

# Znalecký posudek

č. A 134/2016

**ÚKOL:**

Znaleckým úkolem je provést **ke dni 31.12.2015 ocenění kmenových akcií emitovaných společností Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s.** se sídlem Purkyňova 1849, 470 77, Česká Lípa (**NP ČL**) pro účely jednání Libereckého kraje, jako stávajícího 100 % akcionáře NP ČL, s městem Česká Lípa **o kapitálovém vstupu města Česká Lípa do NP ČL**, který by vedl k **získání minoritního podílu v NP ČL**.

Znalecké ocenění je provedeno na základě údajů vycházejících z roční účetní závěrky NP ČL sestavené k 31. 12. 2015, historických výsledků hospodaření NP ČL a předpokladů (očekávání) vývoje ekonomiky NP ČL v dalších obdobích.

**ZADAVATEL:**

**Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s.**

se sídlem: Purkyňova 1849, 470 77, Česká Lípa  
jejímž jménem jedná: Ing. Jaroslav Kratochvíl, předseda představenstva  
IČO: 27283518  
zapsaná u Krajského soudu v Ústí nad Labem, oddíl B, vložka 1648  
(dále také „**Zadavatel**“ nebo „**NP ČL**“)

**ZPRACOVATEL:** **PRAGUE ACCOUNTING SERVICES s.r.o.**

*zapsaná do obchodního rejstříku, vedeného Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka 46569*

**Znalecký ústav zapsaný rozhodnutím Ministerstva spravedlnosti ČR do seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika**

se sídlem: Praha 8, Karlín, Sokolovská 5/49, PSČ 186 00  
jejímž jménem jedná Ing. Marek Votlučka, jednatel společnosti  
IČO: 25094921

(dále také „**Znalec**“) pracující v odborném konsorciu se společností

**NEXIA AP a.s.**

*zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze v oddílu B, vložka 14203*

se sídlem: Praha 8, Sokolovská 5/49, PSČ: 186 00  
jejímž jménem jedná: Ing. Valdemar Linek, předseda představenstva společnosti  
IČO: 48117013

V Praze dne **25. dubna 2016**

Tento posudek obsahuje **53** stran textu a **4** přílohy

Vyhotovení č.: **1** z celkového počtu **4**

**Osnova:**

<b>A</b>	<b>NÁLEZ.....</b>	<b>- 1 -</b>
1	ZÁKLADNÍ INFORMACE.....	- 2 -
1.1	Vymezení úkolu (předmět a účel) .....	- 2 -
1.2	Datum ocenění a zohledněné informace.....	- 2 -
1.3	Provedená šetření a komunikace s NP ČL.....	- 2 -
1.4	Oceňovací pramen (Standard) .....	- 3 -
1.5	Hledaná kategorie výsledné hodnoty.....	- 3 -
1.6	Obecné předpoklady a omezení .....	- 3 -
1.7	Identifikace a prohlášení Znalce.....	- 4 -
1.8	Výchozí podklady a materiály použité při zpracování znaleckého posudku.....	- 5 -
2	TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ.....	- 6 -
2.1	Mezinárodní oceňovací standardy .....	- 6 -
3	IDENTIFIKACE OCEŇOVANÉ SPOLEČNOSTI .....	- 12 -
3.1	Historie a činnost společnosti Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. (NP ČL).....	- 12 -
3.2	Předmět činnosti.....	- 12 -
3.3	Účetnictví společnosti.....	- 12 -
3.4	Vývoj finanční pozice společnosti .....	- 12 -
3.5	Vývoj výkonnosti NP ČL.....	- 13 -
3.6	Identifikace neprovozního majetku a závazků .....	- 14 -
<b>B</b>	<b>POSUDEK .....</b>	<b>- 15 -</b>
1	STRATEGICKÁ ANALÝZA .....	- 16 -
1.1	Analýza vnějšího potenciálu.....	- 16 -
1.2	Analýza vnitřního potenciálu NP ČL .....	- 20 -
2	VOLBA ZPŮSOBU OCENĚNÍ A JEHO POPIS .....	- 23 -
2.1	Popis ocenění výnosovým přístupem .....	- 23 -
2.2	Popis ocenění tržním přístupem .....	- 24 -
2.3	Popis metody ocenění účetní hodnotou .....	- 25 -
3	SPECIÁLNÍ PŘEPOKLADY A OMEZENÍ stanovení hodnoty akcií NP ČL.....	- 26 -
4	OCENĚNÍ VÝNOSOVÝM PŘÍSTUPEM.....	- 30 -
4.1	Krok A: Vymezení okruhu neprovozních aktiv a závazků a jejich ocenění .....	- 30 -

4.2	Krok B: Sestavení střednědobého finančního plánu a vyčíslení $FCFE_t$ .....	- 30 -
4.3	Krok C: Stanovení $FCFE_{T+1}$ po střednědobém horizontu a jeho tempa růstu (g) .....	- 33 -
4.4	Krok D: Odhad diskontní míry.....	- 34 -
4.6	Krok E: Iterační výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu NP ČL (100% akcií) .....	- 37 -
4.7	Stanovení hodnoty 34 % a 49 % podílu na vlastní kapitálu NP ČL.....	- 38 -
5	OCENĚNÍ TRŽNÍM PŘÍSTUPEM - metoda srovnatelných podniků.....	- 39 -
5.1	Krok A: Výběr vhodného násobitele .....	- 39 -
5.2	Krok B: Výpočet hodnoty vhodného násobitele (multiplikátoru).....	- 39 -
5.3	Krok C: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu NP ČL.....	- 39 -
5.4	Stanovení hodnoty 34 % a 49 % podílu na vlastní kapitálu NP ČL.....	- 39 -
6	OCENĚNÍ TRŽNÍM PŘÍSTUPEM - metoda srovnatelných transakcí .....	- 40 -
6.1	Krok A: Výběr vhodné srovnatelné transakce.....	- 40 -
6.2	Krok B: Výpočet hodnoty násobitele (multiplikátoru) .....	- 40 -
6.3	Krok C: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu NP ČL.....	- 40 -
6.4	Stanovení hodnoty 34 % a 49 % podílu na vlastní kapitálu NP ČL.....	- 40 -
7	OCENĚNÍ ÚČETNÍ HODNOTOU.....	- 42 -
7.1	Stanovení hodnoty 34 % a 49 % podílu na vlastní kapitálu NP ČL.....	- 43 -
8	REKAPITULACE OCENĚNÍ.....	- 44 -
9	proces Nabytí minoritního podílu v NP ČL Městem Česká Lípa kapitálovým vkladem a stanovení emisního kursu.....	- 45 -
10	ZÁVĚR Znaleckého posudku .....	- 47 -
<b>C</b>	<b>ZNALECKÁ DOLOŽKA .....</b>	<b>- 48 -</b>
<b>D</b>	<b>SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK.....</b>	<b>- 50 -</b>
<b>E</b>	<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>	<b>- 52 -</b>



## A NÁLEZ

---

Podle ustanovení §13 odst. 2 vyhlášky prováděcí Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů, v posudku znalec uvede popis zkoumaného materiálu, popřípadě jevů a souhrn skutečností, k nimž při úkonu své činnosti přihlížel (nález).

Tato kapitola tedy obsahuje výše uvedené skutečnosti, zejména charakteristiku oceňované společnosti, popis její finanční pozice, výkonnosti a obchodního majetku a závazků ke dni ocenění.

## 1 ZÁKLADNÍ INFORMACE

Tato kapitola obsahuje informace o znaleckém úkolu, dni ocenění, popis provedených šetření, identifikaci a prohlášení Znalce, obecné předpoklady a omezení a uvedení seznamu výchozích podkladů a materiálů, z nichž Znalec při zpracování tohoto znaleckého posudku vycházel.

### 1.1 Vymezení úkolu (předmět a účel)

Na základě jednání v sídle Zadavatele (NP ČL), které se dne 1.4. 2016 uskutečnilo za účasti představitelů Libereckého kraje a města Česká Lípa, byl znalecký úkol finálně rozšířen a modifikován tak, že **předmětem** tohoto znaleckého posudku je provést :

- 1) ocenění (stanovit hodnotu) **100 % kmenových akcií** emitovaných společností Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. se sídlem Purkyňova 1849, PSČ 470 77, Česká Lípa, IČO: 27283518 (NP ČL) ke dni 31.12.2015
- 2) ocenění (stanovit hodnotu) **34 % kmenových akcií** emitovaných společností Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. se sídlem Purkyňova 1849, PSČ 470 77, Česká Lípa, IČO: 27283518 (NP ČL) ke dni 31.12.2015
- 3) ocenění (stanovit hodnotu) **49 % kmenových akcií** emitovaných společností Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. se sídlem Purkyňova 1849, PSČ 470 77, Česká Lípa, IČO: 27283518 (NP ČL) ke dni 31.12.2015

a to pro účely jednání Libereckého kraje s městem Česká Lípa **o kapitálovém vstupu města Česká Lípa do NP ČL**, který by vedl k získání minoritního podílu v NP ČL reprezentující **maximálně 49 % podíl na základním kapitálu**

**Pozn.: Pojem „společnost“ či „podnik“ bude dále ve znaleckém posudku používán jako obecnější a srozumitelnější pojem, navazující na současnou oceňovací praxi, a bude v této souvislosti považován za synonymum pro pojem „obchodní závod“, který nově, s platností od 1.1.2014, zavedl Občanský zákoník.**

### 1.2 Datum ocenění a zohledněné informace

Hodnota kmenových akcií emitovaných společností Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. (NP ČL), reprezentujících obchodní podíl na NPČL, je stanovena ke dni **31.12.2015** (dále také „den ocenění“). Do ocenění Znalec promítl veškeré informace, odhady, očekávání a předpoklady, které měl k dispozici až do dne vydání tohoto posudku.

### 1.3 Provedená šetření a komunikace s NP ČL

Znalec se seznámil s historickým i aktuálním hospodařením NP ČL, organizační strukturou NP ČL, provozním areálem, očekáváními a plány managementu NP ČL v provozní a investiční oblasti a riziky, resp. problémy, které dle názoru managementu NP ČL ovlivňují, resp. mohou ovlivnit budoucí výsledky hospodaření, investice, finanční situaci, zadlužení NP ČL atd.

Znalec při zpracování posudku primárně vycházel z podkladů a informací získaných přímo od managementu NP ČL, které považuje za pravdivé a spolehlivé. Veškerá komunikace mezi Znalcem a NP ČL probíhala prostřednictvím osobních jednání, telefonních hovorů a elektronickou poštou a jejím cílem bylo získání informací nezbytných pro ocenění a zpracování tohoto posudku.

Vzhledem k tomu, že **management NP ČL neměl zpracovány střednědobé prognózy hospodaření NP ČL a peněžních toků v provozní, investiční a finanční oblasti, zpracoval znalec pro účely zpracování znaleckého posudku na základě analýzy hospodaření NP ČL, předpokladů managementu NP ČL pro r. 2016 v provozní a investiční oblasti, obecných makroekonomických očekávání a očekávání pro vývoj segmentu zdravotnictví** (růst mezd, participace státního rozpočtu na financování zdravotnictví, priority vlády ČR pro zdravotnictví atd.) vlastní střednědobou prognózu, která je využita pro stanovení hodnoty akcií NP ČL. Veškeré uplatněné předpoklady a očekávání považuje znalec za racionální a podložené

## 1.4 Oceňovací pramen (Standard)

Ocenění je provedeno a tento znalecký posudek vypracován v souladu s **Mezinárodními oceňovacími standardy** (dále také „**IVS**“), které jsou popsány v kapitole 2.1 a které představují základní oceňovací pramen.

## 1.5 Hledaná kategorie výsledné hodnoty

Znalec konstatuje, že kategorie **hodnoty emitovaných akcií (obchodních podílů), resp. hodnoty podniku** získaná oceněním v tomto znaleckém posudku odpovídá **tržní hodnotě**, jejíž definiční znaky jsou uvedeny v kapitole 2.1.1. Pro účely tohoto posudku **budeme dále pracovat s termínem hodnota**.

V praxi obecně platí, že hodnota podílu se může odvíjet z **prospěchu získaného akcionářem (vlastníkem) z výkonu svých práv ve společnosti, který může být významně ovlivněn výší podílu**. Může nastávat situace, kdy hlavní akcionář nebo ovládající osoby aktivně uplatňují aktivní exekutivní i kontrolní účast (vliv) na řízení společnosti a jejím podnikání a zároveň natolik ovlivňují rozhodování valné hromady, že minoritní akcionář plní fakticky jen pasivní roli finančního investora, kterému **neplynou benefity ve formě dividend, který má omezenou možnost své akcie (podíly) prodat a který má jen omezené, resp. minimální informace o podnikání, smluvních vztazích, rizicích či potenciálech společnosti**. V takových specifických případech může být hodnota podílu náležícího minoritnímu akcionáři přepočtená na 1 ks jím vlastněných akcií nižší než hodnota 1 ks akcie odvozená od hodnoty celé společnosti (100 % emitovaných akcií).

Znalecký úkol definovaný v tomto znaleckém posudku směřuje **ke stanovení hodnota 100 % emitovaných akcií NP ČL a minoritních (menšinových) podílů ve variantě 34 % a 49 % podílu na NP ČL**. V situaci NP ČL a potencionální akcionářské struktury **majoritního (většinového) akcionáře Liberecký kraj** (dále i jako „**LK**“) a **minoritního akcionáře město Česká Lípa** (dále i jako „**město ČL**“ nebo „**Česká Lípa**“) je **hodnota minoritního podílu stanovena paritně (aliquotně) z hodnoty 100 % emitovaných akcií NP ČL** (100 % obchodního podílu, resp. celé hodnoty podniku), neboť neshledáváme žádné relevantní důvody pro uplatnění srážky (diskontu) vztahujícího se k držbě minoritního podílu.

Znalcem aplikovaný postup **paritního (aliquotního) stanovení hodnoty minoritního podílu z hodnoty 100 % emitovaných akcií NP ČL** je plně v souladu s ustálenou znaleckou a soudní praxí.

## 1.6 Obecné předpoklady a omezení

1. Své služby jsme poskytli v souladu s platnými tuzemskými právními předpisy a etickými předpoklady pro výkon znalecké a odhadcovské činnosti. Jsme naprosto nezávislým dodavatelem a odměna za naši 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 Committee**. Vyjímaje tohoto zdroje, při zpracování posudku, Znalec vycházel ze zákonné legislativy, z odborné literatury, profesních databází a vlastních dat získaných v souvislosti s historickým výkonem své znalecké činnosti a dosavadní praxe.
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. Informace a získané podklady od Zadavatele považujeme za spolehlivé, pravdivé a věrohodné. Tento předpoklad jsme nijak neprověřovali. Rovněž předpokládáme plný soulad předložených dokumentů se všemi zákonnými a jinými závaznými předpisy České republiky, které měly platnost k datu ocenění.
5. 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 výsledkem získaným při ručním přepočtu a výsledkem, který uvádíme v textu tohoto znaleckého posudku.

## 1.7 Identifikace a prohlášení Znalce

Společnost **PRAGUE ACCOUNTING SERVICES s.r.o.**, se sídlem: Sokolovská 5/49, Praha 8, PSČ: 186 00, IČ: 25 09 49 21 zapsaná do obchodního rejstříku, vedeného Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka 46569 (dále jen též i jako „znalec“) je zapsána rozhodnutím Ministerstva spravedlnosti ČR ze dne 8. ledna 2004, č.j. M - 36/2004 **do seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika** s rozsahem znaleckého oprávnění:

- a) oceňování pohledávek
- b) oceňování cenných papírů, majetkových účastí a obchodních podílů
- c) oceňování nepeněžitých vkladů do obchodních společností
- d) oceňování vypořádacího podílu
- e) oceňování podniků a jejich částí
- f) oceňování jmění
- g) účetnictví a inventarizace
- h) zprávy o vztazích mezi propojenými osobami
- i) přezkoumání návrhu smlouvy o fúzi, vypořádání v penězích při zrušení obchodní společnosti s převodem jmění na akcionáře, resp. společníka, přezkoumání projektu rozdělení a přezkoumání smlouvy o rozdělení a převzetí obchodního jmění
- j) přezkoumání ovládací smlouvy a smlouvy o převodu zisku, přezkoumání přiměřenosti ceny nebo směnného poměru cenných papírů při povinné nabídce převzetí, přezkoumání přiměřenosti ceny při veřejném návrhu smlouvy o převodu cenných papírů
- k) ekonomika správy majetku v rámci likvidace, konkursu a vyrovnání
- l) mezinárodní účetní standardy
- m) daně, daňový systém České republiky a mezinárodní smlouvy o zamezení dvojího zdanění
- n) oceňování nemovitostí.

Společnost **PRAGUE ACCOUNTING SERVICES s.r.o.** pro účely tohoto znaleckého posudku **prohlašuje**, že je nezávislá na zadavateli znaleckého posudku i na společnosti a že veškerou činnost při zpracování tohoto znaleckého posudku vykonávala 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.

## **1.8 Výchozí podklady a materiály použité při zpracování znaleckého posudku**

Znalec při zpracovávání tohoto znaleckého posudku vycházel z informací a podkladů, které získal od Zadavatele a informací a podkladů, které si opatřil sám.

### **1.8.1 Podklady získané od NP ČL**

- a) Předběžné finanční výkazy společnosti Nemocnice s poliklinikou Česká lípa, a.s. za rok 2015
- b) Finanční plán společnosti Nemocnice s poliklinikou Česká lípa, a.s. za rok 2015 na období roku 2016 včetně jeho plnění za leden 2016
- c) Obrátové předvahy Nemocnice s poliklinikou Česká lípa, a.s. za rok 2013, 2014 a 2015
- d) Účetní deník Nemocnice s poliklinikou Česká lípa, a.s. za rok 2013, 2014 a 2015
- e) Kniha došlých faktur Nemocnice s poliklinikou Česká lípa, a.s. za rok 2013, 2014 a 2015
- f) Střediskové výsledovky Nemocnice s poliklinikou Česká lípa, a.s. za rok 2013, 2014 a 2015
- g) Účetní směrnice Nemocnice s poliklinikou Česká lípa, a.s. platné v roce 2015
- h) Přehled pořízeného majetku Nemocnice s poliklinikou Česká lípa, a.s. v letech 2013, 2014 a 2015
- i) Přehledy majetku a závazků k 31.12.2015
- j) Investiční plán Nemocnice s poliklinikou Česká lípa, a.s. na rok 2016
- k) Přehled pasivních soudních sporů vedených k prosinci 2015
- l) Vyjádření, podklady a ústní informace JUDr. Oldřicha Filipa k soudním sporům mezi NP ČL a společností Mandant spol. s r.o. (předmět a příčina sporu, sporná částka, výše příslušenství, předpoklady dalšího průběhu sporu a jeho výsledky)

### **1.8.2 Podklady a informační zdroje opatřené Znalcem**

- a) Výpis z obchodního rejstříku společnosti Nemocnice s poliklinikou Česká lípa, a.s.
- b) Stanovy společnosti Nemocnice s poliklinikou Česká lípa, a.s.
- c) Výroční zprávy včetně finančních výkazů společnosti Nemocnice s poliklinikou Česká lípa, a.s. za roky 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014
- d) Finanční výkazy společnosti Mělnická zdravotní, a.s. za rok 2011, 2012, 2013
- e) Finanční výkazy společnosti Mediterra s.r.o. za rok 2013
- f) Mezinárodní oceňovací standardy (IVS) 2013
- g) Braeley R. A., Myers S. C. – Teorie a praxe firemních financí, VP 1991
- h) Miloš Mařík a kolektiv - Metody oceňování podniků pro pokročilé, Ekopress 2012
- i) Miloš Mařík a kolektiv - Metody oceňování podniku, Ekopress 2007
- j) Mařík M., Maříková P. - Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, Oeconomica 2007
- k) Raffegaue J., Dubois F. - Finanční oceňování podniků, HZ Edicio 1996
- l) Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších změn a doplňků
- m) Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších změn a doplňků
- n) Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších změn a doplňků
- o) Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, ve znění pozdějších změn a doplňků
- p) Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů
- q) Tisk a archiv znalce
- r) Internet (www.cnb.cz, www.justice.cz, www.czso.cz, www.treasury.gov, www.damodaran.com)



## 2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ

Obecně lze konstatovat, že pokud provádíme oceňování majetku (sémanticky by bylo přesněji říci ohodnocujeme 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 kategorie hodnoty (Basis 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      | d) zákon o oceňování                             |
| b) daně            | e) zákon o obchodních korporacích                |
| c) cenové předpisy | f) občanský zákoník                              |
|                    | g) zákon o přeměnách obchodních společností, aj. |

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. Ve 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. Dle našeho názoru nejkompexnější syntézu výše uvedených přístupů a zároveň ucelený popis analytické metodiky provádějí **Mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards)**, ke kterým je proveden následující rozbor a o které se toto ocenění (ohodnocení) opírá.

### 2.1 Mezinárodní oceňovací standardy

**Mezinárodní oceňovací standardy** (dále jen „**IVS**“) vytváří a vydává Výbor pro mezinárodní oceňovací standardy (dále jen „**IVSC**“), který je nezávislá, nezisková, organizace ze soukromého sektoru, jejímž posláním je sloužit veřejnému zájmu.

Ačkoliv **Mezinárodní oceňovací standardy** jsou navrženy k použití oceňování odborníkům z oblasti oceňování, mají být přínosem zejména uživatelům oceňovacích služeb a mají obecně podporovat fungování a regulaci trhů. Stěžejním cílem IVS je zvyšovat důvěryhodnost uživatelů v oceňovací služby, na které spoléhají.

Výsledek získaný jakýmkoliv oceněním je podle IVS vždy hodnotou, která není skutečností (cenou), ale **názorem buď nejpravděpodobnější ceny, která by byla zaplácena za aktivum ve směně, nebo ekonomického přínosu vyplývajícího z vlastnictví tohoto aktiva**. Mezinárodní standardy definují několik **kategorií hodnot**<sup>1</sup> v závislosti na účelu ocenění a podmínkách, za nichž je ocenění prováděno.

---

<sup>1</sup> Kategorie hodnoty je prohlášení o základních měřicích předpokladech ocenění. Popisuje základní předpoklady, na kterých bude vykázaná hodnota založena, např. povaha hypotetické transakce, vztah a motivace stran a rozsah, v jakém je aktivum vystaveno na trhu.

### 2.1.1 Kategorie tržní hodnoty

**Tržní hodnota (Market Value) představuje odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi nezávislými stranami (subjekty) a po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.** Z definice uvedené v Mezinárodních oceňovacích standardech pak vyplývají následující **znaky tržní hodnoty**:

- **odhadnutá částka** - odpovídá ceně vyjádřené v penězích splatné za majetkovou hodnotu v transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery. Je to nejlepší cena reálně dosažitelná prodávajícím a nejvýhodnější cena reálně dosažitelná kupujícím. Tento odhad zvláště vylučuje odhadnutou cenu nastolit nepřiměřeně vysokou nebo naopak nízkou za zvláštních podmínek nebo okolností, jako jsou netypické prodejní a nájemní smlouvy, speciální protislužby či ústupky poskytnuté některým osobám, které jsou s prodejem spojeny.
- **by měl být majetek směněn** - odpovídá faktu, že hodnota aktiva je odhadnutá částka spíše než předem stanovená či skutečná prodejní cena. Je to finanční částka, za kterou trh předpokládá, že transakce vyhovující všem dalším znakům definice tržní hodnoty bude dokončena ke dni ocenění.
- **k datu ocenění** - vyžaduje, aby odhadnutá tržní hodnota byla časově vymezena daným datem ocenění, a to z toho důvodu, že trhy a tržní podmínky se mohou měnit a tudíž odhadnutá hodnota by mohla být v jiném čase nesprávná nebo neodpovídající.
- **mezi ochotným kupujícím** - kupující je motivován, avšak nikoliv nucen ke koupi a není ani rozhodnutý kupovat za každou cenu. Tento kupující je také ten, kdo kupuje podle skutečností na běžném trhu a s běžnými tržními očekáváními a nikoli na imaginárním či hypotetickém trhu. Předpokládaný kupující by nezaplatil cenu vyšší, než trh požaduje. Současný vlastník majetkové hodnoty patří k těm, kdo tvoří trh.
- **ochotným prodávajícím** - je to prodávající, který není nucený k prodeji, je připravený prodat za jakoukoliv reálnou cenu a nebude trvat na ceně, která není považována za reálnou na běžném trhu. Ten, kdo je ochoten prodat, je motivován prodat majetek za tržních podmínek za cenu dosažitelnou na volném trhu po náležitém marketingu, ať je cena jakákoliv.
- **při transakci mezi nezávislými stranami** - vyžaduje transakci mezi stranami, z nichž žádná nemá určující nebo zvláštní vztah ke druhé (např. mateřská a dceřiná společnost; vlastník půdy a nájemce) tak, že by v důsledku zvláštního vztahu cenová hladina byla neobvyklá nebo jinak nepřiměřená. Tržní hodnota předpokládá transakci mezi nepropojenými osobami, kde každá ze zúčastněných stran jedná nezávisle.
- **po náležitém marketingu** - znamená, že majetková hodnota bude umístěna na trhu nejvhodnějším způsobem, aby se uskutečnil prodej za nejlepší cenu rozumně dosažitelnou podle definice tržní hodnoty. Délka umístění na trhu se může lišit podle tržních podmínek, ale musí být dostatečná k tomu, aby se majetková hodnota dostala do centra pozornosti odpovídajícího množství potenciálních kupujících před datem ocenění.
- **ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně** - kupující i prodávající jsou přiměřeně informováni o podstatě a vlastnostech majetku, jeho skutečném a potenciálním užití, o jeho stavu i stavu trhu k datu ocenění. Dále se očekává, že každá strana jedná ve vlastním zájmu a podle svých znalostí a informací racionálně tak, aby dosáhla nejlepší ceny při transakci pro svou vlastní pozici. Racionalita jednání je stanovena ve vztahu ke stavu trhu ke dni ocenění, nikoli k prospěchu v pozdější době.
- **a bez nátlaku** - stanovuje, že každá strana je motivována k uskutečnění transakce, ale není jakkoli nucena k její realizaci.

#### 2.1.1.1 Zásada nejvyššího a nejlepšího užití

Tržní hodnota aktiva musí odrážet jeho **nejvyšší a nejlepší využití (Highest and Best use)**. Je to takové užití majetku, které maximalizuje jeho produktivitu (výkonnost) a které je **reálné, právně přípustné a finančně proveditelné**. Nejvyšší a nejlepší užití může spočívat v pokračování stávajícího používání aktiva nebo v nějakém alternativním užití. Je dáno použitím, které by měl účastník trhu na mysli pro dané aktivum při formulování ceny, kterou by byl ochoten za něj nabídnout.

Nejvyšší a nejlepší využití aktiva oceněného na samostatném základě může být odlišné od jeho nejvyššího a nejlepšího využití v rámci skupiny aktiv, kdy musí být posouzen jeho příspěvek k celkové hodnotě ve skupině.

### 2.1.1.2 Trh pro aktivum

Pojem tržní hodnota předpokládá cenu vyjednávanou na otevřeném a konkurenčním trhu, kde účastníci jednají svobodně. Trh pro dané aktivum může být mezinárodní trh nebo místní trh. Trh by se měl skládat z mnoha kupujících a prodávajících, nebo může být charakterizován omezeným počtem účastníků trhu. Trh, na kterém je aktivum nabízeno k prodeji, je trhem, na němž je dané aktivum také směřeno za obvyklých podmínek.

Ocenění, které si klade za cíl odhad nejpravděpodobnější cenu na trhu (tržní hodnoty), musí odrážet podmínky na relevantním trhu v den ocenění, ne upravené ceny na základě předpokládaného obnovení rovnováhy.

### 2.1.1.3 Transakční náklady

Tržní hodnota je odhadnutá cena aktiva bez ohledu na náklady prodávajícího související s prodejem nebo náklady kupujícího související s nákupem a bez vlivu o všechny dané placené kteroukoli ze stran v přímé souvislosti s aktivem.

## 2.1.2 Ostatní kategorie hodnot

Mimo kategorii tržní hodnoty Mezinárodní oceňovací standardy definují další kategorie hodnot, jako investiční, reálná, speciální a synergická hodnota

### 2.1.2.1 Investiční hodnota

**Investiční hodnota (Investment Value) je hodnota aktiva pro vlastníka nebo potenciálního vlastníka pro individuální investiční nebo provozní cíle.**

Je to kategorie hodnoty pro konkrétní subjekt. I když hodnota aktiva pro vlastníka může být stejná jako částka, která by mohla být realizována z jeho prodeje pro jinou osobu, tato kategorie hodnoty odráží získané přínosy konkrétním subjektem z držení aktiva, a proto nemusí nutně zahrnovat hypotetickou směnu. Investiční hodnota odráží okolnosti a finanční cíle konkrétního subjektu, pro kterého je ocenění prováděno. Často se používá pro měření výkonnosti investice. **Rozdíly mezi investiční hodnotou aktiva a jeho tržní hodnotou poskytují motivaci kupujícímu nebo prodávajícímu pro vstup na trh.**

### 2.1.2.2 Reálná hodnota

**Reálná hodnota (Fair Value) je odhadovaná cena za převod aktiva nebo závazku mezi určitými informovanými a ochotnými stranami, která odráží příslušné zájmy těchto stran.**

**Rada pro mezinárodní oceňovací standardy (dále jen „IVSB“) dospěla k závěru, že definice reálné hodnoty uplatněná ve Standardech mezinárodního účetního výkaznictví (dále jen „IFRS“) je obecně v souladu s tržní hodnotou.** Pro jiné účely než použití ve finančních výkazech, může být reálná hodnota rozdílná od tržní hodnoty. Reálná hodnota vyžaduje posouzení ceny, která je reálná mezi dvěma určitými stranami při zohlednění příslušných výhod nebo nevýhod, že každá strana z této transakce získá. Naproti tomu tržní hodnota nevyžaduje žádné výhody, jež by obecně byly k dispozici účastníkům trhu pro odlišení.

### 2.1.2.3 Speciální hodnota

**Speciální hodnota (Special Value) je částka, která odráží určité vlastnosti aktiva, jež jsou hodnotou pouze pro zvláštního kupujícího.**

Zvláštní kupující je konkrétní kupující, pro kterého dané aktivum má specifickou hodnotu, kvůli výhodám vyplývajícím z jeho vlastnictví, které by neměly být k dispozici ostatním kupujícím na trhu. Speciální hodnota může nastat, pokud aktivum má vlastnosti, které ho dělají více atraktivní pro určitého kupujícího, než pro všechny ostatní kupující na trhu. Tyto atributy mohou zahrnovat fyzické, geografické, ekonomické či právní charakteristiky majetku. Tržní hodnota vyžaduje nezohlednění (přehlížení) jakéhokoliv prvku speciální hodnoty, protože k danému datu se jen předpokládá, že je ochotný kupující, ne konkrétní ochotný kupující.

#### 2.1.2.4 Synergická hodnota

**Synergická hodnota (Synergistic Value)** je dodatečný prvek hodnoty vytvořený spojením dvou nebo více aktiv nebo podílů na aktivu, kde hodnota spojení je více než součet samostatných hodnot. Pokud jsou synergie k dispozici pouze jednomu konkrétnímu kupujícímu, je to příklad speciální hodnoty.

#### 2.1.2.5 Nucené prodeje

Termín "**nucený prodej**" (**Forced Sales**) je často používán v případech, kdy prodávající je pod tlakem (donucen k prodeji), a v důsledku toho, není možné přiměřené období pro marketing či pro jednání o obchodní transakci na širším trhu. Cena, kterou by bylo možno získat za těchto okolností, bude záviset na povaze tlaku na prodávce a důvodech, proč nemůže být zajištěn přiměřený marketing. Pokud povaha a důvod pro omezení na straně prodávajícího nejsou známy, cenu získanou v nuceném prodeji nelze reálně odhadnout. Cena, kterou prodávající přijme v nuceném prodeji, bude odrážet jeho konkrétní okolnosti spíše než ty hypotetického ochotného prodávajícího v definici tržní hodnoty. Cena dostupná při nuceném prodeji má pouze náhodný vztah k tržní hodnotě nebo jakékoliv další kategorii definované v rámci IVS. "**Nucený prodej**" je popis situace, za nichž dochází ke směně, nikoliv odlišná kategorie hodnoty.

Prodeje na neaktivním nebo klesajícím trhu nejsou automaticky "nucené prodeje" jen proto, že prodávající může doufat v lepší cenu, pokud selepší podmínky na trhu. **Pokud prodávající není nucen prodat v termínu, který zabraňuje přiměřené době na marketing, prodávající bude ochotný prodávající odpovídající definici tržní hodnoty.**

### 2.1.3 Oceňovací přístupy a metody uplatňované v rámci IVS

Konkrétní kategorii hodnoty lze určit jedním nebo více oceňovacími přístupy. IVS definuje **tři základní přístupy**, kterými lze stanovit vymezenou kategorii hodnoty. Všechny jsou založeny na ekonomických zásadách cenové rovnováhy, očekávaných přínosech či substituci.

#### 2.1.3.1 Tržní přístup

**Tržní přístup (Market Approach)** poskytuje indikaci hodnoty porovnáním předmětného aktiva se stejnými nebo podobnými aktivy, jejichž informace o ceně je k dispozici.

V rámci tohoto přístupu jsou porovnávány realizované nebo nabídkové ceny stejných nebo obdobných aktiv, které jsou ke dni ocenění obchodovány na trhu. Tyto ceny mohou být korigovány podle míry obdobnosti hodnototvorných faktorů prodaného nebo nabízeného aktiva v porovnání s hodnototvornými faktory oceňovaného aktiva. **Tržní přístup by měl vždy vést k tržní hodnotě.**

#### 2.1.3.2 Výnosový přístup

**Výnosový přístup (Income Approach)** poskytuje údaj o hodnotě převedením budoucích peněžních toků na jejich současnou hodnotu za pomoci diskontní sazby.

Tento přístup vychází z peněžních toků, které bude oceňované aktivum s největší pravděpodobností vytvářet v průběhu své doby životnosti. Peněžní toky jsou následně transformovány prostřednictvím diskontní míry na jejich současnou hodnotu. Diskontní míra při této transformaci představuje požadovanou míru výnosnosti investorem na trhu při investování do alternativních aktiv s obdobnou mírou rizika jakou je zatíženo oceňované aktivum. V rámci výnosového přístupu je možné aplikovat několik konkrétních metod, které zahrnují:

- **kapitalizace příjmu**, kde se vychází pouze z příjmu jednoho reprezentativního období (např.: roční příjem) a ten je následně kapitalizován prostřednictvím kapitalizační míry,
- **diskontované peněžní toky**, kde diskontní míra je použita na sérii peněžních toků za budoucí období k jejich diskontování na současnou hodnotu,
- **různé modely oceňování opcí.**

#### 2.1.3.3 Nákladový přístup

**Nákladový přístup (Cost Approach)** představuje indikaci hodnoty pomocí ekonomické zásady, že kupující nezaplatí za aktivum více, než činí náklady na získání aktiva s ekvivalentním užítkem, ať už jeho nákupem nebo jeho výrobou.

Tento přístup je založen na principu, že cena, kterou kupující na trhu zaplatí za oceňované aktivum, pokud nezahrnuje nepřiměřený čas, potíže, rizika nebo jiné faktory, nebude vyšší než náklad na nákup nebo zhotovení rovnocenného aktiva. Oceňované aktivum je mnohdy méně atraktivní než alternativní, které by mohlo být nakoupeno nebo vyrobeno, z důvodu stáří nebo zastaralosti. V takových případech jsou provedeny úpravy nákladu alternativního aktiva v závislosti na hledané kategorii hodnoty. V rámci tohoto přístupu jsou obecně rozlišovány dvě metody, a to v závislosti na indikovaném typu nákladu na pořízení rovnocenného aktiva, jež musí vždy přinášet jeho vlastníkově stejnou úroveň užítku jako oceňované aktivum.

- a) Prvním typem nákladů jsou **náhradové náklady (Replacement Cost)**, které představují současné pořizovací náklady na pořízení moderního ekvivalentního aktiva. Toto aktivum bude jeho vlastníkově přinášet stejnou úroveň užítku jako oceňované aktivum, ovšem bude vyrobeno za použití moderních materiálů, technologií a technologických postupů a může být s moderním designem. Tato metoda aplikovaná v rámci nákladového přístupu je označována jako metoda náhradových nákladů a používá se při ocenění aktiva, které se již nevyrábí a informace o jeho aktuální ceně není na trhu k dispozici.
- b) Druhým typem nákladů jsou **reprodukční náklady (Reproduction Cost)**, které představují současné pořizovací náklady na zhotovení repliky aktiva s využitím stejných materiálů, technologií, technologických postupů a identického designu. Jedná se tedy o teoretické náklady na znovu vyrobení identického aktiva, které vlastníkově zajistí stejnou úroveň užítku jako oceňované aktivum. Tato metoda je označována jako metoda reprodukčních nákladů.

**K indikaci tržní hodnoty pomocí nákladového přístupu by měly být příslušná kategorie současného nákladu na pořízení aktiva s ekvivalentním užítkem a odpovídající odpisy určeny analýzou tržně orientovaných nákladů a odpisů.**

#### 2.1.4 Oceňování podniků a podílů na podnicích (Standard IVS 200)

V rámci ocenění podniků a majetkových účastí je potřeba rozlišit mezi **hodnotou podniku jako celku neboli brutto hodnotou (Enterprise value)**, kterou představuje součet hodnoty vlastního a cizího kapitálu, a **hodnotou podniku pro jeho vlastníky neboli hodnotou netto (Equity value)**, kterou reprezentuje pouze hodnota vlastního kapitálu.

**Mluvíme-li o ocenění podniku či společnosti v tomto posudku, máme vždy na mysli tržní hodnotu jeho vlastního kapitálu, tj. hodnotu 100 % obchodních podílů (100% emitovaných akcií)**

Oceňování podniků a podílů na podnicích upravuje konkrétní Standard IVS 200 Podniky a podíly na podnicích v rámci Standardů pro aktiva. Ten určuje, že podnik nebo podíl na podniku se oceňují **tržním přístupem a výnosovým přístupem**.

**Tržní přístup** – hodnota je odvozena z porovnání oceňovaného podniku se srovnatelným podnikem, srovnatelným podílem či akciemi srovnatelné společnosti, které byly v minulosti předmětem obchodu. Třemi nejvýznamnějšími zdroji dat ocenění jsou tak:

- (i) veřejné trhy akcií, kde jsou obchodovány srovnatelné podíly či akcie,
- (ii) akviziční trhy, kde jsou obchodovány celé společnosti a
- (iii) minulé transakce s podíly na oceňovaném podniku či společnosti.

Při aplikaci tržním přístupem je nutné klást důraz na vhodnou srovnávací základnu s důrazem na srovnatelnost co do stejného odvětví, srovnatelnosti co do kvantitativních a kvalitativních charakteristik, velikosti a ověřitelnosti dat týkající se srovnatelných podniků.

**Výnosový přístup** - odvozuje hodnotu podniku na základě současné hodnoty očekávaných výnosů (příjmů) vztahujících se k podílu či akciím oceňovaného podniku či společnosti. Existuje několik konkrétních metod, které spadají pod výnosový přístup, přičemž nejpoužívanější jsou:

- (i) ocenění na **základě přímé kapitalizace zisku nebo peněžního toku**, které jsou kapitalizovány pomocí míry kapitalizace, jenž musí být v souladu s použitým výnosem či příjmem,
- (ii) **ocenění na základě metody diskontovaného peněžního toku**, kdy peněžní příjmy jsou odhadnuty pro několik budoucích období a jsou převedeny na jejich současnou hodnotu pomocí diskontní míry.

**Nákladový přístup** nelze obvykle použít s výjimkou případu začínajících podniků, kde zisk nebo peněžní tok nelze spolehlivě určit, a odpovídající tržní hodnota je obsažena v hodnotě pořízených aktiv.

Hodnota některých typů podniků, např. investiční nebo holdingový podnik, může být odvozena ze součtu oceněných aktiv a závazků. Tento způsob ocenění je někdy nazýván "**net asset approach**" nebo "**asset approach**". Tento způsob ocenění není oceňovacím přístupem sám o sobě, ale variací základních oceňovacích přístupů, protože hodnoty jednotlivých aktiv a závazků jsou odvozeny pomocí jednoho nebo více základních oceňovacích přístupů popsaných v předchozí kapitole před jejich agregací. V kontextu tohoto posudku hovoříme o tzv. **substančním ocenění**. V souladu s normou IVS 200 způsob substančního ocenění rovněž přichází v úvahu v případech, kdy předmětem ocenění je podíl, jehož majitel má možnost zpeněžení majetku podniku a lze se relevantně domnívat, že celková hodnota aktiv prodaných jednotlivě likvidací přesáhne hodnotu podniku jako celku s neomezenou dobou trvání. Tato skutečnost již vyplývá přímo ze zásady **nejlepšího a nejvyššího užitku** (viz kapitola 2.1.1.1).

### 3 IDENTIFIKACE OCEŇOVANÉ SPOLEČNOSTI

Tato kapitola představuje popisnou část, ve které jsou uvedeny základní informace o oceňované společnosti **Nemocnice s poliklinikou Česká lípa, a.s.** (dále jen „**NP ČL**“ nebo „**NsP**“), popis jejího předmětu podnikání, majetku a závazků.

<b>Vznik společnosti:</b>	4. ledna 2006
<b>Obchodní firma:</b>	<b>Nemocnice s poliklinikou Česká lípa, a.s.</b>
<b>Sídlo:</b>	Česká Lípa, Purkyňova 1849, PSČ 47077
<b>Identifikační číslo:</b>	27283518
<b>Právní forma:</b>	Akciová společnost
<b>Předmět podnikání:</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* poskytování lůžkové, ambulantní a další zdravotní péče v rozsahu registrace podle zákona č. 372/2011 Sb. o zdravotních službách a podmínkách jejich poskytování (zákon o zdravotních službách) ve znění pozdějších předpisů</li> <li>* provozování knihovny a poskytování knihovnických služeb</li> <li>* masérské, rekondiční a regenerační služby</li> <li>* zámečnictví, nástrojářství</li> <li>* vodoinstalatérství, topenářství</li> <li>* hostinská činnost</li> <li>* výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona</li> </ul>
<b>Akcie:</b>	<b>213 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1.000.000,- Kč</b> <b>12 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 10.000.000,- Kč</b> <b>1 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 737.174,- Kč</b>
<b>Základní kapitál:</b>	<b>333.737.174,- Kč, Splaceno: 100%</b>
<b>Ostatní skutečnosti:</b>	Obchodní korporace se podřídila zákonu jako celku postupem podle §777 odst. 5 zákona č.90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech

Zdroj: [www.justice.cz](http://www.justice.cz) - Úplná identifikace společnosti je uvedena v příloze č. 1.

#### 3.1 Historie a činnost společnosti Nemocnice s poliklinikou Česká lípa, a.s. (NP ČL)

**Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s.** byla založena v r. 2006 jako faktický nástupce původní příspěvkové organizace Libereckého kraje rozhodnutím zakladatele a jediného akcionáře, kterým je Liberecký kraj. Zápis do obchodního rejstříku u Krajského soudu v Ústí nad Labem, oddíl B, vložka 1648 se uskutečnil dne 4. 1. 2006.

NP ČL je významné zdravotnické zařízení regionu poskytující lůžkovou i ambulantní péči. Slouží nejen pro obyvatele na území okresu Česká Lípa (cca 110.000 obyvatel), ale ve vybraných odbornostech i pro část Děčínska. Vzhledem k blízkosti hojně navštěvovaných rekreačních oblastí v okolí České Lípy poskytuje péči zvýšenému počtu tuzemských i zahraničních rekreatantů. Lůžkový fond nemocnice aktuálně v roce 2014 představoval 347 akutních lůžek, 6 lůžek DIOP a 122 lůžek následné péče.

#### 3.2 Předmět činnosti

Hlavní činností společnosti je poskytování lůžkové, ambulantní a další zdravotní péče v rozsahu registrace podle zákona č. 160 / 1992 Sb., o zdravotní péči v nestátních zdravotnických zařízeních v platném znění.

#### 3.3 Účetnictví společnosti

Společnost vede podvojný účetnictví podle zák. č. 563/1991 Sb., o účetnictví a prováděcí vyhlášky k tomuto zákonu.

#### 3.4 Vývoj finanční pozice společnosti

- Bilanční suma** NP ČL zaznamenala skokový nárůst v r. 2013 (z 495.252 tis. Kč v r. 2012 na hodnotu 576.006 tis. Kč v r. 2013) zejména vlivem **významné investiční činnosti** (nejvýznamnější investicí bylo zateplení vybraných budov NP ČL. Počínaje r.2014 bilanční suma mírně klesala **až na hodnotu 506.588 tis. Kč v 31.12. 2015.**
- Struktura aktiv NP ČL za období let 2010 – 2015 zaujala pozvolný trend **snížování podílu dlouhodobých aktiv ve prospěch aktiv oběžných.** Dlouhodobá aktiva reprezentují zejména **stavby a samostatné movité věci**, třetí významnou položkou jsou **pozemky**.
- Podíl **oběžných aktiv** od r. 2014 začal přesahovat **50 % na celkové bilanční sumě.** Ostatní aktiva v minulosti nevykazovala žádný jednoznačný trend (tato aktiva jsou tvořena jak náklady a příjmy příštích období).

4. **Vlastní kapitál** je stabilně **kladný** a jeho trend korespondoval s vývojem výsledků hospodaření v jednotlivých letech. Hodnota vlastního kapitálu od r. 2014 **vlivem kladných výsledků hospodaření začala mírně růst a k 31.12. 2015** dosahovala **255.400 tis. Kč, tj. cca 90 mil. Kč pod úroveň základního kapitálu (tuto situaci způsobují historické kumulované ztráty)**
5. Ve struktuře pasiv je za období let 2010 – 2013 patrný významný **nárůst cizích zdrojů** (z 160.745 tis. Kč na 351.277 tis. Kč, z 33,8% na 61,0% podíl na bilanční sumě). **K 31. 12. 2015 již objem cizích zdrojů klesl na 224.901 tis. Kč** (nejvyšší podíl dluhů dlouhodobě představují krátkodobé závazky).
6. **Ostatní pasiva** s prvotním mizivým zastoupením v roce 2010 představují v důsledku setrvalého růstu **již 5,2% podíl na bilanční sumě** (představují je zejména dohadné položky)

ROZVAHA (v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>475 361</b>	<b>478 664</b>	<b>495 252</b>	<b>576 006</b>	<b>535 916</b>	<b>506 588</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>295 121</b>	<b>282 617</b>	<b>259 094</b>	<b>301 899</b>	<b>250 176</b>	<b>246 051</b>
+ nehmotný majetek	4 665	2 597	816	488	304	481
+ hmotný majetek	290 456	280 020	258 278	301 411	249 872	245 570
+ finanční majetek	0	0	0	0	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>177 971</b>	<b>194 774</b>	<b>234 507</b>	<b>272 064</b>	<b>281 285</b>	<b>258 936</b>
+ zásoby	14 008	12 019	11 783	12 025	10 915	11 855
+ dlouhodobé pohledávky	0	0	3 010	10	10	10
+ krátkodobé pohledávky	163 179	182 221	218 718	233 974	234 953	208 723
+ krátkodobý finanční majetek	784	534	996	26 055	35 407	38 348
<b>Ostatní aktiva</b>	<b>2 269</b>	<b>1 273</b>	<b>1 651</b>	<b>2 043</b>	<b>4 455</b>	<b>1 601</b>

Zdroj: finanční výkazy NP ČL a vlastní výpočty

VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY – aktiva (v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Dlouhodobý majetek</b>	62,1%	59,0%	52,3%	52,4%	46,7%	48,6%
<b>Oběžná aktiva</b>	37,4%	40,7%	47,4%	47,2%	52,5%	51,1%
<b>Ostatní aktiva</b>	0,5%	0,3%	0,3%	0,4%	0,8%	0,3%

Zdroj: finanční výkazy NP ČL a vlastní výpočty

ROZVAHA	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>475 361</b>	<b>478 664</b>	<b>495 252</b>	<b>576 006</b>	<b>535 916</b>	<b>506 588</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>314 072</b>	<b>273 978</b>	<b>263 098</b>	<b>218 888</b>	<b>232 681</b>	<b>255 400</b>
+ základní kapitál + fondy	340 971	344 131	345 332	346 034	346 631	347 400
+ zisk/ztráta běžného období	160	-43 244	-12 084	-44 911	13 195	21 840
+ zadržené zisky/ztráty	-27 059	-26 909	-70 150	-82 235	-127 145	-113 840
<b>Cizí zdroje</b>	<b>160 745</b>	<b>200 451</b>	<b>224 209</b>	<b>351 277</b>	<b>285 516</b>	<b>224 901</b>
+ rezervy	6 651	7 591	7 062	6 761	6 661	8 325
+ dlouhodobé závazky	728	283	0	319	559	408
+ krátkodobé závazky	153 366	186 050	217 147	344 197	278 296	216 168
+ úvěry, půjčky a dluhopisy	0	6 527	0	0	0	0
<b>Ostatní pasiva</b>	<b>544</b>	<b>4 235</b>	<b>7 945</b>	<b>5 841</b>	<b>17 719</b>	<b>26 287</b>

Zdroj: finanční výkazy NP ČL a vlastní výpočty

VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY – pasiva (v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Vlastní kapitál</b>	66,1%	57,2%	53,1%	38,0%	43,4%	50,4%
<b>Cizí zdroje</b>	33,8%	41,9%	45,3%	61,0%	53,3%	44,4%
<b>Ostatní pasiva</b>	0,1%	0,9%	1,6%	1,0%	3,3%	5,2%

Zdroj: finanční výkazy NP ČL a vlastní výpočty

### 3.5 Vývoj výkonnosti NP ČL

1. **Vývoj tržeb z prodeje zboží** (výnosy nemocniční lékárny) a **provozních výnosů** (z naprosté většiny je tvoří zdravotnické výkony, tj. platby od zdravotních pojišťoven) **nevykazuje žádný jednoznačný trend**. V letech 2010 - 2013 byly v těchto oblastech zaznamenány jak meziroční nárůsty, tak následné propady výnosů. **Od r. 2014 byl nastolen pozitivní trend ve vývoji výnosů** (jak tržby z prodeje



zboží, tak výkony), což při komplexním pohledu jasně ukazují hodnoty z r. 2013 porovnané s výsledky r. 2015 (**nárůst celkových výnosů z 614.198 tis. Kč na 713.114 tis. Kč**). Pozitivní vývoj lze přisoudit především lepšímu vyúčtování zdravotních výkonů NP ČL ve vztahu ke zdravotním pojišťovnám, z jejichž strany došlo k výraznému navýšení plateb NP ČL.

2. **Osobní náklady v absolutní výši se v období 2010 – 2015 nikterak významně nerostly (prvotní meziroční růstový trend je zaznamenán až v r. 2015: 5,1 %).**
  - Relativní podíl osobních nákladů k provozním výnosům byl se pohyboval v rozmezí 59 – 67 % (v r. 2015: 59,2%)
  - Relativní podíl osobních nákladů k celkovým výnosům se pohyboval v rozmezí 52 – 58 % (v r. 2015: 52,0%)
3. **Provozní EBITDA (provozní zisk před úroky, daněmi a odpisy) byla v důsledku poměrně razantního propadu výkonů v letech 2011 a 2013 záporná.** Dosažené výnosy tak nebyly schopny pokrýt náklady, jejichž významná část má fixní charakter (např. personální náklady), což se negativně projevoválo i do Cash-flow. K výraznému zlepšení ukazatele EBITDA v letech 2014 a 2015 napomohl nárůst celkových provozních výnosů, způsobený především lepším vyúčtováním zdravotnických výkonů NP ČL.
4. **Provozní ztráty v období 2011 – 2013 mají jednoznačnou příčinu v nízkých výnosech.** Významná fluktuace odpisů v období 2010 – 2015 je způsobena tím, že významný objem investic je pořizován z dotačních zdrojů (dotace LK, operační programy EU), kdy přijaté dotace přímo snižují pořizovací cenu aktiv a tedy i vykázané odpisy. Tento účetní postup stanovený tuzemskými účetními předpisy bohužel zkresluje hodnotu aktiv a zejména pak odpisy a tím i provozní výsledky hospodaření. **Provozní výsledky hospodaření za r. 2014 a 2015 jsou tak v určitém rozsahu nadhodnoceny (ukazatele EBITDA má významně vyšší vypovídací schopnost).**
5. Neprovozní část výsledovky ani nákladové úroky zásadně výsledky hospodaření před zdaněním neovlivňují. Konečné výsledky hospodaření před/po zdanění proto **v zásadě plně korespondují s vývojem provozní části výsledovky.**

VÝSLEDOVKA (v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
+ tržby z prodeje zboží	96 900	85 007	84 356	77 568	81 995	91 291
- náklady na prodané zboží	79 002	69 326	67 110	61 719	66 261	73 380
<b>= Obchodní marže</b>	<b>17 898</b>	<b>15 681</b>	<b>17 246</b>	<b>15 849</b>	<b>15 734</b>	<b>17 911</b>
+ provozní výnosy	573 013	543 506	568 587	536 630	593 789	621 823
- osobní náklady	350 306	361 968	353 225	350 425	351 441	369 655
- ostatní provozní náklady	217 181	217 401	221 608	220 754	227 301	231 432
<b>= Provozní výsledek hospodaření před odpisy (EBITDA)</b>	<b>23 424</b>	<b>-20 182</b>	<b>11 000</b>	<b>-18 700</b>	<b>30 781</b>	<b>38 647</b>
- odpisy a amortizace	23 098	22 701	23 031	25 739	17 167	16 613
<b>= Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>326</b>	<b>-42 883</b>	<b>-12 031</b>	<b>-44 439</b>	<b>13 614</b>	<b>22 034</b>
+ neprovozní výnosy	918	1 271	6 826	864	928	1 002
- neprovozní náklady	1 083	1 628	6 879	1 336	1 347	1 196
<b>= Výsledek hospodaření před úroky (EBIT)</b>	<b>161</b>	<b>-43 240</b>	<b>-12 084</b>	<b>-44 911</b>	<b>13 195</b>	<b>21 840</b>
- nákladové úroky	1	4	0	0	0	0
<b>= Výsledek hospodaření před zdaněním (EBT)</b>	<b>160</b>	<b>-43 244</b>	<b>-12 084</b>	<b>-44 911</b>	<b>13 195</b>	<b>21 840</b>
- daň z příjmu						
<b>= Výsledek hospodaření po zdanění (EAT)</b>	<b>160</b>	<b>-43 244</b>	<b>-12 084</b>	<b>-44 911</b>	<b>13 195</b>	<b>21 840</b>

Zdroj: finanční výkazy NP ČL a vlastní výpočty

### 3.6 Identifikace neprovozního majetku a závazků

**Neprovozní majetek** představuje majetek, který **není využíván v přímé souvislosti s klíčovou aktivitou podniku (NP ČL) a lze jej z podniku odebrat** (např. prodat), **aniž by byl narušen jeho plynulý chod či jeho finanční zdraví**. Ke dni ocenění Znalec u NP ČL identifikoval **tato neprovozní aktiva realizovatelná prodejem** (v r. 2016 skutečně byl prodej realizován):

Název (v tis. Kč)	Účetní hodnota k 31.12.2015	Hodnota k 31.12.2015
Dlouhodobý hmotný majetek	24.568	15.000
• pozemky	20 334	
• budovy	4 234	
Krátkodobý finanční majetek – neprovozní finanční prostředky	519	519
<b>HODNOTA NEPROVOZNÍCH AKTIV CELKEM</b>	<b>25.087</b>	<b>15.519</b>

Zdroj: účetní evidence společnosti NsP a záměr prodeje majetku

---

## B POSUDEK

---

Podle ustanovení §13 odst. 2 vyhlášky prováděcí Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů, v posudku uvede znalec výčet otázek, na které má odpovědět, s odpověďmi na tyto otázky (posudek).

Tato kapitola obsahuje výše uvedené skutečnosti, zejména analýzy ústící k vhodnému způsobu ocenění včetně samotného ocenění a získaných výsledků.



## 1 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Cílem této analýzy je definovat budoucí **výnosový potenciál podniků**, který je dán **vnějším a vnitřním potenciálem**:

- **Vnější potenciál** představuje **příležitosti a hrozby** vyplývající z exogenního prostředí, které podnik nemůže ovlivnit. Jedná se o vývoj celosvětové ekonomiky, vývoj národní ekonomiky až na úroveň vývoje relevantního trhu, na kterém oceňovaný podnik realizuje svou činnost. Tato část zahrnuje také predikci budoucího vývoje makroprostředí a vývoje relevantního trhu oceňovaného podniku.
- **Vnitřní potenciál** představují **silné a slabé** stránky podniku a skutečnost, jak je podnik dokáže ovládat. V této rovině je posouzen stav podniku ke dni ocenění, zejména jeho **finanční zdraví** a **výkonnost** v komparaci s přímou konkurencí. Cílem je identifikovat, zda oceňovaný podnik disponuje nějakou konkurenční výhodou v porovnání s ostatními podniky, která mu umožní udržet si svůj tržní podíl na relevantním trhu případně jej ještě zvýšit.

Výsledkem analýzy vnějšího potenciálu je **odhad budoucího vývoje relevantního trhu**. Smyslem analýzy vnitřního potenciálu je pak indikace tržního podílu podniku na relevantním trhu a **provedení projekce jeho budoucích tržeb**.

### 1.1 Analýza vnějšího potenciálu

Obsahem této kapitoly je posouzení historického vývoje národního hospodářství a relevantního trhu pomocí klíčových ukazatelů, které jsou považovány za relevantní veličiny z hlediska kategorie hodnoty a způsobu provedení ocenění (použité metody). V rovině národního hospodářství jsou těmito ukazateli: **hrubý domácí produkt, cenová hladina a úrokové sazby** a z pohledu relevantního trhu to jsou: **objem prodaného množství, vývoj cen a celkový vývoj tržeb**. **Cílem pak je provést predikci těchto ukazatelů na budoucí období, tzv. očekávaný vývoj.** S ohledem na způsob ocenění aplikovaný v tomto posudku Znalec projekci očekávaného vývoje rozdělil na **střednědobou a dlouhodobou**.

- a) **Střednědobá projekce** představuje časová etapa 2016 - 2021 a Znalec při ní vychází z dokumentů: Makroekonomická predikce MF z QIII 2015 (dále jen „**Makroekonomická predikce MF**“) a Aktuální prognóza ČNB zveřejněná dne 1. října 2015 (dále jen „**Prognóza ČNB**“).
- b) **Dlouhodobá projekce** je pro období následující po roce 2021. Znalec vychází z informací uvedených v dlouhodobé predikci OECD. I přesto za tímto horizontem je odhad budoucího vývoje ukazatelů národního hospodářství zatížen vysokou mírou nejistoty a rizikem významné odchylky, které pramení z velké časové disproporce mezi datem ocenění a obdobím, na které má být projekce provedená. S cílem eliminovat v ocenění subjektivní prvky, je nejobektivnější předpověď budoucího vývoje v tak vzdáleném horizontu její odvození z historického vývoje dosaženého v minulosti na bázi dlouhodobých průměrů. Znalec tedy předpokládá, že tak, jak se v průměru národní hospodářství a relevantní trh vyvíjely v minulosti, budou se v průměru vyvíjet i v budoucnosti, tj. budou konvergovat k dlouhodobému průměru. **Toto je podle názoru Znalce nejpravděpodobnější a nejobektivnější předpověď budoucího vývoje následujícího po roce 2021 učiněná ke dni ocenění. Případné výjimky jsou uvedeny dále v textu.**

Veškeré informace uvedené v této části, které se týkají historického vývoje národního hospodářství, Znalec čerpal ze serverů **Českého statistického úřadu** (dále jen „**ČSÚ**“), **České národní banky** (dále jen „**ČNB**“), **Ministerstva financí** (dále jen „**MF**“) a **dalších ministerstev ČR**.

#### 1.1.1 **Hrubý domácí produkt**

**Hrubý domácí produkt** (dále jen „**HDP**“) je peněžním vyjádřením celkové hodnoty statků a služeb nově vytvořených v daném období na určitém území a používá se pro stanovení výkonnosti ekonomiky. HDP může být vyjádřen v běžných cenách, tzv. nominální HDP, nebo ve stálých cenách, tzv. reálný HDP. Reálný HDP je tedy očištěn o vývoj cenové hladiny za pomoci tzv. deflátoru. Existují 3 způsoby jak vypočítat HDP: **produkční metodou, výdajovou metodou a důchodovou metodou**.

V podmínkách ČR výpočet HDP provádí ČSÚ, a to **produkční a výdajovou metodou**. Rozdíly mezi výsledky obou metod jsou odstraněny v procesu vyvažování. Důchodová metoda není do procesu výpočtu a vyvažování zapojena (více na <http://www.czso.cz>, v dokumentu Quarterly National Accounts Inventories).

## HISTORICKÝ VÝVOJ HDP

Níže uvedená tabulka zachycuje **historický vývoj nominálního HDP a jeho tempo růstu**. Tempo růstu je vyjádřeno jednak v běžných cenách (nominální) a jednak v reálných cenách, tzn., že je očištěno o deflátor.

Rok	HDP			
	HDP mld. Kč, b.c.	Tempo růstu b.c., %	deflátor %	Tempo růstu reálný, %
1999	2 237,3	-	-	-
2000	2 372,6	6,0%	1,7%	4,3%
2001	2 562,7	8,0%	4,8%	3,1%
2002	2 674,6	4,4%	2,7%	1,6%
2003	2 801,2	4,7%	1,1%	3,6%
2004	3 057,7	9,2%	4,0%	4,9%
2005	3 258,0	6,6%	0,1%	6,4%
2006	3 507,1	7,6%	0,7%	6,9%
2007	3 831,8	9,3%	3,5%	5,5%
2008	4 015,3	4,8%	2,0%	2,7%
2009	3 921,8	-2,3%	2,6%	-4,8%
2010	3 953,7	0,8%	-1,5%	2,3%
2011	4 022,5	1,7%	-0,2%	2,0%
2012	4 041,6	0,5%	1,4%	-0,9%
2013	4 077,1	0,9%	1,4%	-0,5%
2014	4 260,9	4,5%	2,5%	2,0%
2015	4 482,0	5,2%	0,7%	4,5%
<b>Ø 00-15</b>		<b>4,4%</b>		<b>2,9%</b>

Z tabulky je patrné, že **průměrné tempo růstu HDP v běžných cenách v období 1999 – 2015 činí 4,4 % a reálné tempo růstu HDP 2,9 %**.

V období 1999 – 2015 došlo k zásadnímu propadu ve vývoji HDP v r. **2009, kdy vypukla finanční krize**, která se postupně přenesla do podnikatelského sektoru. Z vývoje HDP za poslední tři roky vyplývá, že **ekonomika ČR se už nevrátila k tempu růstu HDP v období 2003 – 2007**.

V letech 2012 - 2013 reálná výkonnost české ekonomiky opět meziročně klesala bezmála o 1,0 %, přestože v běžných cenách výkonnost dosáhla mírně kladné hodnoty. Od r. 2014 nastává opět oživení tuzemské ekonomiky. V r. 2015 predikce MF ČR dokonce **předpokládá meziroční nárůst reálného HDP o 4,5 %**, který by měl být tažen **výhradně domácí poptávkou**.

Na budoucím růstu by se měla podílet **především nižší cena ropy**, která se příznivě promítne do poklesu nákladů firem a přispěje k růstu v budoucnu.

## OČEKÁVANÝ VÝVOJ HDP

Při střednědobé projekci Znalec vycházel ze zmíněné Makroekonomické prognózy MF ČR. Za horizontem r. 2018 už MF ČR prognózu HDP nezveřejňuje. Znalec roční tempo růstu HDP po tomto horizontu prognózuje lineárním růstem k průměrnému tempu růstu za období 1999 – 2015.

Pro následující tři roky MF ČR počítá s růstem HDP v běžných i v reálných cenách. Pro další roky je předpokládáno zvyšování HDP v běžných cenách na úrovni průměrné hodnoty za 1999 – 2015.

Pro střednědobý horizont průměrné tempo růstu HDP v běžných cenách činí 4,0 % a reálné tempo růstu HDP 2,5 %.

Rok	HDP			
	HDP mld. Kč, b.c.	Tempo růstu b.c., %	deflátor %	Tempo růstu reálný, %
2016	4 642,0	3,6%	0,9%	2,6%
2017	4 820,0	3,8%	1,4%	2,4%
2018	5 014,0	4,0%	1,6%	2,4%
2019	5 215,8	4,1%	1,6%	2,5%
2020	5 431,0	4,2%	1,6%	2,6%
2021	5 660,4	4,3%	1,6%	2,7%
<b>Ø 16-21</b>		<b>4,0%</b>		<b>2,5%</b>

V dlouhodobém horizontu vychází Znalcův odhad ročního tempa růstu HDP z průměru dosaženého v minulosti. Za relevantní období pro jeho výpočet Znalec považuje období 1999 – 2015. Po r. 1998 česká ekonomika již neprocházela žádnými významnými post transformačními turbulencemi, pouze přirozeným cyklickým vývojem. Proto hodnoty ukazatele lze považovat za relevantní. V dlouhodobém horizontu tempo růstu HDP bude konvergovat k 4,6 %<sup>2</sup>.

### 1.1.2 Cenová hladina

**Cenová hladina** se měří pomocí **indexů spotřebitelských cen**. Tyto indexy poměřují úroveň cen vybraného koše reprezentativních výrobků a služeb (cca 700) ve dvou srovnávaných obdobích, přičemž váha (resp. význam), která je jednotlivým cenovým reprezentantům ve spotřebním koši přisouzena, odpovídá podílu daného druhu spotřeby, který zastupují, na celkové spotřebě domácností. Do spotřebního koše je zařazeno potravinářské zboží (potraviny, nápoje, tabák), nepotravinářské zboží (odívání, nábytek, potřeby pro domácnost, drogistické a drobné zboží, zboží pro dopravu a volný čas, zboží pro osobní péči aj.) a služby (opravárenské, z oblasti bydlení, provozu domácnosti, zdravotnictví, sociální péče, dopravy, volného času, vzdělávání, stravování a ubytování, osobní péče a služby finanční).

<sup>2</sup> Podle dlouhodobé predikce OECD z května 2014 by reálně měla ekonomika ČR růst v období 2021-2060 ročním tempem růstu 2 %.

Obecně jev **opakovaného růstu indexu spotřebitelských cen** (růstu většiny cen v ekonomice) označujeme jako „**inflaci**“ a jeho pokles jako „**deflaci**“. Míra inflace či deflace vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za 12 měsíců roku proti průměrné cenové hladině 12 měsíců předchozího roku. Tyto průměry jsou počítány z bazických indexů spotřebitelských cen s cenovým základem prosinec 2005 = 100.

Vysoká proměnlivost cenové hladiny determinuje zejména příjmy, úspory a nominální úrokové sazby. I přesto největší ekonomickou distorzi a náklady s sebou nese nepředvídaná inflace, která v delším časovém horizontu snižuje dlouhodobý růstový potenciál ekonomiky, redistribuuje důchod od věřitelů k dlužníkům, způsobuje deformaci daňového systému a představuje skryté zatížení všech, kdo spoří a nejsou s to zabezpečit kupní sílu svých příjmů a úspor. V oblasti oceňování se výše uvedené skutečnosti projevují ve vyšší nejistotě v budoucí relativní ceny, a tak domácí i zahraniční finanční trhy vyžadují vyšší rizikovou prémii jako kompenzaci za tuto zvýšenou nejistotu. Tím pochopitelně dochází k poklesu hodnot aktiv za jinak stejných podmínek.

## **HISTORICKÝ VÝVOJ**

Historický vývoj cenové hladiny vyjádřený přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen zachycuje níže uvedená tabulka společně s inflačním cílem ČNB, který představuje jakousi ekonomickou kotvu v inflačním očekávání ekonomických subjektů. ČNB definuje inflační cíl jako určité pásmo, ve kterém by se měl vývoj cenové hladiny v daném období pohybovat.

Rok	Cenová hladina			
	Míra inflace r/r, průměr	Dolní pásmo	Střední hodnota	Horní pásmo
1999	2,1%	4,0%	4,5%	5,0%
2000	3,9%	3,5%	4,5%	5,5%
2001	4,7%	1,0%	2,0%	3,0%
2002	1,8%	3,0%	4,0%	5,0%
2003	0,1%	3,0%	4,0%	5,0%
2004	2,8%	3,0%	4,0%	5,0%
2005	1,9%	2,0%	3,0%	4,0%
2006	2,5%	2,0%	3,0%	4,0%
2007	2,8%	2,0%	3,0%	4,0%
2008	6,3%	2,0%	3,0%	4,0%
2009	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
2010	1,5%	1,0%	2,0%	3,0%
2011	1,9%	1,0%	2,0%	3,0%
2012	3,3%	1,0%	2,0%	3,0%
2013	1,4%	1,0%	2,0%	3,0%
2014	0,4%	1,0%	2,0%	3,0%
2015	0,4%	1,0%	2,0%	3,0%

Porovnáním skutečné míry inflace s hraničními hodnotami stanovenými ČNB jako tolerantní pásmo inflačního cíle vyplývá, že skutečná míra inflace se pohybuje častěji mimo tolerantní pásmo. Nejčastěji pod spodní hranici inflačního cíle. Rozdělení pravděpodobnosti je následující: 47 % pod spodní hranici, 35 % ve vytyčeném pásmu a 18 % nad horní hranici.

K tomu je nutné ještě dodat, že ČNB cíluje tzv. čistou inflaci, takže inflační cíl neobsahuje změny exogenních faktorů (jedná se zejména o šoky na straně nabídky), jež jsou zcela či ve značné míře mimo dosah opatření měnové politiky centrální banky. Do těchto šoků spadají úpravy nepřímých daní, vývoj cen ropy aj.

## **OČEKÁVANÝ VÝVOJ**

Znalec **očekávaný vývoj cenové hladiny ve střednědobém horizontu do roku 2018 přebírá z Makroekonomické predikce MF ČR**. Po tomto horizontu je míra inflace projektována s konvergencí ke střední hodnotě dlouhodobého inflačního cíle vyhlášeného ČNB.

Rok	Cenová hladina			
	Míra inflace r/r, průměr	Dolní pásmo	Střední hodnota	Horní pásmo
2016	0,4%	1,0%	2,0%	3,0%
2017	1,1%	1,0%	2,0%	3,0%
2018	1,9%	1,0%	2,0%	3,0%
2019	1,9%	1,0%	2,0%	3,0%
2020	1,9%	1,0%	2,0%	3,0%
2021	2,0%	1,0%	2,0%	3,0%

Pro dlouhodobý horizont je tedy míra inflace odvozená od inflačního cíle vyhlášeného ČNB. Jak již bylo uvedeno výše, tento inflační cíl představuje jakousi kotvu, od níž si vytváří ekonomické subjekty svá očekávání v oblasti dlouhodobého budoucího vývoje cenové hladiny v České republice.

V březnu 2007 ČNB vyhlásila **inflační cíl ve výši 2 %** platný od ledna 2010 s tím, že ČNB bude usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany. Za horizontem roku 2021 Znalec uvažuje s průměrným ročním tempem růstu cenové hladiny na úrovni středního pásma inflačního cíle ČNB, tj. na úrovni **2,0 %**.

### **1.1.3 Úrokové míry**

V tržních ekonomikách existuje řada úrokových měr, které zajišťují rovnováhu na trhu především mezi nabídkou (úsporami) a poptávkou po penězích. Rovněž existuje několik obecných teorií úrokových měr (neoklasická teorie, teorie zápůjčních fondů, teorie preference likvidity).

Obecně platí, že **růst úrokových měr v ekonomice** za jinak stejných podmínek **snižuje hodnotu aktiv**, což je dáno tím, že investořům se zvyšují náklady alternativních investičních příležitostí. Tento vztah platí samozřejmě i opačně. V oblasti oceňování podniků největší uplatnění nachází referenční sazby na mezibankovním trhu např.: **PRIBOR, EURIBOR**, od kterých bývají odvozovány náklady na cizí úročný kapitál a dále **výnos do různých dob splatnosti dluhopisů emitovaných jednotlivými státy (YIELD)**, který představuje alternativu při stanovení výnosnosti bezrizikového aktiva závislého na době jeho splatnosti, resp. realizaci peněžního toku z aktiva.

#### ➤ REFERENČNÍ SAZBA PRIBOR

Úrokové míry oblast oceňování determinují přímo v rovině výnosových ocenění aktiv, jejichž nákup bývá obvykle financován vedle vlastního kapitálu i cizím úročným kapitálem (úvěrem, dluhopisy apod.). Zaplacené úroky zde představují náklad na vypůjčený cizí kapitál. Výše úrokové sazby za tento cizí kapitál se odvíjí jednak od **referenční úrokové sazby** v ekonomice (měně), v níž je úvěr denominován, a jednak **od rizikové přírážky** k této referenční sazbě, která je daná bonitou dlužníka. Úrokové sazby z úvěrů denominovaných v tuzemské měně, jsou zpravidla fixovány na referenční sazbu PRIBOR (Prague Interbank Offered Rate).

ROK	3M PRIBOR.	
2000	5,36%	PRIBOR je referenční hodnota úrokových sazeb na trhu mezibankovních depozit, kterou počítá (fixuje) kalkulační agent z kotací referenčních bank pro prodej depozit podle určitého algoritmu.
2001	5,18%	
2002	3,55%	Tato sazba je vyhlášována v několika variantách podle doby splatnosti cizího kapitálu (1M, 3M, 6M atd.). Protože většina úvěrů je fixována na 3M PRIBOR, Znalec pracuje právě s touto sazbou.
2003	2,28%	
2004	2,36%	
2005	2,01%	
2006	2,30%	
2007	3,09%	V období 2000 - 2005 dochází k poklesu v sazbě 3M PRIBOR. Toto období levného cizího kapitálu zapříčinilo rychlejší zadlužování domácností i podniků a přispělo k vyššímu tempu růstu tuzemské ekonomiky, které se projevilo setrvačně až v dalších létech.
2008	4,04%	
2009	2,19%	
2010	1,31%	
2011	1,19%	V období let 2006 až 2008 dochází k růstu sazby PRIBOR v důsledku přehřívání ekonomiky, která se pohybuje nad svým potenciálem. Od r. 2009 dochází k neustálému poklesu úrokových sazeb obecně včetně sazby PRIBOR. Ke dni ocenění jsou úrokové sazby na svém historickém minimu - hodnota sazby 3M PRIBOR činí <b>0,29 % p.a.</b> Průměrná sazba 3M PRIBOR za období 2000 – 2015 činí <b>2,31 % p.a.</b>
2012	1,00%	
2013	0,46%	
2014	0,36%	
2015	0,31%	
<b>Ø 00-15</b>	<b>2,31%</b>	

#### ➤ VÝNOS DO DOBY SPLATNOSTI

Kromě úrokové sazby PRIBOR hrají v oblasti oceňování důležitou roli další výnosové míry. Asi největší váha je **přisuzována výnosu do doby splatnosti státních dluhopisů různých zemí**. Pro různé doby splatnosti těchto dluhopisů jsou počítány výnosy do doby splatnosti a z nich konstruovány výnosové křivky, které vyjadřují závislost výnosu na době do splatnosti. Tyto křivky jsou významným indikátorem očekávání investorů kapitálového trhu.

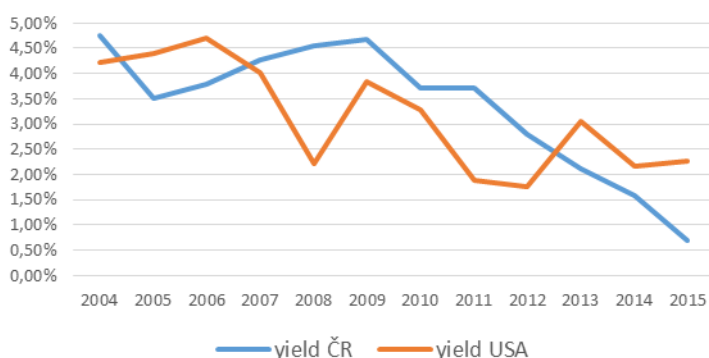
V ekonomice jsou tyto výnosnosti odvozené z dluhopisů emitovaných státy a jsou považovány **za výnosnosti bezrizikového aktiva**. Výnosová míra je počítána jako spotový výnos z dluhopisů do jejich doby splatnosti, které na kapitálovém trhu investoři nakupují s diskontem a v okamžiku jejich splatnosti inkasují plnou nominální hodnotu dluhopisu (tzv. zero bond).

Bohužel v MF ČR neemituje dluhopisy typu zero bondy, pouze dluhopisy s kuponovým výnosem. V důsledku nízké aktivity tuzemského kapitálového trhu a reinvestičního rizika při výpočtu výnosu do doby splatnosti u kuponových dluhopisů, jsou výnosnosti odvozované z těchto dluhopisů v oblasti oceňování používány minimálně.

Rok	Úrokové sazby	
	10leté dluh. ČR	10leté dluh. USA
2004	4,75%	4,22%
2005	3,51%	4,39%
2006	3,78%	4,70%
2007	4,28%	4,02%
2008	4,55%	2,21%
2009	4,67%	3,84%
2010	3,71%	3,29%
2011	3,71%	1,88%
2012	2,80%	1,76%
2013	2,11%	3,04%
2014	1,58%	2,17%
2015	0,70%	2,27%
<b>Ø 00-15</b>	<b>3,35%</b>	<b>3,15%</b>



### Vývoj yield ČR a USA



U ocenění výnosovým přístupem Znalec při stanovení výnosnosti bezrizikového aktiva vychází z výnosu do doby splatnosti amerických dluhopisů typu zero bond, neboť, jak je patrné z grafu uvedeného napravo, **existuje silná provázanost mezi vývojem bezrizikových měr v USA a ČR.**

Ke dni ocenění činí výnos do doby splatnosti 10 let T-bonds na úrovni **2,27 % p.a.**

## OČEKÁVANÝ VÝVOJ

Ke dni ocenění lze konstatovat, že úrokové sazby **jsou na svém historickém minimu** (viz graf výše), nicméně v důsledku očekávaného výrazného oživení celosvětové a zejména tuzemské ekonomiky, lze předpokládat jejich budoucí růst. Proto budoucí projekce předpokládá postupné zvyšování úrokových sazeb na úroveň dlouhodobého průměru. Tato projekce je rovněž v souladu s dlouhodobou předpovědí OECD, podle které by se měl výnos do doby splatnosti v USA po roce 2020 do roku 2060 pohybovat v rozpětí **4,4 % - 5,2 %** a výnos tuzemských státních dluhopisů v rozpětí **5,8 % - 6,1 %**.

### 1.2 Analýza vnitřního potenciálu NP ČL

V rámci analýzy vnitřního potenciálu je posuzováno finanční zdraví NP ČL prostřednictvím finanční analýzy.

#### 1.2.1 Finanční analýza pomocí poměrových a absolutních ukazatelů

Finanční analýza provedená pomocí poměrových a absolutních ukazatelů zkoumá finanční zdraví společnosti NP ČL v jednotlivých oblastech: **rentability, likvidity, zadluženosti a stability a aktivity**. Posouzení probíhá v několika směrech. V prvním směru je analyzována konkrétní absolutní hodnota ukazatele. V druhém směru jsou hodnoty příslušného ukazatele analyzovány v čase a je zkoumáno, zda ukazatel vykazuje v čase nějaký trend.

##### 1.2.1.1 OBLAST RENTABILITY

Obecně v oblasti rentability je posuzováno finanční zdraví podniku z pohledu jeho výnosnosti. Tato výnosnost se nejčastěji vztahuje ke třem základním - **k podniku jako celku (ROC), tzv. rentabilita kapitálu, k investovanému kapitálu vlastníky do podniku (ROE), tzv. rentabilita vlastního kapitálu, anebo k tržbám, tzv. rentabilita tržeb (ROS).**

OBLAST RENTABILITY	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilita aktiv (ROA)	0,1%	-7,3%	-2,0%	-6,2%	2,1%	3,5%
<b>Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)</b>	<b>0,1%</b>	<b>-15,8%</b>	<b>-4,6%</b>	<b>-20,5%</b>	<b>5,7%</b>	<b>8,6%</b>
Provozní marže (ROS)	0,0%	-6,8%	-1,8%	-7,2%	2,0%	3,1%

Zdroj: finanční výkazy společnosti NsP, vlastní výpočty

Z ukazatelů rentability vyplývá, že **NP ČL dokázala zhodnocovat akcionáři investovaný kapitál až v letech 2014 – 2015**, kdy především pozitivním vývojem výnosů z titulu plateb od zdravotních pojišťoven **byl vykázan pozitivní výsledek hospodaření.**

##### 1.2.1.2 OBLAST LIKVIDITY

**Oblast likvidity** je u podniku sledována z důvodu jeho **platební schopnosti v krátkodobém horizontu, tzn. schopnost podniku uhradit své krátkodobé závazky**. Ukazatel, kterému je přiřazována největší váha ve finanční analýze, **je ukazatel okamžité likvidity**. Sledování tohoto ukazatele má smysl především u podniku, který nevyužívá ke svému financování krátkodobé úročené cizí zdroje a nemá

sezonní hospodaření. V rovině úročených cizích zdrojů se jedná o finanční produkty typu kontokorentní úvěr, revolvingový úvěr apod. Pokud podnik má přístup k těmto zdrojům financování, pak může být pro něj efektivnější využít právě tyto zdroje, jelikož náklady na ně jsou nižší než náklady na financování vlastními zdroji.

OBLAST LIKVIDITY	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita	1,2	1,0	1,1	0,8	1,0	1,2
Pohotová likvidita	1,1	1,0	1,0	0,8	1,0	1,1
Okamžitá likvidita	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2

Zdroj: finanční výkazy společnosti NP ČL, vlastní výpočty

**Běžná likvidita** charakterizuje relativní podíl krátkodobých dluhů na financování oběžného majetku, doporučenou hodnotou ukazatele bývá hodnota 1,50. NP ČL se drží mírně pod doporučenými hodnotami běžné likvidity v každém roce období 2010 -2015.

Když očistíme ukazatel běžné likvidity o hodnotu zásob, získáme ukazatel **pohotové likvidity**. Doporučovanou hodnotou bývá hodnota 1, což znamená, že zpeněžené stávající krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek by právě stačily k úhradě stávajících krátkodobých závazků. NP ČL tyto doporučené hodnoty pohotové likvidity s výjimkou r. 2013 plnila.

Doporučované hodnoty **okamžité likvidity** se pohybují v rozmezí **0,2 - 0,5**. **NP ČL těchto hodnot v žádném roce nedosahovala.**

### 1.2.1.3 OBLAST ZADLUŽENÍ A FINANČNÍ STABILITY

Ukazatelé **z oblasti zadlužení a finanční stability charakterizují platební schopnost a finanční rovnováhu podniku v dlouhodobém horizontu**. Ukazatelé napovídají o možných budoucích rizicích v oblasti platební schopnosti podniku vůči svým věřitelům.

OBLAST ZADLUŽENÍ A STABILITY	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost (účetní)	33,9%	42,8%	46,9%	62,0%	56,6%	49,6%
Zadluženost úročeným kapitálem (účetní)	0,0%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Úrokové krytí	x	x	x	x	x	x
Čistý pracovní kapitál (v tis. Kč)	19 679	-8 356	994	-82 702	-16 946	9 747

Zdroj: finanční výkazy společnosti NP ČL, vlastní výpočty

**Ukazatel celkové zadluženosti** vykazuje v období 2010 – 2015 hodnoty od **33,9 % do 62 %**. Nejvyšší hodnoty celkové zadluženosti dosáhla NP ČL v r. 2013 (62,0 %). Od r. 2014 má hodnota tohoto ukazatele pozitivní klesající tendenci (k 31.12. 2015: 49,6 %). NP ČL ke svému financování **využívá intenzivně cizí neúročený kapitál** (krátkodobé závazky). K financování pomocí úročeného cizího kapitálu (např. bankovní úvěry) v období 2010 - 2015 (kromě r. 2011) NP ČL nepřistoupila.

**Úrokové krytí** ukazuje, jak velký je bezpečnostní polštář pro věřitele. Pro firmy s nejvyšším ratingem se hodnota tohoto ukazatele pohybuje na úrovni 12 až 13. Za velmi dobrou úroveň je považována hodnota ukazatele 7. Analýza tohoto ukazatele není relevantní vzhledem k nulovým či mizivým hodnotám nákladových úroků.

**Čistý pracovní kapitál** reprezentuje tu část oběžných aktiv společnosti, která je financována z dlouhodobého kapitálu. Je tedy žádoucí, aby se tento ukazatel pohyboval **v kladných hodnotách**. V případě záporných hodnot vzniká tzv. nekrytý dluh, což by byla situace, kdy cizí krátkodobý kapitál převyšuje oběžný majetek a zpeněžení oběžného majetku by tedy nestačilo na úhradu všech krátkodobých závazků. Tato situace nastala v letech 2011, 2013 a 2014. V r. 2013 šlo o přechodnou situaci, která vznikla v důsledku masivních investic, které byly v roce 2014 kryty získanými investičními dotacemi.

### 1.2.1.4 OBLAST AKTIVITY

Ukazatelé z oblasti aktivity charakterizují intenzitu využívání substance aktiv a závazků podniku. Sledovány jsou zejména ukazatelé obrát aktiv a doby obratu jednotlivých složek pracovního kapitálu (zásob, pohledávek a závazků).

OBLAST AKTIVITY	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat aktiv	1,4	1,3	1,3	1,1	1,3	1,4
Doba obratu pohledávek	88,9	105,8	122,3	139,0	126,9	106,8
Doba obratu závazků	86,6	104,7	123,5	198,5	157,5	117,0
Doba obratu zásob	17,3	15,3	14,9	15,5	13,6	14,2

Zdroj: finanční výkazy společnosti NP ČL, vlastní výpočty



**Obrat aktiv** označován též jako produktivita vloženého kapitálu, měří efektivnost využití veškerých aktiv v podniku. V podmínkách oceňované společnosti ukazuje, jaká je produktivita aktiv společnosti bez ohledu na zdroje jejich krytí. Posouzením vývoje je evidentní, že poměr tržeb k celkovým aktivům společnosti je v zásadě stabilní, tzn. intenzita využívání majetku je stabilní.

**Doba obratu pohledávek**, resp. doba inkasa vyjadřuje, za kolik dní průměrně dochází ke splácení pohledávek dlužníky. Tento ukazatel je vhodné porovnávat s nastaveným systémem doby určené pro úhradu vydaných faktur. Za období 2011 - 2015 tento ukazatel vykazuje negativní trend až do roku 2013. V posledních dvou letech se doba obratu pohledávek začala ubírat pozitivním směrem. **Doba obratu pohledávek je standardní pro zdravotnická zařízení.**

**Doba obratu závazků**, resp. doba odkladu plateb vyjadřuje, za kolik dní účetní jednotka průměrně hradí své závazky z obchodního styku. Do roku 2013 tento ukazatel poukazuje na poměrně zásadní prodloužení doby odkladu plateb. V posledních dvou letech je zjevný větší důraz na zkrácení doby svých krátkodobých závazků. Při efektivním řízení obchodního styku se očekává, že pohledávky budou inkasovány rychleji, než jsou hrazeny závazky, což společnost od roku 2012 naplňuje.

**Doba obratu zásob** nám ukazuje její stabilizovanou úroveň. Žádné významnější výkyvy nejsou z ukazatele patrné.

### 1.2.2 Shrnutí – posouzení Going Concern, Highest and Best Use

Na základě posouzení historického vývoje, aktuálního stavu a provedené finanční analýzy společnosti NP ČL za období 2010 – 2015 bylo zjištěno, že **NP ČL se v roce 2015 ekonomicky stabilizovala a má relativně uspokojivé finanční zdraví**. V letech 2014 a 2015 je patrný **významný nárůst především v oblasti tržeb a provozního výsledku hospodaření**, když hospodaření NP ČL bylo významně ovlivněno pozitivní makroekonomickou situací ČR - silným hospodářským růstem a nízkou mírou nezaměstnanosti, které výrazně ovlivňují objem prostředků v sektoru zdravotní péče.

**Na základě výsledků provedené finanční analýzy a především s ohledem na očekávání formulovaná ve finančním plánu na rok 2016, který sestavilo vedení NP ČL a očekávaný makroekonomický vývoj, Znalec neidentifikoval žádné okolnosti či faktory, které by vyvracely přijetí předpokladu o neomezené době trvání NP ČL.**

V souladu se zásadou „Highest and Best Use“ uvedenou v IVS, na základě závěrů uvedených v nálezové části, Znalec spatřuje nejlepší užití obchodního majetku a závazků NP ČL **v dalším pokračování podnikatelských aktivit v rozsahu, který formulovalo vedení NP ČL ve svém plánu na rok 2016. Toto užití Znalec považuje za nejlepší využití stávajícího majetku NP ČL.**

## 2 VOLBA ZPŮSOBU OCENĚNÍ A JEHO POPIS

Úkolem Znalce v tomto znaleckém posudku je provést ocenění (stanovit hodnotu) kmenových akcií emitovaných společností Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. ke dni 31.12.2015, a to pro účely jednání Libereckého kraje s městem Česká Lípa **o kapitálovém vstupu města Česká Lípa do NP ČL**, který by vedl k získání minoritního podílu v NP ČL reprezentující **maximálně 49 % podíl na základním kapitálu**. Dle stanoveného znaleckého úkolu tak bude stanovena hodnota **100 %, 49 % a 34 % obchodního podílu v NP ČL** reprezentovaného příslušným počtem emitovaných kmenových akcií NP ČL.

V souladu se znaleckou a soudní praxí je minoritnímu podílu přiznáno rovné postavení jako majoritnímu akcionáři a **nejsou proto zohledňovány žádné diskonty či srážky za minoritu. Hodnota 34 % a 49 % obchodního podílu na NP ČL je proto odvozena jako alikvotní (paritní) podíl z tržní hodnoty vlastního kapitálu NP ČL**, tj. z tržní hodnoty 100 % emitovaných akcií NP ČL.

IVS upravují oceňování podniku (equity) Standardem IVS 200 – Podniky a podíly v podnicích (viz kapitola A2.1.4) a umožňují aplikovat všechny tři přístupy: tržní, výnosový, nákladový. Konkrétní způsob stanovení hodnoty záleží na: **(i)** výsledcích získaných strategickou a finanční analýzou; **(ii)** účelu, pro který je ocenění prováděno a s tím související hledané kategorii výsledné hodnoty a **(iii)** omezujících podmínkách, za kterých je ocenění prováděno.

Na základě shora uvedeného se Znalec rozhodl stanovit hodnotu vlastního kapitálu NP ČL **výnosovým přístupem, tržním přístupem a ocenění účetní hodnotou**:

- V rámci **výnosového přístupu aplikoval metodu diskontovaného volného peněžního toku ve variantě Equity**.
- V rámci tržního přístupu aplikoval **metodu srovnatelných transakcí/podniků**. Bližší popis těchto způsobů ocenění Znalec uvádí v dalších kapitolách tohoto znaleckého posudku.
  - **Jako rozhodující Znalec považuje výsledek získaný výnosovým přístupem, protože hodnota stanovená tímto postupem vychází z očekávaného budoucího užítku generovaného vlastníkem daného majetku, což vystihuje ekonomické pojetí definice hodnoty aktiva.**

Hodnotu NP ČL získanou **metodou účetní hodnoty považuje znalec pouze za doplňkovou**, neboť vychází z historických informací a nezohledňuje budoucí vývoj NP ČL.

### 2.1 Popis ocenění výnosovým přístupem

**Rozhodujícím způsobem**, kterým se Znalec, s ohledem na znaky NP ČL, atributy jejího hospodaření a závěry provedených analýz, **rozhodl stanovit jeho hodnotu NP ČL (hodnotu 100 % emitovaných akcií NP ČL), je ocenění výnosovým přístupem**.

V rámci výnosového přístupu, který Mezinárodní oceňovací standardy označují jako „Income Approach“, se Znalec rozhodl aplikovat **metodou diskontovaného volného peněžního toku ve variantě Equity** (dále jen „metoda DCF“). V tomto případě je **tržní hodnota NP ČL** odvozená **od okamžitě odebratelného majetku, volných peněžních toků (FCFE<sub>t</sub>) za období projekce, které NP ČL dokáže s největší pravděpodobností v budoucnu vygenerovat vlastníků a terminální neboli pokračující hodnoty (PH)**.

**Volné peněžní toky a terminální hodnota NP ČL** jsou následně převedeny na jejich současné hodnoty pomocí **tzv. diskontní sazby**, která odráží požadovanou míru výnosnosti alternativní investice na trhu zatížené stejnou úrovní rizika, jakou představuje investice do daného podniku. Jelikož k ocenění jsou použity volné peněžní toky pro vlastníky, **požadovaná míra výnosnosti (diskontní sazba) je kalkulována na úrovni nákladu vlastního kapitálu. Tržní hodnota NP ČL stanovená metodou DCF je daná jako součet**:

- **tržní hodnoty odebratelného (neprovozního) majetku,**
- **současné hodnoty volných peněžních toků v prognózovaném období**
- **současné hodnoty terminální (pokračující) hodnoty, která je získána s využitím perpetuitního propočtu.**

Datum ocenění	1. FÁZE - střednědobý horizont	2. FÁZE - dlouhodobý horizont
Tržní hodnota společnosti = neprovozní majetek + současná hodnota FCFE + současná hodnota terminální hodnoty		

**Volné peněžní toky z vlastního kapitálu (FCFE<sub>t</sub>) jsou odhadovány na základě plánovaných výsledků hospodaření po zdanění a jsou limitovány zákonnými ustanoveními týkajícími se možnosti výplaty podílu na zisku, dodržením efektivní úrovně likvidity a rozumnou mírou zadlužení cizím kapitálem:**

$$\text{TRŽNÍ HODNOTA VLASTNÍHO KAPITÁLU} = \sum_{i=1}^T A_i + \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+NVK_t)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{(NVK_{T+1} - g)} (1 + NVK_T)^{-T}, \text{ kde:} \quad [R1]$$

$A_i$  je  $i$ -tá položka neprovozního aktiva po jeho ocenění,  $FCFE_t$  je volný peněžní tok pro vlastníka, který je reálné z části závodu ve střednědobém horizontu vyplatit,  $g$  je tempo růstu volného peněžního toku po střednědobém horizontu.

V tomto posudku je použita **dvoufázová metoda DCF**, která pracuje s projekcí rozdělenou do dvou období. První období (**1. Fáze**) představuje **střednědobý horizont**, který je pokryt finančním plánem společnosti a na který jsou provedeny odhady volných peněžních toků i dalších parametrů ocenění (**tzv. prognózované období**). Očekávaný vývoj základních parametrů oceňovacího modelu je v této fázi možné opřít o prognózy managementu NP ČL, prognózy MF ČR a ČNB a prognózy Znalce.

**Druhé období (2. Fáze)** představuje dlouhodobý horizont následující po střednědobé fázi. V tomto horizontu by jakákoliv prognóza očekávaného vývoje jednotlivých dílčích parametrů modelu byla zatížena významnou mírou nejistoty a subjektivních úsudků. Z toho důvodu v ní znalec pracuje s **volným peněžním tokem odvozených z posledního roku střednědobého období a jeho tempem růstu**.

Celý výpočet hodnoty NP ČL metodou DCF je rozdělen do několika kroků podle určení jednotlivých parametrů ocenění:

**Krok A:** Vymezení neprovozních aktiv a závazků a jejich ocenění

**Krok B:** Sestavení střednědobého finančního plánu a vyčíslení volných peněžních toků ( $FCFE_t$ )

**Krok C:** Stanovení trvale odnímatelného peněžního toku ( $FCFE_{T+1}$ ) po střednědobém horizontu a jeho tempa růstu ( $g$ )

**Krok D:** Odhad diskontní sazby (na úrovni nákladu vlastního kapitálu)

**Krok E:** Výpočet hodnoty NP ČL (100 % emitovaných akcií)

## 2.2 Popis ocenění tržním přístupem

Dalším z typů ocenění, které se znalec rozhodl aplikovat, je **přístup tržního porovnání**. V rámci tohoto přístupu jsou rozlišovány tři typy zdrojů informací, ze kterých je možné vycházet. V závislosti na informačním zdroji, ze kterého vstupní informace pochází, je možné přiřadit konkrétní způsob ocenění (metodu).

ZDROJE INFORMACÍ	METODA
minulé transakce s podíly (akciemi) v oceňované společnosti	Metoda přímého odvození
akviziční trhy, kde jsou obchodovány podíly a nebo celé společnosti	Metoda srovnatelných transakcí
veřejné trhy akcií, kde jsou obchodovány akcie srovnatelných společností	Metoda srovnatelných podniků

Znalec dále uvádí popis jednotlivých metod aplikovatelných v rámci přístupu tržního porovnání.

### 2.2.1 Metoda přímého odvození

Tato metoda se používá pouze u akciových podniků, jejichž **akcie jsou obchodovány**. Hodnota společnosti je odvozena z tržní ceny, za kterou byly akcie dané společnosti v nedávné minulosti prodány, bez ohledu na to, zda se jednalo o prodej kotovaných akcií na kapitálovém trhu či nekotovaných akcií mimo tento trh. Historická cena akcie (akcií) společnosti je pak dále upravena o cenový vývoj za období od realizace obchodu do data ocenění.

## 2.2.2 Metoda srovnatelných transakcí

Při tomto způsobu ocenění jsou **porovnávány obdobné společnosti, jež byly předmětem nedávných transakcí a k dispozici jsou realizované ceny z těchto transakcí. Hodnota oceňovaného podniku (společnosti) je stanovena pomocí násobku (multiplikátoru) a vztahové veličiny.** Při znalosti tržních cen akcií srovnatelných společností (podniků) je pomocí násobku (multiplikátoru) a vztahové veličiny zjištěna hodnota oceňovaného podniku, a to podle následujícího vzorce:

$$\text{Hodnota podniku}_A = \text{vztahová veličina}_A \times \text{násobek}_S, \text{ kde:} \quad [R2]$$

**A** je oceňovaný podnik

**S** je srovnatelný podnik

Nejpoužívanějšími násobiteli jsou: EV/EBITDA, EV/EBIT, P/Tržby, P/EBITDA, P/EBIT, P/BV, P/EAT, kde P je cena za 1 ks akcie, BV je bilanční suma.

Hodnota podniku může být stanovena jako **brutto** (dle zdroje www.damodaran.com představuje hodnotu brutto tzv. Enterprise Value = tržní hodnota vlastního kapitálu + dluh – krátkodobý finanční majetek) anebo **netto** (hodnota vlastního kapitálu = Market Value) v závislosti na volbě daného násobitele. Celý výpočet lze rozdělit do několika kroků podle určení jednotlivých parametrů ocenění:

**Krok A:** Výběr vhodného násobitele

**Krok B:** Výpočet hodnoty vhodného násobitele

**Krok C:** Výpočet hodnoty vlastního kapitálu společnosti

Vzhledem k tomu, že počet transakcí, jejichž předmětem byla koupě společnosti, jejímž předmětem podnikání je poskytování akutní lůžkové i ambulantní zdravotní péče (zdravotnické nemocniční zařízení), **je v tuzemských podmínkách malý, byla tato metoda využita pouze jako indikativní.**

## 2.2.3 Metoda srovnatelných podniků

Tato metoda je založena na porovnání oceňované společnosti (podniku) s obdobnými (srovnatelnými) společnostmi působícími ve stejném odvětví, jejichž **akcie jsou veřejně obchodovány na kapitálovém trhu.** Při znalosti tržních cen akcií srovnatelných společností je pomocí násobku (multiplikátoru) a vztahové veličiny zjištěna hodnota oceňované společnosti. S ohledem na skutečnost, že v tuzemských podmínkách se akcie společností podnikajících v oboru zdravotnických zařízení na kapitálových trzích prakticky neobchodují, **aplikoval Znalec pouze metodu porovnatelných podniků pouze ve vazbě na data vyspělých evropských kapitálových trhů.**

## 2.3 Popis metody ocenění účetní hodnotou

**Metoda ocenění účetní hodnotou** je založena na ocenění majetku a závazků oceňované společnosti cenami účetními, tj. cenami vycházejícími z principu historických cen, které jsou dále upravovány v souladu s platnými účetními zásadami (zejména s přihlédnutím k zásadě opatrnosti) a účetními předpisy o oceňovací korekce. Součet hodnoty celkových aktiv snížený o hodnotu závazků představuje hodnotu vlastního kapitálu a tedy i hodnotu jmění oceňované společnosti. Přitom vycházíme z rovnice [R3] uvedené níže s tím, že jednotlivé položky individuálních aktiv a závazků jsou oceněny účetní hodnotou, ve které jsou zachyceny v účetnictví oceňované společnosti ke dni ocenění.

$$\text{hodnota společnosti} = \sum_{i=1}^N A_i - \sum_{j=1}^M Z_j, \text{ kde:} \quad [R3]$$

$A_i$  je položka *i-tého* aktiva,  $Z_j$  je *j-tá* položka závazku, přičemž  $N$  je celkový počet položek individuálních aktiv a  $M$  je celkový počet individuálních závazků.

### 3 SPECIÁLNÍ PŘEPOKLADY A OMEZENÍ STANOVENÍ HODNOTY AKCIÍ NP ČL

Je důležité, aby Znalec ve znaleckém posudku uvedl všechny speciální předpoklady nebo omezení pro stanovení hodnoty společnosti (podniku). Těmito speciálními předpoklady nebo omezeními obecně mohou být:

- Předpoklady, které Znalec musel přijmout v důsledku jakýchkoliv omezení, kterými byl při své činnosti limitován a která mohou mít dopad na výslednou hodnotu získanou procesem ocenění.
- Specifické atributy související s podnikáním oceňované společnosti, které mají dopad na výslednou hodnotu získanou procesem ocenění
- Specifické transakce, jejichž realizace/nerealizace má dopad na výslednou hodnotu získanou procesem ocenění
- Skutečnosti nebo předpokládané okolnosti, které by nemusely být k dispozici typickému účastníkovi trhu v transakci ke dni ocenění, ale pro účely ocenění byla přijata.
- Předpokládané okolnosti a skutečnosti, které se liší či mohou lišit od okolností a faktů existujících ke dni ocenění.

V případě ocenění NP ČL považuje znalec za nezbytné uvést tyto speciální předpoklady nebo omezení, které mají, resp. mohou mít dopad na stanovenou hodnotu NP ČL, tj. na hodnotu 100 % emitovaných kmenových akcií NP ČL:

1. Při stanovení hodnoty NsP nebyly Znalci dodány finální auditované finanční výkazy NP ČL k 31.12.2015. Znalec pracoval pouze s předběžnými finančními výkazy NP ČL sestavenými k 31.12.2015 - rozvaha (stavy aktiv a pasiv) a výkaz zisků a ztráty.
  - Pro účely ocenění tedy Znalec přijal speciální předpoklad, že stavy aktiv a pasiv vykázané v předběžných finančních výkazech NP ČL ke dni 31.12. 2015 se významně nebudou lišit od finálně vykázaných hodnot v roční účetní závěrce NP ČL sestavené k 31.12. 2015 a schválené orgány NP ČL.
2. Přestože NP ČL je podnikatelským subjektem s právní formou akciové společnosti a je tedy založena za účelem dosahování zisku, má fakticky charakter veřejnoprávní nemocnice (veřejnoprávní korporace). Veřejnoprávní charakter znamená:
  - a) Jedná se o akciovou společnost se 100 % municipálním vlastnictvím (vlastníkem je LK),
  - b) NP ČL je pravidelně podporována z rozpočtu LK poskytováním investičních dotací na krytí investičních potřeb (otázkou je, zda poskytování investičních dotací nemá znaky nedovolené podpory ve smyslu legislativy EU).
    - I v prognózovaném období 2016 -2021 je předpokládána roční investiční podpora z rozpočtu LK ve výši cca 30 mil. Kč, kterou vedení LK potvrdilo NP ČL alokovat buď formou investičních dotací nebo formou navýšení základního (vlastního) kapitálu.
    - Poskytnutí jakékoli investiční dotace nebo navýšení základního kapitálu fakticky zvyšuje hodnotu NP ČL tím, že získané prostředky financují provedené investice (NP ČL nevykládá na investice zdroje vyprodukované vlastní činností)
  - c) NP ČL se jako veřejnoprávní nemocniční zařízení vyznačuje tím, že akcionář (LK) nepreferuje dosažení zisku jako stěžejního cíle vlastnictví NP ČL.
    - Preference LK směřují do oblasti dostupnosti zdravotní péči, naplňování koncepce zdravotní péče hrazené ze zdravotního pojištění při současné nadprůměrné kvalitě zdravotní péče a souvisejících služeb, stability pracovního personálu, koncepčního řešení zajišťování zdravotní péče v regionu LK atd. S tím souvisí nižší tlak na provozní efektivitu a dosahované marže NP ČL.
  - d) NP ČL se vyznačuje významnou mírou podpory z jiných vnějších dotačních zdrojů. Toto dotační financování se promítá jako přímé snížení výdajů na investice.
3. V případě vstupu města Česká Lípa do NP ČL do pozice minoritního (menšinového) akcionáře, Znalec vychází z předpokladu, který by měl být součástí dohody mezi LK a městem Česká Lípa, že se LK zaváže pro r. 2016 k investiční podpoře NP ČL v objemu 33 mil. Kč a pro období 2017 – 2021 k roční investiční podpoře NP ČL v celkovém ročním objemu 30 mil. Kč:
  - Jakákoli další investiční podpora počínaje r. 2022 (pokud by byla poskytována) by již měla být zajišťována společně oběma akcionáři, a to paritně (aliquotně) podle jejich podílů na základním kapitálu NP ČL

4. Plánované investice NP ČL nad objem 30 mil. Kč, krytý investiční podporou LK (akcionářů), **jsou zčásti financovány z vlastních zdrojů NP ČL a zčásti dluhovým financováním (2 % p.a.; 20 let splatnost) a jsou podrobně popsány v Plánu investic:**
- **NP ČL je z hlediska svého předmětu podnikání, konkurenčního postavení, bilanční struktury, očekávaných výsledků hospodaření a tvorby C-F zajímavým bonitním klientem pro bankovní sektor.**
5. **Počínaje r. 2022 se očekává ukončení podpory financování investic ze strany akcionářů.** Financování investic bude prováděno **již výhradně ze zdrojů zajištěných NP ČL** (vlastní kapitál a dluhové financování). Obnovovací investice financované ze zdrojů NP ČL jsou pro výpočet terminální hodnoty předpokládány v rozsahu **20 mil. Kč ročně.**
- Dlouhodobým cílem LK (akcionářů NP ČL) je situace, **kdy nebude ze svého rozpočtu přispívat na investice NP ČL** (už tato situace je zjevným benefitem LK)
6. **Znalec pracuje v prognózovaném období počínaje r. 2017 s průměrným tempem růstu mezd ve výši 2,5 % ročně. Důvodnost a reálnost tohoto předpokladu znalec opírá o tyto skutečnosti:**
- a) **Za období r. 2015 došlo k průměrnému nárůstu celkových vyplacených mzdových prostředků o 5,2 % a pro rok 2016 provedl management NP ČL úpravy mzdových tarifů a systému odměňování, které vedou k velmi významnému (oborově nadprůměrnému) navýšení mezd v roce 2016, a to v průměru o 10 % proti roku 2015**
- Nárůst mezd NP ČL za období 2015 – 2016 **je oborově nadprůměrný** (Znalci není známo jiné řádově porovnatelné nemocniční zařízení v ČR, které by provedlo v r. 2016 zvýšení mzdové hladiny o 10 % - v běžném podnikatelském prostředí k takovému zvýšení mzdové hladiny nedochází) a **fakticky tak došlo k dorovnání mzdové hladiny NP ČL, která je v porovnání s benchmarkovými daty jiných krajských nemocničních zařízení, jež má Znalec k dispozici, nadprůměrná.**
- b) **Vláda ČR v posledních měsících několikrát veřejně prezentovala svou prioritu a záměr řešit problém s nedostatkem zdravotnického personálu** (lékaři, střední zdravotnický personál, zdravotní sestry) změnami v systému vzdělávání a praxe, podporu mládeže pro vstup do oblasti zdravotnického vzdělání a **významným zvýšením mzdového ohodnocení ve zdravotnictví**, a to napříč od veřejného sektoru po sektor privátní tak, aby se zabránilo odlivu pracovníků z českého zdravotnického systému, a naopak zaměstnání ve zdravotnictví se stalo prestižním a dobře honorovaným:
- Ze zveřejněných informací a postojů členů vlády ČR jednoznačně vyplývá, že prostředky pro zvýšení platové úrovně ve **zdravotnictví budou zajištěny zvýšením plateb do zdravotního systému** (např. platby na státní pojišťence) a systémovými úsporami (elektronizace zdravotnictví a související rozsáhlejší a kvalitnější kontrola léčebných výdajů atd.)
  - Znalec v tomto ohledu předpokládá, že jakýkoli další případný nárůst mzdové úrovně NP ČL nad předpokládanou výši 2,5 % ročně počínaje r. 2017 bude součástí celkových změn v českém zdravotním systému, **kdy nárůst mzdové hladiny bude kompenzován platbami ze zdravotního systému za poskytnuté výkony. Jiný přístup fakticky ani není možný, neboť by vedl ke zjevné destabilizaci významného objemu nemocničních zařízení a tím k destabilizaci systému.**
- c) Případné vyšší tempo růstu mezd **na úroveň 2,5 % ročně**, které by nebylo kryto výnosy (příjmy) ze zdravotního systému ČR, **by management NP ČL musel kompenzovat úsporami provozních nákladů nebo jinými dodatečnými tržbami nad rámec prognózy.** Takový požadavek je logický a správný, neboť pro akcionáře NP ČL (LK) **je nepřijatelné, aby nárůst mezd destabilizoval hospodaření NP ČL a její Cash – flow a nepovažuje za možné, aby NP ČL požadovala provozní podporu (provozní dotaci)**, která by byla využívána ke krytí vyššího nárůstu mzdových nákladů
7. Případný vstup města Česká Lípa do NP ČL **neproběhne koupí části akcií NP ČL ve vlastnictví LK, nýbrž formou navýšení základního kapitálu NP ČL emisí nových akcií s emisním kursem.** Emisní kurs nových akcií NP ČL bude vyšší než hodnota **34%, resp. 49 % stávajících kmenových akcií NP ČL**, a to z toho důvodu, že provedený vklad (splacený emisní kurs nových akcií) bude zvyšovat hodnotu NP ČL, na níž se již budou podílet dva akcionáři ve výši svých podílů na základním kapitálu NP ČL.
8. **Získání 34 % nebo 49 % podílu** města Česká Lípa na NP ČL by mělo proběhnout v následujících krocích a při aplikaci následujícího postupu:

- a) **Hodnota NP ČL (hodnota stávajících 100 % emitovaných akcií)** je znalcem stanovena nižší než hodnota stávajícího základního kapitálu NP ČL (333.737.174 Kč) - důvodem jsou historické ztráty minulých let. Proto **bude nutné pro realizaci transakce kapitálového vstupu města Česká Lípa do NP ČL nejprve snížit nominální hodnotu emitovaných akcií NP ČL vlastněných LK, tj. snížit hodnotu stávajícího základního kapitálu NP ČL.**

Pakliže by cílový budoucí základní kapitál NP ČL po vstupu města Česká Lípa do NP ČL kapitálovým vkladem **měl činit 200.000.000 Kč, bude nutné v prvním kroku snížit hodnotu stávajícího základního kapitálu NP ČL :**

- Ve variantě budoucího **34 % podílu** města Česká Lípa na NP ČL na: **132.000.000 Kč**
- Ve variantě budoucího **49 % podílu** města Česká Lípa na NP ČL na: **102.000.000 Kč**

- b) Jelikož splacení emisního kursu nových akcií NP ČL městem Česká Lípa absolutně zvýší hodnotu NP ČL, na níž v proporci svých podílů budou již participovat oba akcionáři, měla by být **výše emisního kursu nových akcií NP ČL nabývaných městem Česká Lípa stanovena tímto výpočtem (kalkulací):**

- Ve variantě budoucího **34 % podílu** města Česká Lípa na NP ČL na: **34 % ze součtu (hodnota 100 % stávajících kmenových akcií NP ČL + hodnota 34 % stávajících kmenových akcií NP ČL)**
- Ve variantě budoucího **49 % podílu** města Česká Lípa na NP ČL na: **49 % ze součtu (hodnota 100 % stávajících kmenových akcií NP ČL + hodnota 49 % stávajících kmenových akcií NP ČL)**

Tato kalkulační reálně odráží to, že LK jako stávající 100 % akcionář, **neobdrží** za svůj 34 % nebo 49 % podíl v NP ČL **protihodnotu v podobě kupní ceny akcií NP ČL, nýbrž dojde k přímému zvýšení hodnoty NP ČL o celý emisní kurs, jehož ekonomické efekty fakticky nesou oba akcionáři v poměru 66 % : 34 % nebo 51 % : 49 %.**

Dodatečné zdroje, jež NP ČL získá z provedeného vkladu, **použije k eliminaci potřeby dluhového financování**, které předpokládá střednědobý finanční plán, a celkově NP ČL stabilizuje v dlouhodobém horizontu.

- c) Pakliže by cílový budoucí základní kapitál NP ČL po vstupu města Česká Lípa do NP ČL kapitálovým vkladem **měl činit 200.000.000 Kč**, budou se LK a město Česká Lípa podílet na základním kapitálu NP ČL takto :

- Ve variantě budoucího **34 % podílu** města Česká Lípa na NP ČL:
  - ✓ **Liberecký kraj (LK): vklad 132.000.000 Kč, obchodní podíl 66 %**
  - ✓ **Město Česká Lípa: vklad 68.000.000 Kč, obchodní podíl 34 %**
- Ve variantě budoucího **49 % podílu** města Česká Lípa na NP ČL:
  - ✓ **Liberecký kraj (LK): vklad 102.000.000 Kč, obchodní podíl 51 %**
  - ✓ **Město Česká Lípa: vklad 98.000.000 Kč, obchodní podíl 49 %**

- d) **Rozdíl mezi nominální hodnotou nové emise akcií NP ČL a jejich emisním kursem by byl vykázan jako součást vlastního kapitálu NP ČL.**

9. NP ČL vede 3 soudní spory se společností **Mandant spol. s r.o.** (dále i jen jako „Mandant“), kdy NP ČL je v pozici **strany žalované z důvodu nezaplacení nárokovaných doplatků za dodávky energií (tepla, chladu a elektrické energie):**

- **za roky 2009 a 2010 Žaloba č. I o zaplacení 2.271 tis. a 6.419 tis. Kč, tj. celkem 8.691 tis. Kč + příslušenství,**
- **za rok 2011 Žaloba č. II o zaplacení 5.115 tis. Kč + příslušenství**
- **za rok 2012 Žaloba č. III. o zaplacení 4.509 tis. Kč + příslušenství**

- a) **Souhrnná hodnota žalovaných částek z výše specifikovaných soudních sporů se společností Mandant bez příslušenství činí 18.315 tis. Kč (jistina dluhu)**



- b) Podle předpokladu Znalce, který se opírá i o informace advokátní kanceláře JUDr. Oldřich Filip zastupující NP ČL., **se jeví žalobní nárok společnosti Mandant jako důvodný a NP ČL bude muset s významnou pravděpodobností své závazky za dodávky energií** (ty byly vykazovány v účetních výkazech NP ČL k 31.12. 2015 **v čisté pozici pouze 3.6 mil. Kč** - dohadné položky na účtu 389 a neuplatněné části DPH na účtu 379 snížené o poskytnuté nezúčtované zálohy) **uhradit, a to včetně příslušenství.**
- c) Vyčíslená hodnota příslušenství ze strany zastupující advokátní kanceláře JUDr. Oldřich Filip činí k datu 20.4.2016 **16.392 tis. Kč**, tzn. že **potenciální celkový závazek (jistina + příslušenství) NP ČL k datu 20.4.2016 činí 34.707 tis. Kč.**
- **Denní úrok z prodlení ze všech žalovaných částek** činí aktuálně **9.157 Kč** (na roční bázi **3.342 tis. Kč**), tzn. pokračování sporu **významně zvyšuje náklady NP ČL.**
- d) Pro účely znaleckého posudku znalec **dopočítal hodnotu příslušenství k datu 31.12.2016** a uplatnil předpoklad, že k tomuto datu bude závazek vypořádán (soudně či mimosoudně), neboť takový postup je zjevně v zájmu NP ČL a jejího akcionáře:
- Celá částka tohoto příslušenství je převedena na současnou hodnotu k 31.12. 2015 diskontováním náklady vlastního kapitálu NP ČL pro r. 2016 ve výši 7,47 % p.a. stanovené v rámci metody ocenění DCF. Takto vypočtená současná hodnota příslušenství za období do 31.12. 2015 činí k 31.12. 2015 **18.565 tis. Kč a přímo snižuje hodnotu NP ČL.**
- e) Pro účely stanovení hodnoty NP ČL znalec předpokládá, že **celá žalovaná částka (jistina dluhu) 18.315 tis. Kč bude ze strany NP ČL uhrazena.** Dále znalec vychází z předpokladu, že **50 % výše vypočtené čisté současné hodnoty příslušenství k 31.12.2015 bude vymoženo v rámci regresního nároku vůči členům orgánů NP ČL, kteří svým postupem neprovádění plateb společnosti Mandant za dodávky energií zjevně způsobili škody NP ČL, a to zřejmě právě v rozsahu příslušenství** (dodatečná zátěž úrokového příslušenství, která by jinak nevznikla):
- U zbývajících 50 % hodnoty příslušenství, tj. částky **9.282 tis. Kč**, znalec předpokládá, že bude představovat reálný náklad (výdaj) NP ČL. Konečný finanční dopad tohoto soudního sporu (při uplatnění regresního nároku vůči orgánům NP ČL) pro účely stanovení hodnoty NP ČL znalec **předpokládá ve výši 27.597 tis. Kč.**
- f) Ostatní soudní spory, kdy NP ČL je v pozici strany žalované, **jsou nevýznamné nebo jejich případný negativní finanční dopad bude kryt z pojištění odpovědnosti, které má NP ČL uzavřené.**



## 4 OCENĚNÍ VÝNOSOVÝM PŘÍSTUPEM

V rámci výnosového přístupu je **aplikována metoda DCF ve variantě Equity**, jejíž podrobný popis byl uveden v kapitole 2.1. Ocenění touto metodou je rozděleno do 5-ti kroků.

### 4.1 Krok A: Vymezení okruhu neprovozních aktiv a závazků a jejich ocenění

Neprovozní (odebratelný) majetek představuje veškerý majetek, který lze ze společnosti ke dni ocenění odebrat a zpeněžit, aniž by došlo k narušení finančního zdraví společnosti či narušení plynulosti její činnosti. V této kapitole a jejích podkapitolách jsou popsány jednotlivé položky majetku a způsob jejich ocenění, které jsme ke **dni ocenění (31.12.2015) u NP ČL identifikovali jako provozně nepotřebná aktiva** (viz kapitola 3.6).

Tato odebratelná aktiva jsou oceněna **individuálně podle jejich jednotlivých položek**. Zjištěná hodnota provozně nepotřebných aktiv tvoří jednu z komponent **celkové hodnoty NP ČL** (je v celkovém výsledku přičtena k hodnotě provozní části podniku).

Neprovozní majetek NP ČL v tis. Kč	Účetní hodnota k 31.12.2015	Hodnota k 31.12.2015
Dlouhodobý hmotný majetek	24.568	15.000
- pozemky	20 334	
- budovy	4 234	
Krátkodobý finanční majetek – neprovozní finanční prostředky	519	519
<b>HODNOTA NEPROVOZNÍCH AKTIV CELKEM</b>	<b>25.087</b>	<b>15.519</b>

Zdroj: účetní evidence společnosti NP ČL a záměr prodeje neprovozního majetku

**Hodnota individuálně oceněných položek odebratelného majetku činí celkově k 31.12. 2015 15.519 tis. Kč. Tato hodnota bude přičtena k výnosové hodnotě provozní části aktiv společnosti Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s.**

### 4.2 Krok B: Sestavení střednědobého finančního plánu a vyčíslení FCFE<sub>t</sub>

Střednědobý finanční plán zahrnuje plánovanou výsledovku, bilanci a přehled peněžních toků, z něhož jsou odvozeny volné peněžní toky **generované pro vlastníky ve střednědobém období (FCFE<sub>t</sub>)**. **Střednědobá projekce (první fáze ocenění) pokrývá období počínaje 01.01.2016 a končící 31.12.2021**. Po tomto horizontu (počínaje rokem 2022) nastává **druhá fáze ocenění**, ve které Znalec pracuje pouze s trvalým volným peněžním tokem ( $FCFE_{t+i}$ ) a jeho tempem růstu ( $g$ ).

**Znalec při sestavení finančního plánu vycházel podpůrně z plánované výsledovky na rok 2016 (plánu ve formě obrátové předvahy výsledkových účtů), kterou předložilo vedení NP ČL, která reprezentuje konkrétní záměry a představy vedení společnosti o budoucím hospodaření NP ČL (viz Příloha č. 4). Prognózované období vychází primárně z předpokladů týkajících se NP ČL a očekávaného vývoje v segmentu tuzemské zdravotní péče.**

**Projekce střednědobého hospodaření NP ČL v kategoriích výnosů a nákladů je Znalcem zpracována tímto způsobem:**

- Rok 2016 byl naprojektován v návaznosti na managementem NP ČL předložený finanční plán (klíčovou bází jsou především náklady)
- Vývoj tržeb pro období 2016 - 2021 vychází z prognózovaného vývoje příjmů z veřejného zdravotního pojištění.
- Obchodní marže z prodeje léků a zdravotnických potřeb je zafixována na úrovni roku 2015.
- Osobní náklady vychází z finančního plánu na r. 2016 sestaveného managementem NP ČL, **kteřý zohledňuje 10% navýšení osobních nákladů v roce 2016**. Od 2017 se předpokládá **tempo růstu mezd ve výši 2,5 % ročně**. Průměrné tempo růstu na bázi geometrického průměru v období od 2016 – 2021 **činí 3,7 %**.
- Nákladové úroky jsou projektovány jako násobek výše úročených dlouhodobých bankovních úvěrů a aktuální úrokové sazby, za kterou jsou tyto půjčky úročeny. Výše úrokové sazby ke dni ocenění činí 2,0 % p.a.
- Ostatní provozní náklady vychází z úrovně jejich podílu na tržbách r. 2015 **při zohlednění plánovaných úspor managementu NP ČL pro rok 2016**. Od roku 2017 se vychází z podílu ostatních provozních nákladů r. 2016 na tržbách r. 2016 snížených o provozní úspory nákladů **ve výši 8 mil. Kč proti r. 2016**.

**Projekce střednědobého plánu Bilance (rozvahy):**

7. Finanční prostředky jsou projektovány **na úroveň nezbytně nutné likvidity definované poměrovým ukazatelem okamžité likvidity s hodnotou 0,18.**
8. Ostatní aktiva jsou projektována na úrovni r. 2016. Rezervy jsou projektovány ve výši r. 2015.
9. **Cizí kapitál** byl projektován s ohledem na financování části investic cizím úročeným kapitálem (přijaté úvěry). Neúročená část cizího kapitálu je prognózována v relaci jeho **podílu na pracovním kapitálu r. 2015** (ten považujeme v zásadě za stabilizovaný) **a s ohledem na celkové vybalancování finančního plánu.**
10. Ostatní pasiva jsou projektována na úrovni roku 2015.
11. Do projekce Bilance (kapitola 4.2.2) a následně projekce FCFE (kapitola 4.2.3) není zahrnuta **předpokládaná úhrada závazku ze soudních sporů se společností Mandant spol. s r.o. včetně příslušenství, která je do ocenění promítnuta nad rámec současné hodnoty FCFE jako mimořádná neprovozní položka.**
12. Nerozdělený zisk je korigován tak, aby byl vybalancován finanční plán.

**4.2.1 Projekce Výkazu zisku a ztráty NP ČL pro období 2016 – 2021**

Při sestavení plánovaného Výkazu zisků a ztrát Znalec postupoval způsobem uvedeným v předcházející kapitole. Níže uvedená tabulka zachycuje **projekci výnosů a nákladů NP ČL pro střednědobé období 2016 – 2021.**

TEXT (v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
+ tržby z prodeje zboží	93 045	94 799	96 553	98 308	100 062	101 816
- náklady na prodané zboží	74 790	76 200	77 610	79 020	80 430	81 840
<b>= Obchodní marže</b>	<b>18 255</b>	<b>18 599</b>	<b>18 943</b>	<b>19 288</b>	<b>19 632</b>	<b>19 976</b>
+ provozní výnosy	633 324	660 451	687 578	714 705	741 832	768 958
- osobní náklady	407 725	417 918	428 366	439 075	450 052	461 303
- ostatní provozní náklady	230 485	231 932	241 346	250 793	260 240	269 687
<b>= provozní EBITDA</b>	<b>13 369</b>	<b>29 200</b>	<b>36 809</b>	<b>44 124</b>	<b>51 171</b>	<b>57 944</b>
- odpisy a amortizace	17 020	18 314	21 450	24 074	24 824	25 449
<b>= provozní EBIT</b>	<b>-3 650</b>	<b>10 886</b>	<b>15 359</b>	<b>20 050</b>	<b>26 347</b>	<b>32 495</b>
<b>= EBIT celkem</b>	<b>-3 650</b>	<b>10 886</b>	<b>15 359</b>	<b>20 050</b>	<b>26 347</b>	<b>32 495</b>
- nákladové úroky	0	610	2 284	2 188	2 091	1 992
<b>= EBT celkem</b>	<b>-3 650</b>	<b>10 276</b>	<b>13 075</b>	<b>17 862</b>	<b>24 256</b>	<b>30 504</b>
- daň z příjmu	0	0	0	3 394	4 609	5 796
<b>= EAT celkem</b>	<b>-3 650</b>	<b>10 276</b>	<b>13 075</b>	<b>14 468</b>	<b>19 648</b>	<b>24 708</b>

Zdroj: předložený finanční plán, vlastní výpočty

**4.2.2 Projekce Bilance NP ČL pro období 2016 – 2021**

Při sestavení plánované Bilance Znalec postupoval způsobem uvedeným v předcházející kapitole. Níže uvedená tabulka zachycuje **plánované položky aktiv NP ČL a zdroje jejich krytí pro střednědobé období 2016 – 2021.**

TEXT (v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>486 735</b>	<b>513 216</b>	<b>591 782</b>	<b>592 791</b>	<b>593 065</b>	<b>587 729</b>
<b>Dlouhodobá aktiva</b>	<b>220 728</b>	<b>237 915</b>	<b>306 415</b>	<b>297 341</b>	<b>287 517</b>	<b>272 068</b>
+ nehmotná aktiva	481	481	481	481	481	481
+ hmotná aktiva	220 247	237 434	305 934	296 860	287 036	271 587
+ finanční aktiva	0	0	0	0	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>264 406</b>	<b>273 701</b>	<b>283 766</b>	<b>293 849</b>	<b>303 947</b>	<b>314 060</b>
+ zásoby	11 873	11 984	12 405	12 827	13 250	13 672
+ dlouhodobé pohledávky	10	10	10	10	10	10
+ krátkodobé pohledávky	212 603	221 056	229 509	237 962	246 416	254 869
+ krátkodobá finanční aktiva	39 920	40 651	41 842	43 049	44 271	45 509
<b>Ostatní aktiva</b>	<b>1 601</b>	<b>1 601</b>	<b>1 601</b>	<b>1 601</b>	<b>1 601</b>	<b>1 601</b>

TEXT (v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>ZDROJE KRYTÍ CELKEM</b>	<b>486 735</b>	<b>513 216</b>	<b>591 782</b>	<b>592 791</b>	<b>593 065</b>	<b>587 729</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>223 602</b>	<b>216 663</b>	<b>208 249</b>	<b>207 231</b>	<b>205 489</b>	<b>198 150</b>
+ zisk/ztráta běžného období	-3 650	10 276	13 075	14 468	19 648	24 708
+ zadržené zisky/ztráty	227 252	206 387	195 174	192 763	185 842	173 442
<b>Cizí zdroje</b>	<b>236 847</b>	<b>270 266</b>	<b>357 245</b>	<b>359 273</b>	<b>361 289</b>	<b>363 293</b>
+ rezervy	8 325	8 325	8 325	8 325	8 325	8 325
+ dlouhodobé závazky	408	408	408	408	408	408
+ krátkodobé závazky	228 114	232 289	239 094	245 994	252 979	260 053
+ úvěry, půjčky a dluhopisy	0	29 245	109 418	104 546	99 576	94 507
<b>Ostatní závazky</b>	<b>26 287</b>	<b>26 287</b>	<b>26 287</b>	<b>26 287</b>	<b>26 287</b>	<b>26 287</b>

Zdroj: předložený finanční plán, vlastní výpočty

#### 4.2.3 Plánovaný přehled peněžních toků a vyčíslení FCFE v období 2016 – 2021

Z plánované střednědobé Výsledovky a Bilance je sestavena **prognóza Přehledu peněžních toků** a z něho je odvozena výše **volných finančních prostředků (FCFE)**, které NP ČL teoreticky může v jednotlivých letech ve střednědobém horizontu vyplatit **vlastníkům, aniž by byla ohrožena její existence či narušeno její finanční zdraví**. FCFE představuje takový objem peněžních prostředků, po jejichž odebrání je zachována bezpečná úroveň likvidity společnosti, její finanční zdraví a je dodržen základní legislativní rámec pro výplatu dividend.

##### PŘEHLED PENĚŽNÍCH TOKŮ (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Krátkodobý finanční majetek na počátku období</b>	<b>37 829</b>	<b>39 920</b>	<b>40 651</b>	<b>41 842</b>	<b>43 049</b>	<b>44 271</b>
<b>EBT</b>	<b>-3 650</b>	<b>10 276</b>	<b>13 075</b>	<b>17 862</b>	<b>24 256</b>	<b>30 504</b>
+ odpisy	17 020	18 314	21 450	24 074	24 824	25 449
± vyloučení toků z finanční činnosti	0	610	2 284	2 188	2 091	1 992
± korekce o nepeněžní operace	0	0	0	0	0	0
± Δ pracovní kapitál	8 048	-4 389	-2 069	-1 976	-1 890	-1 802
- daň z příjmu	0	0	0	-3 394	-4 609	-5 796
<b>Peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>21 417</b>	<b>24 811</b>	<b>34 740</b>	<b>38 754</b>	<b>44 672</b>	<b>50 346</b>
- investice do dlouhodobých aktiv	-16 265	-35 500	-89 950	-15 000	-15 000	-10 000
<b>Peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>-16 265</b>	<b>-35 500</b>	<b>-89 950</b>	<b>-15 000</b>	<b>-15 000</b>	<b>-10 000</b>
± finanční toky	0	-610	-2 284	-2 188	-2 091	-1 992
± dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0
± půjčky a emitované dluhopisy	0	29 245	80 173	-4 872	-4 970	-5 069
+ vklady do ZK						
<b>- Volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE)</b>	<b>-3 061</b>	<b>-17 215</b>	<b>-21 489</b>	<b>-15 486</b>	<b>-21 389</b>	<b>-32 048</b>
<b>Peněžní tok z finanční činnosti</b>	<b>-3 061</b>	<b>11 420</b>	<b>56 401</b>	<b>-22 547</b>	<b>-28 450</b>	<b>-39 108</b>
<b>Peněžní tok celkem</b>	<b>2 090</b>	<b>731</b>	<b>1 191</b>	<b>1 207</b>	<b>1 222</b>	<b>1 238</b>
<b>Krátkodobý finanční majetek na konci období</b>	<b>39 920</b>	<b>40 651</b>	<b>41 842</b>	<b>43 049</b>	<b>44 271</b>	<b>45 509</b>

Zdroj: předložený finanční plán, vlastní výpočty

Plánovaný Přehled peněžních toků je sestaven v agregované podobě, kdy některé položky obvykle vykazované individuálně jsou kumulovány.

**Záporné znaménko u hodnoty FCFE fakticky znamená, že objem těchto prostředků je možné z NP ČL odčerpat - i v případě jejich odčerpání je stav finančního majetku dostatečný a NP ČL si zachovává potřebnou likviditu.**

Postup sestavení prognózy C-F nepostihuje korekce o nepeněžní operace, které představují zejména změny stavů zásob vlastní činnosti a aktivace. Vykazování těchto nepeněžních operací odděleně není pro ocenění významné, neboť při jejich vyloučení z výsledku hospodaření by duálně byly tyto operace zobrazeny ve změnách pracovního kapitálu, takže celkový peněžní tok z provozní činnosti **by se tím nezměnil**, s výjimkou aktivace dlouhodobého majetku.

**4.2.4 Plán investic NP ČL pro rok 2016**

Zdroj financování (v tis. Kč)	Položka	Investice Brutto včetně DPH	Financováno jiným zdrojem (MZ ČR)	Financován o LK	Investice Netto včetně DPH (z vlastních zdrojů)
MZ ČR 80 %, 20 % NsP ČL	NsP – rekonstrukce horizontálních rozvodů ZTI	24 624	19 699	0	4 925
MZ ČR 80 %, 20 % NsP ČL	NsP – rekonstrukce centrální výroby chladu	13 310	10 648	0	2 662
MZ ČR 80 %, 20 % NsP ČL	NsP – rekonstrukce 4 výtahů v budově „A“	9 801	7 841	0	1 960
MZ ČR 80 %, 20 % NsP ČL	NsP – rekonstrukce dětského oddělení v 3. NP budovy „C“	6 958	5 566	0	1 392
MZ ČR 80 %, 20 % NsP ČL	NsP – rekonstrukce hlavní dopravní komunikace	1 634	1 307	0	327
LK 100 %	Výměna hlavních ventilátorů pro operační sály v 6. – 8. NP v budově monobloku a úprava řízení MaR	1 815	0	1 815	0
LK 100 %	Rekonstrukce operačních sálů včetně veškeré vzduchotechniky	9 680	0	9 680	0
LK 100 %	II. Modernizace lůžkové části intermediální péče neurologického oddělení	4 840	0	4 840	0
LK 100 %	III. Rekonstrukce střešních krytin na objektech stravovacího provozu, hemodialýzy, archivu a propojovacího koridoru	9 099	0	9 099	0
LK 100 %	IV. Rekonstrukce výtahů budovách polikliniky a dětské nemocnice	7 599	0	7 599	0
NsP ČL	Obnovovací investice	5 000	0	0	5 000
	<b>Celkem</b>	<b>94 359</b>	<b>45 060</b>	<b>33 033</b>	<b>16 265</b>

**4.2.5 Plán investic NP ČL pro období 2017 – 2021**

(v tis. Kč)	2 017	2018	2 019	2020	2 021
Rekonstrukce operačních sálů – 1. etapa	60 500	60 500			
Přestěhování HDS (dialýza)		54 450			
Vertikální rozvody a jiné významnější investice			40 000	40 000	35 000
Obnovovací investice	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
<b>Celkem</b>	<b>65 500</b>	<b>119 950</b>	<b>45 000</b>	<b>45 000</b>	<b>40 000</b>
Financováno z jiného zdroje (MZ ČR, OP IROP, aj.)	0	0	0	0	0
Financováno Libereckým krajem (vlastníkem)	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000
<b>Investice netto</b>	<b>35 500</b>	<b>89 950</b>	<b>15 000</b>	<b>15 000</b>	<b>10 000</b>
Financováno úvěrem	30 500	84 950	0	0	0
<b>Financováno vlastními zdroji</b>	<b>5 000</b>	<b>5 000</b>	<b>15 000</b>	<b>15 000</b>	<b>10 000</b>

**4.3 Krok C: Stanovení  $FCFE_{T+1}$  po střednědobém horizontu a jeho tempa růstu (g)**

V předchozím kroku byl sestaven střednědobý finanční plán NP ČL a odvozen volný peněžní tok (FCFE) pro vlastníky, který je reálný ze společnosti získat ve střednědobém horizontu formou dividendy. Zatímco pro střednědobý horizont je hospodaření společnosti pokryto střednědobým finančním plánem, v dlouhodobém horizontu **Znalec pracuje s trvale odnímatelným peněžním tokem a jeho tempem růstu v čase**. Trvale odnímatelný peněžní tok ( $FCFE_{T+1}$ ), jeho tempo růstu (g) a diskontní míra ( $N_{vk}$ ) tak určují **tzv. terminální neboli pokračující hodnotu ve druhé fázi ocenění (tzv. dlouhodobý horizont)**.

**Odhad tempa růstu**

Vzhledem k předpokladu fixních kapacit a investic zajišťujících pouze **prostou obnovu dlouhodobého majetku** (nikoliv rozšíření kapacitních možností NP ČL) a vzhledem k poměrně vzdálenému časovému úseku, které je zdrojem vysoké nejistoty, uvažujeme v dlouhodobém horizontu **s tempem růstu trvale odnímatelného peněžního toku 2% ročně**, který odpovídá dlouhodobému inflačnímu cíli ČNB.

**Trvale odnímatelný peněžní tok**

**Trvale odnímatelný peněžní tok** (terminální/pokračující hodnotu) Znalec uvažoval jako současnou hodnotu rostoucích, perpetuitně (nekonečně) se opakujících volných peněžních toků plynoucím vlastníkům, která je stanovena prvně pro r. 2022.

(v tis. Kč)

Pro r. 2021 dosáhla **výše FCFE 32.048 tis. Kč**. Pro r. 2022 již však **nebudou akcionáři dotačně podporovat investice NP ČL (snížení FCFE o 30 mil. Kč)**, a proto **investice NP ČL klesnou o 20 mil. Kč na úroveň obnovovacích investic financovaných z vlastních zdrojů (zvýšení FCFE o 20 mil. Kč)**. Předpokládaný FCFE pro r. 2022 by tak v časové bázi r. 2021 činil 22.048 tis. Kč. Při zohlednění očekávaného 2%-ního tempu růstu je hodnota FCFE pro r. 2022 stanovena na 22.488 tis. Kč.

Volný peněžní tok pro vlastníky roku 2021	32 048
Snížení investic na úroveň 20 mil. Kč ročně	+20 000
Snížení investiční dotací od vlastníka na 0 Kč	-30 000
<b>FCFE pro r. 2022 před zohledněním tempa růstu</b>	<b>22 048</b>
Tempo růstu $FCFE_{T+1}$	2,0 %
<b>Trvale odnímatelný volný peněžní tok pro r. 2022</b>	<b>22 488</b>

Zdroj: vlastní výpočty

Při 2% - ním tempu růstu hodnota trvale odnímatelného peněžního toku stanovena prvně pro r. 2022 činí **22.488 tis. Kč**. Výše pokračující hodnoty NP ČL je zjištěna podle rovnice [R1] uvedené v kapitole B1.

**4.4 Krok D: Odhad diskontní míry**

V kapitole B 4.2.3. Znalec stanovil očekávané volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE). Zjištěné částky jsou však vyjádřeny v budoucích cenách, které je třeba převést na současnou bázi ke dni ocenění 31.12. 2015, a to pomocí diskontní míry.

Diskontní míra představuje očekávanou míru výnosnosti investory při investování do alternativních aktiv, které jsou obchodovány na trhu a které jsou zatíženy stejnou úrovní tržního rizika, jakou jsou zatíženy volné peněžní toky oceňované společnosti. Riziko ve finančním pojetí chápeme jako riziko toho, že skutečné peněžní toky generované podnikem se mohou lišit od očekávaných hodnot, přitom míru tohoto rizika měříme rozptylem skutečného výnosu kolem jeho očekávané hodnoty.

Protože výnosové ocenění **je provedeno metodou DCF Equity** (ocenění vlastního kapitálu), kdy FCFE jsou již sníženy o náklad na cizí úročný kapitál a jeho splátky (čerpání), musí diskontní míra odpovídat **nákladu vlastního kapitálu** tak, aby ocenění bylo konzistentní. Finanční plán, z kterého byly odvozeny FCFE, byl sestaven v **běžných cenách odrážející očekávané změny v cenové hladině**, a proto **i sazba nákladu vlastního kapitálu je kalkulována jako nominální sazba a nikoliv sazba reálná**.

Nejpoužívanějším modelem k určení **nákladu vlastního kapitálu při oceňování podniků (společností)** je **model oceňování kapitálových aktiv (tzv. model CAPM)**. Důvodem je fakt, že právě tento model vychází z tržních dat, takže výslednou kategorii hodnoty získanou oceněním lze považovat za tržní hodnotu, pakliže jsou splněny další předpoklady kladené IVS.

$$N_{vk} = R_f + RPT \times B_i + RPZ + RP_1 + RP_2 + RP_3, \text{ kde:}$$

[R2]

$N_{vk}$  je náklad vlastního kapitálu,

$R_f$  je bezriziková míra výnosnosti,

$RPT$  je riziková prémie kapitálového trhu,

$B_i$  je koeficient beta,

$RPZ$  je riziková prémie země,

$RP_1$  je riziková přirážka za malou společnost

$RP_2$  je riziková přirážka za malou likviditu

$RP_3$  je riziková přirážka za nesystematické riziko

K určení nákladu na vlastní kapitál je potřeba stanovit shora uvedené základní parametry:

#### **Míra výnosnosti bezrizikového aktiva ( $R_f$ ):**

Za bezriziková aktiva jsou považovány **státní dluhopisy vyspělých zemí**. Z těchto státních dluhopisů je pak počítán spotový výnos do doby splatnosti, jenž představuje míru výnosnosti bezrizikového aktiva. Bohužel v tuzemsku nejsou emitovány bezkupónové státní dluhopisy (tzv. zero bondy), pouze kupónové, které pro použití nesplňují podmínku absence reinvestičního rizika. Znalec proto použil v případě střednědobého horizontu výnos do doby splatnosti z amerických zero-bondů s 10-ti letou splatností. Spotový výnos amerických dluhopisů s dobou do splatnosti 10 let ke dni ocenění činí **2,27%** (zdroj: [www.treasury.gov](http://www.treasury.gov)).

V dlouhodobém horizontu Znalec je toho názoru, že spotový výnos bude konvergovat k dlouhodobému průměru. Podle zdroje: [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com), činí dlouhodobý průměr vypočítaný z časové řady za období 1928 – 2015 **4,96 %**. Pro druhou fázi ocenění použita výnosnost bezrizikového aktiva tak činí **4,96%**.

#### **Riziková prémie kapitálového trhu (RPT):**

Riziková prémie kapitálového trhu představuje rozdíl mezi očekávanými výnosnostmi tržního portfolia (diverzifikovaného) a bezrizikového aktiva, resp. vyjadřuje cenu tržního rizika. Ke dni ocenění nebylo možné s dostatečnou mírou spolehlivosti odvodit rizikovou prémii kapitálového trhu v tuzemsku v důsledku krátké historie tuzemského kapitálového trhu a nestabilního vývoje cen jednotlivých aktiv zapříčiněného post-transformačními ekonomickými a politickými vlivy. Znalec proto použil implikovanou prémii vyspělého kapitálového trhu USA, která na rozdíl od ostatních publikovaných rizikových premií odráží budoucí očekávání investorů. Podle zdroje: [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com) ke dni ocenění činí tato prémie **6,12%**.

#### **Riziková prémie země (RPZ)**

Výše zmíněná riziková prémie kapitálového trhu odpovídá americkému kapitálovému trhu. Nejvhodnější by samozřejmě bylo použít data národní, narážíme však na problém funkčnosti, dlouhodobosti a rozsahu národního akciového trhu, proto se dnes prosazuje názor použít data amerického kapitálového trhu a tuto prémii pak vhodně přizpůsobit podmínkám trhu národního. Základní propočet rizikové premie trhu proto Znalec upravuje o riziko země. Hodnota publikovaná na stránkách [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com) **uvádí pro Českou republiku rizikovou premii země 1,65%**.

#### **Odhad koeficientu beta ( $B_i$ )**

**Beta** vyjadřuje úroveň jednotlivé akcie, a to relativně k riziku celkového kapitálového trhu. Pokud je beta rovna 1, znamená to, že riziko konkrétní akcie je na úrovni průměrného rizika kapitálového trhu jako celku. Je-li beta větší (menší) než 1, je i rizikovost konkrétní akcie větší (menší) než průměrné riziko na kapitálovém trhu. Rizikem zde rozumíme směodatnou odchylku výnosnosti daného cenného papíru od jeho průměrné výnosnosti.

Pro odhad koeficientu beta Znalec využil údaje o koeficientech  $\beta$  **nezadlužených** podniků za obor „Hospitals/Healthcare Facilities“ pro americký trh. Jako zdroj použil [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com). Hodnota koeficientu činí **0,58**.

Shora uvedený koeficient představuje hodnotu beta pro nezadlužený podnik, přitom hodnota tohoto koeficientu roste s růstem tržního zadlužení podniku cizím úročeným kapitálem. Jinými slovy, budou-li dvě společnosti působící ve stejném segmentu, ale mající každá jinou úroveň zadlužení, bude hodnota koeficientu  $\beta$  pro společnost s vyšším zadlužením vyšší a naopak. Přepočet koeficientu beta z nezadluženého na zadlužený podnik probíhá podle následující rovnice.

$$\beta_{i,zadl} = \beta_{i,nezadl} \times \left[ 1 + (1-d) \times \frac{CK}{VK} \right] \quad , \text{ kde:} \quad [R3]$$

$d$  je sazba daně z příjmu právnických osob,  
 $CK$  je hodnota cizího úročeného kapitálu,  
 $VK$  je tržní hodnota vlastního kapitálu.

**Riziková přírážka za malou společnost.** Jedná se o přírážku k základní rovnici modelu CAPM za malou velikost společnosti v porovnání s akcemi společností obchodovanými na kapitálovém trhu. Podle odborné literatury by se měla přírážka pohybovat do výše 3 %. S ohledem na účel ocenění Znalec stanovuje velikost této přírážky v podmínkách NP ČL na **0,0%**.

**Riziková přírážka za nižší likviditu.** Jedná se o přírážku za sníženou obchodovatelnost akcií oceňované společnosti v porovnání s akcemi obchodovanými na kapitálovém trhu jiných podniků. Podle odborné literatury by se měla přírážka pohybovat do výše 3 %. Znalec stanovuje výši této přírážky v podmínkách NP ČL na **0,0%**.

**Riziková přírážka za nesystematické riziko.** Zatímco model CAPM postihuje pouze systematické riziko, neboť předpokládá, že vytvořené portfolio investorem je naprosto diverzifikované, individuální investice je vystavená nesystematickému riziku neboli riziku jedinečnému. Znalec stanovuje výši této přírážky v podmínkách NP ČL na **0,0%**.

Po dosažení výše uvedených hodnot do rovnice R2 získáváme **výši nákladů na vlastní kapitál 7,47 %**.

**4.6 Krok E: Iterační výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu NP ČL (100% akcií)**

Výpočet hodnoty vlastního kapitálu NP ČL (hodnoty 100 % emitovaných akcií) je proveden metodou diskontovaných peněžních toků ve variantě Equity s proměnlivou tržní kapitálovou strukturou. Protože je potřeba při stanovení diskontní míry, kterou jsou volné peněžní toky v jednotlivých letech diskontovány, vycházet z tržních hodnot vlastního kapitálu k jednotlivým okamžikům, probíhá celý výpočet v iteracích. Iterační metoda je založena na postupu, kdy nejprve odhadneme výchozí strukturu kapitálu. S její pomocí je vypočítána tržní hodnota vlastního kapitálu NP ČL a z té pak zjištěná nová tržní struktura kapitálu. Postup se opakuje tak dlouho, dokud se nová a výchozí struktura neustálí.

(V tis. Kč)	31.12.2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
A) Výnosnost bezrizikového aktiva (Rf)	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	4,96%
B) Riziková prémie kapitálového trhu (Rm)	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%
C) Beta zadlužená (BL)	0,58	0,58	0,58	0,64	0,79	0,77	0,77	0,76
Daň z příjmu právnických osob	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Beta nezadlužená	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58
vstupní předpoklad D/E	0,00%	0,00%	0,00%	11,78%	44,46%	41,46%	39,42%	39,00%
D) Riziková prémie ČR	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%
E) Riziková přírážka za malou společnost	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
F) Riziková přírážka za nízkou likviditu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
G) Přírážka za systematické riziko	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
= Náklad vlastního kapitálu	7,47%	7,47%	7,47%	7,81%	8,75%	8,66%	8,60%	11,28%
+ výnosnost bezrizikového aktiva	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	4,96%
+ riziková přírážka	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%
= Náklad na cizí kapitál	3,02%	3,02%	3,02%	3,02%	3,02%	3,02%	3,02%	5,71%
<b>Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFET)</b>		<b>3 061</b>	<b>17 215</b>	<b>21 489</b>	<b>15 486</b>	<b>21 389</b>	<b>32 048</b>	
Tempo růstu FCFET(g)								2,00%
FCFE T+1								22 488
Terminální hodnota								242 307
+ Současná hodnota FCFET k počátku roku (kumulovaně)	<b>33%</b>	<b>81 041</b>	84 033	73 095	57 314	46 841	29 509	
+ Současná hodnota terminální hodnoty k počátku roku	<b>61%</b>	<b>151 636</b>	162 963	175 136	188 811	205 328	223 112	242 307
+ Hodnota neprovozních aktiv a závazků	<b>6%</b>	<b>15 519</b>						
= Hodnota NP ČL netto k počátku roku před zohledněním úhrady závazku vůči společnosti Mandant		<b>248 196</b>	246 996	248 231	246 125	252 169	252 621	242 307
- Hodnota očekávaného závazku ze soudních sporů se společností Mandant spol. s r.o.		<b>-27 597</b>						
<b>= Hodnota NP ČL netto k počátku roku</b>		<b>220 599</b>						
Dluhy na začátku roku		0	0	29 245	109 418	104 546	99 576	94 507
tržní D/E		0,00%	0,00%	11,78%	44,46%	41,46%	39,42%	39,00%

Zdroj: vlastní výpočty

Po provedení poslední iterace dle rovnice [R1] a s využitím rovnic nákladu vlastního kapitálu [R2] a přepočtu nezadluženého koeficientu beta na zadlužený koeficient dle [R3] Znalec stanovil hodnotu vlastního kapitálu NP ČL ke dni 31.12. 2015 výnosovou metodou diskontovaného volného peněžního toku **před zohledněním závazků vůči společnosti Mandant spol. s r.o. na 248.196 tis. Kč.**

- Do projekce FCFE však není zahrnuta předpokládaná úhrada závazku ze soudních sporů se společností Mandant spol. s r.o. včetně příslušenství. Dle podkladů informací, které Znalec získal pro účely zpracování tohoto znaleckého posudku, stanovil hodnotu celkového negativního finančního dopadu tohoto závazku na vlastní kapitál (a tedy i akcionáře) NP ČL ke dni 31. 12. 2015 na 27.597 tis. Kč (podrobný výpočet a zdůvodnění je uvedeno v kapitole 3 tohoto znaleckého posudku).

**Hodnota vlastního kapitálu (100 % emitovaných akcií) NP ČL stanovená ke dni 31. 12. 2015 výnosovou metodou diskontovaného volného peněžního toku dle závěrů znalce činí 220.599 tis. Kč.**



#### **4.7 Stanovení hodnoty 34 % a 49 % podílu na vlastní kapitálu NP ČL**

Hodnota minoritního podílu na NP ČL je odvozena jako alikvotní (paritní) podíl na hodnotě 100 % vlastního kapitálu (100 % emitovaných akcií NP ČL) ke dni 31.12. 2015. Ocenění je opět podmíněno tím, se LK skutečně poskytne pro r. 2016 investiční podporu NP ČL v objemu 33 mil. Kč a pro období 2017 – 2021 se zaváže k roční investiční podpoře NP ČL v celkovém ročním objemu 30 mil. Kč (viz kapitola 3 tohoto znaleckého posudku)

Jakákoli další investiční podpora NP ČL nad úroveň 33 mil. Kč v roce 2016, resp. nad úroveň 30 mil ročně v období 2017-2021 a případně jakákoli výše investiční podpory počínaje r. 2022 by již měla být zajišťována společně oběma akcionáři, a to alikvotně (paritně) podle jejich podílů na základním kapitálu NP ČL.

##### **4.7.1 Stanovení hodnoty 34 % podílu na NP ČL (hodnoty 34 % emitovaných akcií NP ČL)**

Při tržní hodnotě 100 % vlastního kapitálu NP ČL 220.599 tis. Kč, činí ke dni 31.12. 2015 hodnota **34% podílu na NP ČL, tj. 34 % emitovaných kmenových akcií NP ČL 75.004 tis. Kč** (hodnota je stanovena při zaokrouhlení na celé tisíce)

##### **4.7.2 Stanovení hodnoty 49 % podílu na NP ČL (hodnoty 49 % emitovaných akcií NP ČL)**

Při tržní hodnotě 100 % vlastního kapitálu NP ČL 220.599 tis. Kč, činí ke dni 31.12. 2015 hodnota **49 % podílu na NP ČL, tj. 49 % emitovaných kmenových akcií NP ČL 108.094 tis. Kč** (hodnota je stanovena při zaokrouhlení na celé tisíce)

## 5 OCENĚNÍ TRŽNÍM PŘÍSTUPEM - METODA SROVNATELNÝCH PODNIKŮ

### 5.1 Krok A: Výběr vhodného násobitele

Vzhledem k tomu, že v tuzemských podmínkách se akcie společností podnikajících v oboru zdravotnických zařízení na kapitálových trzích prakticky neobchodují, **aplikoval Znalec metodu porovnatelných podniků pouze ve vazbě na data vyspělých kapitálových trhů.**

Znalec v rámci své analytické činnosti získal informace o průměrných násobcích společností (podniků) působících v odvětví zdravotnické nemocniční péče na evropských trzích. Jako informační zdroj Znalec použil [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com), který zveřejňuje průměrné multiplikátory za odvětví, a to: **EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/EBIT\*(1-t), které jsou upraveny tak, aby co nejpřesněji zohledňovaly úroveň neprovozních aktiv v držení každého podniku a míru jeho zadlužení.**

Jako multiplikátor použil Znalec pro účely tohoto znaleckého posudku násobek na bázi **EV/EBITDA**, který nejlépe reflektuje provozní ziskovost společnosti (podniku). V porovnání s ostatními násobiteli, tento násobitel není deformován odpisovou politikou podniku a daňovým konceptem příslušné země, zohledňuje výši zadlužení, neboť je na bázi brutto podniku a lze snadno upravit tak, aby zohledňoval také likviditu a neprovozní aktiva oceňovaného podniku v porovnání se srovnatelným podnikem či podniky.

### 5.2 Krok B: Výpočet hodnoty vhodného násobitele (multiplikátoru)

Pro stanovení hodnoty vhodného násobitele Znalec využil zdroj [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com), **kde průměrná hodnota násobitele (multiplikátoru) EV/EBITDA v odvětví „Hospitals/Healthcare Facilities“ činí 12,21.**

### 5.3 Krok C: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu NP ČL

Při stanovení hodnoty vlastního kapitálu NP ČL tržním přístupem metodou srovnatelných podniků vycházel Znalec ze stavu aktiv a závazků NP ČL **k 31.12.2015 a z očekávaných výsledků za rok 2016.** V následující tabulce je uvedeno ocenění společnosti tržním přístupem metodou srovnatelných podniků.

	v tis. Kč	
EBITDA	13 369	V prvním kroku je provozní ukazatel EBITDA vynásoben multiplikátorem EV/EBITDA, čímž je <b>zjištěna hodnota podniku brutto (Enterprise value)</b> . Přičtením hodnoty krátkodobého finančního majetku a dále odečtením hodnoty cizích úročených zdrojů je <b>stanovena hodnota podniku netto</b> , která představuje tržní hodnotu vlastního kapitálu (100 % emitovaných akcií) NP ČL.
Multiplikátor EV/EBITDA	12,21	
Hodnota podniku brutto (EV)	163 235	
Krátkodobý finanční majetek	38 348	
Cizí úročené zdroje	0	
Hodnota podniku netto	201 583	

**Tržní hodnota vlastního kapitálu (100 % emitovaných akcií) NP ČL stanovená ke dni 31.12. 2015 metodou srovnatelných podniků činí 201.583 tis. Kč.**

### 5.4 Stanovení hodnoty 34 % a 49 % podílu na vlastní kapitálu NP ČL

Hodnota minoritního podílu na NP ČL je opět odvozena jako alikvotní podíl na hodnotě 100 % vlastního kapitálu (100 % emitovaných akcií NP ČL) ke dni 31.12. 2015. Ocenění je opět podmíněno tím, že se LK zaváže pro r. 2016 k investiční podpoře NP ČL v objemu 33 mil. Kč a pro období 2017 – 2021 k roční investiční podpoře NP ČL v celkovém ročním objemu 30 mil. Kč (viz kapitola 3 tohoto znaleckého posudku).

#### 5.4.1 Stanovení hodnoty 34 % podílu na NP ČL (hodnoty 34 % emitovaných akcií NP ČL)

**Při tržní hodnotě 100 % vlastního kapitálu NP ČL 201.583 tis. Kč činí ke dni 31.12. 2015 hodnota 34% podílu na NP ČL, tj. 34 % emitovaných kmenových akcií NP ČL 68.538 tis. Kč** (hodnota je stanovena při zaokrouhlení na celé tisíce)

#### 5.4.2 Stanovení hodnoty 49 % podílu na NP ČL (hodnoty 49 % emitovaných akcií NP ČL)

**Při tržní hodnotě 100 % vlastního kapitálu NP ČL 201.583 tis. Kč činí ke dni 31.12. 2015 hodnota 49 % podílu na NP ČL, tj. 49 % emitovaných kmenových akcií NP ČL 98.776 tis. Kč** (hodnota je stanovena při zaokrouhlení na celé tisíce)

## 6 OCENĚNÍ TRŽNÍM PŘÍSTUPEM - METODA SROVNATELNÝCH TRANSAKČÍ

### 6.1 Krok A: Výběr vhodné srovnatelné transakce

V tuzemských podmínkách nepředstavoval v posledních 5 letech prodej nemocničního zdravotnického zařízení četnou transakci. Znalec v rámci své analytické činnosti získal z veřejně dostupných zdrojů důvěryhodné informace týkající prodeje společnosti Mělnická zdravotní, a.s., který se uskutečnil v prosinci 2013 s těmito transakčními atributy:

Prodávající:	Kooperativa pojišťovna, a.s., Vienna Insurance Group
Kupující :	MEDITERRA s.r.o.
<b>Kupní cena:</b>	<b>154 306 tis. Kč</b>
Tržby za 2013:	502 413 tis. Kč
<b>EBITDA za 2013:</b>	<b>18 960 tis. Kč</b>
Bilanční suma k 31.12.2013:	284 443 tis. Kč
Vlastní kapitál k 31.12.2013:	156 219 tis. Kč
Krátkodobý finanční majetek k 31.12.2013	5 678 tis. Kč
Úvěry k 31.12.2013	104 420 tis. Kč

Jako multiplikátor použil Znalec pro účely tohoto znaleckého posudku opět násobek na bázi **EV/EBITDA**, který nejlépe reflektuje provozní ziskovost společnosti (podniku). V porovnání s ostatními násobiteli, tento násobitel není deformován odpisovou politikou podniku a daňovým konceptem příslušné země, zohledňuje výši zadlužení, neboť je na bázi brutto podniku, a lze snadno upravit tak, aby zohledňoval také likviditu a neprovozní aktiva oceňovaného podniku v porovnání se srovnatelným podnikem či podniky.

### 6.2 Krok B: Výpočet hodnoty násobitele (multiplikátoru)

Hodnota **násobitele (multiplikátoru)** vycházejícího z prodeje společnosti Mělnická zdravotní, a.s., který se uskutečnil v r. 2013, činí **13,35**.

### 6.3 Krok C: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu NP ČL

Při stanovení hodnoty vlastního kapitálu NP ČL tržním přístupem metodou srovnatelných transakcí vycházel Znalec ze stavu aktiv a závazků NP ČL **k 31.12.2015 a z očekávaných výsledků za rok 2016**. V následující tabulce je uvedeno ocenění společnosti tržním přístupem metodou srovnatelných transakcí.

	v tis. Kč	
EBITDA	13 369	V prvním kroku je provozní ukazatel EBITDA vynásoben multiplikátorem EV/EBITDA,
<b>Multiplikátor EV/EBITDA</b>	<b>13,35</b>	čímž je <b>zjištěna hodnota podniku brutto (Enterprise value)</b> . Přičtením hodnoty
<b>Hodnota podniku brutto (EV)</b>	<b>178 476</b>	krátkodobého finančního majetku a dále odečtením hodnoty cizích úročených zdrojů je
Krátkodobý finanční majetek	38 348	<b>stanovena hodnota podniku netto</b> , která představuje tržní hodnotu vlastního
Cizí úročené zdroje	0	kapitálu (100 % emitovaných akcií) NP ČL.
<b>Hodnota podniku netto</b>	<b>216 824</b>	

**Tržní hodnota vlastního kapitálu (100 % emitovaných akcií) NP ČL stanovená ke dni 31.12. 2015 metodou srovnatelných transakcí činí **216 824 tis. Kč**.**

### 6.4 Stanovení hodnoty 34 % a 49 % podílu na vlastním kapitálu NP ČL

Hodnota minoritního podílu na NP ČL je opět odvozena jako alikvotní podíl na hodnotě 100 % vlastního kapitálu (100 % emitovaných akcií NP ČL) ke dni 31.12. 2015. Ocenění je opět podmíněno tím, že se LK zaváže pro r. 2016 k investiční podpoře NP ČL v objemu 33 mil. Kč a pro období 2017 – 2021 k roční investiční podpoře NP ČL v celkovém ročním objemu 30 mil. Kč (viz kapitola 3 tohoto znaleckého posudku).

**6.4.1 Stanovení hodnoty 34 % podílu na NP ČL (hodnoty 34 % emitovaných akcií NP ČL)**

Při tržní hodnotě 100 % vlastního kapitálu NP ČL 216.824 tis. Kč, činí ke dni 31.12. 2015 hodnota **34% podílu na NP ČL, tj. 34 % emitovaných kmenových akcií NP ČL 73.720 tis. Kč** (hodnota je stanovena při zaokrouhlení na celé tisíce)

**6.4.2 Stanovení hodnoty 49 % podílu na NP ČL (hodnoty 49 % emitovaných akcií NP ČL)**

Při tržní hodnotě 100 % vlastního kapitálu NP ČL 216.824 tis. Kč, činí ke dni 31.12. 2015 hodnota **49 % podílu na NP ČL, tj. 49 % emitovaných kmenových akcií NP ČL 106.244 tis. Kč** (hodnota je stanovena při zaokrouhlení na celé tisíce)

## 7 OCENĚNÍ ÚČETNÍ HODNOTOU

Metoda ocenění účetní hodnotou je založena na ocenění majetku a závazků oceňované společnosti cenami účetními, tj. cenami vycházejícími z principu historických cen, které jsou dále upravovány v souladu s platnými účetními zásadami (*zejména s přihlédnutím k zásadě opatrnosti*) a účetními předpisy příslušného státu o oceňovací korekce. Bližší postup je uveden v kapitole 2.3 posudkové části.

Při aplikaci této metody byl Znalec dříve omezen tím, že mu pro stanovení hodnoty NP ČL **nebyly dodány finální auditované finanční výkazy NsP k 31.12.2015**. Znalec pracoval pouze s předběžnými finančními výkazy NP ČL sestavenými k 31.12.2015 - rozvaha (stavy aktiv a pasiv) a výkaz zisků a ztráty.

- Pro účely ocenění tedy Znalec přijal speciální předpoklad, že stavy aktiv a pasiv vykázané v předběžných finančních výkazech NP ČL ke dni 31.12. 2015 se významně nebudou lišit od finálně vykázaných hodnot v roční účetní závěrce NP ČL sestavené k 31.12. 2015 a schválené orgány NP ČL.

Jedinou položkou, kterou Znalec promítá do hodnoty vlastního kapitálu NP ČL ke dni 31.12. 2015, je **nominální hodnota závazků vůči společnosti Mandant spol. s r.o., které v souladu s účetními předpisy měly být zaúčtovány od účetnictví NP ČL ke dni 31. 12. 2015.** Účetní hodnota těchto závazků (včetně nárokovaného příslušenství vyplývajícího z nesplaceného dluhu) činí dle kalkulace Znalce: **33.691 tis. Kč,** přičemž dle znalci poskytnutých dodatečných informací je v účetnictví NP ČL k 31.12.2015 vykázaná čistá závazková pozice z titulu žalovaných plnění **jen ve výši 3.666 tis. Kč, která ovšem zahrnuje i část plnění za rok 2015 a tudíž fakticky vykázaný závazek za žalovaná plnění je ještě nižší.**

**I při zohlednění plné částky čisté závazkové pozice ke společnosti Mandant spol. s r.o. je v bilanci společnosti NP ČL nevykázan závazek ve výši 30.025 tis. Kč.**

Hodnota vlastního kapitálu NP ČL se stanoví jako rozdíl sumy aktiv a sumy cizích zdrojů z rozvahy k datu ocenění, tj. k 31.12.2015.

Položka (v tis. Kč)	31.12.2015
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>506 588</b>
<b>Dlouhodobá aktiva</b>	<b>246 051</b>
+ nehmotná aktiva	481
+ hmotná aktiva	245 570
+ finanční aktiva	0
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>258 936</b>
+ zásoby	11 855
+ dlouhodobé pohledávky	10
+ krátkodobé pohledávky	208 723
+ krátkodobá finanční aktiva	38 348
<b>Ostatní aktiva</b>	<b>1 601</b>
<b>ZÁVAZKY CELKEM</b>	<b>251 188</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>224 901</b>
+ rezervy	8 325
+ dlouhodobé závazky	408
+ krátkodobé závazky	216 168
+ úvěry, půjčky a dluhopisy	0
<b>Ostatní závazky</b>	<b>26 287</b>
<b>ÚČETNÍ HODNOTA VLASTNÍHO KAPITÁLU NP ČL dle účetních výkazů zpracovaných managementem (před úpravou o nezaúčtované náklady/závazky)</b>	<b>255 400</b>
<b>Závazky vůči Mandant spol. s r.o. nezachycené v účetnictví - nezaúčtované náklady</b>	<b>- 30 025</b>
<b>ÚČETNÍ HODNOTA VLASTNÍHO KAPITÁLU NP ČL</b>	<b>225 375</b>

Hodnota vlastního kapitálu (100 % emitovaných akcií) NP ČL, stanovená ke dni 31.12. 2015 oceněním účetní metodou činí **225.375 tis. Kč.**

## **7.1 Stanovení hodnoty 34 % a 49 % podílu na vlastní kapitálu NP ČL**

Hodnota minoritního podílu na NP ČL je opět odvozena jako alikvotní podíl na hodnotě 100 % vlastního kapitálu (100 % emitovaných akcií NP ČL) ke dni 31.12. 2015. Ocenění je opět podmíněno tím, že se LK zaváže pro r. 2016 k investiční podpoře NP ČL v objemu 33 mil. Kč a pro období 2017 – 2021 k roční investiční podpoře NP ČL v celkovém ročním objemu 30 mil. Kč (viz kapitola 3 tohoto znaleckého posudku).

### **7.1.1 Stanovení hodnoty 34 % podílu na NP ČL (hodnoty 34 % emitovaných akcií NP ČL)**

Při účetní hodnotě 100 % vlastního kapitálu NP ČL 225.375 tis. Kč, činí ke dni 31.12. 2015 hodnota **34% podílu na NP ČL, tj. 34 % emitovaných kmenových akcií NP ČL 76.627 tis. Kč** (hodnota je stanovena při zaokrouhlení na celé tisíce)

### **7.1.2 Stanovení hodnoty 49 % podílu na NP ČL (hodnoty 49 % emitovaných akcií NP ČL)**

Při účetní hodnotě 100 % vlastního kapitálu NP ČL 225.375 tis. Kč, činí ke dni 31.12. 2015 hodnota **49 % podílu na NP ČL, tj. 49 % emitovaných kmenových akcií NP ČL 110.444 tis. Kč** (hodnota je stanovena při zaokrouhlení na celé tisíce)

## 8 REKAPITULACE OCENĚNÍ

V tomto znaleckém posudku bylo provedeno **ocenění** akcií emitovaných společností **Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s.** se sídlem Purkyňova 1849, 470 77, Česká Lípa (NP ČL) celkem 3 přístupy: **Výnosovým přístupem**, **Tržním přístupem** (Metoda srovnatelných podniků a Metoda srovnatelných transakcí) a **Oceněním účetní hodnotou**.

**Následující tabulka rekapituluje hodnoty všech provedených ocenění pro jednotlivé úkoly stanovení hodnoty 100 % kmenových akcií NP ČL, hodnoty 34 % kmenových akcií NP ČL a hodnoty 49 % kmenových akcií NP ČL ke dni 31.12. 2015:**

- **Ocenění bylo provedeno pro** jednání Libereckého kraje s městem Česká Lípa **o kapitálovém vstupu města Česká Lípa do NP ČL**, který by vedl k získání minoritního podílu v NP ČL reprezentující **maximálně 49 % podíl na základním kapitálu** .
- **Všechna tato ocenění jsou však podmíněna tak, že** se LK zaváže pro r. 2016 k investiční podpoře NP ČL v objemu 33 mil. Kč a pro období 2017 – 2021 k roční investiční podpoře NP ČL v celkovém ročním objemu 30 mil. Kč

Předmět ocenění ke dni 31.12. 2015 (v Kč)	Výnosový přístup	Tržní přístup: metoda srovnatelných podniků	Tržní přístup: metoda srovnatelných transakcí	Ocenění účetní hodnotou
Hodnota 100 % emitovaných akcií NP ČL v Kč	220.599.000	201 583 000	216 824 000	225 375 000
Hodnota 34 % emitovaných akcií NP ČL v Kč	75.004.000	68 538 000	73 720 000	76 627 000
Hodnota 49 % emitovaných akcií NP ČL v Kč	108.094.000	98 776 000	106 244 000	110 444 000

**Ocenění účetní hodnotou** Znalec považuje **pouze podpůrný přístup ke stanovení hodnoty** akcií NP ČL, neboť odráží pouze historický vývoj NP ČL a nikoliv její očekávané budoucí hospodaření a investice, které bude nutné vynaložit pro udržení schopnosti zajišťovat řádnou a kvalitní zdravotní péči, udržovat konkurenceschopnost a s náležitou péčí nakládat s majetkem.

Ocenění získané **výnosovým a tržním přístupem** považuje Znalec za relevantní, neboť oba přístupy reflektují současnou situaci i budoucí potenciál i rizika NP ČL. **Nevýhodou tržního přístupu v metodě srovnatelných podniků** je, že vychází z globálních podmínek, které se mohou i významně lišit od stavu tuzemského zdravotnictví. **Nevýhodou tržního přístupu v metodě srovnatelných transakcí je to, že Znalec identifikoval pouze 1 srovnatelnou transakci v tuzemských podmínkách, což snižuje reprezentativnost provedeného porovnání.**

**I z těchto důvodů se proto Znalec pro finální stanovení hodnoty emitovaných akcií NP ČL rozhodl aplikovat Výnosový přístup, který navíc dle jeho přesvědčení (hodnoty získané Tržním přístupem se však signifikantně neliší) :**

- Nejlépe odráží stávající ekonomickou situaci včetně vypořádání závazků vůči společnosti Mandant spol. s r.o. a konkrétní záměry a očekávání managementu NP ČL oblasti jejího budoucího hospodaření**
- Nejlépe odráží předpoklady pro investiční výdaje NP ČL a jejich financování z vlastních zdrojů a dluhového financování, dotací poskytnutých z rozpočtu LK a dalších vnějších dotačních zdrojů**
- Ocenění získané výnosovým přístupem nejlépe reflektuje očekávaný budoucí užitek pro vlastníka (akcionáře)**

**1. Tržní hodnota 100 % kmenových akcií** emitovaných společností Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. ke dni 31.12.2015 činí **220.599.000 Kč**

**2. Tržní hodnota 34 % kmenových akcií** emitovaných společností Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. ke dni 31.12.2015 činí **75.004.000 Kč**

**3. Tržní hodnota 49 % kmenových akcií** emitovaných společností Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. ke dni 31.12.2015 činí **108.094.000 Kč**

Toto ocenění akcií emitovaných společností Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. (NP ČL) je podmíněno tím, že se Liberecký kraj zaváže pro r. 2016 k investiční podpoře NP ČL v objemu 33 mil. Kč a pro období 2017 – 2021 k roční investiční podpoře NP ČL v celkovém ročním objemu 30 mil. Kč

## 9 PROCES NABYTÍ MINORITNÍHO PODÍLU V NP ČL MĚSTEM ČESKÁ LÍPA KAPITÁLOVÝM VKLADEM A STANOVENÍ EMISNÍHO KURSU

Případný vstup města Česká Lípa do NP ČL **neproběhne koupí části akcií NP ČL ve vlastnictví LK, nýbrž formou navýšení základního kapitálu NP ČL emisí nových akcií s emisním kursem.** Získání 34 % nebo 49 % podílu města Česká Lípa na NP ČL novým vkladem by mělo proběhnout v následujících krocích a při aplikaci následujícího postupu:

- Hodnota NP ČL (hodnota stávajících 100 % emitovaných akcií)** je znalcem stanovena na 220.599.000 Kč, což je hodnota nižší než stávající základní kapitál NP ČL (333.737.174 Kč). Proto **je nutné pro realizaci transakce kapitálového vstupu města Česká Lípa do NP ČL nejprve snížit nominální hodnotu stávajících kmenových akcií NP ČL vlastněných LK, tj. snížit hodnotu stávajícího základního kapitálu NP ČL.**

	Hodnota akcií v Kč
Hodnota 100 % stávajících emitovaných kmenových akcií NP ČL	220.599.000
Hodnota 34 % stávajících emitovaných kmenových akcií NP ČL	75.004.000
Hodnota 49 % stávajících emitovaných kmenových akcií NP ČL	108.094.000

- Pakliže by cílový budoucí základní kapitál NP ČL po vstupu města Česká Lípa do NP ČL kapitálovým vkladem **měl činit 200.000.000 Kč, bude nutné v prvním kroku snížit hodnotu stávajícího základního kapitálu NP ČL :**
  - Ve variantě budoucího 34 % podílu města Česká Lípa na NP ČL na: **132.000.000 Kč**
  - Ve variantě budoucího 49 % podílu města Česká Lípa na NP ČL na: **102.000.000 Kč**
- Jelikož splacení emisního kursu nových akcií NP ČL městem Česká Lípa absolutně zvýší hodnotu NP ČL, na níž v proporci svých podílů budou již participovat oba akcionáři, měla by být **výše emisního kursu nových akcií NP ČL nabývaných městem Česká Lípa stanovena tímto výpočtem (kalkulací):**
  - Ve variantě budoucího 34 % podílu města Česká Lípa na NP ČL na:  
 $34 \% * [220.599 \text{ Kč (hodnota 100 \% stávajících kmenových akcií NP ČL)} + 75.004.000 \text{ Kč (hodnota 34 \% stávajících kmenových akcií NP ČL)}] = 100.504.904 \text{ Kč}$
  - Ve variantě budoucího 49 % podílu města Česká Lípa na NP ČL na:  
 $49 \% * [220.599 \text{ Kč (hodnota 100 \% stávajících kmenových akcií NP ČL)} + 108.094.000 \text{ Kč (hodnota 49 \% stávajících kmenových akcií NP ČL)}] = 161.059.330 \text{ Kč}$
- Pakliže by cílový budoucí základní kapitál NP ČL po vstupu města Česká Lípa do NP ČL kapitálovým vkladem **měl činit 200.000.000 Kč,** budou se LK a město Česká Lípa podílet na základním kapitálu NP ČL takto :
  - Ve variantě budoucího **34 % podílu** města Česká Lípa na NP ČL:
    - ✓ **Liberecký kraj (LK): vklad 132.000.000 Kč, obchodní podíl 66 %**
    - ✓ **Město Česká Lípa: vklad 68.000.000 Kč, obchodní podíl 34 %**
  - Ve variantě budoucího **49 % podílu** města Česká Lípa na NP ČL:
    - ✓ **Liberecký kraj (LK): vklad 102.000.000 Kč, obchodní podíl 51 %**
    - ✓ **Město Česká Lípa: vklad 98.000.000 Kč, obchodní podíl 49 %**
- Rozdíl mezi nominální hodnotou nové emise akcií NP ČL a jejich emisním kursem by byl vykázan jako součást vlastního kapitálu NP ČL:**



- Ve variantě budoucího **34 % podílu** města Česká Lípa na NP ČL:
  - ✓ **Vklad do základního kapitálu: 68.000.000 Kč**
  - ✓ **Emisní ážio: 32.504.904 Kč**
- Ve variantě budoucího **49 % podílu** města Česká Lípa na NP ČL:
  - ✓ **Vklad do základního kapitálu: 98.000.000 Kč**
  - ✓ **Emisní ážio: 63.059.330 Kč**

**6.** Typ akviziční transakce **má signifikantní vliv na výši výdajů, které město Česká Lípa musí vynaložit při získání minoritního podílu v NP ČL.** Emisní kurs nové emise akcií NP ČL, která by pro město Česká Lípa zabezpečilo 34 % nebo 49 % podíl na NP ČL je (musí být) vyšší než hodnota 34 %, resp. 49 % stávajících kmenových akcií NP ČL vlastněných Libereckým krajem. Tato skutečnost je dána tím, že LK jako stávající 100 % akcionář NP ČL neobdrží za 34 % nebo 49 % podíl v NP ČL protihodnotu v podobě kupní ceny akcií NP ČL, **nýbrž dojde k přímému zvýšení NP ČL o celý emisní kurs, jehož efekty fakticky nesou oba akcionáři v poměru 66 % : 34 % nebo 51 % : 49 %.**

Porovnání přímé koupě akcií NP ČL a jejich získání upsáním Emise nových akcií NP ČL	Typ akviziční transakce	
	Hodnota (cena) akcií NP ČL hrazená v případě koupě v Kč	Emisní kurs nové emise akcií NP ČL v Kč
<b>Nabytí kmenových akcií NP ČL městem Česká Lípa</b>		
<b>Nabytí 34 % kmenových akcií NP ČL městem Česká Lípa</b>	<b>75.004.000</b>	<b>100.504.904</b>
<b>Nabytí 49 % kmenových akcií NP ČL městem Česká Lípa</b>	<b>108.094.000</b>	<b>161.059.330</b>

**7.** Nový vklad do základního/vlastního kapitálu NP ČL by z ekonomického hlediska byl stabilizačním prvkem pro NP ČL, která by dodatečné zdroje získané z emise nových akcií, **použila k eliminaci potřeby dluhového financování,** jež předpokládá střednědobý finanční plán NP ČL.

## 10 ZÁVĚR ZNALECKÉHO POSUDKU

**Předmětem** tohoto znaleckého posudku bylo stanovit:

- a) hodnotu **100 % kmenových akcií** emitovaných společností Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. se sídlem Purkyňova 1849, PSČ 470 77, Česká Lípa, IČO: 27283518 (NP ČL) ke dni 31.12.2015
- b) hodnotu **34 % kmenových akcií** emitovaných společností Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. se sídlem Purkyňova 1849, PSČ 470 77, Česká Lípa, IČO: 27283518 (NP ČL) ke dni 31.12.2015
- c) hodnotu **49 % kmenových akcií** emitovaných společností Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. se sídlem Purkyňova 1849, PSČ 470 77, Česká Lípa, IČO: 27283518 (NP ČL) ke dni 31.12.2015

a to pro účely jednání Libereckého kraje s městem Česká Lípa o **kapitálovém vstupu města Česká Lípa do NP ČL**, který by vedl k získání minoritního podílu v NP ČL reprezentující **maximálně 49 % podíl na základním kapitálu**.

Ocenění bylo provedeno s předpokladem (podmínkou), že se Liberecký kraj zaváže pro r. 2016 k investiční podpoře NP ČL v objemu 33 mil. Kč a pro období 2017 – 2021 k roční investiční podpoře NP ČL v celkovém ročním objemu 30 mil. Kč, kdy tato podpora poskytnutá formou investiční dotace nebo zvýšení vlastního kapitálu bude NP ČL využita k financování investic, které by jinak NP ČL hradilo z vlastního Cash-flow.

Ocenění bylo provedeno v souladu s **Mezinárodními oceňovacími standardy**. Hledaná kategorie hodnoty obchodního závodu odpovídá **Tržní hodnotě (Market Value) a výsledná kategorie hodnoty kmenových akcií odpovídá Spravedlivé hodnotě (Fair Value)**, jejichž definiční znaky jsou uvedeny v kapitole A 2.

**Na základě provedeného ocenění a s ohledem na předpoklady a omezení uvedená v tomto znaleckém posudku Znalec konstatuje, že:**

- 1. Tržní hodnota 100 % kmenových akcií** emitovaných společností **Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s.**, se sídlem Purkyňova 1849, PSČ 470 77, Česká Lípa, IČO: 27283518 činí ke dni ocenění **31.12.2015: 220.599.000 Kč (slovy: dvěsetdvacetmilionů pětsetdevadesátdevěttisíc korun českých)**
- 2. Tržní hodnota 34 % kmenových akcií** emitovaných společností **Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s.**, se sídlem Purkyňova 1849, PSČ 470 77, Česká Lípa, IČO: 27283518 činí ke dni ocenění **31.12.2015: 75.004.000 Kč (slovy: sedmdesátpětmilionů čtyřtisíce korun českých)**
- 3. Tržní hodnota 49 % kmenových akcií** emitovaných společností **Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s.**, se sídlem Purkyňova 1849, PSČ 470 77, Česká Lípa, IČO: 27283518 činí ke dni ocenění **31.12.2015: 108.094.000 Kč (slovy: jednoosmmilionů devadesátčtyřtisíce korun českých)**

*Tímto prohlašujeme, že jsme v posudku uvedli veškeré povinné náležitosti vyžadované zákonem. Dále upozorňujeme, že závěry uvedené v tomto znaleckém posudku mohou být plně pochopeny po seznámení se se obsahem celého znaleckého posudku včetně jeho příloh.*

---

## C ZNALECKÁ DOLOŽKA

---

Podle ustanovení §13 odst. 4 vyhlášky prováděcí Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů, na poslední straně písemného posudku připojí znalec znaleckou doložku, která obsahuje označení seznamu, v němž je znalec zapsán, označení oboru, v němž je oprávněn podávat posudky, a číslo položky, pod kterou je úkon zapsán ve znaleckém deníku.

Tato kapitola obsahuje shora uvedené skutečnosti.



Tento znalecký posudek jsme vydali jako znalecký ústav zapsaný rozhodnutím Ministerstva spravedlnosti ČR ze dne 8. ledna 2004, č.j. M - 36/2004 **do seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika** s rozsahem znaleckého oprávnění:

- a) oceňování pohledávek
- b) oceňování cenných papírů, majetkových účastí a obchodních podílů
- c) oceňování nepeněžitých vkladů do obchodních společností
- d) oceňování vypořádacího podílu
- e) oceňování podniků a jejich částí
- f) oceňování jmění
- g) účetnictví a inventarizace
- h) zprávy o vztazích mezi propojenými osobami
- i) přezkoumání návrhu smlouvy o fúzi, vypořádání v penězích při zrušení obchodní společnosti s převodem jmění na akcionáře, resp. společníka, přezkoumání projektu rozdělení a přezkoumání smlouvy o rozdělení a převzetí obchodního jmění
- j) přezkoumání ovládací smlouvy a smlouvy o převodu zisku, přezkoumání přiměřenosti ceny nebo směnného poměru cenných papírů při povinné nabídce převzetí, přezkoumání přiměřenosti ceny při veřejném návrhu smlouvy o převodu cenných papírů
- k) ekonomika správy majetku v rámci likvidace, konkursu a vyrovnání
- l) mezinárodní účetní standardy
- m) daně, daňový systém České republiky a mezinárodní smlouvy o zamezení dvojího zdanění
- n) oceňování nemovitostí

**PRAGUE ACCOUNTING SERVICES, s.r.o.**

Znalecký ústav zapsaný rozhodnutím Ministerstva spravedlnosti ČR do seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika

IČ:25094921

Sokolovská 5/49, Praha 8

PSČ 186 00

Ing. Marek Votlučka

Jednatel

Tento znalecký úkon je zapsán do evidence znaleckého ústavu pod pořadovým číslem A 134/2016 v celkovém počtu 4 vyhotovení. Pare č. 4 je uloženo ve spise Znalce.

---

## D SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

---



---

CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
ČNB	Česká národní banka
ČSÚ	Český statistický úřad
D/E	Cizí úročený kapitál / Tržní hodnota vlastního kapitálu podniku
EAT	Čistý zisk po zdanění
EBIT	Zisk před nákladovými úroky a zdaněním
EBITDA	Zisk před nákladovými úroky, odpisy a zdaněním
EBT	Zisk před zdaněním
FCFE <sub>t</sub>	Volný peněžní tok pro akcionáře (dividendy)
FCFE <sub>T</sub>	Volný peněžní tok pro vlastníky na konci střednědobé horizontu
g	Tempo růstu trvale odnímatelného peněžního toku
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
Metoda DCF	Metoda diskontovaného peněžního toku
MF	Ministerstvo finanční ČR
N <sub>vk</sub>	Náklad vlastního kapitálu
R <sub>f</sub>	Výnosnost bezrizikového aktiva
ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
RPT	Riziková přírážka kapitálového trhu
RPZ	Riziková přírážka země
SÚ	Syntetický účet
tis. Kč	Tisíc korun českých
VH	Výsledek hospodaření
Zadavatelé	Zdeněk Švitorka
Znalec	PRAGUE ACCOUNTING SERVICES s.r.o.

---

# E SEZNAM PŘÍLOH

---





Příloha č. 1: Identifikace společnosti Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. – Výpis z obchodního rejstříku

Příloha č. 2: Rozvaha společnosti Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. za rok 2015

Příloha č. 3: Výkaz zisku a ztráty společnosti Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. za rok 2015

Příloha č. 4: Finanční plán společnosti Nemocnice s poliklinikou Česká Lípa, a.s. na rok 2016 ve formě obratové předvahy výsledkových účtů a jeho plnění za 1/2016 předložený Zadavatelem