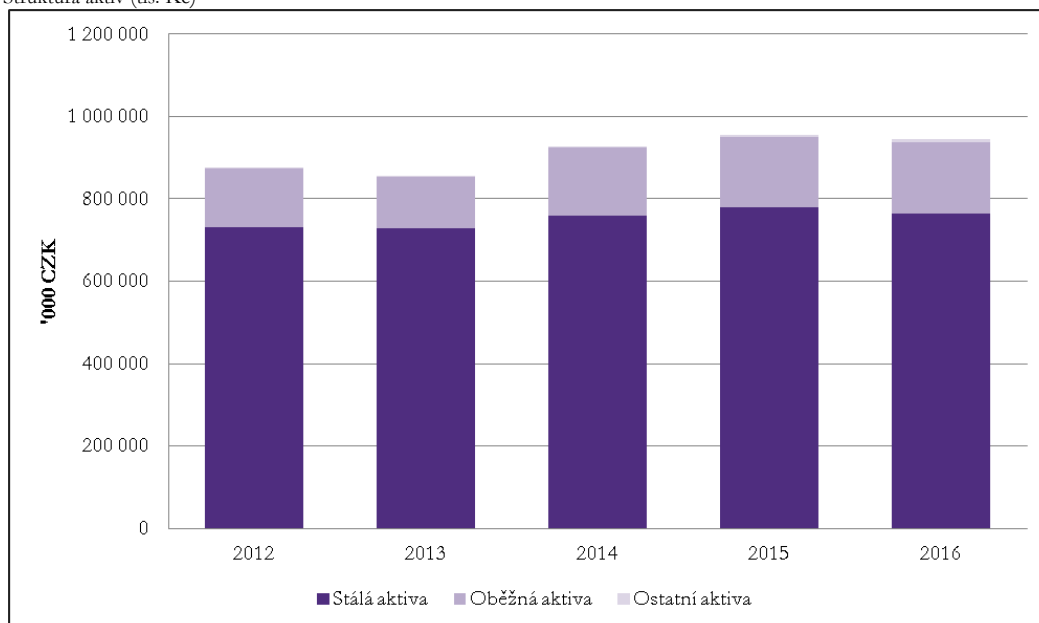
2.6 Finanční analýza příspěvkové organizace Městská nemocnice v Litoměřicích

Finanční analýza se věnuje analýze účetních výkazů a analýze základních finančních ukazatelů organizace. Za použití fundamentální analýzy jsou prezentovány všeobecné závěry o hlavních trendech ve výnosové schopnosti podniku, struktuře jeho aktiv a pasiv a celkové finanční situaci. Analýza stavu majetků a zdrojů jeho financování bude základem pro posouzení přiměřenosti předpokladu nekonečného trvání. Analýza poměrových ukazatelů, rozvah a výkazů zisku a ztrát byla provedena na základě finančních výkazů za období 2012 až 2016.

2.6.1 Analýza rozvahy

Bilanční suma ve sledovaném období vzrostla z hodnoty 875 534 tis. Kč ke konci roku 2012 na 944 291 tis. Kč ke konci roku 2016 s maximem 955 957 tis. Kč ke konci roku 2015.

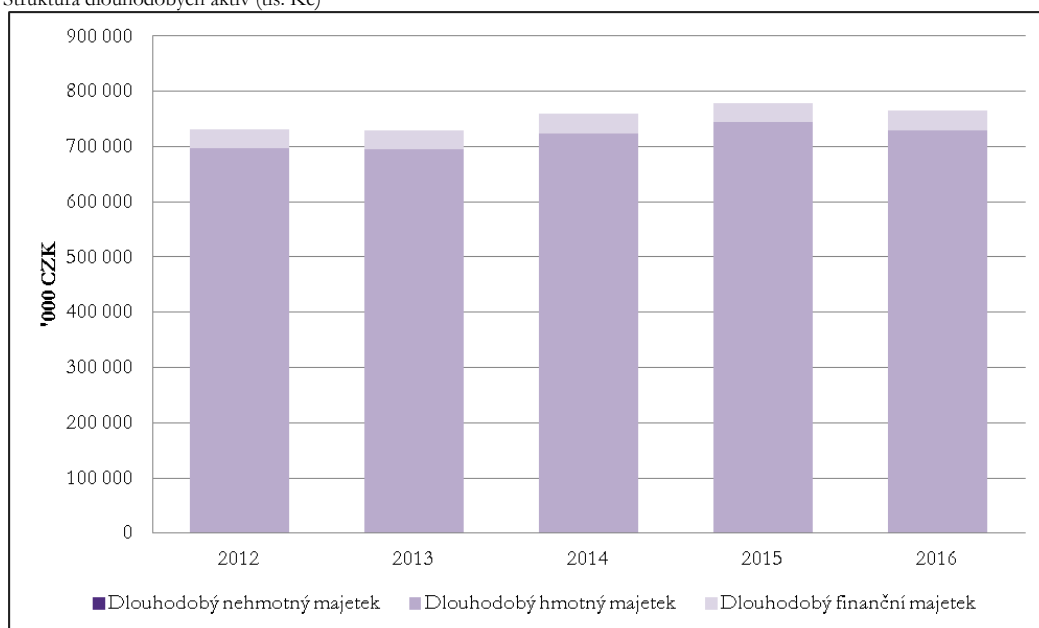
Struktura aktiv (tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

Dlouhodobým majetkem se rozumí zpravidla takový majetek, kde doba použitelnosti přesahuje jeden rok. Jedná se o dlouhodobá (stálá, fixní) aktiva, která předávají svou hodnotu do hodnoty vyráběné produkce postupně. Netto hodnota dlouhodobého majetku ke konci roku 2012 činila 730 997 tis. Kč a ke konci roku 2016 klesla na 764 689 tis. Kč.

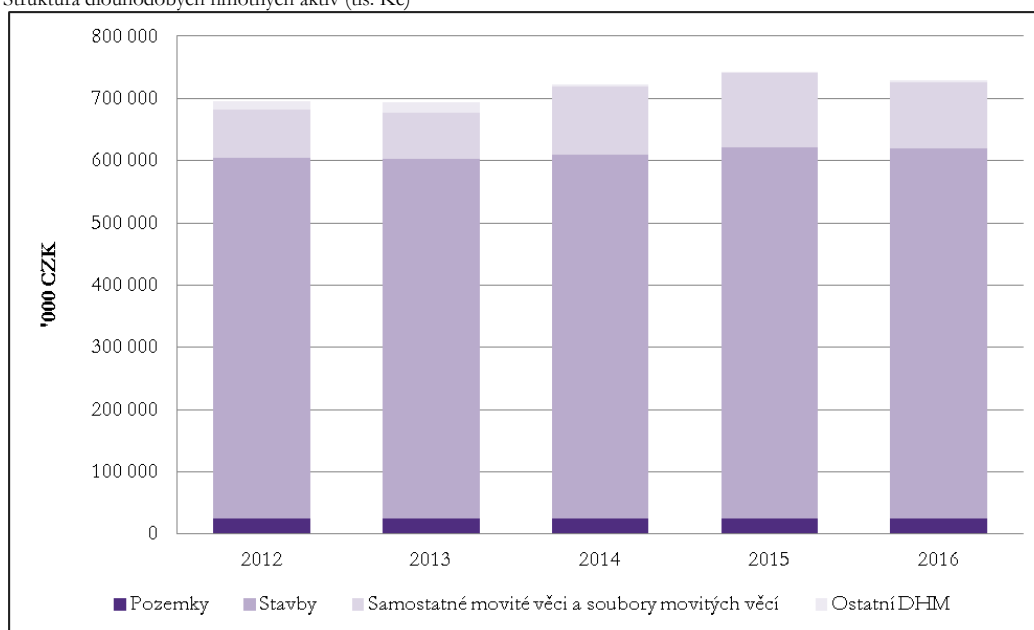
Struktura dlouhodobých aktiv (tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

Největší podíl na dlouhodobém majetku měla položka dlouhodobého hmotného majetku. Z něj tvořily významnou část pozemky (24 675 tis. Kč) a stavby (595 714 tis. Kč). Podstatnou hodnotu celkového dlouhodobého majetku tvořil rovněž dlouhodobý finanční majetek v účetní hodnotě 35 000 tis. Kč (po celé sledované období). Jedná se o dlouhodobé termínované vklady u bankovních institucí.

Struktura dlouhodobých hmotných aktiv (tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

Za oběžná aktiva se považuje krátkodobý majetek (majetek s krátkodobým reprodukčním cyklem), do něhož se zpravidla zahrnují zásoby, pohledávky a krátkodobý finanční majetek. Krátkodobý majetek je charakteristický zejména svou délkou použitelnosti, která není vyšší než 1 rok, a taktéž i svou jednorázovou spotřebou. Oběžná aktiva ve sledovaném období vzrostla z hodnoty 142 552 tis. Kč na konci roku 2012 na hodnotu 174 016 tis. Kč na konci roku 2016.

Struktura oběžných aktiv (tis. Kč)

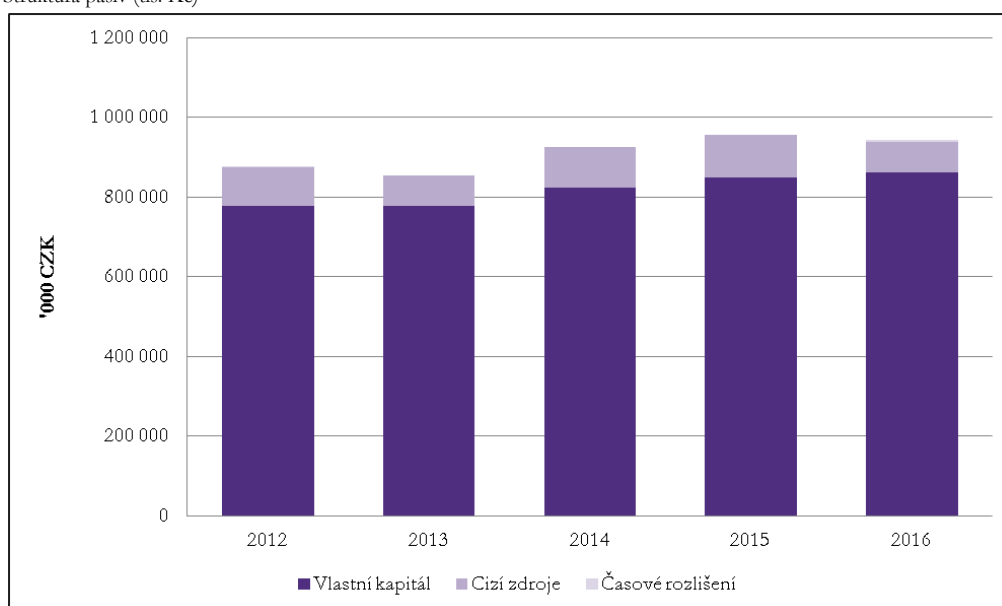


Zdroj: vlastní zpracování

Nejpodstatnější položkou oběžných aktiv byly po celé sledované období finanční prostředky. Jejich výše se pohybovala od 73 441 tis. Kč na konci roku 2012 do 97 497 tis. Kč na konci roku 2016 s minimem 60 074 tis. Kč na konci roku 2013 a maximem 101 777 tis. Kč na konci roku 2015. Položky časového rozlišení tvořily méně významnou část bilanční sumy v rozsahu 0,1 - 0,6 % z celkových aktiv.

Podíl vlastního kapitálu (rozdíl mezi účetní hodnotou aktiv a cizích zdrojů) na celkových pasivech se pohyboval po celé sledované období na stabilní úrovni okolo 90 %. Zbývající část pasiv tvořila cizí pasiva a časové rozlišení.

Struktura pasiv (tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

Cizí zdroje byly z převážné většiny tvořeny krátkodobými obchodními závazky, jejichž podíl na celkových pasivech dosahoval většinu období okolo 11 %. Hodnota závazků klesla z hodnoty 96 921 tis. Kč na konci roku 2012 na 76 718 tis. Kč na konci roku 2016. Časová rozlišení tvořila pouze nepodstatný podíl na celkových pasivech v rozsahu 0,0 - 0,6 % z celkových pasiv.

Detailní rozbor rozvahy je uveden v následující tabulce.

Rozvaha

v '000 CZK	2012		2013		2014		2015		2016	
AKTIVA CELKEM	875 534	100,0%	853 991	100,0%	925 120	100,0%	955 957	100,0%	944 291	100,0%
Stálá aktiva	730 997	83,5%	729 009	85,4%	758 922	82,0%	779 232	81,5%	764 689	81,0%
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 619	0,2%	1 343	0,2%	1 071	0,1%	867	0,1%	713	0,1%
Dlouhodobý hmotný majetek	695 878	79,5%	694 166	81,3%	722 851	78,1%	743 365	77,8%	728 976	77,2%
Pozemky	24 513	2,8%	24 675	2,9%	24 675	2,7%	24 675	2,6%	24 675	2,6%
Stavby	580 566	66,3%	577 684	67,6%	584 982	63,2%	596 754	62,4%	595 714	63,1%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	77 598	8,9%	75 034	8,8%	109 707	11,9%	119 543	12,5%	105 870	11,2%
Ostatní DHM	13 201	1,5%	16 773	2,0%	3 487	0,4%	2 393	0,3%	2 717	0,3%
Dlouhodobý finanční majetek	33 500	3,8%	33 500	3,9%	35 000	3,8%	35 000	3,7%	35 000	3,7%
Oběžná aktiva	142 552	16,3%	123 336	14,4%	164 983	17,8%	170 812	17,9%	174 016	18,4%
Zásoby	12 703	1,5%	12 344	1,4%	12 284	1,3%	12 065	1,3%	11 856	1,3%
Pohledávky	56 408	6,4%	50 918	6,0%	54 954	5,9%	56 970	6,0%	64 663	6,8%
Finanční majetek	73 441	8,4%	60 074	7,0%	97 745	10,6%	101 777	10,6%	97 497	10,3%
Ostatní aktiva	1 985	0,2%	1 646	0,2%	1 215	0,1%	5 913	0,6%	5 586	0,6%
PASIVA CELKEM	875 534	100,0%	853 991	100,0%	925 120	100,0%	955 957	100,0%	944 291	100,0%
Vlastní kapitál	778 448	88,9%	778 873	91,2%	823 790	89,0%	848 343	88,7%	861 493	91,2%
Základní kapitál	730 001	83,4%	730 068	85,5%	728 457	78,7%	749 580	78,4%	741 188	78,5%
Kapitálové fondy	20 637	2,4%	18 581	2,2%	50 105	5,4%	49 263	5,2%	43 111	4,6%
Fondy ze zisku	27 823	3,2%	29 984	3,5%	37 042	4,0%	46 137	4,8%	76 773	8,1%
Výsledek hospodaření minulých let	-449	-0,1%	-385	0,0%	-358	0,0%	-348	0,0%	-49	0,0%
Výsledek hospodaření	436	0,0%	625	0,1%	8 544	0,9%	3 711	0,4%	470	0,0%
Cizí zdroje	96 921	11,1%	75 118	8,8%	101 330	11,0%	107 614	11,3%	76 718	8,1%
Závazky	96 921	11,1%	75 118	8,8%	101 330	11,0%	107 614	11,3%	76 718	8,1%
Časové rozlišení	165	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	6 080	0,6%

Zdroj: výkazy zadavatele, vlastní zpracování



2.6.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

Analýza výkazu zisku a ztráty byla provedena za období 2012 – 2016.

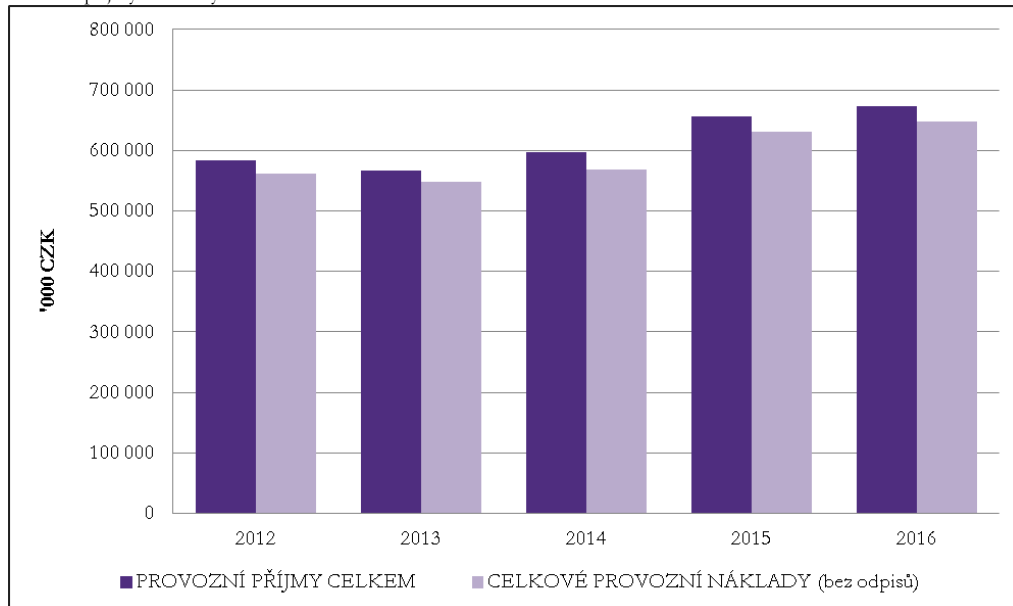
Provozní příjmy MNL měly v zásadě rostoucí charakter. Celkové provozní příjmy byly tvořeny tržbami z prodeje zboží, tržbami z prodeje vlastních výrobků a služeb a ostatními provozními příjmy. Nejpodstatnější část tvořily tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Celkové provozní příjmy vzrostly z hodnoty 583 684 tis. Kč v roce 2012 na 672 379 tis. Kč v roce 2016.

Celkové provozní náklady (bez zahrnutí odpisů) v průběhu sledovaného období mírně vzrostly z 561 808 tis. Kč v roce 2012 na 648 136 tis. Kč v roce 2016. Jejich podíl na celkových provozních příjmech se po celé sledované období pohyboval stabilně v úzkém rozpětí 95,3 – 96,7 %.

Jak u provozních příjmů, tak i u provozních nákladů se projevil drobný pokles v roce 2013 proti roku 2012. Jednalo se o pokles příjmů o cca 2,8 %.

Největšími položkami provozních nákladů byly: osobní náklady, náklady na materiál a energie a náklady na čerpané služby. Významné byly rovněž náklady na prodané zboží. V průběhu sledovaného období se podíl provozních nákladů na celkových provozních příjmech pohyboval takto: osobní náklady mezi 57,5 % a 61,8 %, náklady na materiál a energie mezi 19,7 % a 22,4 % a náklady na služby mezi 7,9 % a 9,5 %. V roce 2016 činily celkové provozní náklady bez odpisů 648 136 tis. Kč.

Provozní příjmy a náklady v tis. Kč



Zdroj: vlastní zpracování

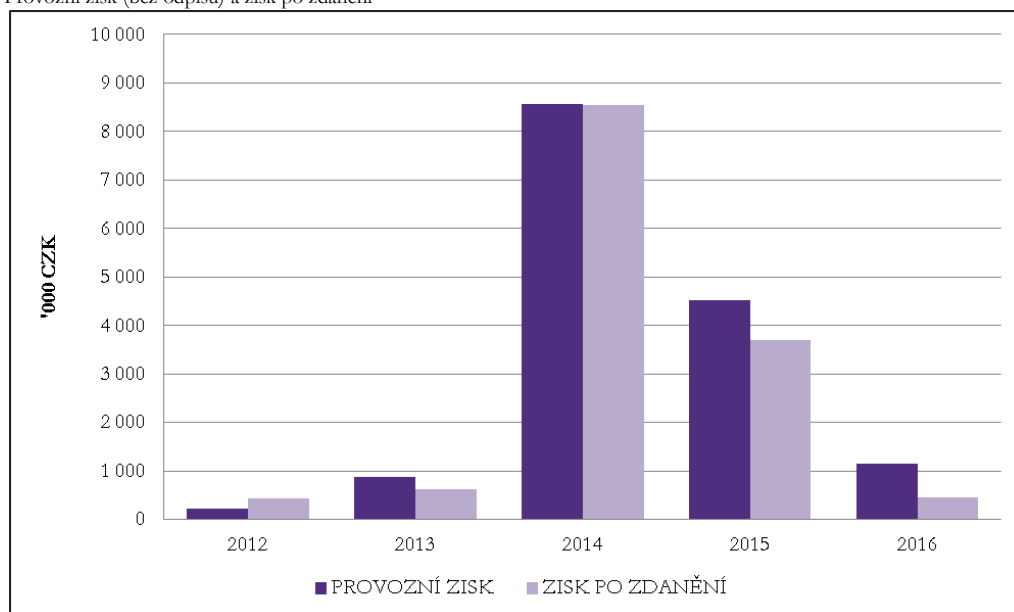
Provozní zisk před odpisy a zdaněním (EBITDA) dosahoval v letech 2012 až 2016 kladných úrovní. Hodnota EBITDA činila 22 034 tis. Kč v roce 2012, 18 257 tis. Kč v roce 2013, 28 150 tis. Kč v roce 2014, 26 767 tis. Kč v roce 2015 a 24 148 tis. Kč v roce 2016. Odpisy se pohybovaly v rozsahu 17 380 tis. Kč až 22 993 tis. Kč.

Po zahrnutí odpisů dosáhl provozní zisk EBIT v roce 2016 částky 1 155 tis. Kč (provozní zisková marže 0,2 %).

MNL vykazovala ve sledovaném období pouze nevýznamné hodnoty v oblasti položek finančních aktivit, které tvořily méně než 0,05 % celkových provozních příjmů.

Čistý zisk MNL se pohyboval od 436 tis. Kč v roce 2012 do 470 tis. Kč v roce 2016 s maximem 8 544 tis. Kč v roce 2014 a 4 567 tis. Kč v roce 2015.

Provozní zisk (bez odpisů) a zisk po zdanění



Zdroj: vlastní zpracování

Detailní rozbor výkazu zisků a ztrát rozvahy je uveden v následující tabulce.



Výkaz zisků a ztrát

v '000 CZK	2012	% příjmů	2013	% příjmů	2014	% příjmů	2015	% příjmů	2016	% příjmů
Tržby za prodej zboží	55 287	9,5%	49 765	8,8%	46 456	7,8%	47 634	7,2%	50 267	7,5%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	523 231	89,6%	511 457	90,2%	542 781	90,9%	599 236	91,2%	610 729	90,8%
Ostatní provozní výnosy	5 166	0,9%	5 903	1,0%	7 949	1,3%	10 172	1,5%	11 383	1,7%
PROVOZNI PŘÍJMY CELKEM	583 684	100,0%	567 125	100,0%	597 186	100,0%	657 042	100,0%	672 379	100,0%
% změna			-2,8%		5,3%		10,0%		2,3%	
PROVOZNI NÁKLADY:										
Náklady vynaložené na prodané zboží	43 763	7,5%	39 316	6,9%	36 647	6,1%	38 394	5,8%	40 647	6,0%
Spotřeba materiálu a energie	130 467	22,4%	122 936	21,7%	126 872	21,2%	139 179	21,2%	132 577	19,7%
Služby	45 952	7,9%	46 834	8,3%	52 215	8,7%	62 383	9,5%	53 773	8,0%
Osobní náklady	335 521	57,5%	333 933	58,9%	348 464	58,4%	384 918	58,6%	415 297	61,8%
Daně a poplatky	65	0,0%	50	0,0%	55	0,0%	57	0,0%	64	0,0%
Ostatní provozní náklady	6 040	1,0%	5 534	1,0%	4 835	0,8%	5 267	0,8%	5 778	0,9%
CELKOVÉ PROVOZNI NÁKLADY (bez odpisů)	561 808	96,3%	548 603	96,7%	569 088	95,3%	630 198	95,9%	648 136	96,4%
Změna stavu rez. a OP v prov. oblasti	158	0,0%	-268	0,0%	52	0,0%	-77	0,0%	-95	0,0%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0	0,0%	443	0,1%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Zůstat. cena prodaného dlouhodobého majetku a mate	0	0,0%	440	0,1%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Saldo	0	0,0%	3	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
PROV. ZISK před odpisy a zdaněním	22 034	3,8%	18 257	3,2%	28 150	4,7%	26 767	4,1%	24 148	3,6%
ODPISY	21 808	3,7%	17 380	3,1%	19 576	3,3%	22 250	3,4%	22 993	3,4%
PROVOZNI ZISK	226	0,0%	877	0,2%	8 574	1,4%	4 517	0,7%	1 155	0,2%
FINANČNI AKTIVITY										
Výnosové úroky	18	0,0%	7	0,0%	3	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Nákladové úroky	0	0,0%	0	0,0%	90	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Saldo	18	0,0%	7	0,0%	-87	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Ostatní finanční výnosy	192	0,0%	98	0,0%	57	0,0%	50	0,0%	41	0,0%
Ostatní finanční náklady	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	-2	0,0%
Saldo	192	0,0%	98	0,0%	57	0,0%	50	0,0%	43	0,0%
ZISK Z FINANČNÍCH AKTIVIT	210	0,0%	-252	0,0%	-30	0,0%	50	0,0%	43	0,0%
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	436	0,1%	625	0,1%	8 544	1,4%	4 567	0,7%	1 198	0,2%
DAŇ ZE ZISKU	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	856	0,1%	728	0,1%
ZISK PO ZDANĚNÍ	436	0,1%	625	0,1%	8 544	1,4%	3 711	0,6%	470	0,1%

Zdroj: výkazy zadavatele, vlastní zpracování



2.6.3 Analýza poměrových ukazatelů

Pro účely ocenění jsme se rovněž zabývali finanční analýzou finančních výkazů a hospodaření za období 2012 - 2016. Finanční analýzu jsme zpracovali ve formě procentuálních a poměrových ukazatelů obsahujících ukazatele rentability, likvidity, zadluženosti a využitelnosti aktiv. Finanční analýza pomáhá odhalit, zda podnik dostatečně ziskový, zda využívá efektivně svých aktiv, zda je schopen včas splácet své závazky atd.

Základním metodickým nástrojem finanční analýzy jsou tzv. finanční poměrové ukazatele (financial ratios). Poměrový ukazatel vyjadřuje vztah mezi dvěma položkami účetních výkazů. Poměrové ukazatele se běžně vypočítají vydělením jedné položky nebo skupin položek jinou položkou nebo skupinou položek, mezi kterými co do obsahu existují určité souvislosti.

Poměrové ukazatele často upozorňují na významné souvislosti, ale jejich interpretace vyžaduje další pátrání po jevech, jež se za nimi skrývají. Bylo by chybou domnívat se, že je možné stanovit nějaké obecné univerzální doporučené hodnoty ukazatelů, neboť pak by bylo velice jednoduché srovnat vypočtené a doporučené ukazatele a rozhodnout, zda jsou dobré nebo špatné. Je však možné porovnat námi vypočtené ukazatele s průměrnými výsledky za celé odvětví, v němž zkoumaný podnik působí.

Poměrová analýza pracuje s poměrovými ukazateli, které jsou vypočítány z absolutních ukazatelů. Jsou to ukazatele poměrové, čili relativní, a tudíž srovnatelné pro různé typy a velikosti podniků i jejich seskupení. Poměrových finančních ukazatelů se postupem času vyvinulo značné množství. V některých případech je navrženo i několik různých ukazatelů pro hodnocení stejné charakteristiky finanční situace.

Ukazatele rentability

Měří čistý výsledek podnikového snažení. Zobrazují pozitivní nebo naopak negativní vliv řízení aktiv, financování firmy a likvidity na rentabilitu. Udávají, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč jmenovatele. Patří sem ROA - poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, zda byla financována z vlastního kapitálu nebo kapitálu věřitelů; ROE - měří efektivnost, s níž podnik využívá kapitál vlastníků. Měří, kolik čistého zisku připadá na jednu korunu kapitálu investovaného akcionářem; PMS - měří podíl čistého zisku, který připadá na 1 Kč tržeb, tento ukazatel tvoří jádro efektivnosti podniku.

Ve sledovaném období měla rentabilita MNL kolísavý průběh. Vzhledem k tomu, že rentabilita je mimo jiné parametry i funkcí zisku, který v případě MNL prudce vzrostl v roce 2014 (a setrval na vyšší úrovni i v roce 2015), a vzhledem k tomu, že ostatní položky (aktiva, vlastní kapitál, tržby) nevykazovaly zásadní skokové změny, jsou ukazatele rentability MNL v zásadě obrazem průběhu čistého zisku. V absolutních hodnotách však tento ukazatel dosahuje jen velmi nízkých hodnot, opět vlivem velmi nízkého zisku a ziskové marže MNL.

Ukazatele likvidity

Tyto ukazatele měří schopnost firmy uspokojit své splatné závazky (v případě, že zvyšujeme úvěr nebo zapůjčujeme společnosti na krátkou dobu peníze, zajímá nás, zda bude mít ve chvíli splatnosti dluhu k dispozici v ruce hotovost). Mezi základní patří likvidita - vyjadřuje míru obtížnosti transformace majetku do hotovostní formy. Je obecnou charakteristikou majetku; jednotlivé majetkové části se liší podle schopnosti rychlosti přeměny. Likvidnost

se váže především k majetkovým složkám, které nazýváme oběžná aktiva; na straně pasiv mají protipoložku v krátkodobých závazcích.

Běžná i pohotová likvidita MNL po celé sledované období vykazuje stabilní nebo pozvolna rostoucí trend, což lze hodnotit pozitivně. Současně je třeba poukázat na skutečnost, že tento ukazatel dosahuje až nepřiměřeně vysokých hodnot, zejména v roce 2016. Tento fakt je způsoben nadměrně vysokým stavem krátkodobého finančního majetku, jehož značná část je tak dle našeho názoru nevyužitá.

Ukazatele zadluženosti

Pojem zadluženost vyjadřuje skutečnost, že podnik používá k financování svých aktiv cizí zdroje. Hlavním motivem financování svých činností cizími zdroji je relativně nižší cena ve srovnání se zdroji vlastními. Ukazatele zadluženosti měří rozsah, v jakém je podnik financován cizím kapitálem. Jde o ukazatel věřitelského rizika - poměr cizích zdrojů na celkových aktivech; poměr kapitálu věřitelů ke kapitálu akcionářů - je klíčový ukazatel, který je uváděn v souvislosti s jednotlivými podniky, a to z toho důvodu, že právě nastavení této proporce zásadně ovlivňuje míru finančního rizika spojeného s podnikatelskou činností.

Poměr cizích pasiv k celkovým aktivům se po celé sledované období pohyboval v rozsahu hodnot 0,09 – 0,11. Přitom veškerá cizí pasiva byla tvořena krátkodobými závazky, MNL nevykazuje bankovní úvěry ani jiné finanční půjčky a výpomoci. Organizace se tedy financuje pouze vlastními zdroji a částečně (na provozní úrovni) krátkodobými závazky. Tento model financování však nevyužívá cenovou výhodu financování cizími (úvěrovými zdroji). Z hlediska požadavků na návratnost a rentabilitu se pak takovýto model může jevit jako nevhodný.

Ukazatele aktivity

Měří, jak efektivně podnik využívá svá aktiva. Počítají se pro celková aktiva a jednotlivé skupiny aktiv: zásoby, pohledávky, fixní aktiva. Jedná se o obrat aktiv - je komplexním ukazatelem měřícím efektivnost využívání celkových aktiv. Udává, kolikrát se celková účetní hodnota aktiv obrátí za rok. Obrat dlouhodobého majetku - měří efektivnost využívání strojů, budov, zařízení a jiných dlouhodobých majetků a udává, kolikrát za rok se dlouhodobý majetek vrátí v tržbách.

Ukazatele obratovosti aktiv potvrzují skutečnost, že MNL má značně vysoké hodnoty aktiv (především dlouhodobého majetku) ve srovnání s tržbami, kterých těmto aktivy dosahuje. Tato skutečnost dle našeho názoru vyplývá z charakteru činnosti MNL a lze ji tedy chápat jako přirozenou a nezbytnou.

Shrnutí

Na základě výše uvedených závěrů lze konstatovat, že MNL dosahuje velmi nízké rentability, avšak přesto disponuje značnými (nevyužitými) finančními prostředky a téměř veškeré financování si zajišťuje vlastními zdroji. Tento způsob provozování běžného výrobního podniku by bylo dle našeho názoru možné hodnotit jako neefektivní. Je však třeba brát v úvahu i skutečnost, že se jedná o příspěvkovou organizaci, kde na veškerou činnost nelze vztahovat běžná ekonomická pravidla a pohledy, neboť primárním účelem jejího fungování

je zajišťování potřeb systému veřejné zdravotní péče. V každém případě jsme neidentifikovali žádný faktor, který by při jinak standardním a běžném fungování MNL a příslušného obchodního závodu bránil pokračování činnosti i do budoucna.

Podrobnosti o vývoji poměrových ukazatelů jsou uvedeny v následující tabulce.

Poměrové ukazatele

			2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilita							
Rentabilita aktiv	ROA	čistý zisk / celková aktiva	0,05%	0,07%	0,92%	0,39%	0,05%
Rentabilita vlastního kapitál	ROE	čistý zisk / (vlastní kapitál - prioritní akcie)	0,06%	0,08%	1,07%	0,44%	0,05%
Rentabilita tržeb	PMS	čistý zisk / tržby	0,07%	0,11%	1,43%	0,56%	0,07%
Likvidita *							
Běžná likvidita	CR	oběžná aktiva / krátkodobé závazky	1,49	1,66	1,64	1,64	2,17
Pohotová likvidita	QR	(oběžná aktiva - zásoby) / krátkodobé závazky	1,36	1,50	1,52	1,53	2,03
Poměr provozního kapitálu	NWC/A	(oběžná aktiva - obchodní závazky) / aktiva	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Zadluženost							
Ukazatel zadluženosti	DR	cizí zdroje / celková aktiva	0,11	0,09	0,11	0,11	0,09
Dluh na vlastní kapitál	DE	cizí zdroje / vlastní kapitál	0,12	0,10	0,12	0,13	0,10
Úrokové krytí	IC	EBIT / nákladové úroky	0,00	0,00	95,27	0,00	0,00
Řízení aktiv							
Obrat celkových aktiv	TAT	tržby / celková aktiva	0,67	0,66	0,65	0,69	0,71
Obrat fixních aktiv	FAT	tržby / fixní aktiva	0,80	0,78	0,79	0,84	0,88

* Oběžná aktiva včetně ostatních aktiv
 Obchodní závazky = rezervy + kr. závazky + dl. závazky + ostatní pasiva

Zdroj: vlastní zpracování

2.7 Shrnutí makroekonomické predikce a tržní a finanční analýzy

Na základě skutečností a předpokladů, uvedených v kapitolách Makroekonomická predikce, Analýza relevantního trhu a Finanční analýza jsme neidentifikovali žádné faktory, které by mohly mít za následek akutní ohrožení hospodaření MNL a jejího obchodního závodu v následujícím období, pokud bude zachováno současné nastavení provozu. Je tedy možné s rozumnou mírou pravděpodobnosti předpokládat, že obchodní závod bude ve své činnosti v budoucnu i po roce 2017 pokračovat v obdobném rozsahu, s případnými odchylkami, vyplývajícími pouze z běžného provozu a neohrožujícími jeho finanční zdraví.

3 Metodologie, volba metod a postup ocenění

3.1 Metody ocenění

Současná teorie i praxe v oceňování společností používá řadu metod, které lze začlenit do několika základních principů. Protože v obecné rovině budou pro odhad ceny obchodních podílů či akcií aplikovány fundamentální metody, bude jejich základem ocenění podniku potažmo základem pro odhad hodnoty podniku úroveň tržní hodnoty. Pro odhad hodnoty čistého obchodního majetku, resp. majetku lze použít více různých metod, jež lze rozdělit do skupin podle toho, k čemu se přihlíží nejvíce:

- metody založené na analýze výnosů
- metody založené na analýze majetku
- metody založené na analýze trhu
- metody kombinované

Existuje mnoho možných způsobů výpočtů podle výše uvedených metod, vždy je však nutné:

- aby pro odhad tržní hodnoty byly v maximálně možné míře objektivizované vstupní parametry,
- aby byly navzájem konzistentní s účelem ocenění i jemu odpovídající volbou úrovně hodnoty,
- aby se v rámci objektivizace postupovalo s předpokladem nejlepšího možného a právně přípustného využití.

3.1.1 Metody založené na analýze výnosů

Tvoří-li hodnotu oceňovaného majetku především výnosy a užitky z něj plynoucí, pak je na místě použít metody založené na analýze výnosů. V rámci této skupiny lze rozlišit několik metod, z nichž každá je vhodná pro podnik v určité fázi životního cyklu, resp. pro podnik jiného typu.

Ve fázi, kdy existuje záměr anebo podnik již funguje, ale nelze ještě alespoň přibližně odhadnout budoucí růst poptávky po jeho výrobcích či službách, cenu, za kterou tyto výrobky či služby bude prodávat nebo oboje, se používá tzv. **metody reálných opcí**. Je-li podnik ve fázi zralosti, poklesu anebo naopak růstu, lze využít **metody diskontovaných peněžních toků** (DCF). Podstata této metody spočívá v odúročení očekávaných peněžních

toků na současnou hodnotu zvolenou diskontní mírou. Očekávané peněžní toky jsou zjišťovány jako tzv. volné peněžní toky (pro akcionáře a věřitele nebo pouze pro akcionáře), které lze odebrat z podniku při zachování jeho potenciálu, s nímž se počítá ve finančním plánu. Metoda diskontovaných peněžních toků se používá zpravidla dvoufázová. V první fázi se provede explicitní odhad vývoje hospodaření a sestaví finanční plán, který je podkladem pro zjištění volných peněžních toků. Ve druhé fázi se pak předpokládá stabilizace hospodaření oceňovaného podniku a odhadne se očekávané dlouhodobé tempo růstu peněžního toku, ideálně v nekonečném časovém horizontu – postup s tzv. pokračující hodnotou nebo se provede odhad čistého likvidačního zůstatku na konci předpokládaného ukončení provozování podniku v případě, kdy není splněn předpoklad jeho nekonečného trvání. Peněžní toky takto zjištěné jsou odúročeny (diskontovány) odhadnutou úrokovou mírou, která zahrnuje bezrizikový výnos a rizikovou přírážku, zohledňující nestabilitu peněžních toků.

Další skupinou výnosových metod jsou **metody založené na analýze zisku**. Mohou být používány v analytické podobě (tj. opět je sestaven v 1. fázi finanční plán a poté odhadnuta hodnota 2. fáze) nebo v paušální podobě, kdy se vychází z hospodaření několika posledních let a předpokládá se, že zisk a provozní charakteristiky jsou již stabilizované.

3.1.2 Metody založené na analýze majetku

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

Při analýze majetku lze v zásadě vycházet z toho, jakou hodnotu má oceňovaný majetek pro kupujícího, což vede k zjištění jeho substanční hodnoty, anebo z toho, jakou hodnotu má pro prodávajícího při prodeji majetku po částech, což vede ke zjištění likvidační hodnoty. Pokud je zjišťována **likvidační hodnota**, vychází se z toho, že daný majetek je nejvýhodnější rozprodat po částech anebo je nutno tento majetek zlikvidovat (např. z rozhodnutí státního orgánu). V případě ocenění podniku likvidační hodnotou jde o odhad současné hodnoty částek získaných prodejem jednotlivých složek majetku, po snížení o náklady likvidace, včetně odměny likvidátora. Samozřejmě je nutno počítat s daněmi. Při zjištění likvidační hodnoty podniku nelze z podstaty likvidační metody počítat s hodnotou některých nehmotných složek podniku, které existují pouze ve fungujícím podniku. Jde především o hodnotu know-how, hodnotu firmy (jména společnosti) a fungující organizační struktury podniku, v řadě případů i lidský kapitál. V případě jiných složek nehmotného majetku, jako jsou patenty, licence, ochranné známky a autorská práva, jež jsou samostatně zcizitelné, tyto složky hodnotu mají, avšak zřejmě nižší než v případě fungujícího podniku.

Substanční hodnota je optimálním odhadem hodnoty podniku v případě, že se potenciální kupující rozhoduje, zda postavit podnik na zelené louce anebo jej koupit. Technicky se provede ocenění tak, že se zjistí cena pořizovaných složek majetku, která by byla zaplacená, kdyby byl majetek nový. Tato cena se pak sníží o vliv opotřebení fyzického i morálního. Výsledkem takového ocenění je zpravidla neúplná substanční hodnota podniku na principu reprodukčních cen, jedná se však jen o doplňkovou veličinu, která zpravidla nemůže sloužit pro samostatné ocenění (viz Evropské oceňovací standardy, Německé oceňovací standardy IDW S1). V případě, že by postup byl doplněn odhadem hodnoty nehmotného majetku,

resp. goodwillu, jednalo by se o metodu úplné substanční hodnoty podniku a výsledek byl srovnatelný s výsledky výnosových metod, např. DCF.

Účetní hodnota vlastního kapitálu nám dává informaci především o takzvané vnitřní hodnotě, tedy nominálním vyjádření původního rozsahu investovaného kapitálu. Východiskem při tomto přístupu je zpravidla auditovaná rozvaha společnosti. Pro účely ocenění společnosti je potřeba zkontrolovat, zda byly vytvořeny všechny nezbytné opravné položky. Výslednou hodnotou společnosti je rozdíl mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou veškerých cizích zdrojů pasiv. Účetní hodnotu jedné akcie společnosti se získá vydělením účetní hodnoty akcií počtem akcií společnosti. Nedostatkem metody účetní hodnoty je skutečnost, že opomíjí ocenění většiny nehmotných složek majetku (know-how, ochranné známky, pracovní síla, síť dodavatelů a odběratelů atd.), její vypovídací schopnost je determinována platnému zákonu o účetnictví a míře snahy účetní jednotky o zobrazení reálné hodnoty položek.

3.1.3 Metody založené na analýze trhu

První z metod založených na analýze trhu je použití **tržní kapitalizace**. K této metodě pouze tolik, že je nevhodná v případě nelikvidního trhu a problémem s ní spojeným je zejména volba období, k němuž se má tržní kapitalizace vztahovat.

V některých případech je natolik obtížné odhadnout hodnotu jednotlivých složek majetku, očekávaný vývoj výnosů, peněžních toků anebo tržní úrokovou míru, že je vhodné spolehnout se na ocenění na základě **tržního srovnání**, najdeme-li srovnatelný podnik anebo srovnatelnou transakci, tj. známe realizovanou cenu vč. transakčních nákladů. Mimo to je výhodou metod založených na tržním srovnání, že jsou tržně konformní. Samotný výpočet ocenění pomocí násobitelů sestává ze zjištění srovnatelných podniků nebo transakcí s podíly ve srovnatelných podnicích. Dále je nutné provést určení relevantních veličin, které představují pro podnik hodnotu. Může jít o aktiva (v případě dolů), počet zákazníků (mobilní operátoři), hospodářský výsledek za účetní období, peněžní toky, provozní hospodářský výsledek, dividendy, tržby, hospodářský výsledek před daněmi, úroky a odpisy, atd. Vztahovou veličinu za daný podnik pak násobíme zvolenou výší tzv. násobitele (resp. dělitele). Násobitel (dělitel) je poměrem tržní hodnoty vlastního kapitálu (nebo aktiv) bez neprovozních aktiv a použité vztahové veličiny, a to za vybrané srovnatelné podniky. Jmenovatel a čítec použitého násobitele by měl být vždy konzistentní.

3.1.4 Metody kombinované

Na závěr zbývá zmínit metody kombinované, jež jsou zpravidla aritmetickým průměrem majetkového (substančního) ocenění a výnosového ocenění. Vzhledem k tomu, že se jedná o praxi používanou především v německy mluvících zemích, jedná se v případě výnosového ocenění především o metody založené na analýze zisku. Podle našeho názoru jsou metody kombinované k odhadu hodnoty podniku nevhodné, mají omezenou a problematickou vypovídací schopnost, pokud nejsou při majetkovém ocenění oceněny i nehmotné složky podniku, protože průměrují principiálně nesrovnatelné oceňovací postupy.



3.1.5 Přednosti a nedostatky jednotlivých metod

Žádná ze známých metod není univerzální, tzn. použitelná pro jakýkoli typ společnosti. Každá metoda má jak své přednosti, tak i omezení a záleží tak na situaci společnosti, jaká z uvedených metod bude pro její ocenění optimální. Před výběrem metody oceňování je třeba dále zvážit vypovídací schopnosti metod v podmínkách ČR, účel ocenění a dále specifické okolnosti úkolu znalce. Jak již bylo řečeno, za nejobjektivnější metodu oceňování fungujících a vcelku perspektivních podniků je obvykle považována metoda DCF patřící do skupiny výnosových metod oceňování. Tato metoda je doporučována i pro české podmínky jako ústřední metoda oceňování.

Oproti výnosové lze neúplnou substanční hodnotu na principu reprodukčních cen zjistit bez ohledu na podmínky na kapitálovém trhu. Korektní analýza této substanční hodnoty je ovšem založena na znalosti situace na trhu s reálnými aktivy, přičemž u aktiv specifických, neobchodovaných může určování jejich reprodukčních cen narážet na poměrně značné obtíže. Další nevýhodou neúplné substanční hodnoty je skutečnost, že opomíjí hodnotu většiny nehmotných složek – zejména goodwill, který metodicky neřeší. I přes tyto nedostatky je metoda neúplné substanční hodnoty jednou ze základních metod odhadu hodnoty společnosti, ale její význam pro fungující podniky by měl být pouze kontrolní (pomocný) či orientační.

Metody stavějící na tržním porovnání se týkají především společností, které jsou běžně obchodovány na burze, tj. akciových společnostech. Předpokládají rozvinutý kapitálový trh, trh se společnostmi a dostatečné informace o transakcích na nich probíhajících. Disponibilita těchto informací, resp. existence dostatečně reprezentativní srovnávací základny je v našich podmínkách zatím hlavní příčinou nízké vypovídací schopnosti této metody.

3.1.6 Volba relevantních metod pro ocenění a postup ocenění

Při ocenění obchodních závodů nebo jejich částí mohou být využity jednotlivé metody, popřípadě jejich kombinace v závislosti na povaze majetku a účelu jeho oceňování.

Při ocenění jsme z hlediska skutečnosti, že se jedná o ocenění k budoucímu datu ocenění a že se jedná o ocenění obchodního závodu, který bude součástí standardní akciové společnosti, použili metodu výnosovou. Metoda sumární hodnoty aktiv a nákladová metoda nebyla použita vzhledem ke skutečnosti, že se jedná o datum ocenění, ležící v budoucnosti, a dle našeho názoru není možné s přiměřenou pravděpodobností odhadnout budoucí hodnoty některých položek rozvahy. Metoda tržního porovnání nebyla použita z důvodu omezeného množství veřejně dostupných informací o transakcích se zdravotnickými zařízeními v ČR.

Současně je však třeba zdůraznit, že i výsledky výnosové metody mohou být zatíženy určitou mírou nejistoty jednak s ohledem na skutečnost, že navzdory budoucí právní formě obchodní korporace bude primárním účelem fungování společnosti poskytování odpovídající úrovně zdravotních služeb a ne maximalizace zisku pro vlastníka, a zároveň jsou výhledy budoucího fungování nemocnic do určité míry závislé na reálném nastavení financování zdravotních služeb v souvislosti s aktuální zdravotní politikou státu.

Při našem hodnocení jsme vycházeli ze současného stavu hospodaření MNL se zohledněním faktorů, které budou ovlivňovat ekonomické výsledky obchodního závodu v budoucnu

v rámci akciové společnosti. Výsledná reálná hodnota tedy vyjadřuje finanční vyjádření činnosti na základě ukazatelů finančního hospodaření a jejich očekávaného budoucího vývoje a naopak, jak je tomu u zdravotnických zařízení běžné, nezohledňuje případné jiné nefinanční užitky, které obchodní závod svou činností generuje pro občany Města Litoměřice a okolního regionu.

4 Posudek

4.1 Ocenění obchodního závodu výnosovou metodou

4.1.1 Úvod

Výnosové modely DCF patří v současnosti k modelům, které mají v tržním oceňování fungujících podniků největší užití. Těchto modelů existuje velké množství. Jejich společným znakem je, že hodnotu podniku odvozují od očekávaných výnosů, které se převádějí (z pohledu investora) na současnou hodnotu. Základem stanovení hodnoty podniku je tedy budoucí peněžní tok, který bude společnost generovat.

Tento princip vychází z poznatku, že hodnota společnosti je určena očekávaným užitekem pro její věřitelé. 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 (entity a equity). Mezi moderní metody tohoto typu patří metoda EVA (economic value added).

Za teoreticky nejjistší 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).

Ocenění akcií společnosti bývá odvozeno od ocenění vlastního kapitálu společnosti, které je založeno na metodě **diskontovaných budoucích peněžních toků** (DCFF – Discounted Cash flow to Firm) používající volný peněžní tok, který je k dispozici investorům do podniku.

4.1.2 Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků

Pro účely sestavení projekce a ocenění jsme vycházeli ze struktury výnosů a nákladů v období 2012 – 1-9/2017 (očekávaný stav). Po prostudování, provedení analýz, projednání a posouzení základních vstupů a předpokladů, jsme tyto výsledky využili pro potřeby výnosové metody a zpracovali jsme na jejich základě projekci diskontovaného cash flow. Projekce byla vypracována v nominálních cenách na období od října 2017 do roku 2026, který se stal výchozím pro konečný rok.

Pro účely projekce jsme vzali v úvahu korekce nákladů a výnosů obchodního závodu po přechodu do akciové společnosti.

V naší projekci jsme počítali s dlouhodobou inflací ve výši 2 %, která odpovídá dlouhodobým prognózám České národní banky pro českou ekonomiku za horizontem běžných predikcí budoucího vývoje. Inlace tak odpovídá míře očekávaného dlouhodobého růstu.

Predikce tržeb

Jako výchozí úroveň výnosů pro období 10-12/2017 jsme předpokládali úroveň výnosů za období 1-9/2017, zkorigovanou o položky výnosů po přechodu do akciové společnosti. Dle podkladů od zadavatele lze konstatovat, že výnosy se v průběhu roku vyvíjejí stabilně, bez meziměsíčních výkyvů. Dle informací od zadavatele se v roce 2018 očekává jednorázový nárůst osobních nákladů na základě nařízení vlády ve výši cca 10 000 tis. Kč, který by však měl být zcela vykompenzován navýšením plateb od zdravotních pojišťoven a příspěvkem města Litoměřice. Tato částka je tedy zahrnuta v roce 2018 do projekce výnosů. Na základě našeho zhodnocení potenciálu obchodního závodu odhadujeme v dalších letech růst jednotlivých položek výnosů o 2 % ročně.

Pro konečný rok jsme rovněž kalkulovali s dlouhodobým nominálním růstem ve výši 2 %, tedy na úrovni dlouhodobě predikované výše inflace.

Predikce nákladů

V sestavené projekci předpokládaného budoucího hospodaření provozní náklady zahrnují náklady na materiál a energii, služby, osobní náklady, odpisy a ostatní provozní náklady. Nejvýznamnější položkou jsou osobní náklady na zdravotnický a ostatní personál. Jako výchozí úroveň pro období 10-12/2017 jsme předpokládali úroveň nákladů za období 1-9/2017, zkorigovanou o položky výnosů po přechodu do akciové společnosti. Dle informací od zadavatele se v roce 2018 očekává jednorázový nárůst osobních nákladů na základě nařízení vlády ve výši cca 10 000 tis. Kč. Tato částka je tedy zahrnuta v roce 2018 do projekce nákladů. Na základě našich analýz odhadujeme nárůst nákladů v následujících letech na 2% ročně.

Pro konečný rok jsme rovněž kalkulovali s dlouhodobým nominálním růstem ve výši 2 %, tedy na úrovni dlouhodobě predikované výše inflace.

Investice do dlouhodobého majetku

Do konce roku 2017 se očekává větší investice v objemu 32 000 tis. Kč do zařízení magnetické rezonance. Investice do dlouhodobého majetku pro období 2018 – 2026 byly předpokládány ve výši ročních odpisů s ohledem na zajištění prosté reprodukce majetku. Pro konečný rok jsme projektovali investice na úrovni o 2% vyšší než roční odpisy. Tato úroveň byla odhadnuta v souladu s predikovaným růstem jako přiměřená pro zachování přiměřené reprodukce aktiv.

Investice do provozního kapitálu

Současná teorie finanční analýzy uvádí, že zatímco optimální průměrná výše provozního kapitálu pro skupinu firem v určitém odvětví existuje (jako soubor statistických údajů), není možné stanovit optimální úroveň provozního kapitálu a jeho financování pro konkrétní firmu. Požadavky na růst provozního kapitálu byly projektovány jako 4,2 % z nárůstu tržeb v

jednotlivých letech projekce. Předmětný poměrový ukazatel byl kalkulován na základě vážené průměrné úrovně provozního kapitálu nemocnice za období 2012 – 2016, přičemž v provozním kapitálu byla zohledněna i výše nadměrné hotovosti v souladu se současným dodržením přiměřené výše nezbytné likvidity obchodního závodu.

Nadměrná hotovost

V souladu se závěry předchozí kapitoly jsme na základě analýz odhadli hodnotu nadměrné hotovosti obchodního závodu na 110 000 tis. Kč.

Finanční investice

Obchodní závod k datu ocenění vykazuje finanční investice (dlouhodobé termínované vklady) v celkové výši 35 000 tis. Kč.

Úročené závazky

Obchodní závod k datu ocenění nevykazuje úročené závazky.

Kalkulace diskontní míry

V daném ocenění byla použita diskontní míra stanovená pomocí modelu váženého průměru nákladů kapitálu WACC. Konečná výše diskontní míry byla výslednicí skutečné předpokládané kapitálové struktury společnosti a odvozené míry výnosnosti vlastního kapitálu a dluhu vycházející z následujícího vzorce:

$$WACC = W_e * K_e + W_d * K_d,$$

kde

W_e – váha vlastního kapitálu,

K_e – požadovaná míra výnosnosti vlastního kapitálu,

W_d – váha dluhu,

K_d – požadovaná míra výnosnosti dluhu upravená o daňový štít.

K_e stanovení požadované míry výnosnosti vlastního kapitálu jsme použili model ocenění kapitálových aktiv CAPM. Základní náklady vlastního kapitálu pro investora v ČR s určitou možností vytvářet diverzifikované kapitálové portfolio jsme stanovili podle vztahu:

$$nVK = R_f(\text{USA}) + \beta(\text{EURO}) \times RPKT(\text{USA}) + RS + RPZ(\text{ČR}) + R_c,$$

kde

$R_f(\text{USA})$ = pro dlouhodobé prognózy byla aplikována aktuální výnosnost 10letých státních obligací USA dle údajů publikovaných americkou centrální bankou Federal Reserve Board ve výši **2,23 % p.a.**

β = Beta byla stanovena na základě průměrné beta dle údajů publikovaných profesorem Damodaranem pro Evropu a Globální trhy (Global Markets) za odvětví Nemocnice a zdravotnická zařízení (Hospitals/Healthcare Facilities) dle dat k lednu 2017. Průměrná nezadlužená beta za tato odvětví dosahuje 0,40.

Pro výpočet diskontní míry byla použita reálná kapitálová struktura nemocnice, která nezahrnuje úvěrové financování, tedy 100% podíl vlastního kapitálu. Obchodní závod ani do budoucna nepředpokládá využití úvěrů pro svoje financování. Podíl cizího kapitálu na celkových pasivech je proto uvažován jako nulový.

Daňová sazba pro dlouhodobou prognózu byla ponechána v současné úrovni a činí **19 %**.

RPKT(USA) = riziková prémie kapitálového trhu (hodnota = **6,00 %**) vychází z analytických dat společnosti American Appraisal Associates, která pravidelně publikuje analýzy vývoje rizikové prémie trhu,

RS = riziková přírážka za velikost podniku stanovená na základě dat společnosti Duff & Phelps publikovaných v Size Premia Report 2016 činí **5,60 %**,

RPZ = riziková prémie země (podle srovnání ratingu země s výnosností stejně hodnocených CP). Riziková prémie země (RPZ) vyjadřuje zvýšenou míru rizika na daném kapitálovém trhu, v případě ČR se jedná o **0,72 %**, www.damodaran.com z ledna 2017.

Rc = specifické riziko odhadujeme na **-3,00 %**. Vycházíme ze skutečnosti, že nemocnice jako subjekt veřejného zájmu je vystavena nižším rizikům než běžné privátní podniky.

Kalkulace diskontní míry

Položky	Hodnoty
Rf = bezriziková míra USA	2,23 % p.a.
Beta nezadlužená	0,40
RKPT = riziková prémie kap. trhu USA	6,0 % p.a.
RPZ = riziková prémie ČR	0,72 % p.a.
RS = riziková přírážka za velikost podniku	5,60 %
Rc = specifické riziko	-3,00 %
Náklady vlastního kapitálu	7,90 %
Poměr Cizí kapitál/Pasiva celkem	0,00 %
WACC	7,9 %

Zdroj: vlastní propočty

Kalkulace volných peněžních toků pro období 10-12/2017 – 2026

Kalkulace volného peněžního toku obchodního závodu je provedena v následující tabulce, přičemž daň z příjmu je uvažována ve stabilní výši **19 %**.

Výpočet výnosové hodnoty v tis. Kč

1.10.2017
31.12.2017

v '000 CZK	NOMINÁLNÍ CENY									
ANALÝZA DISKONTOVANÉHO CASH FLOW	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CELKOVÉ TRŽBY (PROVOZNÍ PŘÍJMY)	180 469	746 312	761 239	776 463	791 993	807 832	823 989	840 469	857 278	874 424
% změna	0,0%	3,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
PROVOZNÍ NÁKLADY										
Náklady vynaložené na prodané zboží	11 230	45 818	46 735	47 669	48 623	49 595	50 587	51 599	52 631	53 683
% tržeb za prodej zboží a služeb	80,6%	80,6%	80,6%	80,6%	80,6%	80,6%	80,6%	80,6%	80,6%	80,6%
Spotřeba materiálu a energie	36 841	150 313	153 319	156 386	159 513	162 704	165 958	169 277	172 662	176 116
% celkových tržeb	20,4%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%
% tržeb z vlastních výrobků	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
Služby	16 858	68 779	70 155	71 558	72 989	74 449	75 938	77 457	79 006	80 586
% celkových tržeb	9,3%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
% tržeb z vlastních výrobků	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Osobní náklady	110 825	462 166	471 409	480 838	490 454	500 263	510 269	520 474	530 883	541 501
% tržeb	61,4%	61,9%	61,9%	61,9%	61,9%	61,9%	61,9%	61,9%	61,9%	61,9%
Daně a poplatky	4	16	16	16	16	17	17	17	18	18
% tržeb	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
▼ Odpisy dlouhodobého nehmot. a hmot. majetku	2 578	10 519	10 729	10 944	11 163	11 386	11 614	11 846	12 083	12 325
% tržeb	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
▼ Ostatní provozní náklady	1 858	7 582	7 734	7 889	8 046	8 207	8 371	8 539	8 710	8 884
% tržeb	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
▼ Snížení nákladů o aktivaci a změnu stavu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
% tržeb	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
▼ CELKOVÉ PROVOZNÍ NÁKLADY	180 194	745 194	760 097	775 299	790 805	806 621	822 754	839 209	855 993	873 113
% tržeb	99,8%	99,9%	99,9%	99,9%	99,9%	99,9%	99,9%	99,9%	99,9%	99,9%
PROVOZNÍ ZISK	274	1 119	1 141	1 164	1 187	1 211	1 235	1 260	1 285	1 311
% tržeb	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
OSTATNÍ FINANČNÍ VÝSLEDEK	10	41	42	43	44	44	45	46	47	48
% tržeb	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	284	1 160	1 183	1 207	1 231	1 255	1 280	1 306	1 332	1 359
% tržeb	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
EBITDA	2 862	11 679	11 912	12 151	12 394	12 641	12 894	13 152	13 415	13 684
% tržeb	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
DANĚ	216	220	225	229	234	239	243	248	253	258
Daňová sazba	76%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
PROVOZNÍ ZISK PO ZDANĚNÍ	68	939	958	977	997	1 017	1 037	1 058	1 079	1 101
MÍNUS: Investice	34 578	10 519	10 729	10 944	11 163	11 386	11 614	11 846	12 083	12 325
Financování provozního kapitálu	1 281	1 017	621	634	646	659	672	686	700	714
PLUS: Odpisy	2 578	10 519	10 729	10 944	11 163	11 386	11 614	11 846	12 083	12 325
VOLNĚ CASH FLOW	-33 213	-78	337	344	351	358	365	372	379	387



Výpočet výnosové hodnoty obchodního závodu (vlastního jmění)

Závěrečná fáze výpočtu výnosové hodnoty podniku se skládá z:

- kalkulace současné hodnoty budoucích FCF při vypočtené diskontní míře 7,9 % p.a.;
- kalkulace provozní hodnoty majetku na výstupu, tj. v roce 2027 a její diskontování na současnou hodnotu;

zohlednění nadměrné hotovosti, finančních investic a dlouhodobých úročených cizích zdrojů.

Výpočet výnosové hodnoty obchodního závodu (vlastního jmění)

	tis. Kč
SOUČET SOUČASNÝCH HODNOT	-31 016
MÍRA NÁRŮSTU V KONEČNÉM ROCE	2,00%
MÍRA KAPITALIZACE V KONEČNÉM ROCE	5,90%
KONEČNÁ HODNOTA (HODNOTA NÁVRATNOSTI)	2 184
DISKONTNÍ FAKTOR	0,5141
SOUČASNÁ HODNOTA NÁVRATNOSTI	1 123
HODNOTA PROVOZNÍHO MAJETKU PODNIKU	-29 894
PLUS: NADMĚRNÁ HOTOVOST	110 000
PLUS: FINANČNÍ INVESTICE	35 000
HODNOTA MAJETKU PODNIKU CELKEM	115 106
MÍNUS: ÚROČENÉ ZÁVAZKY	0
HODNOTA ČISTÉHO MAJETKU PODNIKU	115 106
Zaokrouhleno	115 100

Indikace hodnoty obchodního závodu získaná výnosovou metodou

Na základě výše uvedených skutečností jsme dospěli k názoru, že indikace čisté hodnoty obchodního závodu příspěvkové organizace Městská nemocnice v Litoměřicích stanovená výnosovou metodou činí po zaokrouhlení 115 100 tis. Kč.



4.2 Dosažené závěry a prohlášení

Předmětem tohoto posudku je:

Stanovení spravedlivé hodnoty („fair value“) obchodního závodu příspěvkové organizace Městská nemocnice v Litoměřicích bez zahrnutí nemovitých věcí.

Pro účely tohoto ocenění jsme zvážili charakter předmětu ocenění a analyzovali základní relevantní parametry. Ze získaných údajů jsme pomocí výše uvedených postupů stanovili hodnotu obchodního závodu příspěvkové organizace Městská nemocnice v Litoměřicích.

Na základě provedených analýz, s použitím metod a s aplikací předpokladů a omezujících podmínek uvedených v kapitolách 1 – 4 znaleckého posudku jsme dospěli k následujícím závěrům:

Na základě výše uvedených analýz a výpočtů jsme dospěli k názoru, že spravedlivá hodnota (fair value) obchodního závodu příspěvkové organizace Městská nemocnice v Litoměřicích stanovená výnosovou metodou je reprezentována částkou

115 100 000,- Kč

**(JEDNO STO PATNÁCT MILIONŮ JEDNO STO TISÍC KORUN ČESKÝCH,
zaokrouhleno)**

Částka je uvedena bez daně z přidané hodnoty.

Prohlašujeme, že:

- jsme ve smyslu § 10 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), v platném znění, nestranní a nezávislí na osobách, pro něž nebo v jejichž prospěch je znalecký posudek vypracován a jiných zúčastněných subjektech, a veškerou činnost při zpracování znaleckého posudku jsme vykonali zcela nestranně a nezávisle na těchto osobách;
- v současné době nemáme a ani v budoucnu neočekáváme žádný majetkový prospěch, majetkovou účast nebo jiný zájem na předmětu ocenění, a ani nejsme s zadavatelem či osobami, pro něž či v jejichž prospěch je znalecký posudek vypracován, ani jinými zúčastněnými subjekty, majetkově, personálně či jinak propojeni;
- odměna za toto ocenění nezávisí na dosažených závěrech a vyjádřeních.

Nebylo provedeno žádné šetření ohledně vlastnických práv nebo závazků vůči předmětu ocenění. Za skutečnosti právního charakteru nepřebíráme žádnou odpovědnost.

Závěry uvedené v tomto znaleckém posudku mohou být plně pochopeny po přečtení všech jeho kapitol a příloh.

Vzhledem k tomu, že společnost Grant Thornton Valuations, a.s. není kvalifikovaným odborníkem na zjišťování výskytu nebezpečných látek ani na odhadování nákladů na jejich odstranění, případné vlivy faktorů znečištění životního prostředí na oceňovaný majetek nebo majetku na životní prostředí nebyly vzaty v úvahu. Zjištění nákladů na odstranění případných negativních vlivů by muselo být provedeno odborníky na tuto oblast.

V Praze dne 1. září 2017



Grant Thornton Valuations, a.s.

znalecký ústav

Ing. Přemysl Krch

Člen představenstva a ředitel znaleckého ústavu

5 Znalecká doložka

Znalecký posudek jsme podali jako ústav, který byl Ministerstvem spravedlnosti ČR dne 7. 3. 1997 pod čj. 43/97-OOD zapsán do prvního oddílu seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění pro oceňování nemovitostí, oceňování závodů a jejich částí, regulace cen a kalkulace energií, oceňování pohledávek, strojů a zařízení včetně dopravních prostředků, strojů a zařízení, technologických zařízení a celků, zemědělské techniky, nehmotného majetku, zejména patentů, vzorů, ochranných známek a obchodního tajemství, majetkových práv a jiných práv průmyslového vlastnictví, zásob, pohledávek, oceňování cenných papírů a kapitálových účastí včetně oceňování podílů v obchodních společnostech, oceňování nepeněžitých vkladů, jmění pro účely přeměn obchodních společností a družstev, ceny a odhady informačních systémů, výpočetní a zabezpečovací techniky, elektrotechniky, investičních nástrojů, včetně akcií, dluhopisů a derivátů, posuzování v oblasti účetnictví, ekonomiky podniků, financování a řízení peněžního toku, posuzování úvěrové způsobilosti ekonomických subjektů, bankovníctví, peněžnictví a pojišťovnictví, burzovníctví a kolektivní investování, analýza finančních rizik, stanovení reálné hodnoty pro účetní účely a alokace kupní ceny.

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 2995-98/2017 do znaleckého deníku.

V Praze dne 1. září 2017



Grant Thornton Valuations, a.s.

znalecký ústav

Ing. Přemysl Krch

Člen představenstva a ředitel znaleckého ústavu



Grant Thornton

An instinct for growth™

6 Přílohy



Grant Thornton

An instinct for growth™

6.1 Příloha A – Výpis z Živnostenského rejstříku příspěvkové organizace Městská nemocnice v Litoměřicích

[Úvodní stránka](#) » [Vyhledání subjektu](#) » [Seznam subjektů](#) » Údaje subjektu

Údaje z veřejné části Živnostenského rejstříku

Platnost k 01.09.2017 09:56:19

Subjekt

Název:

Městská nemocnice v Litoměřicích, příspěvková organizace

Sídlo:

Žitenická 2084, 412 01, Litoměřice - Předměstí

Identifikační číslo osoby:

00830488

Statutární orgán nebo jeho členové:

Jméno a příjmení:

[MUDr. Jaroslav Pršala \(3\)](#)

Jméno a příjmení:

[Ing. Radek Lončák \(4\)](#)

Jméno a příjmení:

[Ing. Vladimír Kestřánek \(5\)](#)

Živnostenská oprávnění

Živnostenské oprávnění č. 1:

Předmět podnikání:

Hostinská činnost

Druh živnosti:

Ohlašovací řemeslná

Vznik oprávnění:

26.04.1993

Doba platnosti oprávnění:

na dobu neurčitou

Odpovědný zástupce:

Jméno a příjmení:

[Miroslava Smítková \(1\)](#)

Živnostenské oprávnění č. 2:

Předmět podnikání:

Podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady

Druh živnosti:

Ohlašovací vázaná

Vznik oprávnění:

21.05.2003

Doba platnosti oprávnění:

na dobu neurčitou

Odpovědný zástupce:

Jméno a příjmení:

[Ing. Milan Bruncvík \(2\)](#)

Živnostenské oprávnění č. 3:

Předmět podnikání:

Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Obory činnosti:

**Zprostředkování obchodu a služeb
Velkoobchod a maloobchod
Ubytovací služby
Poskytování software, poradenství v oblasti informačních technologií,
zpracování dat, hostingové a související činnosti a webové portály
Činnost informačních a zpravodajských kanceláří
Realitní činnost, správa a údržba nemovitostí
Pronájem a půjčování věcí movitých**

**Poradenská a konzultační činnost, zpracování odborných studií a posudků
Testování, měření, analýzy a kontroly
Reklamní činnost, marketing, mediální zastoupení
Mimoškolní výchova a vzdělávání, pořádání kurzů, školení, včetně lektorské
činnosti**

Druh živnosti:

Ohlašovací volná

Vznik oprávnění:

21.04.1993

Doba platnosti oprávnění:

na dobu neurčitou**Živnostenské oprávnění č. 4:**

Předmět podnikání:

Prodej kvasného lihu, konzumního lihu a lihovin

Druh živnosti:

Koncesovaná

Vznik oprávnění:

17.12.2013

Doba platnosti oprávnění:

na dobu neurčitou**Provozovny k předmětu podnikání číslo****1. Hostinská činnost:**

Adresa:

Žitenická 2084, 412 01, Litoměřice - Předměstí

Identifikační číslo provozovny:

1009321722

Zahájení provozování dne:

17.12.2013**2. Podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady:**

Adresa:

Žitenická 2084, 412 01, Litoměřice - Předměstí

Identifikační číslo provozovny:

1009321722

Zahájení provozování dne:

17.12.2013**3. Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona:**

Obor činnosti: Poskytování software, poradenství v oblasti informačních technologií, zpracování dat, hostingové a související činnosti a webové portály

Adresa:

Žitenická 2084, 412 01, Litoměřice - Předměstí

Identifikační číslo provozovny:

1009321722

Zahájení provozování dne:

17.12.2013

Obor činnosti: Činnost informačních a zpravodajských kanceláří

Adresa:

Žitenická 2084, 412 01, Litoměřice - Předměstí

Identifikační číslo provozovny:

1009321722

Zahájení provozování dne:

17.12.2013

Obor činnosti: Mimoškolní výchova a vzdělávání, pořádání kurzů, školení, včetně lektorské činnosti

Adresa:

Žitenická 2084, 412 01, Litoměřice - Předměstí

Identifikační číslo provozovny:

1009321722

Zahájení provozování dne:

17.12.2013

4. Prodej kvasného lihu, konzumního lihu a lihovin:

Adresa:

Žitenická 2084, 412 01, Litoměřice - Předměstí

Identifikační číslo provozovny:

1009321722

Zahájení provozování dne:

17.12.2013**Seznam zúčastněných osob**

Jméno a příjmení:

Miroslava Smítková (1)

Datum narození:

10.04.1953

Občanství:

Česká republika

Jméno a příjmení:

Ing. Milan Bruncvík (2)

Datum narození:

13.08.1956

Občanství:

Česká republika

Jméno a příjmení:

MUDr. Jaroslav Pršala (3)

Datum narození:

16.01.1950

Jméno a příjmení:

Ing. Radek Lončák (4)

Datum narození:

11.05.1965

Jméno a příjmení:

Ing. Vladimír Kestřánek (5)

Datum narození:

26.05.1966

Úřad příslušný podle §71 odst.2 živnostenského zákona: Městský úřad Litoměřice

|

Tento výpis je neprodejný a byl pořízen prostřednictvím Internetu dne 01.09.2017.

Grant Thornton Valuations, a.s. je členská firma Grant Thornton International Ltd. /
Grant Thornton Valuations, a.s. is a member firm of Grant Thornton International Ltd.
Grant Thornton International Ltd (Grant Thornton International) a členské firmy nejsou
mezinárodním partnerstvím. Služby jsou nezávisle poskytovány jednotlivými členskými
společnostmi. / Grant Thornton International Ltd (Grant Thornton International) and the member
firms are not a worldwide partnership. Services are delivered independently by the member firms.