

ZNALECKÝ POSUDEK č. 3516-108/2020

Stanovení obvyklé ceny (tržní hodnoty) 10% obchodního podílu (souboru 10 000 ks kusových akcií na jméno v listinné podobě – zakladatelských akcií) BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.

Datum ocenění: 31.05.2020



ZNALECKÝ POSUDEK č. 3516-108/2020

Předmět ocenění	Stanovení obvyklé ceny (tržní hodnoty) 10% obchodního podílu (souboru 10 000 ks kusových akcií na jméno v listinné podobě – zakladatelských akcií) BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.
Účel ocenění	Podklad pro nedobrovolnou dražbu (znalecký posudek je zpracován ve smyslu účelu § 13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb. o veřejných dražbách, ve zn. pozd. předpisů)
Datum ocenění	31. května 2020
Zadavatel znaleckého posudku	CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s. sídlem Jana Babáka 2733/11, Královo Pole, 612 00 Brno IČ 277 58 419 zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 5249
Zhotovitel znaleckého posudku	Grant Thornton Valuations, a.s. znalecký ústav sídlem Jindřišská 937/16, 110 00 Praha 1 IČ 630 79 798 zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 3223
Počet výtisků	Posudek je vyhotoven ve 2 výtiscích a elektronické verzi PDF. Posudek je uložen v elektronické podobě ve znaleckém ústavu.
Posudek obsahuje celkem	34 stran textu včetně titulní strany a příloh ve formátu A4.
Datum a místo zpracování	13. července 2020, Praha
ID projektu	5947
Zpracovali	Přemysl Krch, Libor Fiedler
Kontrola postupu ocenění a závěrů	Přemysl Krch, Marek Matula
Odpovědný garant	Přemysl Krch

Obsah

1	Znalecký úkol.....	4
1.1	Zadání znaleckého úkolu	4
1.2	Účel vypracování znaleckého posudku.....	4
1.3	Datum ocenění	4
1.4	Zadavatel znaleckého posudku.....	4
1.5	Zhotovitel znaleckého posudku	4
1.6	Prohlášení zhotovitele znaleckého posudku	4
1.7	Obecné předpoklady a omezení	5
1.8	Základní zásady aplikované při zpracování posudku	5
1.9	Důvěrnost znaleckého posudku	6
1.10	Platnost a použitelnost znaleckého posudku	6
1.11	Základní vymezení definic a standardů hodnoty.....	6
1.12	Počet stran, příloh a vyhotovení znaleckého posudku.....	10
1.13	Podklady pro zpracování znaleckého posudku.....	10
2	Nález	12
2.1	Historie a základní informace o společnosti.....	12
2.2	Strategická analýza	13
2.2.1	Makroekonomický vývoj ČR.....	13
2.3	Finanční analýza	16
2.3.1	Analýza rozvahy	16
2.3.2	Analýza výkazu zisku a ztráty	16
2.3.3	Závěr finanční analýzy	16
2.4	Metodologie, volba metod a postup ocenění	17
2.4.1	Metodologie ocenění společnosti.....	17
2.4.2	Volba relevantních metod pro ocenění a postup ocenění.....	21
3	Posudek.....	22
3.1	Ocenění neinvestiční části společnosti (závodu) metodou sumární hodnoty aktiv.....	22
3.1.1	Ocenění aktiv (majetku)	22
3.1.2	Ocenění závazků.....	22
3.1.3	Indikace hodnoty získaná metodou sumární hodnoty aktiv	22
3.2	Rekapitulace zadání, výpočet a dosažené závěry	23
4	Znalecká doložka.....	25
5	Přílohy	26
5.1	Výpis z obchodního rejstříku BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.	27
5.2	Obratová předvaha BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.....	31
5.3	Rozvaha BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.	32
5.4	Výkaz zisku a ztráty BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.....	33

1 Znalecký úkol

1.1 Zadání znaleckého úkolu

Předmětem tohoto posudku je stanovení obvyklé ceny (tržní hodnoty) 10% obchodního podílu (souboru 10 000 ks kusových akcií na jméno v listinné podobě – zakladatelských akcií) BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.

1.2 Účel vypracování znaleckého posudku

Je nám známo, že tento posudek má sloužit jako podklad pro nedobrovolnou dražbu (znalecký posudek je zpracován ve smyslu účelu § 13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb. o veřejných dražbách, ve zn. pozd. předpisů).

1.3 Datum ocenění

Ocenění je provedeno na základě podkladů a informací poskytnutých Zadavatelem a získaných z veřejně dostupných zdrojů, přičemž poslední poskytnuté informace mající vliv na ocenění byly získány s platností k datu 31.05.2020.

1.4 Zadavatel znaleckého posudku

Zadavatelem znaleckého posudku je CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s., sídlem Jana Babáka 2733/11, Královo Pole, 612 00 Brno, IČO: 277 58 419 zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Brně, oddíl B, vložka 5249.

1.5 Zhotovitel znaleckého posudku

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

1.6 Prohlášení zhotovitele znaleckého posudku

Zhotovitel prohlašuje, že:

- není podjatý ve smyslu ust. § 11 odst. 1 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, v platném znění;
- nebyla mu přiznána při stanovení výše odměny za provedenou ocenění žádná zvláštní výhoda;

- je znalcem nezávislým na CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s., BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. a dalších zúčastněných stranách;
- v současné době, ani v blízké budoucnosti nebude mít prospěch z předmětu ocenění, honoráře ani odměny nezávisí na vypočtených hodnotách ani na závěrech tohoto znaleckého posudku.

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

1.7 Obecné předpoklady a omezení

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

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

Předpokládá se plný soulad se všemi aplikovatelnými zákony a předpisy, pokud by hlubším šetřením nad rámec této expertízy nevyplývaly jiné skutečnosti.

1.8 Základní zásady aplikované při zpracování posudku

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

- dle názoru Zhotovitele ocenění nezávisle, nestranně a komplexně přihlíží ke všem známým relevantním skutečnostem, ke kterým mohlo být při jeho zpracování přihlédnuto (*zásada komplexnosti*);
- ocenění Zhotovitel považuje za úplné, neboť dle jeho mínění obsahuje veškeré náležitosti, které zabezpečují jednoznačně transparentní a plně použitelný výstup (*zásada úplnosti*);

- ocenění je vnitřně konzistentní. Dle názoru Zhotovitele byly při zpracování tohoto posudku použity postupy a metody v souladu s obecnými předpoklady a principy (*zásada vnitřní konzistence*);
- Zhotovitel konstatuje, že není žádným způsobem závislý na výsledku ocenění (*zásada nezávislosti a nestrannosti, viz prohlášení*);
- dle mínění Zhotovitele je ocenění opakovatelné, což znamená, že je kýmkoliv přezkoumatelné. Vzhledem k transparentním a obecně známým postupům může Zadavatel tohoto posudku přezkoumat použitý postup při ocenění (*zásada opakovatelnosti ocenění*);
- v tomto posudku byly důvodně a odůvodněně použity takové metodické postupy, které byly vhodné, přiměřené a plně vyhovující relevantním informacím, které měl Zhotovitel k dispozici (*zásada důvodnosti a odůvodněnosti*);
- zdroje, z nichž bylo čerpáno pro účely tohoto posudku, považuje Zhotovitel za věrohodné (*zásada spolehlivosti*).

1.9 Důvěrnost znaleckého posudku

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

1.10 Platnost a použitelnost znaleckého posudku

Zhotovitel podotýká, že případné odchylky, které mohou v budoucnosti nastat částečně z důvodu určitých nejistot v tuzemském podnikatelském prostředí, celkového rámcového vývoje české ekonomiky a z dalších rizik vztahujících se k předmětu ocenění, si mohou časem vyžádat odpovídající korekce. V případě podstatných změn v ekonomické situaci společnosti nebo zásadních zvrátů na trhu může být potřebná aktualizace tohoto posudku.

1.11 Základní vymezení definic a standardů hodnoty

Podle zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů: „obvyklou cenou se rozumí cena, která by byla dosažena při prodejích stejného, případně obdobného majetku, nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku, a to ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího, nebo kupujícího, ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota příkládaná majetku nebo službě, vyplývající z osobního vztahu k nim“.

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

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

Od 1. 1. 2014 platí nový občanský zákoník č. 89/2012 Sb., který vymezuje a definuje změny v pojetí věci a částečně novou terminologii při oceňování majetku. Současně platí i zákon

č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, který používá pro stanovení pojmu věci jinou terminologii. Vzniká zde tak určitý nesoulad a nejednotnost v názvosloví a definování pojmů hlavně vůči jiným

zákonům, např. zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, v platném znění, kde se používá původní terminologie, dále v terminologii na veřejných portálech, např. na justice.cz, apod. Z tohoto důvodu může v přechodovém období vzniknout určitý nesoulad v používaném názvosloví a definování pojmů, proto tam, kde je to relevantní se používá původní terminologie a názvosloví.

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

Tržní úrovně hodnoty - tržní hodnotové báze

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

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

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

Do tržní hodnotové báze náleží i tzv. objektivizovaná hodnota podniku (užívaná zejména v německých zemích), která v rámci této hodnotové báze představuje pro podnik určité tržní minimum. Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku (srov. IDW S1 2008).

Definice tržní hodnoty dle Standardu 1 IVS 2017¹:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

Pojmy v definici tržní hodnoty dle IVS²:

Definice tržní hodnoty dle International Valuation Standards používá následující pojmy:

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

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

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

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

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

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

¹ International Valuation Standards 2017, str. 18-20.

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

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

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

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

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

Další kategorie hodnoty

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Z uvedeného pak podle našeho názoru plynou následující závěry:

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

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

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

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

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

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

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

Hodnota podniku tedy závisí na budoucím užítku, který můžeme z držení podniku očekávat. Tyto užítky mohou mít na obecné rovině nejrůznější podobu a v zásadě je můžeme rozdělit na užitek povahy finanční a užitek, který ve finanční podobě bezprostředně vyjádřen není (společenské postavení, moc atd.).

Z praktických důvodů je nutno omezovat se pouze na užitek vyjádřený v penězích. Pokud je předmětem ocenění určitý balík akcií veřejně neobchodovatelných, má na hodnotu tohoto balíku určitý vliv akcionářská struktura emitenta těchto akcií. Čím je akcionářů méně, tím více tento vliv získává na významu, neboť praktické rozhodování a řízení společnosti se více přibližuje praxi uplatňované ve společnostech s ručením omezeným. Z daného důvodu pak nabývá významu, zda jde o akciové balíky majoritní, minoritní nebo zbytkové (do 10 % na ZK), kdy jejich hodnotu nejvíce ovlivňuje faktická ovladatelnost společnosti a zvolená strategie ovládajících osob. Vliv vlastnické struktury je neutrální pouze v případě existence dvou akcionářů (50/50) v rovnocenném postavení, kdy pak hodnotu balíku zásadně ovlivňuje pouze výnosový potenciál společnosti.

Výnosová hodnota („kapitalizovaná míra zisku“, „kapitalizovaný zisk“) představuje takovou jistinu, kterou je nutné při stanovené úrokové sazbě uložit, aby úroky z této jistiny byly stejné jako čistý výnos z podniku, nebo je nutné tuto jistinu investovat na kapitálovém trhu s obdobnou sazbou výnosové míry.

Věcná hodnota („substanční hodnota“, „časová cena“) je reprodukční cena věci, snižená o přiměřené opotřebení, odpovídající průměrně opotřebované věci stejného stáří a přiměřené intenzity používání, ve výsledku pak snižená o náklady na opravu vážných závad, které znemožňují okamžité užívání věci. Obdobou této ceny je podle zákona č. 151/1997 Sb. „cena zjištěná nákladovým způsobem“.

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

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

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

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

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

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

Rozdíl mezi hodnotou jmění a vlastním kapitálem:

Vlastní kapitál je postaven na oceňování podle účetních pravidel, kde rozhodující úlohu hrají historické pořizovací ceny. Je to souhrn jednotlivých položek majetku v účetnictví snižený o cizí pasiva. ČOM by měl být postaven na ocenění odpovídající ekonomické realitě, tj. v „reálných“ hodnotách. Je to také souhrn jednotlivých položek majetku v účetnictví snižený o cizí pasiva (v případě likvidace, či pokud lze opravdu ocenit veškeré jeho majetkové složky) nebo na ocenění podniku jako celku (výnosové metody, metody tržního porovnání).

1.12 Počet stran, příloh a vyhotovení znaleckého posudku

Tento znalecký posudek obsahuje 34 stran vč. titulní strany a příloh. Znalecký posudek je vypracován v 2 vyhotoveních s platností originálu a v elektronické verzi PDF. Posudek je uložen rovněž v elektronické podobě ve znaleckém ústavu.

1.13 Podklady pro zpracování znaleckého posudku

1.	Výpis z obchodního rejstříku CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.
2.	Výpis z obchodního rejstříku BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.
3.	Obratová předvaha BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. za období 01.01.2020 až 31.05.2020 (pouze neinvestiční část společnosti)

4.	Rozvaha BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. k datu 31.05.2020 (pouze neinvestiční část společnosti)
5.	Výkaz zisku a ztráty BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. za období 01.01.2020 až 31.05.2020 (pouze neinvestiční část společnosti)
6.	Další doplňující informace ke společnosti a předmětu ocenění
7.	Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, v platném znění
8.	Obečné metody oceňování
9.	Odborná literatura: M. Mařík, Metody oceňování podniku I a II (pro pokročilé)
10.	Internetové zdroje: www.justice.cz , www.czso.cz , www.cnb.cz , ref.bhs.cz apod.

Veškeré podklady, které byly předány Zadavatelem, byly přijaty bez dalšího ověřování jako podklady věrně odpovídající skutečné situaci oceňované neinvestiční části společnosti.

2 Nález

2.1 Historie a základní informace o společnosti

BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. je zapsána od 11. října 2016 v seznamu investičních fondů České národní banky podle zákona č. 240/2013 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech ve zn. pozd. předpisů. Daný fond netvoří podfondy. Obhospodařovatelem fondu je AMISTA investiční společnost, a.s.³

Předmětem činnosti společnosti je kolektivní investování, tj. shromažďování peněžních prostředků a jejich investování, do komerčních nemovitostí, a to primárně do kancelářských budov na území České republiky a doplňkově pak na území Slovenska a Německa.⁴

Dle § 164 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech, ve zn. pozd. předpisů, fond, který netvoří podfondy, účetně a majetkově odděluje majetek a dluhy ze své investiční činnosti od ostatního jmění. Kusové akce na jméno v listinné podobě – zakladatelské akcie BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. se v důsledku toho vztahovaly pouze k neinvestiční části.

Základní identifikační údaje o společnosti (k datu ocenění)

Název společnosti	BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.
Sídlo společnosti	Anežská 986/10, Staré Město, 110 00 Praha 1
Identifikační číslo	055 04 643
Obchodní rejstřík	Zapsána v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 21953
Datum vzniku a zápisu	24. října 2016
Základní kapitál	100 000 Kč
Předmět podnikání	Předmětem podnikání společnosti je činnost fondu kvalifikovaných investorů podle ust. § 95 odst. 1 písm. a) zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, v platném znění
Statutární ředitel	AMISTA investiční společnost, a.s., IČ: 274 37 558 při výkonu funkce zastupuje: Ing. ONDŘEJ HORÁK, dat. nar. 1. srpna 1979 Ing. PETR JANOUŠEK, dat. nar. 22. února 1973 Mgr. PAVEL BAREŠ, dat. nar. 23. září 1977
Způsob jednání	Společnost zastupuje statutární ředitel. Je-li statutárním ředitelem právnická osoba, určí pověřeného zmocněnce, který bude statutárního ředitele a tím i společnost zastupovat. Každý pověřený zmocněnec zastupuje společnost samostatně.
Správní rada	Člen správní rady: ZDENĚK LEPKA, dat. nar. 6. března 1973 Předseda správní rady: MARKÉTA BUREŠOVÁ, dat. nar. 31. července 1986 Člen správní rady: JIŘÍ MAŘAS, dat. nar. 21. července 1968
Akcie	100 000 ks kusová akcie na jméno v listinné podobě K převodu zakladatelských akcií je nezbytný souhlas statutárního ředitele společnosti.

Zdroj: <https://or.justice.cz/>

³ <https://www.cnb.cz/>

⁴ <http://ref.bhs.cz/>

2.2 Strategická analýza

Strategická analýza tržního potenciálu podniku se zabývá situací podniku k datu ocenění z pohledu jeho vnějšího potenciálu, finančního zdraví a stavu technické a provozní základny. Obecně je potenciál podniku dán skutečnostmi externě nebo interně působícími na generátory jeho hodnoty, mezi které řadíme tržby (výkony), provozní ziskovou marži, provozně nutný pracovní kapitál, investice do provozně nutného investičního majetku, diskontní míru, způsob financování a dobu předpokládané existence podniku.

2.2.1 Makroekonomický vývoj ČR⁵

Česká ekonomika je malou otevřenou a proexportně orientovanou ekonomikou se silnou závislostí na vývoji evropských ekonomik. Většina exportu směřuje do členských zemí Evropské unie. Hlavními obchodními partnery České republiky jsou Německo, Rakousko, Polsko, Slovensko, Francie, Itálie a Rusko. Více než polovinu svého zahraničního obchodu realizuje ČR se sousedními zeměmi.

Světová ekonomika je v tomto roce silně zasažena rozšiřující se pandemií nového typu koronaviru SARS-CoV-2. Ke konci března se virus rozšířil do více než 190 zemí světa. V těchto podmínkách přijaly vlády většiny států řadu karanténních opatření, které významně omezily světovou ekonomickou aktivitu. Světová ekonomika se proto vlivem pandemie nachází v recesi.

Začátkem roku 2020 ještě před současnými problémy s koronavirem zveřejnila řada výzkumných institucí predikce globálního růstu v roce 2020 o 2 až 3 %. Situaci odpovídá i vývoj na finančních trzích, kde roste nejistota a prudce padají ceny aktiv.

Detailní predikce vývoje základních makroekonomických ukazatelů České republiky včetně historie jsou shrnuty v následující tabulce.

Makroekonomické ukazatele ČR

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021
		Historie				Aktuální predikce		Minulá predikce		
Nominální hrubý domácí produkt	<i>mld. Kč, b.c.</i>	4 768	5 047	5 324	5 653	5 530	5 781	5 652	5 913	6 168
	<i>růst v %, b.c.</i>	3,7	5,9	5,5	6,2	-2,2	4,5	6,2	4,6	4,3
Reálný hrubý domácí produkt	<i>růst v %, s.c.</i>	2,5	4,4	2,8	2,6	-5,6	3,1	2,5	2,0	2,2
Spotřeba domácností	<i>růst v %, s.c.</i>	3,6	4,3	3,2	3,0	-1,5	0,8	2,9	2,4	2,2
Spotřeba vládních institucí	<i>růst v %, s.c.</i>	2,7	1,3	3,4	2,6	2,6	2,0	3,0	1,9	1,9
Tvorba hrubého fixního kapitálu	<i>růst v %, s.c.</i>	-3,1	3,7	7,6	2,8	-13,6	3,2	1,0	0,9	2,0
Příspěvek čistých vývozů k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	1,4	1,1	-0,8	-0,3	-1,2	0,7	0,1	0,2	0,3
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	-0,4	0,1	-0,4	0,2	-0,8	0,8	0,1	0,0	0,0
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	1,3	1,4	2,6	3,5	3,7	1,4	3,6	2,6	2,1
Míra inflace spotřebitelských cen	<i>průměr v %</i>	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	1,6	2,8	2,8	2,2
Zaměstnanost (VŠPS)	<i>růst v %</i>	1,9	1,6	1,4	0,2	-1,2	0,2	0,2	-0,1	0,0
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	<i>průměr v %</i>	4,0	2,9	2,2	2,0	3,3	3,5	2,0	2,2	2,4
Objem mezd a platů (dom. koncept)	<i>růst v %, b.c.</i>	5,7	8,3	9,5	7,1	2,6	0,8	7,2	6,1	5,2
Saldo běžného účtu	<i>% HDP</i>	1,6	1,7	0,4	-0,4	0,2	0,3	0,3	0,6	0,7
Saldo sektoru vládních institucí	<i>% HDP</i>	0,7	1,5	0,9	0,3	-4,1	.	0,3	0,0	.
<i>Předpoklady:</i>										
Měnový kurz CZK/EUR		27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	26,2	25,7	25,4	25,1
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p.a.</i>	0,4	1,0	2,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	44,0	54,0	71,0	64,0	38,0	40,0	64,0	64,0	59,0
HDP eurozóny	<i>růst v %, s.c.</i>	1,9	2,7	1,9	1,2	-5,7	2,9	1,2	1,0	1,4

Zdroj: Výpočty MF ČR, zpracování GT

⁵ Makroekonomická predikce ČR duben–2020, Ministerstvo financí ČR

Hrubý domácí produkt (HDP) je peněžním vyjádřením celkové hodnoty statků a služeb nově vytvořených v daném období na určitém území a používá se jako hlavní ukazatel celkové výkonnosti ekonomiky.

Vývoj a výhled HDP v ČR

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
		<i>Historie</i>					<i>Predikce</i>		<i>Výhled</i>	
Stálé ceny	<i>mld. Kč 2010</i>	4 307	4 412	4 604	4 735	4 857	4 583	4 723	4 814	4 901
Stálé ceny	<i>růst v %</i>	5,3	2,5	4,4	2,8	2,6	-5,6	3,1	1,9	1,8
Běžné ceny	<i>mld. Kč</i>	4 596	4 768	5 047	5 324	5 653	5 530	5 781	6 005	6 239
Běžné ceny	<i>růst v %</i>	6,5	3,7	5,9	5,5	6,2	-2,2	4,5	3,9	3,9

Zdroj: Výpočty MF ČR, zpracování GT

V minulosti vykazoval HDP ve stálých cenách mírně kolísavý charakter. K nejvyššímu růstu hrubého domácího produktu ve stálých cenách o 5,3 % došlo v roce 2015. V následujícím roce dosáhl HDP nejnižšího tempa růstu 2,5 % a objemu 4 412 mld. Kč. V roce 2017 došlo ke skokovému zvýšení tempa růstu HDP na 4,4 %, v roce 2018 však opět došlo ke zpomalení růstu HDP (růst pouze o 2,8 %).

Meziroční růst reálného HDP ve 4. čtvrtletí 2019 mírně zrychlil na 2,0 % (sezónně očištěný HDP se mezičtvrtletně zvýšil o 0,5 %). Meziroční růst byl především tažen domácí poptávkou, která vzrostla o 4,3 %. Vysokou dynamiku ve výši 2,9 % zachovala i přes citelný nárůst míry úspor spotřeba domácností, přičemž domácnosti nejvíce utrácely na statcích střednědobé a dlouhodobé spotřeby. Spotřeba sektoru vládních institucí vzrostla o 1,8 %, zejména kvůli stabilní dynamice zaměstnanosti a mezispotřeby. Investice do bydlení, staveb a ostatních budov způsobily růst investic do fixního kapitálu o 4,3 %. Do fixního kapitálu investoval primárně soukromý sektor, ale také kladně přispěly i sektor vládních institucí a domácností. Došlo však k poklesu příspěvku zahraničního obchodu, který byl výrazně záporný. Vývoz zboží ovlivnily nízká poptávka obchodních partnerů České republiky a pokles exportní výkonnosti u vývozců automobilů. Zároveň vysoký nárůst dovozu podnikatelských služeb v oblasti výzkumu a vývoje negativně působil i na straně dovozu.

Česká ekonomika je jako ostatní státy zásadním způsobem ovlivněna pandemií koronaviru. Ministerstvo financí v ekonomické predikci pracuje s předpokladem ukončení pandemie v Evropě v průběhu 2. čtvrtletí 2020. Poptávkové a nabídkové šoky jsou proto považovány za dočasné a jednorázové, avšak se česká ekonomika hluboké recesi v nejbližších měsících nevyhne.

Podle odhadu Ministerstva financí dojde v roce 2020 k propadu reálného ekonomického růstu o 5,6 %. Zároveň poklesne i sektor zahraničního obchodu a investice do fixního kapitálu. Meziroční růst HDP v 1. čtvrtletí 2020 poklesne o 0,5 % (původně byl predikován růst p 2,2 %) a mezičtvrtletní o 2,2 % (původně byl plánován růst o 0,6 %). V závislosti na průběhu epidemie koronaviru a na opatřeních, jež jednotlivé státy přijímají k zabránění šíření nákazy a na podporu ekonomiky, se ale skutečný vývoj může od tohoto predikovaného scénáře výrazně odchýlit.

Inflace je definována jako růst všeobecné cenové hladiny zboží a služeb v ekonomice v určitém časovém období. Ekvivalentně lze inflaci definovat jako snížení kupní síly peněz. Změnu cenové hladiny za určité období udává míra inflace, která se vypočítává jako poměr vybraného cenového indexu na konci a na začátku období. Nejpoužívanějšími cenovými indexy jsou index spotřebitelských cen, index cen výrobců a deflátor HDP.

Vývoj a výhled inflace v ČR

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
		<i>Historie</i>					<i>Predikce</i>		<i>Výhled</i>	
Stálé ceny	<i>%</i>	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	1,6	2,0	2,0

Zdroj: Výpočty MF ČR, zpracování GT

Od roku 2013 se tempo růstu cenové hladiny neustále snižuje, v roce 2016 však došlo k mírnému růstu inflace na úroveň 0,7 %. Od počátku roku 2017 se meziroční růst spotřebitelských cen až na výjimky pohybuje v horní polovině tolerančního pásma 2% inflačního cíle České národní banky. Průměrná

inflace v roce 2019 dosáhla 2,8 %. Skokový cenový nárůst byl způsoben jak nabídkovými, tak i poptávkovými faktory. Hlavním zdrojem růstu cenové hladiny byla velmi nízká nezaměstnanost a rekordní počet volných pracovních míst, což podpořilo významný růst mezd, respektive růst jednotkových nákladů práce.

Vliv pandemie koronaviru v průběhu 1. čtvrtletí 2020, respektive fiskálních opatření, na inflaci není jednoznačný. Dochází jak k omezení agregátní nabídky (posílení proinflačních efektů), tak i zároveň k omezení agregátní poptávky, která se projevuje proinflačně. V roce 2020 bude inflační růst pozitivně ovlivněn zejména několika změnami nepřímých daní, růstem regulovaných cen, zvýšením jednotkových nákladů práce a oslabením české koruny. Průměrná míra inflace dosáhne v roce 2020 3,2 %. V dalším roce dojde ke zmírnění proinflačních efektů, které způsobí propad inflace na úroveň 1,6 %.

V České republice jsou zjišťovány dva ukazatele míry nezaměstnanosti – obecná a registrovaná. Obecná míra nezaměstnanosti – jedná se o ukazatel míry nezaměstnanosti zjišťovaný Českým statistickým úřadem. Tato míra je vypočítána na základě výběrového šetření pracovních sil – vychází tedy z reprezentativního vzorku populace. Registrovaná míra nezaměstnanosti – tento ukazatel je v kompetenci Ministerstva práce a sociálních věcí a je vypočítáván na základě údajů úřadů práce.

Míra nezaměstnanosti v ČR a vývoj nominálních mezd

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
		<i>Historie</i>					<i>Predikce</i>		<i>Výhled</i>	
Míra nezaměstnanosti	<i>průměr v %</i>	5,1	4,0	2,9	2,2	2,0	3,3	3,5	3,5	3,5
Nominální mzda	<i>Kč</i>	26 591	27 764	29 638	31 868	34 125	35 383	35 597	36 600	37 858
Tempo růstu mezd	<i>růst v %</i>	3,2	4,4	6,7	7,5	7,1	3,7	0,6	2,8	3,4

Zdroj: Výpočty MF ČR, zpracování GT

Na trhu práce způsobovala ekonomická konjunktura perzistentní zvyšování poptávky po pracovní síle. Vysoký růst zaměstnanosti, který od konce roku 2014 setrval přesahoval hranici 1 %, postupně vyčerpával nevyužité zdroje. Ve 4. čtvrtletí 2019 dosáhla sezónně očištěná harmonizovaná míra nezaměstnanosti (v mezinárodně srovnatelné metodice) 2,0 % a od začátku roku 2016 byla nejnižší v rámci celé Evropské unie. Nedostatek pracovníků je dlouhodobě evidentní prakticky ve všech odvětvích ekonomiky a ve všech regionech a stává se tak hlavní překážkou pro hospodářský růst (v 1. čtvrtletí přes 20 % průmyslových podniků považovaly nedostatek zaměstnanců za hlavní bariéru růstu produkce).

V souvislosti s epidemií koronaviru se dá předpokládat, že pro řadu firem nebude výhodné propouštět zaměstnance vzhledem k již spuštěným vládním programům podpory (třeba program Antivirus na ochranu zaměstnanosti), krátkodobé povaze epidemie, zákonným výpovědním lhůtám a vyplacení odstupného. Bude však celá řada podnikatelů muset svou činnost zastavit, což negativně ovlivní míru nezaměstnanosti. S ohledem na tyto faktory bude poptávka po práci v nejbližších měsících výrazně slabší. Míra nezaměstnanosti v roce 2020 dosáhne 3,3 % a pak v roce 2021 3,5 %.

Z vývoje hrubé mzdy je patrný nepřetržitý růst průměrné měsíční nominální mzdy během celého sledovaného období. Průměrná mzda (podniková, přepočtená na plný úvazek) ve 4. čtvrtletí 2019 vzrostla o 6,7 %. Nejrychlejší růst byl spojen s nízko- a středně-výdělkovými profesemi. Průměrná mzda za celý rok 2019 pak dosáhla růstu ve výši 7,1 %. Predikce dalšího vývoje hrubých mezd je ovlivněna negativním ekonomickým výhledem v důsledku pandemie koronaviru. Očekává se proto růst nominálních a reálných mezd tak, že by v roce 2020 mohla průměrná hrubá mzda dosáhnout pouze 35,4 tis. Kč (meziroční růst ve výši 3,7 %) a v roce 2021 35,6 tis. Kč (meziroční růst ve výši 0,6 %). S růstem mezd lze rovněž předpokládat růst disponibilního důchodu obyvatelstva v budoucnu.

Účet domácností v ČR

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
		Historie							Predikce	
Náhrady zaměstnancům	<i>mld. Kč</i>	1 692	1 760	1 852	1 964	2 127	2 322	2 472	2 536	2 557
	<i>růst v %</i>	1,3	4,0	5,3	6,0	8,3	9,2	6,5	2,6	0,8
Disponibilní důchod	<i>mld. Kč</i>	2 208	2 285	2 383	2 474	2 576	2 761	3 006	3 011	3 100
	<i>růst v %</i>	0,1	3,5	4,3	3,8	4,1	7,2	8,9	0,2	3,0

Zdroj: Výpočty MF ČR, zpracování GT

Na základě výše uvedených skutečností lze výhled makroekonomického vývoje na rok 2020 hodnotit negativně. Opatřeními vlády České republiky zaváděnými k zastavení šíření nákazy bude v 1. polovině 2020 ovlivněna významná část ekonomiky, zejména odvětví cestovního ruchu, kultury a sportu, obchodu a dopravy. Současnou situací však bude zasažen i zpracovatelský průmysl. Zde se bude jednat patrně o negativní nabídkový šok, který se prostřednictvím omezené spotřeby domácností a investičních výdajů firem dále promítne do ostatních odvětví ekonomiky. V obdobné situaci se nachází většina evropských zemí, což negativní ovlivní zahraniční poptávku. Avšak dle aktuální makroekonomické predikce lze ve střednědobém horizontu očekávat oživení české ekonomiky a návrat do normálu.

2.3 Finanční analýza

Finanční analýza se věnuje analýze účetních výkazů a analýze základních finančních ukazatelů společnosti. Za použití fundamentální analýzy jsou prezentovány všeobecné závěry o hlavních trendech ve výnosové schopnosti závodu, struktuře jeho aktiv a pasiv a celkové finanční situaci. Analýza stavu majetků a zdrojů jeho financování bude základem pro použití v projekci budoucích peněžních toků a bude sloužit k posouzení předpokladu nekonečného trvání.

BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. nevytváří podfondy. Dle § 164 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech, ve zn. pozd. předpisů takový fond účetně a majetkově odděluje majetek a dluhy ze své investiční činnosti od ostatního jmění. Kusové akce na jméno v listinné podobě – zakladatelské akcie BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. se v důsledku toho vztahovaly výhradně k neinvestiční části společnosti.

Předmětem analýzy byla analýza rozvah neinvestiční části fondu za období 2019 – 2020 a výkazu zisku a ztráty za 2020. Analýza stavu majetku a závazků byla dále provedena k datu ocenění.

2.3.1 Analýza rozvahy

Ve sledovaném období byla bilanční suma neinvestiční části společnosti stabilně na úrovni 100 tis. Kč. Aktiva byla utvořena výhradně pohledávkami za bankami a družstevními záložnami splatnými na požádání v účetní výši 100 tis. Kč (ke konci 2019 a i k datu ocenění). Jiná aktiva evidována nebyla. Pasiva byla tvořena pouze splaceným základním kapitálem ve výši 100 tis. Kč (opět ke konci 2019 a i k datu ocenění). Další pasiva neinvestiční část fondu neevidovala.

2.3.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

Neinvestiční část fondu ve zkoumaném období nevykázala žádné pohyby na výkazu zisku a ztráty, v důsledku čehož je zisk/ztráta za účetní období po zdanění 0 tis. Kč.

2.3.3 Závěr finanční analýzy

Vzhledem ke skutečnosti, že hodnota neinvestiční části BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. spočívá především v držení aktiv, se domníváme, že by budoucí fungování neinvestiční části by nemělo být ohroženo, pokud nedojde na trhu či v jejím fungování k zásadním zvrátům. Neinvestiční část společnosti nemá výnosový potenciál (předpoklad nekonečného trvání).

2.4 Metodologie, volba metod a postup ocenění

2.4.1 Metodologie ocenění společnosti

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

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

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

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

2.4.1.1 Metody založené na analýze výnosů

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

Ve fázi, kdy existuje záměr anebo podnik již funguje, ale nelze ještě alespoň přibližně odhadnout budoucí růst poptávky po jeho výrobcích či službách, cenu, za kterou tyto výrobky či služby bude prodávat nebo oboje, se používá tzv. **metody reálných opcí**. Je-li podnik ve fázi zralosti, poklesu anebo naopak růstu, lze využít **metody diskontovaných peněžních toků** (DCF). Podstata této metody spočívá v odúročení očekávaných peněžních toků na současnou hodnotu zvolenou diskontní mírou. Očekávané peněžní toky jsou zjišťovány jako tzv. volné peněžní toky (pro akcionáře a věřitele nebo pouze pro akcionáře), které lze odebrat z podniku při zachování jeho potenciálu, s nímž se počítá ve finančním plánu. Metoda diskontovaných peněžních toků se používá zpravidla dvoufázová. V první fázi se provede explicitní odhad vývoje hospodaření a sestaví finanční plán, který je podkladem pro zjištění volných peněžních toků. Ve druhé fázi se pak předpokládá stabilizace hospodaření oceňovaného podniku a odhadne se očekávané dlouhodobé tempo růstu peněžního toku, ideálně v nekonečném časovém horizontu – postup s tzv. pokračující hodnotou nebo se provede odhad čistého likvidačního zůstatku na konci předpokládaného ukončení provozování podniku v případě, kdy není splněn předpoklad jeho nekonečného trvání. Peněžní toky takto zjištěné jsou odúročeny (diskontovány) odhadnutou úrokovou mírou, která zahrnuje bezrizikový výnos a rizikovou přírážku, zohledňující nestabilitu peněžních toků.

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

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

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

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

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

Metodologie diskontovaných peněžních toků zakládá ocenění na projektovaných peněžních tocích ve dvou fázích, které jsou převedeny na jejich současnou hodnotu pomocí takové diskontní sazby, která odráží inherentní riziko spojené s těmito peněžními toky. Matematický výpočet současné hodnoty budoucích peněžních toků je následující:

$$NPV = \sum_{i=1}^N \frac{C_i}{(1+r)^i} + \frac{R}{(1+r)^n}$$

kde:

C _i	cash flow projektované od prvního roku plánu do posledního roku plánu
r	náklady kapitálu neboli diskontní sazba
R	residuální (zbytková) neboli terminální hodnota, která je hodnotou podniku na konci projektovaného období
i	jeden každý rok prognózy do celkového počtu N

Terminální hodnota R je počítána samostatně a reflektuje hodnotu peněžních toků v časovém horizontu po období, pro které nebyla vypracována podrobná projekce. Ačkoliv tato hodnota může být vypočítána podle různých metod, nejčastěji je s ohledem na princip nekonečného trvání podniku („going concern princip“) používána metoda používající normalizované peněžní toky v nekonečně dlouhém časovém horizontu s použitím konstantní míry růstu dle Gordonova vzorce:

$$R = \frac{C * (1 + g)}{r - g}$$

kde:

C	normalizovaný peněžní tok pro nekonečně dlouhý časový horizont
r	náklady kapitálu neboli diskontní sazba
g	míra růstu normalizovaného peněžního toku

Tímto přístupem se oceňuje podnik jako celek ve vztahu ke všem finančním zdrojům, které podnik používá, tj. vlastnímu kapitálu a cizím zdrojům. Proto se v tomto přístupu používají tzv. volné peněžní toky, tj. toky před zahrnutím vlivu peněžních toků týkajících se jeho financování, které jsou následně diskontovány sazbou nákladů na vlastní kapitál (N_{VK}).

Diskontováním těchto peněžních toků získáme tržní hodnotu vlastního kapitálu.

Od výsledku diskontování je nutné odečíst anebo k nim připočítat současnou hodnotu položek, jejichž vliv není zahrnut v projekci budoucích peněžních toků. Takovými položkami mohou být např. nepotřebná aktiva, cenné papíry, přebytek hotovosti na počátku projektovaného období, hodnota dluhu apod.

Disponibilní (volné) peněžní toky C1 až Cn nezahrnují žádné splátky úvěrů ani úroků a jsou vypočteny takto:

+	Provozní zisk před úroky a daněmi
-	Upravená daň z příjmů
=	Provozní zisk po daních
<hr/>	
+	Odpisy
+	Nepeněžní položky (náklady započtené v provozním zisku, které nejsou výdaji v běžném období)
=	Předběžný provozní tok
<hr/>	
-	Investice do provozně nutného investičního majetku
-	Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
<hr/>	
= FCFF =	<i>Volný peněžní tok na úrovni podnikatelské jednotky</i>

2.4.1.2 Metody založené na analýze trhu

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

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

2.4.1.3 Metody založené na analýze majetku

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

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

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

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

Metoda sumární hodnoty aktiv navazuje na předchozí postupy a odvozuje hodnotu jmění sumarizací hodnot jednotlivých přeceněných položek rozvahy společnosti. Ke stanovení hodnot jednotlivých přeceněných položek rozvahy společnosti mohou být využity jednotlivé metody ocenění, tak jak jsou popsány výše, popřípadě jejich kombinace.

2.4.1.4 Metody kombinované

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

2.4.1.5 Přednosti a nedostatky jednotlivých metod

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

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

Metody stavějící na tržním porovnání se týkají především společností, které jsou běžně obchodovány na burze, tj. akciových společnostech. Předpokládají rozvinutý kapitálový trh, trh se společnostmi a

dostatečné informace o transakcích na nich probíhajících. Disponibilita těchto informací, resp. existence dostatečně reprezentativní srovnávací základny je v našich podmínkách zatím hlavní příčinou nízké vypovídací schopnosti této metody.

2.4.2 Volba relevantních metod pro ocenění a postup ocenění

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

V souvislosti se stanovením obvyklé ceny (tržní hodnoty) 10% obchodního podílu BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. jsme použili pro ocenění neinvestiční části dané společnosti majetkovou metodu sumární hodnoty aktiv.

Metoda sumární hodnoty aktiv odvozuje hodnotu jmění sumarizací hodnot jednotlivých účtů rozvahy společnosti, přeceněných za využití vybraných metod. S ohledem na skutečnost, že hodnota neinvestiční části společnosti je tvořena výhradně pohledávkami za bankami a družstevními záložkami splatnými na požádání, máme za to, že metoda sumární hodnoty aktiv nejlépe zohledňuje strukturu aktiv neinvestiční části společnosti a jejich potenciál.

3 Posudek

3.1 Ocenění neinvestiční části společnosti (závodu) metodou sumární hodnoty aktiv

Metoda sumární hodnoty aktiv odvozuje hodnotu závodu od celkové hodnoty aktiv, která daný závod vytvářejí a která jsou jeho součástí. Jinými slovy hodnota závodu je stanovena na základě součtu hodnot jednotlivých aktiv a upravena o hodnotu závazků.

3.1.1 Ocenění aktiv (majetku)

Majetek neinvestiční části závodu byl k datu ocenění složen výhradně z pohledávek za bankami a družstevními záložnami splatnými na požádání o účetní hodnotě 100 tis. Kč. U tohoto majetku byla za tržní hodnotu považována hodnota účetní. Neshledali jsme totiž žádné skutečnosti, které by indikovaly důvody pro snížení či zvýšení hodnoty daného majetku.

3.1.2 Ocenění závazků

Neinvestiční část závodu neměla k datu ocenění evidovány v rozvaze žádné závazky.

3.1.3 Indikace hodnoty získaná metodou sumární hodnoty aktiv

Metoda sumární hodnoty aktiv odvozuje hodnotu závodu jmění sumarizací hodnot jednotlivých položek rozvahy, přeceněných za využití jiných metod ocenění. Při ocenění jsme vycházeli ze stavu aktiv a pasiv neinvestiční části závodu k datu ocenění 31.05.2020.

Na základě výše uvedených zjištění a předpokladů jsme dospěli k názoru, že hodnota jmění neinvestiční části společnosti za pokračování současného využití získaná na základě metody sumární hodnoty aktiv činí 100 tis. Kč. S ohledem na uvedené jsme došli k závěru, že hodnota 10% obchodního podílu (souboru 10 000 ks kusových akcií na jméno v listinné podobě – zakladatelských akcií) BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. je reprezentována částkou ve výši **10 tis. Kč**.

Podrobnosti k výpočtu hodnoty jmění neinvestiční části závodu metodou sumární hodnoty aktiv jsou uvedeny v následující tabulce:

NEINVESTIČNÍ ČÁST SPOLEČNOSTI	Účetní hodnota 31.05.2020		Korekce	Ocenění 31.05.2020
AKTIVA CELKEM	100	100%	0	100
Pokladní hotovost a vklady u centrálních bank	0	0%	0	0
Státní bezkupónové dluhopisy a ostatní cenné papíry přijímané centrální bankou k refinancování	0	0%	0	0
Pohledávky za bankami a družstevními záložnami	100	100%	0	100
a) splatné na požádání	100	100%	0	100
b) ostatní pohledávky	0	0%	0	0
Pohledávky za nebankovními subjekty	0	0%	0	0
Dluhové cenné papíry	0	0%	0	0
Akcie, podílové listy a ostatní podíly	0	0%	0	0
Účasti s podstatným vlivem	0	0%	0	0
Účasti s rozhodujícím vlivem	0	0%	0	0
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0%	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	0	0%	0	0
Ostatní aktiva	0	0%	0	0
Pohledávky z upsaného základního kapitálu	0	0%	0	0
Náklady a příjmy příštích období	0	0%	0	0
PASIVA	100	100%	0	100
Vlastní kapitál	100	100%	0	100
Závazky vůči bankám a družstevním záložnám	0	0%	0	0
Závazky vůči nebankovním subjektům	0	0%	0	0
Závazky z dluhových cenných papírů	0	0%	0	0
Ostatní pasiva	0	0%	0	0
Výnosy a výdaje příštích období	0	0%	0	0
Rezervy	0	0%	0	0
Podřízené závazky	0	0%	0	0

Hodnota neinvestiční části	v '000 CZK	100
Hodnota 10% obchodního podílu (10 000 ks zakladatelských akcií)		10

3.2 Rekapitulace zadání, výpočet a dosažené závěry

Předmětem tohoto posudku je stanovení obvyklé ceny (tržní hodnoty) 10% obchodního podílu (souboru 10 000 ks kusových akcií na jméno v listinné podobě – zakladatelských akcií) BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. Je nám známo, že tento posudek má sloužit jako podklad pro nedobrovolnou dražbu (znalecký posudek je zpracován ve smyslu účelu § 13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb. o veřejných dražbách, ve zn. pozd. předpisů).

Ocenění je provedeno na základě podkladů a informací poskytnutých Zadavatelem a získaných z veřejně dostupných zdrojů, přičemž poslední poskytnuté informace mající vliv na ocenění byly získány s platností k datu 31.05.2020.

BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. nevytváří podfondy. Dle § 164 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech, ve zn. pozd. předpisů takový fond účetně a majetkově odděluje majetek a dluhy ze své investiční činnosti od ostatního jmění. Kusové akce na jméno v listinné podobě – zakladatelské akcie BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. se v důsledku toho vztahovaly výhradně k neinvestiční části společnosti.

Pro výše uvedený účel, tj. v souvislosti se stanovením obvyklé ceny (tržní hodnoty) 10% obchodního podílu BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. jsme použili pro ocenění neinvestiční části dané společnosti majetkovou metodu sumární hodnoty aktiv.

Metoda sumární hodnoty aktiv odvozuje hodnotu jmění sumarizací hodnot jednotlivých účtů rozvahy společnosti, přeceněných za využití vybraných metod. S ohledem na skutečnost, že hodnota neinvestiční části společnosti je tvořena výhradně pohledávkami za bankami a družstevními záložnami splatnými na požádání, máme za to, že metoda sumární hodnoty aktiv nejlépe zohledňuje strukturu aktiv neinvestiční části společnosti a jejich potenciál.

Indikovaná obvyklá cena (tržní hodnota) 10% obchodního podílu (souboru 10 000 ks kusových akcií na jméno v listinné podobě – zakladatelských akcií) je podle stavu k datu 31.05.2020 stanovena na základě v posudku popsáných předpokladů a provedených analýz na:

10 000 Kč.

(Slovy: deset tisíc korun českých)

Cena je uvedena bez DPH.

Prohlašujeme, že:

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

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

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

V Praze dne 13. července 2020



Grant Thornton Valuations, a.s.

znalecký ústav

Ing. Přemysl Krch

Ředitel znaleckého ústavu a člen představenstva

4 Znalecká doložka

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

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 3516-108/2020 do znaleckého deníku.

V Praze dne 13. července 2020



Grant Thornton Valuations, a.s.

znalecký ústav

Ing. Přemysl Krch

Ředitel znaleckého ústavu a člen představenstva

5 Přílohy

5.1	Výpis z obchodního rejstříku BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.
5.2	Obratová předvaha BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. za období 01.01.2020 až 31.05.2020 (pouze neinvestiční část společnosti)
5.3	Rozvaha BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. k datu 31.05.2020 (pouze neinvestiční část společnosti)
5.4	Výkaz zisku a ztráty BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. za období 01.01.2020 až 31.05.2020 (pouze neinvestiční část společnosti)

5.1 Výpis z obchodního rejstříku BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.

Tento výpis z veřejných rejstříků elektronicky podepsal "MĚSTSKÝ SOUD V PRAZE" dne 7.7.2020 v 20:04:37. EPVid:xjmbzNZFtVudTNofn3lzmA

Úplný výpis

z obchodního rejstříku, vedeného
Městským soudem v Praze
oddíl B, vložka 21953

Datum vzniku a zápisu:	24. října 2016	
Spisová značka:	B 21953 vedená u Městského soudu v Praze	zapsáno 24. října 2016
Obchodní firma:	<u>BHS GERMAN REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.</u>	zapsáno 24. října 2016 vymazáno 20. dubna 2018
	<u>BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.</u>	zapsáno 20. dubna 2018
Sídlo:	<u>Rohanské nábřeží 671/15, Karlín, 186 00 Praha 8</u>	zapsáno 24. října 2016 vymazáno 15. listopadu 2018
	<u>Anežská 986/10, Staré Město, 110 00 Praha 1</u>	zapsáno 15. listopadu 2018
Identifikační číslo:	055 04 643	zapsáno 24. října 2016
Právní forma:	Akciová společnost	zapsáno 24. října 2016
Předmět podnikání:	Předmětem podnikání společnosti je činnost fondu kvalifikovaných investorů podle ust. § 95 odst. 1 písm. a) zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, v platném znění	zapsáno 24. října 2016
Statutární ředitel:		
statutární ředitel:	<u>AVANT investiční společnost, a.s., IČ: 275 90 241</u> <u>Rohanské nábřeží 671/15, Karlín, 186 00 Praha 8</u> Den vzniku funkce: 24. října 2016 Den zániku funkce: 1. července 2018	zapsáno 24. října 2016 vymazáno 9. července 2018
při výkonu funkce zastupuje:	<u>ONDŘEJ PIERAN, dat. nar. 18. března 1983</u> <u>Rolnická 56, Pudlov, 735 51 Bohumín</u>	zapsáno 24. října 2016 vymazáno 9. července 2018
při výkonu funkce zastupuje:	<u>ROBERT ROBEK, dat. nar. 7. září 1970</u> <u>K Olympiku 563/2, Karlín, 186 00 Praha 8</u>	zapsáno 24. října 2016 vymazáno 2. března 2018
při výkonu funkce zastupuje:	<u>ROBERT ROBEK, dat. nar. 7. září 1970</u> <u>Útulná 506/17, Malešice, 108 00 Praha 10</u>	zapsáno 2. března 2018 vymazáno 9. července 2018
statutární ředitel:	<u>AMISTA investiční společnost, a.s., IČ: 274 37 558</u> Praha 8, Pobřežní 620/3, PSČ 18600 Den vzniku funkce: 1. července 2018	

Údaje platné ke dni: 7. července 2020 03:35

1/4

při výkonu funkce zastupuje: Ing. ONDŘEJ HORÁK, dat. nar. 1. srpna 1979
Uzbecká 558/10, Bohunice, 625 00 Brno
pověřený zmocněnec
zapsáno 9. července 2018

při výkonu funkce zastupuje: Ing. PETR JANOUŠEK, dat. nar. 22. února 1973
Doležalova 711/14, Žabovřesky, 616 00 Brno
pověřený zmocněnec
zapsáno 9. července 2018

při výkonu funkce zastupuje: Mgr. PAVEL BAREŠ, dat. nar. 23. září 1977
Čejkovická 4113/4, Židenice, 628 00 Brno
zapsáno 15. listopadu 2018
zapsáno 27. června 2019
vymazáno 28. června 2019

při výkonu funkce zastupuje: Mgr. PAVEL BAREŠ, dat. nar. 23. září 1977
Čejkovická 4113/4, Židenice, 628 00 Brno
pověřený zmocněnec
zapsáno 28. června 2019
vymazáno 15. března 2020

při výkonu funkce zastupuje: Mgr. PAVEL BAREŠ, dat. nar. 23. září 1977
Kamenačky 2053/5, Židenice, 636 00 Brno
pověřený zmocněnec
zapsáno 15. března 2020

Počet členů: 1
zapsáno 24. října 2016

Způsob jednání: Společnost zastupuje statutární ředitel. Je-li statutárním ředitelem právnická osoba, určí pověřeného zmocněnce, který bude statutárního ředitele a tím i společnost zastupovat. Každý pověřený zmocněnec zastupuje společnost samostatně.
zapsáno 24. října 2016

Správní rada:

člen správní rady: ZDENĚK LEPKA, dat. nar. 6. března 1973
Na Beránku IV 248, 252 25 Ořech
Den vzniku členství: 24. října 2016
zapsáno 24. října 2016

člen správní rady: Ing. PAVEL BOROVIČKA, dat. nar. 21. září 1976
Jedlová 1525, 250 82 Úvaly
Den vzniku členství: 24. října 2016
Den zániku členství: 19. října 2018
zapsáno 24. října 2016
vymazáno 31. ledna 2019

člen správní rady: JORDAN WHITNEY WARING, dat. nar. 8. prosince 1964
08197 Valledorix, Avinguda Ramon Escayola 90, Španělské království
Den vzniku členství: 24. října 2016
Den zániku členství: 19. října 2018
zapsáno 24. října 2016
vymazáno 31. ledna 2019

člen správní rady: STEFAN BERND GOMOLL, dat. nar. 1. června 1970

GY101SE SARK, Chanel Islands, SG House, Solemar., Spojené království Velké Británie a Severního Irsku

Den zániku funkce: 31. ledna 2019

Den vzniku členství: 24. října 2016

Den zániku členství: 19. října 2018

zapsáno 24. října 2016
vymazáno 31. ledna 2019

předseda správní rady:

MARKÉTA BUREŠOVÁ, dat. nar. 31. července 1986
Sadská 482/13, Hloubětín, 198 00 Praha 9
Den vzniku funkce: 19. října 2018
Den vzniku členství: 19. října 2018

zapsáno 31. ledna 2019

člen správní rady:

JIŘÍ MAŘAS, dat. nar. 21. července 1968
Lidická 1000, 295 01 Mnichovo Hradiště
Den vzniku členství: 19. října 2018

zapsáno 31. ledna 2019

Počet členů:

4

zapsáno 24. října 2016

Akcie:

100 000 ks kusová akcie na jméno v listinné podobě
K převodu zakladatelských akcií je nezbytný souhlas statutárního ředitele společnosti.

zapsáno 24. října 2016

Základní kapitál:

100000,-Kč
Splaceno: 100%

zapsáno 24. října 2016

Ostatní skutečnosti:

Dne 10. 5. 2019 rozhodla valná hromada společnosti BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s. o výměně všech stávajících zakladatelských akcií společnosti, tj. valná hromada společnosti rozhodla o výměně celkem 100.000 ks kusových zakladatelských kmenových akcií společnosti, a to za nově emitované kusové zakladatelské akcie společnosti, přičemž na všech takto nově emitovaných zakladatelských kmenových akciích společnosti dojde k aktualizaci obchodní firmy společnosti a k aktualizaci sídla společnosti.

V návaznosti na shora uvedené rozhodnutí valné hromady statutární orgán společnosti dne 27.06.2019 vyzval všechny akcionáře společnosti vlastníci zakladatelské akcie společnosti, aby své dosavadní akcie společnosti předložili k výměně ve lhůtě dvou (2) měsíců ode dne zveřejnění příslušné výzvy na internetových stránkách společnosti, resp. ode dne doručení této výzvy akcionáři, podle toho, která z těchto skutečností nastane později, a to v sídle statutárního orgánu společnosti, AMISTA investiční společnost, a.s., na adrese: Praha 8, Pobřežní 620/3, PSČ 18600, a to v pracovní dny od 9:00 hod do 16:00 hod.

V případě, kdy akcionář(i) nepředloží své akcie k výměně na základě této nebo dodatečné výzvy k výměně, pak budou nepředložené akcie společnosti prohlášeny za neplatné v souladu s ust. § 537 a násl. zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích.

Další podrobnosti k výměně akcií včetně výzvy statutárního orgánu k předložení akcií jsou dostupné na internetových stránkách společnosti <http://www.amista.cz/bhsref>.

zapsáno 28. června 2019

5.2 Obratová předvaha BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.

Firma: BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.						
Datum účtování: Podle zadaných datumů (1.1.2020 - 31.5.2020) Pouze účty s nenulovými obraty nebo počátky: Ano Započítat i žádosti: Ano						
Číslo účtu	Název účtu	Počátek k období	Počátek k datu od	Obrat MD	Obrat D	Počátek + obrat
134159	BHS GER - 266232693/0300 ZK	100 000,00	100 000,00	0,00	0,00	100 000,00
561001	Základní kapitál	-100 000,00	-100 000,00	0,00	0,00	-100 000,00
C E L K E M		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

5.3 Rozvaha BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.

tis. Kč	neinvestiční část	31.05.2020	31.12.2019
AKTIVA			
1	Pokladní hotovost a vklady u centrálních bank		
2	Státní bezkupónové dluhopisy a ostatní cenné papíry přijímané centrální bankou k refinancování		
	v tom:	a) vydané vládními institucemi b) ostatní	
3	Pohledávky za bankami a družstevními záložnami	100	100
	v tom:	a) splatné na požádání b) ostatní pohledávky	100 100
4	Pohledávky za nebankovními subjekty		
	v tom:	a) splatné na požádání b) ostatní pohledávky	
5	Dluhové cenné papíry		
	v tom:	a) vydané vládními institucemi b) vydané ostatními osobami	
6	Akcie, podílové listy a ostatní podíly		
7	Účasti s podstatným vlivem		
	z toho: v bankách		
8	Účasti s rozhodujícím vlivem		
	z toho: v bankách		
9	Dlouhodobý nehmotný majetek		
	z toho:	b) goodwill	
10	Dlouhodobý hmotný majetek		
	z toho:	a) pozemky a budovy pro provozní činnost	
11	Ostatní aktiva		
12	Pohledávky z upsaného základního kapitálu		
13	Náklady a příjmy příštích období		
Aktiva celkem		100	100

tis. Kč	neinvestiční část	31.05.2020	31.12.2019
PASIVA			
1	Závazky vůči bankám a družstevním záložnám		
	v tom:	a) splatné na požádání b) ostatní závazky	
2	Závazky vůči nebankovním subjektům		
	v tom:	a) splatné na požádání b) ostatní závazky	
3	Závazky z dluhových cenných papírů		
	v tom:	a) emitované dluhové cenné papíry b) ostatní závazky z dluhových cenných papírů	
4	Ostatní pasiva		
5	Výnosy a výdaje příštích období		
6	Rezervy		
	v tom:	a) na důchody a podobné závazky b) na daně c) ostatní	
7	Podřízené závazky		
Cizí zdroje celkem			
8	Základní kapitál	100	100
	z toho:	a) splacený základní kapitál	100 100
9	Emisní ážio		
10	Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku		
	v tom:	a) povinné rezervní a rizikové fondy b) ostatní rezervní fondy c) ostatní fondy ze zisku	
11	Rezervní fond na nové ocenění		
12	Kapitálové fondy		
13	Oceňovací rozdíly		
	z toho:	a) z majetku a závazků b) ze zajišťovacích derivátů c) z přepočtu cizoměnových zajišťovacích finančních nástrojů	
14	Nerozdělený zisk nebo neuhrazená ztráta z předchozích období		
15	Zisk nebo ztráta za účetní období		
Vlastní kapitál celkem		100	100
Pasiva celkem		100	100

5.4 Výkaz zisku a ztráty BHS REAL ESTATE FUND SICAV, a.s.

tis. Kč neinvestiční část		1.1.2020-31.05.2020
1	Výnosy z úroků a podobné výnosy z toho:	úroky z dluhových cenných papírů
2	Náklady na úroky a podobné náklady z toho:	náklady na úroky z dluhových cenných papírů
3	Výnosy z akcií a podílů v tom:	a) výnosy z účasti s podstatným vlivem b) výnosy z účasti s rozhodujícím vlivem c) ostatní výnosy z akcií a podílů
4	Výnosy z poplatků a provizí	
5	Náklady na poplatky a provize	
6	Zisk nebo ztráta z finančních operací	
7	Ostatní provozní výnosy	
8	Ostatní provozní náklady	
9	Správní náklady v tom:	a) náklady na zaměstnance z toho: aa) mzdy a platy ab) sociální a zdravotní pojištění b) ostatní správní náklady
10	Rozpuštění rezerv a opravných položek k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku	
11	Odpisy, tvorba a použití rezerv a opravných položek k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku	
12	Rozpuštění opravných položek a rezerv k pohledávkám, cenným papírům a zárukám, výnosy z dříve odepsaných pohledávek	
13	Odpisy, tvorba a použití opravných položek a rezerv k pohledávkám, cenným papírům a zárukám	
14	Rozpuštění opravných položek k účastem s rozhodujícím a podstatným vlivem	
15	Ztráty z převodu účasti s rozhodujícím a podstatným vlivem, tvorba a použití opravných položek k účastem s rozhodujícím a podstatným vlivem	
16	Rozpuštění ostatních rezerv	
17	Tvorba a použití ostatních rezerv	
18	Podíl na ziscích nebo ztrátách účasti s rozhodujícím nebo podstatným vlivem	
19	Zisk nebo ztráta za účetní období z běžné činnosti před zdaněním	0
23	Daň z příjmů	
24	Zisk nebo ztráta za účetní období po zdanění	0



grantthornton. global

© 2020 Grant Thornton International Ltd. All rights reserved.

Grant Thornton Valuations, a.s. je členská firma Grant Thornton International Ltd. /

Grant Thornton Valuations, a.s. is a member firm of Grant Thornton International Ltd.

Grant Thornton International Ltd (Grant Thornton International) a členské firmy nejsou mezinárodním partnerstvím. Služby jsou nezávisle poskytovány jednotlivými členskými společnostmi. / Grant Thornton International Ltd (Grant Thornton International) and the member firms are not a worldwide partnership. Services are delivered independently by the member firms