

Znalecký posudek
č. 097386/2024

PŘEDMĚT:

Hodnota obchodního závodu WOOD EFECT s.r.o.

ZADAVATEL:

WOOD SEEDS s.r.o.

Č.p. 123, 338 24 Břasy

IČO:08182281

(dále také „Zadavatel“)

ZPRACOVATEL:

Ing. Pavel Dytrych

Záboří 33, 373 84 Dubné

IČO: 472 28 911

(dále také „Znalec“)

Číslo jednací Zadavatele:	
Datum zpracování:	13.12.2024
Číslo vyhotovení:	2
Celkový počet vyhotovení:	2
Počet stran posudku včetně titulní strany a příloh:	66
Počet příloh:	2

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A POJMŮ

ČNB	Česká národní banka (www.cnb.cz)
ČSÚ	Český statistický úřad (www.czso.cz)
Damodaran.com	Zdroj informací ze serveru (www.damodaran.com)
Datum ocenění	23.5.2023
EAT	Čistý zisk po zdanění
EBIT	Zisk před úroky a daní
EBITDA	Zisk před odpisy, úroky a daní
EBT	Zisk před daní
HDP	Hrubý domácí produkt
IMF	Mezinárodní měnový fond
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
OECD	Working Party No. 6's Special, Session on the Transfer Pricing, Aspects of Intangibles
MF ČR	Ministerstvo financí České republiky
ČNB	Česká národní banka
Posuzovaný majetek	100% obchodní podíl na společnosti WOOD EFEKT s.r.o. – hodnota obchodního závodu
Podnik, společnost	Pojem „podnik“ nebo „společnost“ je používán jako obecnější a srozumitelnější pojem, navazující na současnou oceňovací praxi. V textu nahrazuje pojem obchodní závod.
Riziko	Pravděpodobnost či možnost vzniku ztráty, obecně nezdaru
Rozhodování v podmínkách rizika	Mohou být k dispozici faktické informace, ovšem bývají nekompletní
Podnikatelské a čisté riziko	Podnikatelské riziko má pozitivní či negativní stránku, čisté riziko má stránku pouze negativní
Zadavatel	WOOD SEED, s.r.o. Č.p. 123, 338 24 Břasy,
Znalec	Ing. Pavel Dytrych

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A POJMŮ	- 2 -
1 ZADÁNÍ ZNALECKÉHO POSUDKU	- 5 -
1.1 ODBORNÁ OTÁZKA ZADAVATELE	- 5 -
1.2 ÚČEL ZNALECKÉHO POSUDKU	- 5 -
1.3 DATUM OCENĚNÍ a ZOHLEDNĚNÉ SKUTEČNOSTI	- 5 -
1.4 PROVEDENÁ ŠETŘENÍ a KOMUNIKACE	- 5 -
1.5 OCEŇOVACÍ PRAMEN (STANDARD)	- 5 -
1.6 KATEGORIE VÝSLEDNÉ HODNOTY	- 5 -
1.7 IDENTIFIKACE Zadavatele	- 6 -
1.8 IDENTIFIKACE a PROHLÁŠENÍ ZNALCE	- 6 -
1.9 OBECNÉ PŘEDPOKLADY a OMEZENÍ	- 6 -
2 VÝČET PODKLADŮ	- 7 -
2.1 POPIS POSTUPU ODHADCE PŘI VÝBĚRU ZDROJŮ DAT	- 7 -
2.2 VÝČET VYBRANÝCH ZDROJŮ DAT a JEJICH POPIS	- 7 -
2.3 VĚROHODNOST ZDROJE DAT	- 8 -
3 NÁLEZ	- 9 -
3.1 POpis postupu při sběru či tvorbě dat	- 9 -
3.2 Popis postupu při zpracování DAT – TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ	- 9 -
3.3 Metody oceňování majetku	- 18 -
3.4 POPIS majetku	- 18 -
4 POSUDEK	- 19 -
4.1 OBECNÉ INFORMACE o PROVEDENÉM OCENĚNÍ	- 19 -
4.2 OCENĚNÍ a JEHO POPIS	- 19 -
4.3 Plán FCFF	- 28 -
5 ODŮVODNĚNÍ	- 31 -
5.1 INTERPRETACE VÝSLEDKŮ ANALÝZY HODNOTY	- 31 -
5.2 Báze násobků	- 31 -
5.3 KOntrola IRR	- 33 -
5.4 Kontrola dividendovým modelem	- 33 -
5.5 Rekapitulace ocenění	- 33 -
5.6 Konzultant	- 34 -
5.7 KONTROLA POSTUPU	- 34 -
6 ZÁVĚR	- 35 -
6.1 CITACE ZADANÉ ODBORNÉ OTÁZKY	- 35 -
6.2 PODMÍNKY SPRÁVNOSTI ZÁVĚRU, PŘÍPADNĚ SKUTEČNOSTI SNIŽUJÍCÍ JEHO PŘESNOST	- 36 -
7 ZNALECKÁ DOLOŽKA	- 37 -

Seznam tabulek

Tabulka 1 Bezriziková sazba, prémie země	- 20 -
Tabulka 2 Koeficient BETA, Total Beta	- 21 -

Tabulka 3 BUSINESS Plán	- 25 -
Tabulka 4 Plán CF zadavatel	- 26 -
Tabulka 5 Predikce plánu pro ocenění	- 26 -
Tabulka 6 Plán FCFF	- 28 -
Tabulka 7 Hodnota dle DCF entity	- 29 -
Tabulka 8 FCFF terminální fáze	- 30 -
Tabulka 9 Pořez na zam.	- 31 -
Tabulka 10 Násobky EV /EBITDA	- 32 -
Tabulka 11 Hodnota dle dividendového modelu	- 33 -
Tabulka 12 Rekapitulace ocenění	- 33 -

Seznam obrázků

Obrázek 1 Index spotřebitelských cen pro Německo	- 22 -
Obrázek 2 Cenové indexy energetických produktů	- 23 -

Seznam příloh

příloha 1 Výpis z obchodního rejstříku	- 38 -
příloha 2 Fotodokumentace	- 39 -

1ZADÁNÍ ZNALECKÉHO POSUDKU

Zadavatel se obrátil na Znalce s žádostí o vypracování posudku o obvyklé (tržní) ceně podílů zůstavitele v níže uvedených obchodních společnostech, a to dle stavu ke dni úmrtí zůstavitele, tedy k datu 17.11.2022.

1.1 ODBORNÁ OTÁZKA ZADAVATELE

Zadavatel požádal Znalce, aby provedl ocenění majetku:

Předmětem ocenění je:

Společnost WOOD EFEKT, s.r.o – 100% obchodní podíl ve společnosti.

1.2 ÚČEL ZNALECKÉHO POSUDKU

Tento znalecký posudek se vydává pro převod obchodního podílu .

1.3 DATUM OCENĚNÍ A ZOHLEDNĚNÉ SKUTEČNOSTI

Datum ocenění je 30.11.2024.

Znalec do ocenění promítnul všechny informace, které byly veřejně k dispozici až do dne ocenění a také neveřejné informace, které získal od Zadavatele tohoto Znaleckého posudku respektive oprávněných osob se vztahy k jednotlivým obchodním závodům (dále podnikům) .

Oceňovaný podnik představuje ucelenou technologii jako kapacitu pro zpracování dřevní hmoty (suroviny).

1.4 PROVEDENÁ ŠETŘENÍ A KOMUNIKACE

Prohlídka areálu společnosti proběhla dne 26.8.2024. Fotodokumentace je v příloze 2.

1.5 OCEŇOVACÍ PRAMEN (STANDARD)

Ocenění je provedeno a tento Znalecký posudek vypracován v souladu s odbornou literaturou, které jsou popsány v kapitole 3.4 a které představují základní oceňovací pramen. Při ocenění bylo uváženo i ostatních pramenů vztahujících se k oceňující praxi.

1.6 KATEGORIE VÝSLEDNÉ HODNOTY

Znalec konstatuje, že kategorie výsledné hodnoty (báze) stanovené v tomto Znaleckém posudku odpovídá **spravedlivé hodnotě**, jejíž definiční znaky jsou uvedeny v kapitole 3.2.2., protože se nepředpokládají ze strany uživatelů trhu nabídky na relevantním trhu. Volba výsledné hodnoty odpovídá obsahu zadání, kterým je ocenění majetku v režimu dědického řízení.

1.7 IDENTIFIKACE ZADAVATELE

Zadavatel

WOOD SEEDS s.r.o.IČO:08182281

Spisová značka:C 37853 vedená u Krajského soudu v PlzniDen zápisu:20. května 2019

Sídlo: č.p. 123, 338 24 Břasy

1.8 IDENTIFIKACE A PROHLÁŠENÍ ZNALCE

Znalec **Ing. Pavel Dytrych**, se sídlem: Záboří 33,37 384 Dubné IČ: 472 28 911 (dále jen též i jako „**Znalec**“), je držitel živnostenského oprávnění:

a) oceňování majetku – pro věci movité, -nehmotný majetek, -obchodní závod

Likvidátor pojistných událostí. Poradenská a konzultační činnost, zpracování odborných studií a posudků.

b) znalec po odvětví ekonomika – ceny a odhady a odvětví všeobecné strojírenství

Ing. Pavel Dytrych pro účely tohoto Znaleckého posudku **prohlašuje**, že je nezávislý na zadavateli Znaleckého posudku a že veškerou činnost při zpracování tohoto Znaleckého posudku vykonával zcela objektivně, nezávisle a v souladu s veškerými odbornými a etickými předpoklady Znalecké činnosti. Sjednaná odměna Znalce nezávisí na obsahu Znaleckého posudku ani na jeho závěrech.

1.9 OBECNÉ PŘEDPOKLADY A OMEZENÍ

1. Služby byly poskytnuty v souladu s platnými tuzemskými právními předpisy a etickými předpoklady pro výkon znalecké činnosti. Jsem naprosto nezávislým dodavatelem a odměna za poskytnutou službu není žádným způsobem závislá na výsledcích a závěrech zpracovaného Znaleckého posudku.

2. Ocenění uvedené v tomto Znaleckém posudku je provedeno na základě teoretických východisek platných v době zpracování tohoto Znaleckého posudku s oceňovacím pramenem Mezinárodní oceňovací standardy vydané International Valuation Standards Council. Kromě tohoto zdroje vycházel Znalec při zpracování posudku ze zákonné legislativy, z odborné literatury, profesních databází a vlastních dat získaných v souvislosti s historickým výkonem své Znalecké činnosti a dosavadní praxe (od roku 1993).

3. Výsledek získaný oceněním je platný ke dni ocenění a pouze pro účel uvedený v tomto Znaleckém posudku. Jakékoliv jiné použití nebo převzetí údajů pro jiný účel třetí stranou je neoprávněné a neplatné.

4. Výpočet průběžných čísel či hodnot uvedených v tomto Znaleckém posudku byl prováděn v tabulkovém editoru EXCEL. Tyto průběžné výsledky při jejich prezentaci v textové části posudku byly zaokrouhlovány, zatímco v tabulkovém editoru vstupovaly bez zaokrouhlení do dalších fází výpočtu. Tyto skutečnosti mohou být v některých případech příčinou rozdílu mezi výsledem získaným při ručním přepočtu a výsledkem, který uvádíme v textu tohoto Znaleckého posudku.

2 VÝČET PODKLADŮ

2.1 POPIS POSTUPU ODHADCE PŘI VÝBĚRU ZDROJŮ DAT

Znalec při zpracování Znaleckého posudku vycházel z podkladů a informací předložených Zadavatelem tohoto Znaleckého posudku a dále z podkladů a informací, které si zajistil sám.

V následující kapitole je uveden jejich výčet.

2.2 VÝČET VYBRANÝCH ZDROJŮ DAT A JEJICH POPIS

2.2.1 Zdroje dat předložené Zadavatelem – oprávněnými osobami

1. Nájemní smlouva
2. Smlouva o převodu podílu
3. WS INVESTIČNÍ a.s. – business plán
4. Účetní výkazy 2018-2023

2.2.2 Zdroje dat opatřené Znalcem

- a) Výpisy z obchodního rejstříku, viz příloha
- b) Mezinárodní oceňovací standardy (IVS)
- c) Makroekonomická predikce MF ČR
- d) Zpráva o finanční stabilitě (ČNB) za rok 2024
- e) Braeley R. A., Myers S. C. – Teorie a praxe firemních financí, VP 1991
- f) Miloš Mařík a kolektiv – Metody oceňování podniků pro pokročilé, Ekopress 2011
- g) Miloš Mařík a kolektiv – Metody oceňování podniku, Ekopress 2007
- h) Mařík M., Maříková P. - Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, Oeconomica 2007
- i) Raffeveau J., Dubois F. - Finanční oceňování podniků, HZ Edicio 1996
- j) Jaroslav Šantrůček, Ing. David Štědra: Pohledávky, jejich cese a hodnota, VŠE IOM Praha, 2013
- k) Tichy G.E. – Oceňování podniku, Praha, Linde Praha, 1991
- l) Raffeveau J., Dubois F. - Finanční oceňování podniků, HZ Edicio 1996
- m) AMBROŽ, Luděk. Oceňování opcí. Praha: C.H. Beck, 2002. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-531-3
- n) Scholleová, Hana – Hodnota flexibility, Praha, H. Beck, 2007. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-735-7
- o) Smejkal, Rais: Řízení rizik, Praha, Grada Publishing 2003, ISBN 80-247-0198-7
- p) Smejkal, Rais: Řízení rizik, Praha, Grada Publishing 2006, ISBN 80-247-0198-7
- q) Weihrich, Koont: Management, Praha 1993, East Publishing, ISBN 80-7219-014-08
- r) Fotr, Souček, Podnikatelský záměr a investiční rozhodování, Praha 2005, Grada Publishing, ISBN 80-247-0939

- s) Chevalier, Hirsch: Rizika podnikání, Praha 1994, Victoria Publishing, ISBN 80-85865-05
- t) H. Levy, M. Sarnat: Kapitálové investice a finanční rozhodování, Grada Publishing, Praha 1999, ISBN 80-7169-504-1
- u) Svačina P., Oceňování nehmotných aktiv, Ekopress, 2010, ISBN 978-80-86929-62-0
- v) Malý J., Obchod nehmotnými statky, C.H.Beck 2002 ISBN 80-7179-320-5
- w) Prof. Dr. Ulrich Moser, : Bewertung immaterieller Vermögenswerte , 2017 Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart , ePDF: ISBN 978-3-7992-7015-1 Bestell-Nr. 20381-0151
- x) Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů
- y) Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů
- z) Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů
- aa) Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
- bb) Tisk a archiv ZNALCE
- cc) Internet (konkrétní odkaz vždy uveden dále v textu Znaleckého posudku)

2.3 VĚROHODNOST ZDROJE DAT

U písemných podkladů a informací získaných od Zadavatele tohoto posudku předpokládám:

- jejich plný soulad se všemi zákonnými a jinými závaznými předpisy České republiky, které měly platnost k datu ocenění, a
- jejich spolehlivost, pravdivost a věrohodnost.

Tento předpoklad jsem samostatně neprověřoval, v průběhu zpracování Znaleckého posudku jsem nezjistil skutečnosti, které by tento předpoklad vyloučily.

3 NÁLEZ

3.1 POPIS POSTUPU PŘI SBĚRU ČI TVORBĚ DAT

Data byla poskytnuta zadavatelem či byla získána z veřejně dostupných zdrojů. V případě predikcí byly vstupní data zpracovaná matematickými modely tak, aby predikce byla akceptovatelné, kde to bylo vhodné, byla provedeno ověření relevantnosti postupu.

3.2 POPIS POSTUPU PŘI ZPRACOVÁNÍ DAT – TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ

Obecně bylo postupováno podle výše uvedené odborné literatury a podle v prostředí ČR přítomných oceňovacích standardů (IVS a EVS)

Obecně lze konstatovat, že pokud se provádí oceňování majetku (sémanticky by bylo přesnější říci ohodnocuje se majetek), je výsledkem **vždy jeho hodnota** a nikoliv cena, přičemž, jak i vyplývá z výše uvedeného nástinu, není a neexistuje jedna objektivní, pro všechny účely platná hodnota. Vývoj praxe a teorie oceňování ukázaly, že existují **různé standardy hodnoty (Bases of Value) definované podle různých podmínek a požadavků kladených na ocenění**. Mezi jednotlivými přístupy k vymezení hledané hodnoty, používanými v rámci České republiky, však existuje značná rozdílnost. Rozdílné přístupy uplatňované v českém prostředí vyplývají zejména z různých požadavků na stanovení hodnoty daných právními předpisy. Přístupy k ocenění vyplývají z následujících zákonných úprav:

- | | | | |
|----|-------------------|----|--|
| a) | účetnictví | e) | zákon o obchodních korporacích |
| b) | daně | f) | občanský zákoník |
| c) | cenové předpisy | g) | zákon o přeměnách obchodních závodů, aj. |
| d) | zákon o oceňování | | |

V rámci těchto oblastí je konkrétní způsob určení hodnoty buď striktně stanoven, nebo je ponechán na osobě, která má hodnotu stanovit. V České republice neexistuje závazná norma, podle které by měla osoba stanovující hodnotu (Znalec) postupovat v případě, kdy není způsob určení hodnoty administrativně stanoven. V Znalecké praxi v oblasti oceňování se proto v těchto případech používá metodická základna a přístupy definované zejména:

1. v mezinárodních standardech finančního výkaznictví,
2. v mezinárodních a evropských oceňovacích standardech,
3. tuzemskou referenční oceňovací teorií a praxí,
4. německou oceňovací teorií a praxí,
5. americkou oceňovací teorií a praxí.

Výše uvedené přístupy se sice v mnohém překrývají, ale také se v mnohém liší.

Obecně se v oceňovatelské praxi definuje několik **standardů hodnot**, které popisují základní premisy, na kterých budou založeny hodnoty uváděné ve zprávách. Je krajně důležité, aby standard (příp. standardy) hodnoty odpovídal podmínkám a účelu oceňovacího úkolu, protože standard hodnoty může ovlivnit nebo určit volbu metod, vstupních údajů a předpokladů i konečný názor na hodnotu.

I když se v ocenění používá mnoho různých standardů hodnoty, většina z nich má určité společné prvky – předpokládanou transakci, předpokládané datum transakce a předpokládané strany transakce.

Předpokládaná transakce může mít v závislosti na standardu hodnoty řadu podob:

- a) hypotetická transakce,
- b) skutečná transakce,
- c) kupní (nebo vstupní) transakce,
- d) prodejní (nebo výstupní) transakce, a/nebo
- e) transakce na určitém nebo hypotetickém trhu se stanovenými charakteristikami.

Předpokládané datum transakce má vliv na to, jaké informace a údaje bude Znalec brát v ocenění do úvahy. Většina standardů hodnoty zakazuje brát do úvahy informace nebo nálady trhu, které by nebyly k datu ocenění pro účastníky známé nebo s přiměřenou náležitou péčí poznatelné.

Většina standardů hodnoty odráží předpoklady týkající se stran transakce a poskytuje určitou úroveň popisu těchto stran. Může v nich být uvedena jedna nebo více skutečných nebo předpokládaných charakteristik týkajících se těchto stran, například:

- a) hypotetické strany,
- b) známé nebo konkrétní strany,
- c) členové určené/popsané skupiny potenciálních stran,
- d) zda strany mají k předpokládanému datu určité podmínky nebo motivaci (např. tíseň), a/nebo
- e) předpokládaná úroveň znalostí.

Standardy hodnot:

1. Tržní hodnota (Market Value)
2. Tržní nájemné (Market Rent)
3. Spravedlivá hodnota (Fair Value, Equitable Value)
4. Investiční hodnota (Investment Value/Worth)
5. Synergická hodnota (Synergistic Value)
6. Likvidační hodnota (Liquidation Value)

3.2.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota (Market Value) je odhadovaná částka, za kterou by měly být aktivum nebo závazek směněny k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím v transakci uskutečněné v souladu principem tržního odstupu, po náležitém marketingu, kdy každá ze stran jednala informovaně, uvážlivě a nikoli v tísní.

Definice tržní hodnoty musí být aplikována v souladu s následujícím koncepčním rámcem:

- a) **Odhadovanou částkou** se rozumí cena vyjádřená v penězích splatná za aktivum v tržní transakci uskutečněné v souladu s principem tržního odstupu. Tržní hodnota je nejpravděpodobnější cena přiměřeně dosažitelná na trhu k datu ocenění v souladu s definicí tržní hodnoty. Jedná se o nejlepší cenu přiměřeně dosažitelnou prodávajícím a nejvýhodnější cenu přiměřeně dosažitelnou kupujícím. Tento odhad výslovně vylučuje možnost navýšení nebo snížení odhadované ceny na základě zvláštních podmínek nebo okolností, například atypického financování, ujednání o prodeji

a zpětném pronájmu, zvláštních zřetelů nebo ústupků ze strany jakékoli osoby zapojené do prodeje nebo jakéhokoli prvku hodnoty, který je dostupný pouze určitému vlastníkovu nebo kupci.

b)Tím, že **by měly být aktivum nebo závazek směněny** se rozumí skutečnost, že hodnota aktiva nebo závazku je odhadovaná částka, nikoli předem určená částka nebo skutečná prodejní cena. Jedná se o cenu v transakci, která splňuje všechny prvky definice tržní hodnoty k datu ocenění.

c)Slovy **k datu ocenění** je vyjádřen požadavek časově závislé hodnoty k danému datu. Vzhledem k tomu, že se trhy a podmínky na trhu mohou měnit, může být odhadovaná hodnota v jiném časovém okamžiku nesprávná nebo nepřiměřená. Částka ocenění odráží stav a okolnosti trhu k datu ocenění, nikoli k jakémukoli jinému datu.

d)**Ochotným kupujícím** se rozumí kupující, který je ke koupi motivován, ale nikoli nucen. Tento kupující není ani příliš dychtivý, ani rozhodnutý koupit za každou cenu. Jedná se také o kupujícího, který nakupuje v souladu s realitou aktuálního trhu a s aktuálními očekáváními trhu, nikoli ve vztahu k imaginárnímu nebo hypotetickému trhu, jehož existenci nelze prokázat nebo očekávat. Předpokládaný kupující by nezaplatil cenu vyšší, než kterou vyžaduje trh. Mezi ty, kdo tvoří „trh“, patří i současný vlastník.

e)**Ochotný prodávající** není ani příliš dychtivý prodávající, ani prodávající z donucení, který je připraven prodat za každou cenu, ani prodávající připravený počkat si na cenu, která není na současném trhu považována za přiměřenou. Ochotný prodávající je motivován prodat aktivum v tržních podmínkách za nejlepší cenu dosažitelnou na volném trhu po náležitém marketingu bez ohledu na to, jak vysoká tato cena může být. Součástí této úvahy nejsou faktické okolnosti, ve kterých se nachází skutečný vlastník, protože ochotný prodávající je hypotetický vlastník.

f)**Transakce uskutečněná v souladu s principem tržního odstupu** je transakce mezi stranami, které mezi sebou nemají konkrétní nebo zvláštní vztah, např. vztah mateřské a dceřiné Podniku nebo pronajímatele a nájemce, který může vést k cenové úrovni netypické pro daný trh nebo zvýšené cenové úrovni. Předpokládá se, že transakce, ve které jde o tržní hodnotu, probíhá mezi stranami, které mezi sebou nemají žádný vztah a jednájí vzájemně nezávisle.

g)Slovy **po náležitém marketingu** se rozumí, že aktivum bylo vystaveno na trhu nejvhodnějším způsobem, aby se dispozice s ním uskutečnila za nejlepší cenu přiměřeně dosažitelnou v souladu s definicí tržní hodnoty. Metoda prodeje je považována za nejvhodnější k dosažení nejlepší ceny na trhu, na který má prodávající přístup. Délka doby vystavení není pevná, ale liší se podle druhu aktiva a tržních podmínek. Jediným kritériem je, že doba musí být dostatečná k tomu, aby si aktivum mohlo získat pozornost dostatečného počtu účastníků trhu. Doba vystavení předchází datu ocenění.

h)Formulace **kdy každá ze stran jednala informovaně, uvážlivě** předpokládá, že jak ochotný kupující, tak ochotný prodávající jsou přiměřeně informováni o povaze a charakteristikách aktiva, o skutečných a potenciálních způsobech jeho využití a o stavu trhu k datu ocenění. Dále se u obou předpokládá, že své informace využijí uvážlivě, a budou tak usilovat o cenu, která je pro jejich příslušnou pozici v dané transakci co nejpříznivější. Uvážlivost se hodnotí vzhledem

ke stavu trhu k datu ocenění, nikoli zpětně z hlediska zkušeností nabytých k nějakému pozdějšímu datu. Není například nezbytně neuvážlivé, pokud prodávající na trhu s padajícími cenami prodá aktiva za cenu, která je nižší než předchozí tržní úroveň. V takových případech, stejně jako u ostatních směn na trzích s měnícími se cenami, bude uvážlivý kupující nebo prodávající jednat v souladu s nejlepšími tržními informacemi, které jsou v dané době dispozici.

i) Vyjádření a **nikoli v tísni** znamená, že obě strany jsou motivovány transakci provést, ale žádná z nich není k jejímu dokončení tlačena nebo nenáležitě nucena.

Koncept tržní hodnoty předpokládá cenu sjednanou na volném a konkurenčním trhu, kde účastníci jednají svobodně. Trhem by pro aktivum mohl být mezinárodní trh nebo místní trh. Trh by mohl být tvořen mnoha kupujícími a prodávajícími, nebo by mohl být charakterizován omezeným počtem účastníků trhu. Trh, na kterém se předpokládá vystavení aktiva k prodeji, je takový, na kterém se pomyslně směřované aktivum obvykle směnuje.

Tržní hodnota aktiva odráží jeho **nejvyšší a nejlepší využití (highest and best use)**. Nejvyšší a nejlepší využití je takové využití aktiva, které maximalizuje jeho potenciál a které je **možné, právně přípustné a finančně proveditelné**. Nejvyšší a nejlepší využití může být pokračováním stávajícího způsobu využití aktiva nebo nějakým alternativním způsobem využití. To je dáno využitím, které by účastník trhu pro dané aktivum zamýšlel při určování ceny, kterou by byl ochoten nabídnout.

Povaha a zdroj vstupních údajů ocenění musí být ve shodě se standardem hodnoty, který zase musí zohledňovat účel ocenění. K vytvoření názoru o hodnotě mohou být například použity různé přístupy a metody, jestliže využívají údaje odvozené z trhu. Tržní přístup bude využívat vstupní údaje odvozené z trhu ze své definice. Ke stanovení tržní hodnoty pomocí výnosového přístupu by měl být tento přístup aplikován s použitím vstupních údajů a předpokladů, které by měli účastníci. Ke stanovení tržní hodnoty pomocí nákladového přístupu by měly být náklady aktiva se stejnou užitečností a odpovídající amortizací určeny analýzou tržních nákladů a amortizace.

Nejrelevantnější a nejvýhodnější oceňovací metoda nebo metody musí být dány dostupnými údaji a okolnostmi týkajícími se trhu pro oceňované aktivum. Každý použitý přístup nebo metoda, pokud vychází z patřičně analyzovaných údajů odvozených z trhu, by měly vést ke stanovení tržní hodnoty.

Tržní hodnota neodráží atributy aktiva, které mají hodnotu pro určitého vlastníka nebo kupce, ale ostatním kupujícím na trhu nejsou dostupné. Takovéto výhody se mohou týkat fyzických, zeměpisných, ekonomických nebo právních charakteristik aktiva. Tržní hodnota vyžaduje, aby takové prvky hodnoty nebyly brány v potaz, protože k jakémukoli danému datu je předpokládána pouze existence ochotného kupujícího, nikoli konkrétního ochotného kupujícího.

3.2.2 Spravedlivá hodnota

Spravedlivá hodnota (dříve Fair Value, Equitable Value) je odhadovaná cena za převod aktiva nebo závazku mezi určenými znalými a ochotnými stranami, která odráží příslušné majetkové podíly těchto stran.

Spravedlivá hodnota vyžaduje stanovení ceny, která je spravedlivá mezi dvěma konkrétními, určenými stranami se zohledněním příslušných výhod nebo nevýhod, které každá z nich bude z transakce mít. Oproti tomu tržní hodnota vyžaduje, aby nebyly zohledňovány žádné výhody nebo nevýhody, které nejsou dostupné nebo neplynou účastníkům trhu obecně.

Spravedlivá hodnota je širší koncept než tržní hodnota. Cena, která je spravedlivá mezi dvěma stranami, se sice bude v mnoha případech rovnat ceně dosažitelné na trhu, budou však existovat i případy, kdy stanovení spravedlivé hodnoty bude zahrnovat zohlednění aspektů, které musí zůstat při stanovování tržní hodnoty nezohledněny, například určitých prvků synergické hodnoty vyplývajících z kombinace majetkových podílů.

Mezi příklady využití spravedlivé hodnoty patří:

- a)určení spravedlivé ceny za podíl v nekotovaném podniku, kde podíly dvou konkrétních stran mohou znamenat, že cena, která je mezi nimi spravedlivá, se liší od ceny, která by mohla být dosažitelná na trhu, a
- b)určení ceny, která by byla spravedlivá mezi pronajímatelem a nájemcem buď za trvalý převod pronajatého aktiva, nebo za zrušení nájemního závazku.

3.2.3 Investiční hodnota

Investiční hodnota (Investment Value/Worth) je hodnota aktiva pro určitého vlastníka nebo potenciálního vlastníka při individuální investici nebo provozních cílech.

Investiční hodnota je standard hodnoty specifický pro určitý subjekt. I když hodnota aktiva pro vlastníka může být stejná jako částka, která by mohla být realizována jeho prodejem jiné straně, tento standard hodnoty odráží užitky plynoucí subjektu z držení aktiva, a v důsledku toho nezahrnuje předpokládanou směnu. Investiční hodnota odráží okolnosti a finanční cíle subjektu, pro který se ocenění zpracovává. Často se používá ke stanovení výkonnosti investic.

3.2.4 Synergická hodnota

Synergická hodnota (Synergistic Value) je výsledkem kombinace dvou nebo více aktiv nebo podílů, kde kombinovaná hodnota je větší než součet jednotlivých hodnot.

Pokud jsou synergie k dispozici pouze jednomu konkrétnímu kupujícímu, bude se synergická hodnota lišit od tržní hodnoty, protože bude odrážet určité atributy aktiva, které mají hodnotu pouze pro konkrétního kupujícího. Přidaná hodnota přesahující souhrn příslušných podílů se často označuje jako „hodnota spojení“ (marriage value).

3.2.5 Likvidační hodnota

Likvidační hodnota (Liquidation Value) je částka, která by byla realizována při prodeji aktiva nebo skupiny aktiv po jednotlivých částech.

Likvidační hodnota by měla zohledňovat náklady na uvedení aktiv do prodejeschopného stavu i na činnosti v rámci likvidace. Likvidační hodnota může být určena na základě dvou různých premis hodnoty:

- a)řízená transakce s obvyklou dobou marketingu, nebo
- b)nucená transakce se zkrácenou dobou marketingu.

Znalec musí uvést, která premisa hodnoty je předpokládána.

3.2.6 Premisa hodnoty / předpokládané využití (Premise of Value / Assumed Use)

Premisa hodnoty neboli předpokládané využití popisuje okolnosti toho, jak jsou aktivum nebo závazek využívány. Různé standardy hodnoty mohou vyžadovat určitou premisu hodnoty nebo dovolovat, aby bylo vzato do úvahy více premis hodnoty. Některé běžné premisy hodnot jsou:

- a)nejvyšší a nejlepší využití,

- b) současný způsob využití / stávající způsob využití,
- c) řízená likvidace, a
- d) nucený prodej.

3.2.6.1 Nejvyšší a nejlepší využití (Highest and Best Use)

Nejvyšší a nejlepší využití je takové využití, z hlediska účastníka, které by u aktiva přineslo nejvyšší hodnotu. I když se tento koncept aplikuje nejčastěji u nefinančních aktiv, protože mnoho finančních aktiv nemá alternativní využití, mohou existovat okolnosti, za kterých je třeba vzít do úvahy i nejvyšší a nejlepší využití finančních aktiv.

Nejvyšší a nejlepší využití musí být **fyzicky možné** (pokud je to namístě), **finančně proveditelné**, **právně přípustné** a vést k nejvyšší hodnotě. Pokud by se lišilo od současného způsobu využití, byla by hodnota aktiva ovlivněna náklady na jeho převod na nejvyšší a nejlepší využití.

Nejvyšší a nejlepší využití aktiva může být jeho současný nebo stávající způsob využití, pokud je využíváno optimálně.

Nejvyšší a nejlepší využití se však může od současného způsobu využití lišit, nebo dokonce spočívat v řízení likvidaci.

Nejvyšší a nejlepší využití aktiva oceňovaného samostatně se může lišit od jeho nejvyššího a nejlepšího využití v rámci skupiny aktiv, kdy musí být zohledněn jeho přínos k celkové hodnotě skupiny.

Určení nejvyššího a nejlepšího využití zahrnuje uvážení následujících ohledů:

- a) Fyzická možnost určitého způsobu využití se stanoví s ohledem na to, co by bylo považováno za přiměřené účastníky.
- b) Při zvažování požadavku právní přípustnosti je třeba vzít do úvahy veškerá právní omezení využití aktiva, např. vyplývající z územního plánování, i pravděpodobnost, že dojde ke změně těchto omezení.
- c) Požadavek na finanční proveditelnost využití zohledňuje to, zda alternativní využití, které je fyzicky možné a právně přípustné, přinese typickému účastníkovi dostatečný výnos, po zohlednění nákladů na převod na toto využití, nad rámec výnosu ze stávajícího způsobu využití.

3.2.6.2 Současný způsob využití / stávající způsob využití (Current Use / Existing Use)

Současný způsob využití / stávající způsob využití je současný způsob, jak jsou aktivum, závazek nebo skupina aktiv a/nebo závazků využívány. Současný způsob využití zároveň může být, ale nikoli nezbytně je, i nejvyšším a nejlepším využitím.

3.2.6.3 Řízená likvidace (Orderly Liquidation)

Řízená likvidace popisuje hodnotu skupiny aktiv, kterou by bylo možné realizovat likvidačním prodejem, pokud by bylo k dispozici přiměřené časové období na nalezení kupce (příp. kupců), jestliže by ji byl prodávající nucen prodat, jak stojí a leží.

Přiměřené časové období na nalezení kupce (příp. kupců) se může lišit podle druhu aktiva a tržních podmínek.

3.2.6.4 Nucené prodeje (Forced Sales)

Termín „nucený prodej“ se často používá za okolností, kdy prodávající uskutečňuje prodej v tísní, a v důsledku toho není k dispozici doba na řádný marketing a kupující nemusí mít možnost provést dostatečný proces předinvestiční prověrky (due diligence). Cena, které by bylo možné za těchto okolností dosáhnout, bude záviset na povaze tlaku, kterému prodávající čelí, a důvodům, proč není možné provést řádný marketing. Může také odrážet důsledky neuskutečnění

prodeje prodávajícím v době, která je k dispozici. Jestliže není známa povaha tlaku na prodávajícího a jeho příčina, není možné cenu dosažitelnou při nuceném prodeji realisticky odhadnout. Cena, kterou prodávající při nuceném prodeji akceptuje, bude odrážet jeho vlastní poměry, nikoli poměry hypotetického ochotného prodávajícího z definice tržní hodnoty. „Nucený prodej“ je popisem situace, za které se daná směna odehrává, nikoli zvláštní standard hodnoty. Pokud je vyžadováno stanovení ceny dosažitelné za okolností nuceného prodeje, bude nezbytné uvedením příslušných předpokladů jasně určit důvody určit důvody tlaku na prodávajícího, včetně důsledků neuskutečnění prodeje v daném časovém období. Pokud tyto okolnosti k datu ocenění neexistují, musí být jasně určeny jako zvláštní předpoklady. Nucený prodej obvykle odráží nejpravděpodobnější cenu, kterou daný majetek zřejmě vynese za všech následujících podmínek:

- a) dokončení prodeje v krátkém časovém období,
- b) aktivum je vystaveno tržním podmínkám převládajícím k datu ocenění nebo v předpokládaném časovém rozmezí, během kterého má být transakce dokončena,
- c) kupující i prodávající jednájí uvážlivě a informovaně,
- d) prodávající uskutečňuje prodej v tísní,
- e) kupující je obvykle motivován,
- f) obě strany jednájí podle svého názoru ve svém nejlepším zájmu,
- g) normální marketingové aktivity nejsou možné vzhledem ke krátké době vystavení, a
- h) platba bude provedena v hotovosti.

Prodeje na neaktivním nebo klesajícím trhu nejsou automaticky „nucenými prodeji“ jenom proto, že by prodávající mohl doufat v lepší cenu, pokud by se podmínky zlepšily. Jestliže není prodávající nucen uskutečnit prodej ve lhůtě, která zabraňuje řádnému marketingu, bude prodávající ochotným prodávajícím ve smyslu definice tržní hodnoty.

V ocenění, kde standardem hodnoty je tržní hodnota, by obvykle potvrzené transakce „nuceného prodeje“ nebyly zohledňovány, ale ověřit, zda transakce uskutečněná v souladu s principem tržního odstupu byla nuceným prodejem, může být obtížné.

3.2.7 Oceňovací přístupy a metody

Tři základní oceňovací přístupy – tržní, výnosový a nákladový. Všechny jsou založeny na ekonomických principech cenové rovnováhy, očekávaných užitků nebo nahrazení.

Při výběru oceňovacích přístupů a metod pro určité aktivum je cílem nalézt metodu, která bude za konkrétních okolností nejvhodnější. Žádná jednotlivá metoda není vhodná pro každou možnou situaci.

Oceňovatelé nejsou povinni použít k ocenění aktiva více než jednu metodu, zejména pokud je oceňovatel vzhledem ke skutečnostem a okolnostem oceňovací zakázky silně přesvědčen o přesnosti a spolehlivosti jediné metody. Oceňovatelé by však měli uvážit použití více přístupů a metod a ke stanovení hodnoty by měl být vzat do úvahy a může být použit více než jeden oceňovací přístup nebo metoda, zejména pokud u jediné metody existují jen nedostatečné faktické nebo pozorovatelné vstupní údaje pro dosažení spolehlivého závěru. Pokud se použije více než jeden přístup a metoda, nebo i více metod v rámci jednoho přístupu, měl by být závěr o hodnotě založený na těchto vícero přístupech a/nebo metodách přiměřený a oceňovatel by měl ve zprávě popsat proces analýzy a rekonsiliace odlišných hodnot do jediného závěru bez provedení průměrování.

I když žádný jednotlivý přístup ani metoda nejsou aplikovatelné za všech okolností, za nejpersvědčivější doklad hodnoty se obecně považují cenové informace z aktivního trhu. I když žádný jednotlivý přístup ani metoda nejsou aplikovatelné za všech okolností, za nejpersvědčivější doklad hodnoty se obecně považují cenové informace z aktivního trhu.

3.2.7.1 Tržní přístup

V tržním přístupu (Market Approach) se hodnota stanovuje porovnáním aktiva se shodnými nebo srovnatelnými (tj. podobnými) aktivy, pro která jsou k dispozici cenové informace.

Tržní přístup by měl být aplikován a měla by mu být přiznána významná váha za následujících okolností:

- a) oceňované aktivum bylo nedávno prodáno v transakci vhodné ke zohlednění v rámci daného standardu hodnoty,
- b) oceňované aktivum nebo podstatně podobná aktiva jsou veřejně obchodována, a/nebo
- c) existují časté a/nebo nedávné pozorovatelné transakce s podstatně podobnými aktivy.

Výše uvedené okolnosti by svědčily pro to, že by měl být tržní přístup aplikován a že by mu měla být přiznána významná váha. Pokud však nejsou výše uvedená kritéria splněna, existují i další, níže uvedené okolnosti, kdy může být tržní přístup aplikován a může mu být přiznána významná váha. Při použití tržního přístupu za následujících okolností by měl znalec posoudit, zda není možné hodnotu stanovenou tržním přístupem potvrdit i aplikací a vážením případných dalších přístupů:

- a) Transakce zahrnující oceňované aktivum nebo podstatně podobná aktiva nejsou dostatečně nedávné vzhledem k úrovním volatility a aktivity na trhu.
- b) Aktivum nebo podstatně podobná aktiva se veřejně obchodují, ale ne aktivně.
- c) Jsou k dispozici informace o tržních transakcích, ale srovnatelná aktiva mají oproti oceňovanému aktivu významné rozdíly, potenciálně vyžadující subjektivní úpravy.
- d) Informace o nedávných transakcích nejsou spolehlivé (tj. jde o informace z doslechu, chybějící informace, synergického kupce, transakci, která nebyla v souladu s principem tržního odstupu, prodej v tísní apod.).
- e) Kritickým prvkem ovlivňujícím hodnotu aktiva je cena, které by dosáhlo na trhu, nikoli náklady reprodukce nebo jeho schopnost generovat výnosy.

Různorodá povaha mnoha aktiv znamená, že často není možné najít tržní doklady o transakcích zahrnujících shodná nebo podobná aktiva. I za okolností, kdy se tržní přístup nepoužije, by měly být při aplikaci ostatních přístupů maximálně využity vstupní údaje vycházející z trhu (např. tržní oceňovací metriky, jako jsou skutečné výnosy a míry návratnosti).

3.2.7.2 Výnosový přístup

Ve výnosovém přístupu (Income Approach) se hodnota stanovuje převedením budoucích peněžních toků na jedinou současnou hodnotu. Hodnota aktiva se v rámci výnosového přístupu určuje pomocí hodnoty výnosů, peněžních toků nebo úspor nákladů generovaných aktivem.

Výnosový přístup by měl být aplikován a měla by mu být přiznána významná váha za následujících okolností:

- a) schopnost aktiva generovat výnosy je z hlediska účastníků kritickým prvkem ovlivňujícím jeho hodnotu, a/nebo
- b) u oceňovaného aktiva jsou k dispozici přiměřené projekce výše a načasování budoucích výnosů, ale existuje jen málo relevantních srovnatelných aktiv na trhu, pokud vůbec nějaká jsou.

Výše uvedené okolnosti by svědčily pro to, že by měl být výnosový přístup aplikován a že by mu měla být přiznána významná váha, existují však i další, níže uvedené okolnosti, kdy může být výnosový přístup aplikován a může mu být přiznána významná váha. Při použití výnosového přístupu za následujících okolností by měl Znalec posoudit, zda není možné hodnotu stanovenou výnosovým přístupem potvrdit i aplikací a vážením případných dalších přístupů:

- a) schopnost oceňovaného aktiva generovat výnosy je z hlediska účastníků pouze jedním z několika faktorů ovlivňujících jeho hodnotu,
- b) existuje významná nejistota ohledně výše a načasování budoucích výnosů vztahujících se k oceňovanému aktivu,
- c) chybí přístup k informacím týkajícím se oceňovaného aktiva (menšinový vlastník například může mít přístup k minulým účetním výkazům, ale ne k prognózám/rozpočtům), a/nebo
- d) oceňované aktivum dosud nezačalo generovat výnosy, ale podle projekcí začne.

Fundamentálním základem výnosového přístupu je skutečnost, že investoři očekávají výnos ze svých investic a že tento výnos by měl odrážet vnímanou rizikovost investice.

Investoři mohou obecně očekávat pouze kompenzaci systematického rizika (označované také jako „tržní riziko“ nebo „nediverzifikovatelné riziko“).

3.2.7.3 Nákladový přístup

V nákladovém přístupu (Cost Approach) se hodnota stanovuje na základě ekonomického principu, že kupující nezaplatí za aktivum více, než kolik dělají náklady na pořízení aktiva se stejnou užitečností, ať jeho koupí, nebo jeho zhotovením, jestliže tu nepůsobí faktory nevhodného času, komplikací, rizika nebo jiné. V tomto přístupu se hodnota stanoví tak, že se vypočítají náklady nahrazení nebo reprodukce aktiva a provedou se odečty za zhoršení fyzického stavu a všechny ostatní relevantní formy znehodnocení.

Nákladový přístup by měl být aplikován a měla by mu být přiznána významná váha za následujících okolností:

- a) účastníci by byli schopni nově vytvořit aktivum s užitečností v podstatě stejnou, jako má oceňované aktivum, bez regulatorních nebo právních omezení, a toto aktivum by mohlo být nově vytvořeno dostatečně rychle, takže by účastník nebyl ochoten zaplatit významnou prémii za možnost využít oceňované aktivum ihned,
- b) aktivum přímo nevytváří výnosy a jedinečná povaha aktiva znemožňuje použití výnosového přístupu nebo tržního přístupu, a/nebo
- c) použitý standard hodnoty v základu vychází z nákladů nahrazení, např. hodnota náhrady.

Výše uvedené okolnosti by svědčily pro to, že by měl být nákladový přístup aplikován a že by mu měla být přiznána významná váha, existují však i další, níže uvedené okolnosti, kdy může být nákladový přístup aplikován a může mu být přiznána významná váha. Při použití nákladového přístupu za následujících okolností by měl Znalec posoudit, zda není možné hodnotu stanovenou nákladovým přístupem potvrdit i aplikací a vážením případných dalších přístupů:

- a) účastníci by mohli uvažovat o novém vytvoření aktiva s podobnou užitečností, ale nové vytvoření aktiva je spojeno s potenciálními právními nebo regulatorními překážkami nebo významným množstvím času,
- b) pokud se nákladový přístup používá ke kontrole přiměřenosti jiných přístupů (například použití nákladového přístupu k ověření, zda by podnik oceňovaný za předpokladu jeho nepřetržitého trvání nemohl mít větší hodnotu na základě likvidace), a/nebo

c)aktivum bylo vytvořeno nedávno, takže existuje vysoká míra spolehlivosti předpokladů používaných v nákladovém přístupu.

Hodnota částečně dokončeného aktiva bude obecně odrážet náklady dosud vzniklé při vytváření aktiva (a to, zda tyto náklady přispěly k hodnotě) a očekávání účastníků ohledně hodnoty majetku po dokončení, ale bude zohledňovat náklady a čas potřebné k dokončení aktiva a odpovídající úpravy podle zisku a rizika.

3.3 METODY OCEŇOVÁNÍ MAJETKU

Znalec provedl ocenění podílu 100% v podniku WOOD EFACT, s.r.o. výnosovou metodou na bázi DCFF (pro věřitele a vlastníky). Ocenění uvažuje o hodnotové bázi – investiční hodnota. Jako tržní odstup se považuje analýza relevantního trhu jak na úrovni vstupů tak na úrovni výstupů. Náklady kapitálu jsou odvozeny z kapitálových trhů v BRD. Finanční plán je odvozen z podkladů zadavatele, přičemž základní parametry byly přiměřeně verifikovány. Jako kontrolní odhad byla aplikována porovnávací metoda násobitelů.

3.4 POPIS MAJETKU

Na základě prohlídky byl znalec obeznámen s dlouhodobým majetkem, který v době prohlídky představoval ucelenou technologii pro zpracování dřevní suroviny (pilařská kapacita):

Logistika – přeprava dřevní hmoty – návěsy, tahače

Plocha pro skladování

Technika manipulace v areálu

Pilařský provoz

Sušení

Expedice

Nájemní smlouva mezi PH KOVO- RECYCLING CHEB, s.r.o. a WOOD EFACT s.r.o. včetně bodu 5. Sleva kupní ceny na předmět nájmu o obsahu opce na převod nemovitých věcí.

Fotodokumentace je v příloze 2

4.1 OBECNÉ INFORMACE O PROVEDENÉM OCENĚNÍ

Obecné informace o provedeném ocenění zahrnují informace o použitém oceňovacím standardu, kategorii výsledné hodnoty získané oceněním a speciálních předpokladech, za kterých je výsledná hodnota platná.

4.1.1 Použitý oceňovací standard

Tento Znalecký posudek je vypracován v souladu s **uvedenou odbornou literaturou a v souladu s oceňovacími standardy aplikovanými v podmínkách ČR (IVS, EVS)** představující základní oceňovací pramen, podle kterého je také provedeno ocenění uvedené v tomto posudku.

4.1.2 Výsledná kategorie hodnoty

V mezinárodním kontextu výsledná kategorie hodnoty oceňovaném majetku – podnik získaná provedeným oceněním odpovídá „**investiční hodnotě**“, jejíž definiční znaky jsou uvedeny v kapitole 3.2.3. .

4.2 OCENĚNÍ A JEHO POPIS

Pro ocenění byly aplikovány dvě metody:

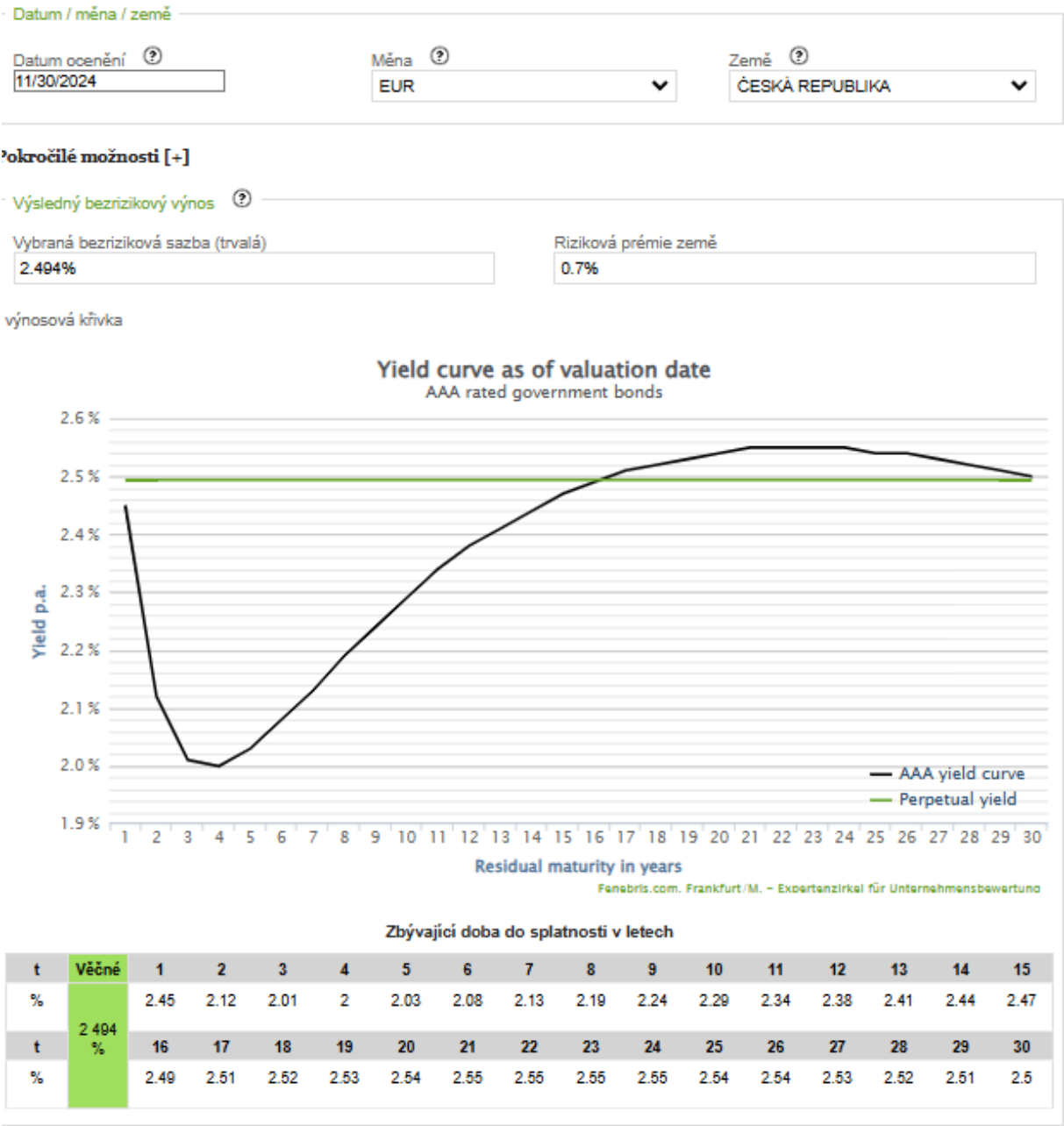
1. Výnosová
2. Porovnávací – báze násobitelů EV/EBITDA

4.2.1 Ocenění výnosovou metodou podniku WOOD EFFECT

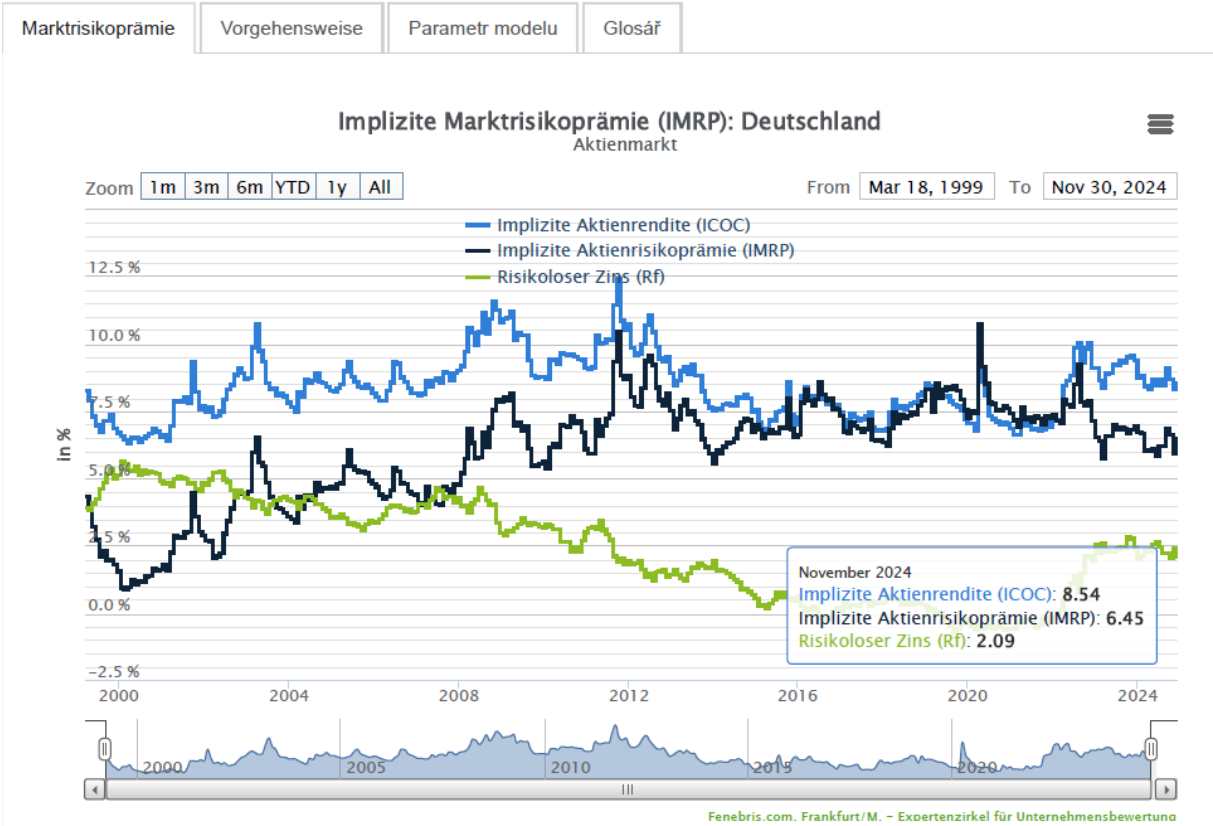
4.2.1.1 Odhad diskontní míry a rizikové prémie země

Je aplikována číselná řada odvozená ze Svensonovy výnosové křivky jako odhad Deutsche Bundesbank na základě pozorovatelných aktuálních výnosů federálních dluhopisů, federálních dluhopisů a federálních pokladničních poukázek se (zbývajících) splatnostmi minimálně 3 měsíce.

Tabulka 1Bezriziková sazba, prémie země



4.2.1.2 Odhad rizikové prémie trhu



Zdroj <https://www.xn--marktrisikoprämie-7nb.de/de.html>
Pro odhad diskontní míry bude aplikována hodnota 6,45%.

Tabulka 2 Koeficient BETA, Total Beta

DaxSector All Industries, DAX, MDAX, TecDAX: 1YR Beta
as of 15.10.2024
Source: Refinitiv Eikon

	1 year Equity Beta	R ²	n	Cost of Equity	Debt - Equity Ratio (Market Values)	Asset Beta (Modigliani Miller)	Asset Beta (Harris Pringle)	Net Debt - Equity Ratio (Market Values)	Operating Asset Beta (Modigliani Miller)	Operating Asset Beta (Harris Pringle)
Automobile	1.23	0.48	20	8.8%	2.45	0.45	0.36	1.82	0.54	0.43
Banks	1.20	0.38	5	8.6%						
Basic Resources	0.68	0.06	7	5.7%	0.87	0.42	0.36	0.45	0.51	0.47
Chemicals	0.84	0.36	16	6.6%	0.49	0.62	0.56	0.41	0.65	0.59
Construction	1.17	0.44	6	8.4%	0.67	0.80	0.70	0.36	0.93	0.86
Consumer	0.74	0.31	21	6.1%	0.18	0.66	0.63	0.06	0.71	0.69
Financial Services	0.74	0.28	62	6.1%						
Food & Beverages	0.25	0.01	6	3.4%	0.93	0.15	0.13	0.77	0.16	0.14
Industrial	1.19	0.69	90	8.5%	0.40	0.93	0.85	0.24	1.02	0.96
Insurance	0.72	0.33	7	6.0%						
Media	0.84	0.41	23	6.6%	0.45	0.64	0.58	0.32	0.69	0.64
Pharma & Healthcare	0.89	0.44	36	6.9%	0.51	0.65	0.59	0.40	0.69	0.63
Retail	1.32	0.29	31	9.3%	0.49	0.98	0.88	0.27	1.11	1.04
Software	1.14	0.38	44	8.3%	0.05	1.11	1.09	0.00	1.14	1.14
Technology	1.72	0.34	21	11.5%	0.18	1.53	1.47	0.11	1.60	1.55
Telecommunication	0.32	0.10	8	3.8%	1.02	0.18	0.16	0.93	0.19	0.16
Transportation & Logistics	1.08	0.36	8	8.0%	0.76	0.71	0.61	0.51	0.79	0.71
Utilities	0.60	0.12	8	5.3%	0.89	0.37	0.32	0.54	0.44	0.39
CDAX	1.00	1.00	315	7.5%	0.80	0.64	0.56	0.46	0.76	0.69
DAX	0.99	0.98	40	7.5%	0.78	0.64	0.56	0.44	0.75	0.69
MDAX	1.05	0.68	50	7.8%	0.68	0.71	0.62	0.46	0.79	0.72
TECDAX	1.05	0.71	30	7.8%	0.75	0.69	0.60	0.61	0.73	0.65

© HHL Chair of Financial Management

Zdroj www.finexpert.info
Pro odhad míry rizika (zde koeficient total beta odvozeny z nezadlužené BETA a hodnoty R² jako vyjádřením korelace s daným odvětvím.
Vstupní data industrial R² = 0,69; Asset Beta (M-M) = 0,93; odhad total beta = 1,35

4.2.1.3 Vliv inflace

4.2.1.3.1 BRD

Tisková zpráva č. 389 ze dne 11. října 2024

Index spotřebitelských cen, září 2024

+1,6 % oproti stejnému měsíci předchozího roku (prozatímní výsledek potvrzen)

0,0 % oproti předchozímu měsíci (prozatímní výsledek potvrzen)

Harmonizovaný index spotřebitelských cen, září 2024

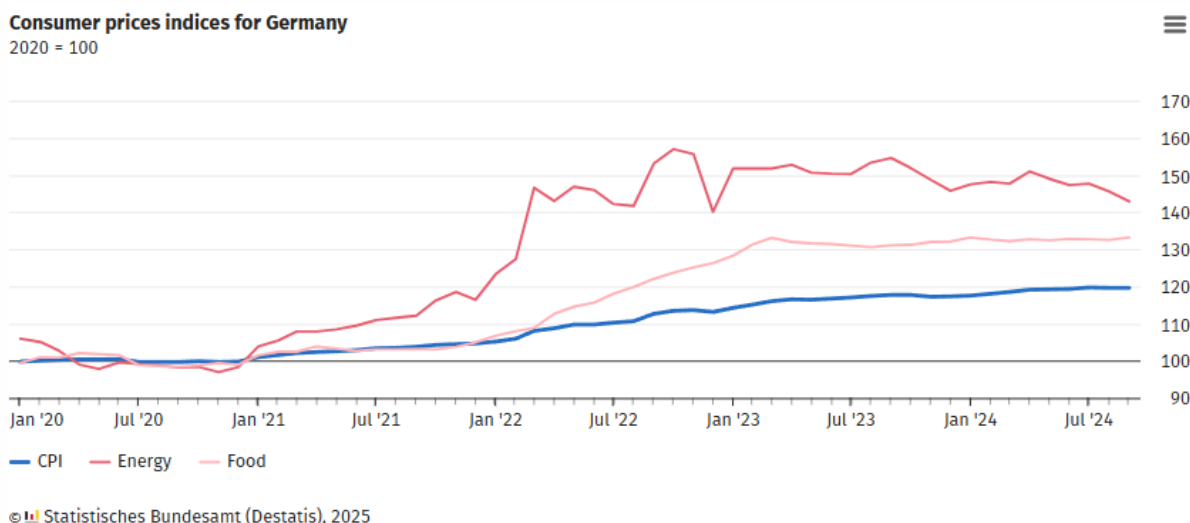
+1,8 % oproti stejnému měsíci předchozího roku (prozatímní výsledek potvrzen)

-0,1 % oproti předchozímu měsíci (prozatímní výsledek potvrzen)

WIESBADEN – Míra inflace v Německu, měřená jako meziroční změna indexu spotřebitelských cen (CPI), v září 2024 činila +1,6 %. Míra změny v srpnu 2024 již klesla pod dvouprocentní hranici, když v červenci 2024 dosáhla +2,3 %. Naposledy byla inflace v únoru +214 nižší než v září, kdy byla před více než 2 roky +21.5 % 5 % 2021. "Především další snižování cen energií zpomalilo inflaci v září 2024 výrazněji než v předchozích měsících. Na druhou stranu růst cen služeb, které jsou stále nadprůměrné, vyhnal inflaci nahoru," říká Ruth Brandová, prezidentka Federálního statistického úřadu (Destatis). Ve srovnání se srpnem 2024 zůstaly spotřebitelské ceny v září 2024 stabilní (0,0 %).

Indexy spotřebitelských cen pro Německo

Obrázek 1 Index spotřebitelských cen pro Německo



©Statistisches Bundesamt (Destatis), 2025Consumer prices indices for Germany2020 = 100CPIEnergyFoodJan '20Jul '20Jan '21Jul '21Jan '22Jul '22Jan '23Jul '23Jan '24Jul '2490100110120130140150160170

Ceny energetických produktů se ve srovnání se zářím 2023 snížily o 7,6 %.

Ceny energetických produktů v září 2024 zaznamenaly pokles o 7,6 % a byly výrazně nižší než ve stejném měsíci předchozího roku. Po poklesu o 5,1 % v srpnu 2024 a 1,7 % v červenci 2024 se tak pokles cen opět prohloubil. V září 2024 byly meziročně nižší jak ceny motorových paliv (-12,6 %), tak i energií pro domácnosti (-4,0 %). U energií pro domácnosti spotřebitelé těžili zejména z nižších cen topného oleje (-17,9 %) a palivového dřeva, dřevěných pelet a dalších pevných paliv (pouze v Německu) (-12,0 %). Ceny elektřiny (-6,4 %) a zemního plynu (-1,9 %) byly rovněž nižší než v září 2023. Naproti tomu dálkové vytápění bylo stále výrazně dražší (+31,8 %) než o rok dříve.

Ceny potravin se v září 2023 zvýšily o 1,6 %.

Ceny potravin (pouze v němčině) v září 2024 byly o 1,6 % vyšší než ve stejném měsíci předchozího roku po nárůstu o 1,5 % v srpnu 2024. Meziročně byly v září 2024 zaznamenány výrazné nárůsty cen jedlých tuků a olejů (+16,6 %,

včetně olivového oleje (pouze v němčině): +29,6 % a másla): +29,6 % a máslo V září 2024 museli spotřebitelé více než o rok dříve platit také za další skupiny potravin, jako je cukr, džem, med a další cukrovinky (+5,4 %), ovoce (+3,7 %) a chléb a cereálie (+1,2 %).

Cenové indexy energetických produktů

Spojnicový graf s 5 řádky.

2020 = 100

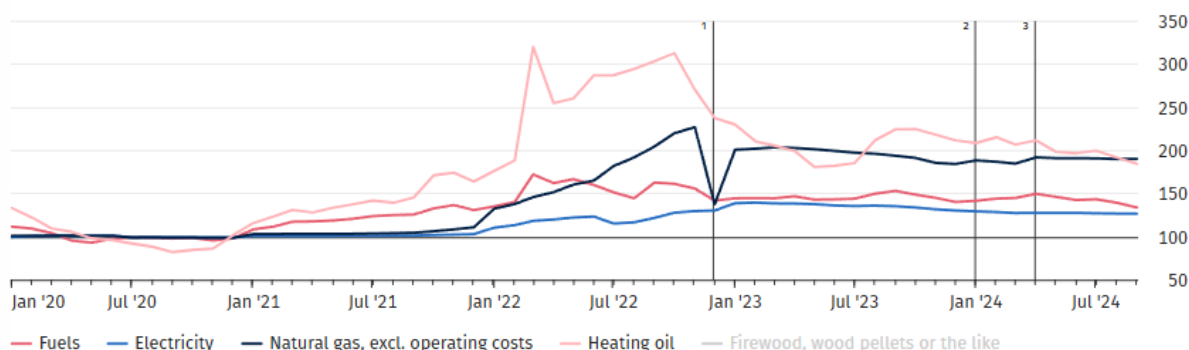
1. prosince 2022: prosinec okamžitá pomoc, pouze pro zemní plyn, vyjma provozní náklady. 2 zvýšení ceny CO₂. 3 Konec dočasné DPH na plyn (včetně LPG) a dálkové vytápění.

Cenové indexy energetických produktů

Obrázek 2 Cenové indexy energetických produktů

Price indices for energy products

2020 = 100



1 December 2022: December immediate assistance, only for natural gas, excl. operating costs. 2 CO₂ price increase. 3 End of the temporary VAT on gas (including LPG) and district heating.

© Statistisches Bundesamt (Destatis), 2025

©Statistisches Bundesamt (Destatis), 2025¹²³Price indices for energy products2020 = 1001 December 2022: December immediate assistance, only for natural gas, excl. operating costs. 2 CO₂ price increase. 3 End of the temporary VAT on gas (including LPG)and district heating.FuelsElectricityNatural gas, excl. operating costsHeating oilFirewood, wood pellets or the likeJan '20Jul '20Jan '21Jul '21Jan '22Jul '22Jan '23Jul '23Jan '24Jul '2450100150200250300350

Míra inflace bez potravin a energií +2,7 %

Bez započtení cen energií činila míra inflace v září 2024 +2,5 % . Míra inflace bez potravin a energií , často označovaná jako jádrová inflace, byla v září 2024 o něco vyšší, a to +2,7 % . Obě sazby od ledna 2024 výrazně převyšovaly celkovou inflaci, což dokazuje, že inflace byla nadprůměrná i v ostatních důležitých produktových skupinách.

Ceny zboží se ve srovnání se zářím 2023 snížily o 0,3 %.

Ceny zboží (celkem) se od září 2023 do září 2024 snížily (-0,3 % , z toho zboží krátkodobé spotřeby: -0,6 % , ale zboží dlouhodobé spotřeby: +0,1 %). Kromě výrazného poklesu cen energií (-7,6 %) však byly dražší jednotlivé produkty, zejména nealkoholické nápoje (+6,0 %), tabákové výrobky (+5,2 %) a nové osobní automobily (+3,1 %).

Meziročně nadprůměrný nárůst cen služeb o 3,8 %.

Ve srovnání se stejným měsícem předchozího roku byly ceny služeb (celkem) v září 2024 vyšší o 3,8 % , zůstávají tak na výrazně vyšší úrovni než celková inflace. Dříve služby v květnu 2024 až srpnu 2024 konstantně meziročně rostly o +3,9 % . V období od září 2023 do září 2024 se zvýšily zejména ceny pojišťovacích služeb (+12,9 % , včetně pojištění dopravy (pouze německy): +25,8 %), služeb sociálních zařízení (pouze v němčině ca.7és) a restaurací (+6,7 %). Další výrazné zvýšení cen bylo zaznamenáno například u údržby a oprav vozidel (+5,5 %), mezinárodních dovolených s komplexními službami (+4,9 %), dodávky vody a různých služeb souvisejících s bydlením (+4,6 %). Čisté nájemné bez nákladů na vytápění je i nadále významným faktorem přispívajícím k vývoji cen služeb. Míra růstu cen +2,1 % převýšila míru inflace. Některé služby naopak stojí méně než ve stejném měsíci předchozího roku, například letenky na mezinárodní lety (-3,9 %) a telekomunikační služby (-0,6 %).

Ceny produktů z minerálních olejů meziměsíčně výrazně klesly o 4,0 %.

Ve srovnání se srpnem 2024 zůstal index spotřebitelských cen v září 2024 stabilní. Ceny energií (celkem) klesly o 1,9 % . Nižší ceny byly zejména u produktů z minerálních olejů, topných olejů a motorových paliv (shodně o 4,0 %). Ceny

potravin (celkem) naopak meziměsíčně vzrostly o 0,5 %. Došlo k podstatnému nárůstu cen másla (+3,9 % ve srovnání se srpnem 2024). V září 2024 docházelo také k sezónním cenovým výkyvům: např. vzrostly ceny oděvů (+4,7 %), zatímco ceny mezinárodních dovolených s komplexními službami klesly (-6,3 %).

4.2.1.3.2 ČR

Meziměsíční srovnání

Meziměsíčně vzrostly spotřebitelské ceny v říjnu o 0,3 %. V oddíle bydlení byly vyšší především ceny tuhých paliv o 1,7 %, nájemného z bytu o 0,4 % a výrobků a služeb pro běžnou údržbu bytu také o 0,4 %. V oddíle potravin a nealkoholické nápoje se zvýšily zejména ceny ovoce o 5,9 %, vajec o 15,5 %, pekárenských výrobků a obilovin o 0,6 % a másla o 3,5 %. Ceny polotučného trvanlivého mléka klesly o 15,0 %, masa o 1,1 %, zeleniny o 1,5 % a cukru o 11,3 %. Vývoj cen v oddíle odívání a obuv byl ovlivněn vyššími cenami oděvů o 0,8 % a obuvi o 1,2 %. Ceny zboží úhrnem vzrostly o 0,2 % a ceny služeb o 0,5 %.

Meziroční srovnání

„Spotřebitelské ceny v říjnu pokračovaly ve zrychlování meziročního růstu. Ten byl však stejně jako v září tlumen cenami pohonných hmot, které již tři měsíce po sobě klesly. Nafta se v říjnu na čerpacích stanicích v průměru prodávala zhruba za 34,20 Kč/l a benzín Natural 95 přibližně za 35,60 Kč/l. V případě nafty to byla nejnižší hodnota od loňského července a v případě benzínu Natural 95 dokonce od října roku 2021,“ uvedla Pavla Šedivá, vedoucí oddělení statistiky spotřebitelských cen ČSÚ.

Meziročně vzrostly spotřebitelské ceny v říjnu o 2,8 %, což bylo o 0,2 procentního bodu více než v září. Toto **zrychlení**¹⁾ meziročního růstu cen bylo ovlivněno především vývojem cen v oddíle bydlení. Ceny elektřiny byly v říjnu vyšší o 10,5 % (v září růst o 8,8 %) a ceny zemního plynu klesly o 2,3 % (v září pokles o 4,2 %). Toto zrychlení růstu resp. zmírnění poklesu bylo důsledkem jejich většího meziměsíčního poklesu v říjnu loňského roku. Ceny tepla a teplé vody meziročně vzrostly o 8,3 % (v září růst o 6,9 %) a ceny tuhých paliv přešly ze zářijového poklesu o 0,9 % v růst o 0,9 % v říjnu.

Na meziroční **růst cenové hladiny** měly v říjnu největší vliv ceny v oddíle bydlení, kde (kromě již výše zmíněného) vzrostly ceny nájemného z bytu²⁾ o 6,2 %, výrobků a služeb pro běžnou údržbu bytu o 4,2 %, vodného o 10,9 % a stočného o 13,4 %. Další v pořadí vlivu byly ceny v oddíle stravování a ubytování, kde byly vyšší ceny stravovacích služeb o 6,9 % a ubytovacích služeb o 9,0 %. V oddíle alkoholické nápoje, tabák vzrostly ceny lihovin o 4,5 %, piva o 4,4 % a tabákových výrobků o 7,0 %. Ceny vína meziročně klesly o 1,6 %. V oddíle rekreace a kultura se zvýšily ceny dovolených s komplexními službami o 5,0 %. V oddíle potravin a nealkoholické nápoje byly vyšší zejména ceny másla o 40,6 % a čokolády a čokoládových výrobků o 14,4 %. Na meziroční snižování cenové hladiny působily v říjnu nejvíce ceny v oddíle doprava zejména vlivem cen pohonných hmot a olejů, které byly meziročně nižší o 11,4 %.

Náklady vlastnického bydlení (imputované nájemné) meziročně vzrostly o 1,7 % (v září o 1,4 %) zejména v důsledku růstu cen nových nemovitostí. Úhrnný index spotřebitelských cen bez započtení nákladů vlastnického bydlení byl 102,9 %. (Více informací: Metodická poznámka.)

Ceny zboží úhrnem vzrostly o 1,3 % a ceny služeb o 5,3 %.

Hladina bazického indexu spotřebitelských cen k základnímu období průměr roku 2015 byla v říjnu 152,3 % (v září 151,8 %).

Míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného indexu spotřebitelských cen za posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsíců byla v říjnu 3,1 % (v září 3,5 %).

Propočet

Diference ukazatele inflace ČR – BRD = 3,1% - 1,6% = 1,5%

4.2.2 Plán tržeb a nákladů

Tabulka 3 BUSINESS Plán

	2025		2026		2027	
Výkaz zisků a ztrát v CZK	štípané dřevo	tvrdé dřevo	štípané dřevo	tvrdé dřevo	štípané dřevo	tvrdé dřevo
Tržby za prodané zboží	105 520 350	520 000 000	110 796 368	770 000 000	116 336 186	1 020 000 000
Náklady vynaložené na prodané zboží	34 450 000	145 600 000	36 172 500	215 600 000	37 981 125	285 600 000
Obchodní marže	71 070 350	374 400 000	74 623 868	554 400 000	78 355 061	734 400 000
OM v %	67%	72%	67%	72%	67%	72%
Spotřeba materiálu a energie	13 780 000	20 800 000	14 469 000	30 800 000	15 192 450	40 800 000
Služby	6 890 000	31 200 000	7 234 500	46 200 000	7 596 225	61 200 000
Osobní náklady	10 335 000	52 000 000	10 851 750	77 000 000	11 394 338	102 000 000
ON v % na tržby a výkony	10%	10%	10%	8%	10%	11%
Odpisy a oprávky	N/A	3 000 000	N/A	22 500 000	N/A	22 500 000
Provozní výsledek hospodaření (EBIT)	40 065 350	267 400 000	42 068 618	377 900 000	44 172 048	507 900 000
Provozní HV v %	38%	51%	38%	49%	38%	50%
Nákladové úroky	N/A	18 840 000	N/A	14 819 498	N/A	12 464 825
Ost. fin. výnosy	N/A	300 000	N/A	200 000	N/A	200 000
Ost. fin. náklady	N/A	20 000	N/A	20 000	N/A	20 000
Finanční výsledek hospodaření	N/A	19 120 000	N/A	14 999 498	N/A	12 644 825
Výsledek hospodaření před zdaněním	40 065 350	248 280 000	42 068 618	362 900 502	44 172 048	495 255 175
Daň z příjmu za běžnou činnost	8 413 724	52 138 800	8 834 410	76 209 105	9 276 130	104 003 587
Výsledek hospodaření za účetní období	40 065 350	267 400 000	42 068 618	377 900 000	44 172 048	507 900 000

Zdroj Objednavatel

4.2.3 Plán CF

Tabulka 4 Plán CF zadavatel

CASH FLOW v CZK	2025	2026	2027
Provozní činnost			
Hospodářský výsledek před zdaněním	288 345 350	404 969 120	539 427 223
Odpisy majetku	3 000 000	22 500 000	22 500 000
Vyúčtované nákladové úroky	18 840 000	14 819 498	12 464 825
Čisté provozní CF před zdaněním	266 505 350	367 649 622	504 462 398
Uhrazená daň vč.vyúčtování min.období	60 552 524	85 043 515	113 279 717
Čisté provozní CF	205 952 827	282 606 106	391 182 681
Investiční činnost			
Nabytí aktiv	100 000 000	72 000 000	50 000 000
Finanční činnost			
Poskytnutí úvěru	100 000 000	72 000 000	0
Splátka úvěru	27 652 395	30 672 897	34 027 570
Uhrazené nákladové úroky	18 840 000	14 819 498	12 464 825
Čisté CF (zvýšení/snížení peněžních prostředků)	159 460 432	237 113 711	344 690 286
Výplata dividend			

Zdroj Objednavatel – zachycuje očekávání při využití kapacit Břasy + WOOD EFEKT

Dokument Business plán (příloha č. 3) společnosti WS Investiční a.s. obsahuje základní plán tržeb a zisku a plán CASH FLOW. V popisu tvorby plánu specifikuje podíl společnosti WOOD EFEKT z hlediska kapacity jak technologie tak i personálních zdrojů. Z těchto informací pak vychází ocenění Společnosti. Plán pracovního kapitálu pak akceptuje historický vývoj společnosti a obdobné ukazatele (obrat – splatnosti) u společnosti WOTAN WOOD a.s. jako představitele účastníků na relevantním trhu podnikatelských subjektů s výraznou přítomností výroby na export (zpracování dřeva jako suroviny do výrobků s vysokou přidanou hodnotou. Osobní náklady vycházejí z informace o třísměnném provozu, kdy osádka jedné směny je přibližně 15 osob, předpokládané průměrné mzdy. Investiční politika se odhaduje na úrovni odpisů. Vzhledem k očekávané životnosti přesahující návratnost investice do společnosti pro terminální fázi byl uvažován Gordonův vzorec z plánů pro první rok terminální fáze. Pro cizí zdroje nebyl uvažován cizí úročené zdroje. Financování chodu podniku se předpokládá ze zdrojů skupiny s časovým testem do jednoho roku. Tento předpoklad se opírá o výrazný cenový diferenciál cen suroviny na vstupu a výrobků a zboží na straně výstupu. Diferenciál je navíc podmíněn existencí speciálních znalostí o stavu a dostupnosti dubového porostu na území ČR ve skupině. Pro odhad provozních nákladů mimo osobních bylo postupováno přiměřeně dle leaderu trhu, společnosti WOTAN Forest, a.s., IČ 26060701.

4.2.3.1 Predikce plánu pro ocenění

Tabulka 5 Predikce plánu pro ocenění

		Plán					
Finanční plán	řís. CZK	2025	2026	2027	2028	2029 TF	
		2	3	4	5	6	7
Tržby celkem		482 940	604 470	584 881	585 056	585 232	585 466
Tržby za prodej zboží		13 800	17 273	16 713	16 718	16 723	16 730
Náklady vynaložené na prodané zboží		0	0	0	0	0	0
Ochodní marže		13 800	17 273	16 713	16 718	16 723	16 730
Výkony		469 140	587 197	568 168	568 338	568 508	568 736
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb		469 140	587 197	568 168	568 338	568 508	568 736
Změna stavu vnitropod. zásob vlast. výroby		0	0	0	0	0	0
Aktivace		0	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba		437 238	547 268	529 532	529 691	529 850	530 062
Spotřeba materiálu a energie		324 645	406 341	393 172	393 290	393 408	393 565
Služby		112 594	140 927	136 360	136 401	136 442	136 497
Přidaná hodnota		45 702	57 202	55 348	55 365	55 382	55 404
Osobní náklady		25 716	27 001	28 351	29 769	31 258	32 820
Mzdové náklady		19 049	20 001	21 001	22 051	23 154	24 311
Odměny členům orgánů společnosti a družstva		0	0	0	0	0	0
Sociální a zdravotní pojištění		6 667	7 000	7 350	7 718	8 104	8 509
Sociální náklady		0	0	0	0	0	0
Dané		1 795	2 247	2 174	2 174	2 175	2 176
Tržby z prodeje materiálu		0	0	0	0	0	0
Prodaný materiál		0	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek		0	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy		0	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady		0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy		1 468	1 838	1 778	1 779	1 779	1 780
Ost. fin. náklady		0	0	0	0	0	0
KPVH před odpisy		19 660	29 792	26 601	25 200	23 728	22 187
% tržeb		4,2%	5,1%	4,7%	4,4%	4,2%	3,9%
Odpisy		4 727	4 727	4 727	4 727	4 727	4 727
Korigovaný provozní VH		14 933	25 065	21 874	20 473	19 001	17 460
% tržeb		3,2%	4,3%	3,8%	3,6%	3,3%	3,1%
Nákladové úroky		718	718	718	718	718	718
Výnosy z dl. finančního majetku		0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy		1 468	1 838	1 778	1 779	1 779	1 780
Ost. fin. náklady		86	99	111	121	121	121
Zisk z prodeje dl. majetku		0	0	0	0	0	0
Výnosy z krátkodobého finančního majetku		0	0	0	0	0	0
Náklady z finančního majetku		0	0	0	0	0	0
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů		0	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů		0	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opr. položek ve fin. oblasti		0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky		0	0	0	0	0	0
Výsledek za běžnou činnost před daní		14 215	24 347	21 156	19 755	18 283	16 742
% tržeb		3,0%	4,1%	3,7%	3,4%	3,2%	2,9%
Dañ z příjmů		2 985	8 530	4 443	4 149	3 840	3 516
sazba daně z příjmů		21%	21%	21%	21%	21%	21%
Mimořádný výsledek hospodaření							
VH za účetní období (+/-)		11 230	15 817	16 714	15 607	14 444	13 227
% tržeb		2,4%	2,7%	2,9%	2,7%	2,6%	2,3%
Rozdělení zisku							
VH k rozdělení		2 038	11 230	15 817	16 714	15 607	14 444
Přiděl do rezervního fondu		0	0	0	0	0	0
Statutární a ostatní fondy		0	0	0	0	0	0
Dividendy		0	5 053	7 118	7 521	7 023	6 500
Výplatní poměr			45%	45%	45%	45%	45%
VH minulých let		2 038	6 176	8 700	9 192	8 584	7 944
Rozvaha		0	-0	0	-0	0	-0
AKTIVA CELKEM		173 968	217 093	213 219	206 786	206 968	206 466
Dlouhodobý majetek		18 492	21 414	23 846	26 006	27 925	29 630
Dlouhodobý nehmotný majetek							
Dlouhodobý hmotný majetek		18 492	21 414	23 846	26 006	27 925	29 630
Dlouhodobý finanční majetek		0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva		151 012	190 091	183 967	175 372	173 634	171 424
Zásoby	0	26 683	33 398	32 315	32 325	32 335	32 348
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0	0
Provozně nepořadný							
Krátkodobé pohledávky	0	102 835	112 622	93 405	77 861	62 307	46 749
Finanční majetek	0	21 494	44 071	58 246	65 186	78 991	92 327
Provozně nutný		0	37 638	43 702	40 072	38 282	36 455
Provozně nepořadný							
Časové rozlišení		4 464	5 587	5 406	5 408	5 410	5 412
PASIVA CELKEM		173 968	217 093	213 219	206 786	206 968	206 466
Vlastní kapitál		14 946	25 710	35 305	43 391	50 812	57 539
Základní kapitál		201	201	201	201	201	201
Kapitálové fondy		17 252	17 252	17 252	17 252	17 252	17 252
Fondy ze zisku		0	0	0	0	0	0
Zákonný rezervní fond		0	0	0	0	0	0
VH minulých let		-13 737	-7 561	1 139	10 331	18 915	26 859
VH běžného úč. období (+/-)		11 230	15 817	16 714	15 607	14 444	13 227
Cizí zdroje		156 883	188 705	175 322	160 803	153 563	146 334
Rezervy		500	500	500	500	500	500
Dlouhodobé závazky		15	15	15	15	15	15
Krátkodobé závazky	0	156 368	188 190	174 807	160 288	153 048	145 819
z toho: úročené závazky		0	0	0	0	0	0
Bankovní úvěry a výpomoci		0	0	0	0	0	0
Bankovní úvěry dlouhodobé		0	0	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry		0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení		2 140	2 678	2 591	2 592	2 593	2 594
		0	0	0	0	0	0
Cash flow		0	0	0	0	0	0
Počáteční hotovost	✓	0	21 494	44 071	58 246	65 186	78 991
VH za účetní období (+/-)		11 230	15 817	16 714	15 607	14 444	13 227
odpisy	✓	4 727	4 727	4 727	4 727	4 727	4 727
změna prac. kapitálu	✓	26 850	15 320	6 917	1 015	8 304	8 316
ostatní	✓	-2 810	-585	94	-1	-1	-1
Provozní CF		39 996	35 280	28 452	21 348	27 474	26 268
Investiční CF	✓	5 000	-7 649	-7 159	-6 887	-6 646	-6 432
Finanční CF	✓	-23 502	-5 053	-7 118	-7 521	-7 023	-6 500
čistá CF v období		21 494	22 577	14 175	6 940	13 805	13 336
konečný zůstatek		21 494	44 071	58 246	65 186	78 991	92 327
		0	0	0	0	0	0
Finanční analýza		2025	2026	2027	2028	2029 TF	
Rentabilita celkového kapitálu		8,6%	11,5%	10,3%	9,9%	9,2%	8,5%
Rentabilita vlastního kapitálu		75,1%	61,5%	47,3%	36,0%	28,4%	23,0%
Rentabilita tržeb		2,3%	2,6%	2,9%	2,7%	2,6%	2,3%
Běžná likvidita		1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2
Rychlá likvidita		0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0
Rychlá likvidita z provozně nutného fin. majetku		0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
Peněžní likvidita		0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6
Zadluženost celková		0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
Zadluženost vlastního kapitálu		10,6	7,4	5,0	3,8	3,1	2,6
Úrokové krytí		20,8	34,9	30,5	28,5	26,5	24,3
Krytí dl. majetku celk. dl. kapitálem		0,8	1,2	1,5	1,7	1,8	1,9
Krytí dl. majetku vlastním kapitálem		0,8	1,2	1,5	1,7	1,8	1,9
Doba obratu celkových aktiv (dny)		131	131	133	129	129	129
Doba obratu zásob (dny)		30	30	30	30	30	30
Prům. doba splatnosti kr. pohledávek (dny)		78	68	58	49	39	29
Prům. doba splatnosti kr. závazků (dny)		123	120	114	105	100	95

Zdroj Vlastní

4.3 PLÁN FCFF

Tabulka 6 Plán FCFF

	2025	2026	2027	2028	2029 TF	
Dlouhodobý majetek	18 492	21 414	23 846	26 006	27 925	29 630
Working capital	-3 031	4 810	11 974	17 900	23 402	28 424
Investovaný kapitál	15 461	26 225	35 820	43 906	51 327	58 054
	-195,2%	69,6%	36,6%	22,6%	16,9%	13,1%
Tržby/ IC	31,2	23,0	16,3	13,3	11,4	10,1
					7420,83	
	2025	2026	2027	2028	2029 TF	
Tempo růstu KPVH	67,9%	-12,7%	-6,4%	-7,2%	-8,1%	
Míra investic netto	51,2%	54,9%	52,6%	54,4%	47,6%	
Rentabilita investic netto	62,1%	-18,3%	-7,3%	-4,6%	-18,6%	
rentabilita investovaného kapitálu	131,3%	67,6%	46,3%	35,1%	27,6%	
FCFF	2025	2026	2027	2028	2029 TF	
KPVH	14 933	25 065	21 874	20 473	19 001	17 460
sazba daně z příjmu	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Upravená daň z příjmu	2 837	4 762	4 156	3 890	3 610	3 317
KPVH po dani	12 095	20 303	17 718	16 583	15 391	14 143
% růst	438,3%	67,9%	-12,7%	-6,4%	-7,2%	-8,1%
Odpisy	4 727	4 727	4 727	4 727	4 727	4 727
Úprava o nepeňěžní operace						
Investice do dlouhodobého majetku	5 000	5 000	4 838	4 839	4 841	4 843
Investice do pracovního kapitálu	-3 031	7 842	7 164	5 926	5 502	5 022
Dotace do rezervního fondu						
FCFF	14 854	12 188	10 443	10 545	9 775	9 005

Zdroj Vlastní

4.3.1 **Hodnota dle DCF entity**
Tabulka 7 Hodnota dle DCF entity

	2025	2026	2027	2028	2029
Bezriziková výnosová míra - r_f	2,45%	2,12%	2,01%	2,00%	2,03%
total Beta nezadlužená	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Datateam - industrial					
Riziková průměrná kapitálového trhu	8,54%	8,54%	8,54%	8,54%	8,54%
BRD - http://www.xn--marktrisikoermie-7rb.de/					
Riziko selhání země	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%
Damosdaran CRP=1%					
	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%
inflační diferenciál BRD - CZ	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Riziková průměrná země opravená o rozdíl v inflaci	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%
Riziková přírůžka za menší společnost					
Riziková přírůžka za menší likviditu					
Sazba daně z příjmu	21%	21%	21%	21%	21%
Beta zadluž.	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Náklady vlastního kapitálu	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
Náklady CK	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CK/K (vstupní struktura)					
V/K/K	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Podíl CK/VK	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	12,900%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%

	2025	2026	2027	2028	2029
FCFF	14 854	12 188	10 443	10 545	9 775
Hodnota brutto k 1.1.	49 882	41 463	34 665	28 728	21 918
Úročený CK	0	0	0	0	0
Hodnota netto k 1.1.	49 882	41 463	34 665	28 728	21 918
<i>Výsledný podíl CK/K</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>

DCF	30.11.2024	2025	2026	2027	2028	2029
FCFF		14 854	12 188	10 443	10 545	9 775
Diskont		0,88	0,78	0,69	0,61	0,54
Současná hodnota FCFF		13 022	9 455	7 170	6 407	5 256
SH 1. fáze		41 310				
Pokračující hodnota		90 964				
SH 2. fáze		48 909				
Hodnota brutto		90 219				

Zdroj Vlastní, vizte výše

4.3.2 FCFF terminální fáze

Tabulka 8 FCFF terminální fáze

	TF
Bezriziková výnosová míra - r_f	2,49%
total Beta nezadlužená	1,35
Datastream - industrial	
Riziková prémie kapitálového trhu	8,54%
BRD - http://www.xn--marktrisiko-prmie-7nb.de/	
Riziko selhání země	0,70%
Damosdaran CRP=1%	0,70%
inflační diferenciál BRD - CZ	1,50%
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci	2,20%
Riziková přírůžka za menší společnost	
Riziková přírůžka za menší likviditu	
	0,0605
Sazba daně z příjmu	21%
Beta zadluž.	1,35
Náklady vlastního kapitálu	12,90%
Náklady CK	0,0%
CK/K (vstupní struktura)	...
V/K/K	100,0%
Podíl CK/VK	0,0%
WACC	12,90%
	TF
FCFF	9 005
Hodnota brutto k 1.1.	14 992
Úročený CK	0
Hodnota netto k 1.1.	14 992
Výsledný podíl CK/K	0,0%
	DCF
FCFF	9 005
Diskont	0,48
Současná hodnota FCFF	4 289

Zdroj Vlastní

Diskontování se uvažuje od 11.měsíce roku 2024. Rok 2024 a jeho vliv zbytku roku 2024 nebyl uvažován. Substance je kapacitně pro dosažení tržeb vyhovující. Podle plánu zadavatele se předpokládá, že financování provozu prostřednictvím holdingu se týká pouze kalendářního roku.

Hodnota společnosti odvozená metodou DCF entity je vyjádřena částkou 90 000 tis. Kč po zaokrouhlení.

5 ODŮVODNĚNÍ

5.1 INTERPRETACE VÝSLEDKŮ ANALÝZY HODNOTY

Znalec provedl ocenění hodnoty 100% podílu ve společnosti WOOD EFFECT s.r.o., IČ: 28134877 na
Znalec provedl kontrolu počtu zaměstnanců :

Tabulka 9 Pořez na zam.

Pořez (m ³ /rok)	Velikost	Počet subjektů	Celkový pořez (m ³ /rok)	% pořezu	% z celk. počtu	Průměrný pořez (m ³ /rok)	Pořez (zaměst. / rok)	Počet zam.	Počet zam. ve skupině	Pořez na zam. ve skupině (m ³)
0 – 2.499	velmi malé	398	384 600	5,5%	55,8%	966	294	1 309	6 274	473
2.500 – 4.999	malé 1	144	497 100	7,1%	20,2%	3 452	426	1 168		
5.000 – 9.999	malé 2	74	501 900	7,2%	10,4%	6 782	517	970		
10.000 – 19.999	střední	54	737 300	10,5%	7,6%	13 654	554	1 330		
20.000 – 49.999	větší střední	27	848 000	12,1%	3,8%	31 407	567	1 496	3 033	1 329
50.000 – 200.000	velké pily	11	985 900	14,1%	1,5%	89 627	608	1 622		
200.000 +	velkopily	5	3 045 400	43,5%	0,7%	609 080	2 158	1 411		
Celkem		713	7 000 200	100,0%	100,0%		752	9 307	9 307	752

Zdroj Lesyrc **zajisteni-potencialu-drevozpracujicich-podniku-11-**

Počet zaměstnanců je pak odvozen z údaje 20 800 m³ /473 m³ / zam. = 44 zam. Předložený plán udává pro třísměnný provoz 3 x 15 = 45 zaměstnanců.

5.2 BÁZE NÁSOBKŮ

Vymezení intervalu pro hodnotu společnosti na bázi násobků

Vzhledem k zásadní změně využití aktiv by aplikován násobek EV/EBITDA

Tabulka 10 Násobky EV /EBITDA

DaxSector All Industries, DAX, MDAX, TecDAX: EV/EBITDA

as of 15.10.2024

Source: Refinitiv Eikon

	Trailing EV/EBITDA					1 YR Forward EV/EBITDA				
	Arith. mean	Median	Harm. mean	Variance	n	Arith. mean	Median	Harm. mean	Variance	n
Automobile	4.8x	4.7x	4.3x	3.0	18	5.6x	4.5x	4.5x	11.1	19
Banks										
Basic Resources	4.6x	3.0x	3.2x	14.7	4	4.2x	4.1x	3.2x	5.4	4
Chemicals	10.2x	7.3x	5.9x	95.5	14	8.5x	7.8x	6.7x	18.5	13
Construction	6.4x	6.1x	4.1x	12.9	5	5.4x	5.7x	4.6x	3.3	5
Consumer	10.2x	9.3x	7.4x	54.3	15	9.7x	7.1x	6.6x	50.4	14
Financial Services										
Food & Beverages	4.9x	4.4x	4.7x	1.7	5	5.9x	5.6x	5.2x	5.0	4
Industrial	9.0x	7.2x	5.4x	39.1	70	8.7x	8.1x	7.1x	15.3	65
Insurance										
Media	6.7x	6.9x	4.6x	15.9	14	7.5x	6.0x	6.0x	19.6	11
Pharma & Healthcare	10.6x	9.0x	7.2x	39.6	26	11.5x	11.1x	9.1x	26.7	21
Retail	10.2x	7.1x	4.0x	69.7	20	10.6x	7.5x	6.3x	54.4	21
Software	11.8x	10.3x	8.7x	68.3	35	9.6x	9.1x	8.4x	16.3	30
Technology	10.4x	7.5x	1.5x	64.6	14	10.6x	8.7x	7.4x	45.2	14
Telecommunication	6.8x	7.8x	6.1x	6.4	7	7.2x	6.0x	6.4x	10.1	7
Transportation & Logistics	6.8x	6.1x	5.6x	10.3	8	6.3x	6.3x	5.7x	5.8	7
Utilities	11.5x	6.8x	6.1x	99.5	7	8.5x	7.0x	7.1x	21.0	4
CDAX	9.4x	7.4x	5.9x	50.4	219	8.5x	7.2x	6.6x	21.1	196
DAX	11.4x	7.8x	7.1x	66.2	30	10.5x	8.9x	8.1x	26.3	32
MDAX	9.3x	8.6x	6.9x	30.7	41	8.6x	7.8x	7.0x	16.9	42
TECDAX	12.3x	9.6x	8.1x	72.4	27	10.0x	9.3x	8.6x	18.9	25

© HHL Chair of Financial Management

finexpert

Pro odhad násobku bylo aplikován násobek pro odvětví Industrial – EV/EBITDA = 7,2x. Plán pro rok 2025 předpokládá EBITDA vy výši 43 212 tis. Kč což odpovídá hodnotě 311 127 tis. Kč. Vzhledem k okolnosti, že oceňovaná společnost není na relevantním trhu stabilizovaná, lze implicitní hodnotu násobku 2,1 považovat za relevantní.

Podle Damodarana (https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html) pak násobek EV/EBITDA pro odvětví Paper/Forest Products pro pozitivní společnosti 10,29, pro všechny společnosti 6,77. Násobky podle DAMODARANA ukazují na výrazně vyšší hodnotu.

Odhadnutá hodnota 90 000 tis. Kč je výrazně pod hodnotami odvozených z násobků EV/EBITDA z obecného ukazatele pro průmysl (FINEXPERT) či Paper/Forest Products (Damodaran – EUROPE k 5.1.2024) což odráží životní fázi oceňované společnosti po jejím převzetí novým vlastníkem a zároveň i skutečnost, že ani jeden z násobků nezachycuje stav kapitálových trhů z hlediska podnikatelských aktivit srovnatelných společností.

5.3 KONTROLA IRR

Pro relevantnost odhadu výše nákladů na vlastní kapitál byl proveden výpočet vnitřního výnosového procenta (IRR), které je jedním z nejdůležitějších ukazatelů finanční analýzy. Používá se k určení výhodnosti investic. IRR udává procentuální míru zhodnocení investice za určité období. Bere v úvahu veškeré příjmy a výdaje spojené s danou investicí.

Vzorec pro výpočet vnitřního výnosového procenta (IRR):

Pro výpočet vnitřního výnosového procenta se používá tento vzorec:

$$0 = CF_0 + CF_1/(1+r) + CF_2/(1+r)^2 + \dots + CF_n/(1+r)^n$$

V tomto vzorci:

- CF_0 = počáteční investice
- $CF_1, CF_2, \dots, CF_n$ = peněžní toky v jednotlivých obdobích
- r = vnitřní výnosové procento
- n = počet období

Interpretace vnitřního výnosového procenta (IRR):

Vnitřní výnosové procento se porovnává s požadovanou výnosností investora. Pokud je vnitřní výnosové procento vyšší než požadovaná výnosnost, investice je považována za výhodnou. V opačném případě je investice považována za nevýhodnou.

IRR je charakterizováno hodnotou 9%, což nepředstavuje zásadní odchylku od odhadu diskontní míry na úrovni 10%.

5.4 KONTROLA DIVIDENDOVÝM MODELEM

Tabulka 11 Hodnota dle dividendového modelu

Dividendový model	2025	2026	2027	2028	2029	TF
výplatní poměr - odhad	0%	45%	45%	45%	45%	45%
dividendy	0	5 053	7 118	7 521	7 023	6 500
daň 15%	0,0	758,0	1067,7	1128,2	1053,5	975,0
vestupní hodnota do modelu	-	4 295	6 050	6 393	5 970	5 525
diskont		0,78	0,69	0,61	0,54	0,48
SH		3 332	4 154	3 884	3 210	
TF		50 225				
Odhad hodnoty		64 805				

Zdroj Vlastní

Podíl hodnot DCT a z dividend je $65000/90000 = 72\%$. Pro hodnotu z dividend na úrovni 89 000 tis. Kč (výplatní poměr je 62%) pak hodnota DCF 110 000 tis. Kč, což dává poměr $89\,000/110\,000 = 81\%$. Při vyplácení podílu na zisku (dividend) oceňovaná společnost zvyšuje svoji hodnotu (vliv snižování pracovního kapitálu).

5.5 REKAPITULACE OCENĚNÍ

Tabulka 12 Rekapitulace ocenění

metoda výnosová DCF	90 000 000 Kč
Dividendový model (báze 45% výplatní poměr)	65 000 000 Kč
FINEXPERT porovnávací metoda	311 000 000 Kč
Damodaran porovnávací metoda (pozitivní)	445 000 000 Kč

Zdroj Znalec

Rozdíl v hodnotách vyjadřuje různou velikost, fázi životního cyklu, likviditu.

5.6 KONZULTANT

Nebyl přibrán.

5.7 KONTROLA POSTUPU

Znalec při zpracování Znaleckého posudku:

- a) vybere zdroj dat – vizte kapitola 2,
- b) sebere nebo vytvoří data – vizte kapitola 2,
- c) zpracuje data – vizte kapitola 3,
- d) provede analýzu dat a zformuluje její výsledky – vizte kapitola 4.1 hmoty ročeně = až 4.5,
- e) interpretuje výsledky analýzy dat – vizte kapitola 4.3 až 5.1,
- f) zkontroluje svůj postup podle písmen a) až e) – vizte kapitola 5.2,
- g) zformuluje závěr – vizte kapitola 6.

6 ZÁVĚR

6.1 CITACE ZADANÉ ODBORNÉ OTÁZKY

Hodnota 100% podílu ve společnosti WOOD EFACT s.r.o., IČ: 28134877,

Na základě provedených analýz a ocenění a s ohledem na předpoklady a omezení uvedená v tomto Znaleckém posudku, Znalec konstatuje, že investiční hodnota s prvky tržního odstupu k negociaci hodnoty podílů činí :

100% podíl ve společnosti WOOD EFACT s.r.o., IČ: 28134877

90 000 tis. Kč

Slovy devadesátmilionů korun českých

6.2 PODMÍNKY SPRÁVNOSTI ZÁVĚRU, PŘÍPADNĚ SKUTEČNOSTI SNIŽUJÍCÍ JEHO PŘESNOST

Vstupy se považují za věrohodné viz. kapitola 4.

ODMĚNA NEBO NÁHRADA NÁKLADŮ ZNALCE,
Dle příslušné vyhlášky.

7 ZNALECKÁ DOLOŽKA

Znalecký posudek jsem podal jako znalec jmenovaný rozhodnutím Krajského soudu v Č. Budějovicích ze dne 22.9.93, č.j. SPR 1505/93 pro základní obor ekonomika – ceny a odhady movitost, rozhodnutím ze dne 15.4.2014 pro specializaci oceňování podniků, cenných papírů a nehmotného majetku a jako znalec jmenovaný pro obor strojírenství, odvětví všeobecné strojírenství, specializace posuzování technického stavu strojů a zařízení rozhodnutím č.j. Spr.1566/2017 ze dne 15.1.2018.

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem č. 097386/2024.

V Záboří 13.12.2024

Ing. Pavel Dytrych

Email: Pavel.dytrych@gmail.com

m.t. 774504521

Příloha 1 Výpis z obchodního rejstříku

Výpis

z obchodního rejstříku, vedeného
Krajským soudem v Plzni
oddíl C, vložka 19482

Datum vzniku a zápisu:	21. února 2007
Spisová značka:	C 19482 vedená u Krajského soudu v Plzni
Obchodní firma:	WOOD EFFECT s.r.o.
Sídlo:	Svatý Kříž 404, Háje, 350 02 Cheb
Identifikační číslo:	279 72 925
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Předmět podnikání:	Poskytování služeb pro zemědělství, zahradnictví, rybníkářství, lesnictví a myslivost Činnost odborného lesního hospodáře a vyhotovování lesních hospodářských plánů a osnov Nakládání s reprodukčním materiálem lesních dřevin Úprava nerostů, dobývání rašeliny a bahna Zpracování dřeva, výroba dřevěných, korkových, proutěných a slaměných výrobků Výroba a hutní zpracování železa, drahých a neželezných kovů a jejich slitin Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků Povrchové úpravy a svařování kovů a dalších materiálů Nakládání s odpady (vyjma nebezpečných) Přípravné a dokončovací stavební práce, specializované stavební činnosti Zprostředkování obchodu a služeb Velkoobchod a maloobchod Zastavárenská činnost a maloobchod s použitým zbožím Skladování, balení zboží, manipulace s nákladem a technické činnosti v dopravě Nákup, prodej, správa a údržba nemovitostí Pronájem a půjčování věcí movitých Příprava a vypracování technických návrhů, grafické a kresličské práce Reklamní činnost, marketing, mediální zastoupení Poskytování technických služeb Provádění staveb, jejich změn a odstraňování Silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny určenými k přepravě zvířat nebo věcí
Statutární orgán:	
jednatel:	OLDŘICH KLÍMA , dat. nar. 22. prosince 1967 č.p. 184, 270 36 Lubná Den vzniku funkce: 14. srpna 2024
Počet členů:	1
Způsob jednání:	Jednatel jedná za společnost samostatně.
Společníci:	
Společník:	WS QUERCUS s.r.o., IČ: 643 60 920 č.p. 123, 338 24 Břasy
oddíl C, vložka 19482	
Druh podílu: základní	
Základní kapitál:	201 000,- Kč
Ostatní skutečnosti:	Obchodní korporace se podřídila zákonu jako celku postupem podle § 777 odst. 5 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech.

příloha 2 Fotodokumentace











