

ZNALECKÝ POSUDEK

č. 995 - 22 / 24

číslo položky: 081731/2024

Přiměřenost protiplnění za akcie společnosti

LÁZNĚ LIBVERDA, a.s.

se sídlem č.p. 82, 463 62 Lázně Libverda

IČO: 445 69 505

- Zadavatel posudku:** LE CYGNE SPORTIF GROUPE a.s.
se sídlem Praha 4 - Vinohrady, Závašova 66/13, PSČ 14000
IČO: 618 60 042
- Účel posudku:** Stanovení přiměřeného protiplnění za akcie společnosti při nuceném přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře
- Datum ocenění:** 31. srpen 2024

Posudek vypracovala dne 1. listopadu 2024

Ing. Ivana PRCHALOVÁ HEŘBOLTOVÁ, CSc.

znalkyně v oboru ekonomika, odvětví ceny a odhady, specializace cenné papíry, oceňování podniků, pohledávky, nehmotný majetek, transferové ceny a v oboru ekonomická odvětví různá, specializace ekonomické a finanční analýzy

Růženec 669/31b, 644 00 Brno

IČO: 687 03 171

ID datové schránky: wrbtzk9

Znalecký posudek je podán v oboru EKONOMIKA, odvětví Ceny a odhady, specializace cenné papíry a oceňování podniků

Posudek obsahuje 63 číslované strany textu včetně titulního listu a 16 stran příloh a předává se objednateli ve 3 písemných vyhotoveních.

OBSAH

1. ZADÁNÍ ZNALECKÉHO POSUDKU	7
1.1 Odborná otázka	7
1.2 Účel znaleckého posudku	7
1.3 Skutečnosti sdělené zadavatelem mající vliv na přesnost závěru znaleckého posudku	7
2. VÝČET PODKLADŮ	8
2.1 Postup při výběru zdrojů dat	8
2.2 Výčet vybraných zdrojů dat	8
2.2.1 Podklady poskytnuté zadavatelem	8
2.2.2 Podklady z veřejně dostupných zdrojů zajištěné znalkyní	8
2.2.3 Základní literatura	9
2.2.4 Základní legislativa	10
2.3 Věrohodnost zdrojů dat	10
2.4 Definice a pojmy	11
3. NÁLEZ	14
3.1 Základní charakteristika předmětu ocenění	14
3.1.1 Obory činnosti	15
3.1.2 Účast na podnikání jiných českých nebo zahraničních osob	17
3.2 Oblast činnosti a postavení na trhu	17
3.2.1 Historie	19
3.2.2 Poskytované služby	19
3.2.3 Ochranné známky, patenty, užité a průmyslové vzory	21
3.3 Základní finanční údaje	21
3.3.1 Účetní pravidla uplatňovaná ve společnosti	21
3.3.2 Majetková a kapitálová struktura společnosti	22
3.3.3 Výsledky hospodaření společnosti	25
4. POSUDEK	28
4.1 Metody oceňování	28
4.1.1 Metody ocenění na základě analýzy majetku	28
4.1.1.1 Metoda účetní hodnoty	28
4.1.1.2 Metoda substanční hodnoty	29
4.1.2 Metody ocenění na základě analýzy výnosů	29
4.1.2.1 Dividendové diskontní modely	29
4.1.2.2 Metody diskontovaných peněžních toků (DCF)	30
4.1.2.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	31
4.2 Strategická analýza	31
4.2.1 Základní charakteristika makroekonomického prostředí	31
4.2.2 Odvětvová analýza	36
4.2.2.1 Charakteristika relevantního trhu	36
4.2.2.2 Analýza konkurenční situace a postavení na trhu	38
4.3 Finanční analýza	41
4.3.1 Analýza struktury finančních výkazů	41
4.3.2 Přehled o peněžních tocích	41
4.3.3 Analýza poměrových ukazatelů	42

4.3.3.1	Ukazatele rentability (výnosnosti)	42
4.3.3.2	Ukazatele aktivity	43
4.3.3.3	Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy	44
4.3.3.4	Ukazatele likvidity	45
4.3.3.5	Ukazatele produktivity práce	46
4.4	Závěry strategické a finanční analýzy	47
4.4.1	Závěry finanční analýzy	47
4.4.2	Analýza vnějšího a vnitřního potenciálu	47
4.5	Sestavení finančního plánu	48
4.5.1	Analýza generátorů hodnoty	49
4.5.1.1	Tržby	49
4.5.1.2	Provozní zisková marže	50
4.5.1.3	Investice do pracovního kapitálu	52
4.5.1.4	Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku	53
4.5.1.5	Diskontní míra	53
4.5.2	Sestavený finanční plán	55
4.6	Analýza ocenění	56
4.6.1	Použité způsoby ocenění – volba a zdůvodnění metod ocenění	56
4.6.1.1	Volba metod ocenění	56
4.6.1.2	Zdůvodnění volby metod ocenění	57
4.6.2	Ocenění podle účetní hodnoty vlastního kapitálu (<i>book value</i>)	57
4.6.3	Určení hodnoty metodou DCF	57
4.6.3.1	Výpočet volných peněžních toků a stanovení hodnoty 1. fáze	57
4.6.3.2	Stanovení hodnoty 2. fáze	58
4.6.3.3	Výpočet výsledné hodnoty podniku metodou DCF	58
5.	ODŮVODNĚNÍ	60
5.1	Interpretace výsledků analýzy	60
5.2	Kontrola postupu	60
6.	ZÁVĚREČNÁ ZPRÁVA	62

Seznam tabulek, grafů a obrázků

Tab. 1	Konsolidační celek	17
Tab. 2	Ochranné známky společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s.	21
Tab. 3	Aktiva společnosti a jejich struktura	22
Tab. 4	Pasiva společnosti a jejich struktura	23
Tab. 5	Hospodářské výsledky společnosti a jejich struktura	25
Tab. 6	Struktura tržeb společnosti	27
Tab. 7	Rozdělení tržeb podle typu klientely	27
Tab. 8	Hlavní makroekonomické indikátory	31
Tab. 9	Světové ceny vybraných komodit roční	34
Tab. 10	Úrokové sazby a měnové kurzy roční	35
Tab. 11	Výkaz o peněžních tocích (cash flow)	42
Tab. 12	Ukazatele rentability	43
Tab. 13	Ukazatele aktivity	44
Tab. 14	Ukazatele finanční rovnováhy	45
Tab. 15	Pracovní kapitál	45
Tab. 16	Ukazatele platební schopnosti	46

Tab. 17	Produktivita práce _____	46
Tab. 18	SWOT analýza _____	48
Tab. 19	Tržby společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. v letech 2016 až 2024 _____	49
Tab. 20	Plán tržeb společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. v letech 2024 až 2033 _____	50
Tab. 21	Struktura ziskové marže společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. letech 2016 až 2024 _____	50
Tab. 22	Plán ziskové marže společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. na léta 2024 až 2033 _____	51
Tab. 23	Pracovní kapitál v letech 2016 až 2024 _____	52
Tab. 24	Plán pracovního kapitálu v letech 2024 až 2033 _____	52
Tab. 25	Investice do dlouhodobého majetku v letech 2016 až 2024 _____	53
Tab. 26	Plánované investice do dlouhodobého majetku v letech 2024 až 2033 _____	53
Tab. 27	Koeficienty beta pro americký a evropský trh _____	54
Tab. 28	Výpočet nákladů vlastního kapitálu _____	55
Tab. 29	Plánovaná rozvaha na roky 2024 až 2033 _____	55
Tab. 30	Plánovaný výkaz zisku a ztráty na roky 2024 až 2033 _____	56
Tab. 31	Ocenění výnosovou metodou diskontovaných volných peněžních toků (DCF) _____	59
Graf 1	Aktiva společnosti a jejich struktura _____	22
Graf 2	Pasiva společnosti a jejich struktura _____	24
Graf 3	Hospodářské výsledky společnosti a jejich struktura _____	26
Graf 4	Rozdělení tržeb podle typu klientely _____	27
Graf 5	Hrubý domácí produkt _____	32
Graf 6	Inflace a nezaměstnanost _____	33
Graf 7	Reálné mzdy a běžný účet _____	33
Graf 8	Deficit veřejných financí _____	34
Graf 9	Cena ropy Brent _____	34
Graf 10	Úrokové sazby a nominální měnové kurzy _____	35
Graf 11	Vývoj počtu pacientů v lázeňských zařízeních _____	37
Graf 12	Lázeňská péče v roce 2022 podle indikačních skupin _____	38
Graf 13	Peněžní tok (cash flow) _____	42
Graf 14	Ukazatele rentability _____	43
Graf 15	Ukazatele aktivity _____	44
Graf 16	Ukazatele zadluženosti _____	44
Graf 17	Pracovní kapitál _____	45
Graf 18	Ukazatele likvidity _____	46
Graf 19	Produktivita práce _____	46
Graf 20	Struktura ziskové marže společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. v letech 2024 až 2033 _____	51
Obr. 1	Organizační schéma společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. k31.12.2023 _____	18
Obr. 2	Lázně Libverda _____	19
Obr. 3	Léčebné procedury _____	20
Obr. 4	Mapa lázní v ČR a lůžková kapacita v jednotlivých krajích _____	39

Seznam příloh:

1.	Analýza a predikce rozvahy	8 str.
2.	Analýza a predikce výkazu zisků a ztrát	4 str.
3.	Analýza a predikce výkazu o peněžních tocích	1 str.
4.	Analýza a predikce poměrových ukazatelů	3 str.

1. ZADÁNÍ ZNALECKÉHO POSUDKU

1.1 ODBORNÁ OTÁZKA

Zadavatelka znaleckého posudku, společnost LE CYGNE SPORTIF GROUPE a.s., se sídlem Praha 4 - Vinohrady, Závašova 66/13, PSČ 140 00, IČO 618 60 042, mi položila tuto odbornou otázku:

Stanovte přiměřené protiplnění za akcie společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s., se sídlem č.p. 82, 463 62 Lázně Libverda, IČO 445 69 505 při nuceném přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře podle § 375 a násl. Zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích k datu 31.8.2024.



1.2 ÚČEL ZNALECKÉHO POSUDKU

Účelem znaleckého posudku je stanovit přiměřené protiplnění za akcie společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s., se sídlem č.p. 82, 463 62 Lázně Libverda, IČO 445 69 505 při nuceném přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře podle § 375 a násl. Zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích k datu 31.8.2024. Hlavním akcionářem je společnost LE CYGNE SPORTIF GROUPE a.s.

1.3 SKUTEČNOSTI SDĚLENÉ ZADAVATELEM MAJÍCÍ VLIV NA PŘESNOST ZÁVĚRU ZNALECKÉHO POSUDKU

Zadavatelka nesdělila podepsané znalkyni žádné další skutečnosti, které mohou mít vliv na přesnost závěru znaleckého posudku.

2. VÝČET PODKLADŮ

2.1 POSTUP PŘI VÝBĚRU ZDROJŮ DAT

Při zpracování znaleckého posudku jsem vycházela z dat a podkladů předaných zadavatelem posudku, z podkladů z veřejně dostupných zdrojů a z odborné literatury z vlastního archivu.

2.2 VÝČET VYBRANÝCH ZDROJŮ DAT

2.2.1 Podklady poskytnuté zadavatelem

- § Výroční zprávy společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. za roky 2016 až 2023
- § Účetní závěrky společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. za roky 2016 až 2023 včetně příloh
- § Zprávy auditora společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. za roky 2016 až 2023
- § Stanovy společnosti platné ke dni ocenění
- § Účetní výkazy společnosti sestavené ke dni 31.8.2024

2.2.2 Podklady z veřejně dostupných zdrojů zajištěné znalkyní

- § Obchodní rejstřík ČR (www.justice.cz)
 - ú Výpis z obchodního rejstříku
 - ú Údaje ze sbírky listin, zejména
 - účetní závěrky společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s.
 - zakladatelské dokumenty společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s.
- § Administrativní registr ekonomických subjektů (<https://wwwinfo.mfcr.cz>) – údaje o společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s.
 - ú Výpis z Registru ekonomických subjektů ČSÚ v ARES
 - ú Registr živnostenského podnikání
 - ú DPH – údaje o registrovaném subjektu
- § Ministerstvo financí České republiky (<https://www.mfcr.cz>):
 - ú Makroekonomická predikce
 - ú Řízení státního dluhu – státní dluhopisy v oběhu podle doby splatnosti
- § Ústav zdravotnických informací a statistiky (www.uzis.cz)
 - ú Lázeňská péče 2022
- § Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky (www.mpo.cz)
 - ú Panorama českého průmyslu
 - ú Ekonomické ukazatele zpracovatelského průmyslu
- § Český statistický úřad (<https://www.czso.cz>):
 - ú Hlavní makroekonomické ukazatele (sekce Vydáváme – Časové řady) – HDP, míra nezaměstnanosti, míra inflace, ceny průmyslových výrobců atd.
 - ú Střední stav obyvatelstva (sekce Vydáváme – Časové řady – Obyvatelstvo – časové řady – Obyvatelstvo – roční časové řady)
 - ú Průměrná hrubá měsíční mzda (sekce Vydáváme – Časové řady – Mzdy, náklady práce – časové řady)
- § Česká národní banka (<https://www.cnb.cz>)
 - ú Databáze časových řad ARAD > Statistická data > Statistika finančních trhů > Kapitálový trh > Výnosy státních dluhopisů
 - ú Databáze časových řad ARAD > Statistická data > Měnová a finanční statistika > Měnová statistika > B. Úrokové sazby MFI včetně objemů > Nové obchody > Úrokové sazby (harmonizované)

- ú Finanční trhy > Peněžní trh > Fixing úrokových sazeb na mezibankovním trhu depozit – PRIBOR
- ú Inflační očekávání finančního trhu
- § Katastr nemovitostí ČR (<https://cuzk.cz/>)
 - ú Evidence práv pro osobu
- § Úřad průmyslového vlastnictví (<https://upv.gov.cz>)
 - ú Ochranné známky
 - ú Patenty a užité vzory
- § Damodaran Online (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>)
 - ú Riziková prémie trhu
 - ú Riziko selhání země
 - ú Podíly volatility akciového a dluhopisového trhu pro Českou republiku

2.2.3 Základní literatura

COPELAND, T. – KOLLER, T. – MURRIN, J.: Stanovení hodnoty firem. *VICTORIA PUBLISHING, Praha 1995*

ČADA, K.: Oceňování nehmotného majetku. *Vysoká škola ekonomická a Praze, Institut oceňování majetku, Praha 2007*

JUREČKA, J.: Oceňování ochranné známky s případovými studiemi. *Vysoká škola ekonomická a Praze, Institut oceňování majetku, Praha 2007*

KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku. 2. vydání, *C.H. Beck, Praha 2001*

KISLINGEROVÁ, E. a kol.: Manažerské finance. 1. vydání, *C.H. Beck, Praha 2004*

KOVANICOVÁ, D. – KOVANIC, P.: Poklady skryté v účetnictví. Díl II. Finanční analýza účetních výkazů. 4. vydání, *Polygon, Praha 1999*

KRABEC, T.: Oceňování podniku a standardy hodnoty. 1. vydání, *Grada Publishing, Praha 2009*

MALÝ, J.: Obchod nehmotnými statky. *C.H. Beck, Praha 2002*

MALÝ, J.: Oceňování průmyslového vlastnictví. Nové přístupy. *C.H. Beck, Praha 2007*

MAŘÍKOVÁ, P. – MAŘÍK, M.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. *Ekopress, Praha 2001*

MAŘÍKOVÁ, P. – MAŘÍK, M.: Diskontní míra v oceňování. 1. vydání, *Vysoká škola ekonomická a Praze, Institut oceňování majetku, Praha 2001*

MAŘÍK, M. a kol.: Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy. 2. vydání, *Ekopress, Praha 2007*

MAŘÍKOVÁ, P. – MAŘÍK, M.: Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. *Vysoká škola ekonomická a Praze, Institut oceňování majetku, Praha 2007*

MAŘÍK, M. a kol.: Metody oceňování podniku pro pokročilé. Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vydání, *Ekopress, Praha 2011*

NEUMAIEROVÁ, I. – NEUMAIER, I.: Výkonnost a tržní hodnota firmy. *Grada Publishing, Praha 2002*

SCHÖNFELD, J.: Moderní pohled na oceňování pohledávek. Problém aktiv zvláště v insolvenčním řízení. *C. H. Beck, Praha 2011*

SKÁLA, M. - SKÁLOVÁ, J.: Ceny v účetnictví a daních. *ASPI, Praha 2002*

SOLILOVÁ, V. – NERUDOVA, D.: Transferové ceny. Wolters Kluwer ČR, 2019

SUCHÝ, V. a kol.: Nehmotné statky a průmyslová práva. Jejich ochrana, oceňování a komerční využití. *Technologické centrum Akademie věd ČR, 1. vydání, Sociologické nakladatelství, Praha 2010*

SVAČINA, P.: Výnosový a opční přístup k oceňování vynálezů. Teoretické principy a praktické využití. *Doktorská disertační práce. Vysoká škola ekonomická, Praha 2006*

SVAČINA, P.: Analýza a zhodnocení technik odhadu výše licenčních plateb v oceňovací metodě licenční analogie. In: *Acta Oeconomia Pragensia, roč. 14, č. 1, 2006, VŠE Praha*

SVAČINA, P.: Oceňování nehmotných aktiv. 1. vydání, *Ekopress, Praha 2010*

ŠANTRŮČEK, J.: Pohledávky, jejich cese a hodnota. 2. aktualizované vydání, *Vysoká škola ekonomická a Praze, Institut oceňování majetku, Praha 2005*

Mezinárodní oceňovací standardy s účinností od 31. ledna 2022, *Ekopress 2022*

Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE). *Metodika České národní banky, Praha 2010*

2.2.4 Základní legislativa

- § Zákon č. 89/2012 Sb. občanský zákoník (NOZ)
- § Zákon č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích (ZOK)
- § Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev
- § Zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku
- § Vyhláška č. 441/2013 Sb. k provedení zákona o oceňování majetku (oceňovací vyhláška)
- § Zákon č. 586/1992 Sb. o daních z příjmů
- § Zákon č. 26/2000 Sb. o veřejných dražbách
- § Zákon č. 254/2019 Sb. o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech
- § Vyhláška č. 503/2020 Sb., o výkonu znalecké činnosti
- § Zákon č. 127/2005 Sb., o elektronických komunikacích (ZEK)
- § Zákon č. 134/2016 Sb., o zadávání veřejných zakázek
- § Zákona č. 219/2000 Sb., o majetku České republiky a jejím vystupování v právních vztazích
- § Pokyny Ministerstva financí ČR (zejména D -334)
- § Pokyny Generálního finančního ředitelství GFŘ D-34, GFŘ D-32

2.3 VĚROHODNOST ZDROJŮ DAT

Znalecký posudek jsem zpracovala jako znalkyně nezávislá na zadavateli posudku i na subjektech dotčených v posudku, tj. nejsem ve vztahu personální či finanční závislosti, v zaměstnaneckém či obdobném právním vztahu, stejně tak jako se nepodílím na řízení či kontrole podnikání uvedených subjektů. V současné době nemám ani v blízké budoucnosti nebudu mít žádné zájmy na majetku, který je předmětem posudku a neexistuje můj osobní zájem nebo zaujatost vzhledem k majetku zahrnutému v posudku.

Tento posudek byl zpracován s následujícími obecnými předpoklady a omezujícími podmínkami:

- § Při zpracování znaleckého posudku jsem vycházela z podkladů předaných zadavatelem posudku a z obecně dostupných informací. Tyto podklady jsem neprověřovala a považovala jsem je za správné pravdivé a reálné.
- § Na základě prohlášení o pravosti, platnosti a úplnosti podkladů poskytnutých zadavatelem jsem neprovedla žádné šetření směřující k ověření pravosti, správnosti jakož i úplnosti těchto podkladů. Dále jsem nezkoumala vztah třetích osob k popsánému majetku s výjimkou situace, kdy jsou tyto skutečnosti obsaženy v informacích a datech veřejně dostupných nebo objednatelům předaných a mají přímý vliv na stanovení ceny obchodního závodu.
- § Informace z jiných zdrojů, které byly použity při zpracování tohoto posudku, jsou věrohodné, ale nebyly ve všech případech ověřovány. Neexistuje žádné potvrzení týkající se přesnosti takové informace.
- § Znalecký posudek byl zpracován podle podmínek na trhu k datu tohoto ocenění a znalečnĚ tudíž neodpovídá za to, že případné změny v podmínkách na trhu, ke kterým by došlo po tomto datu, by mohly mít vliv na závěry znaleckého posudku. Závěry posudku respektují dále aktuální parametry finančního trhu a vycházejí z aktuální finanční situace k datu ocenění.
- § Předpokládám plný soulad se všemi zákony a předpisy v České republice, které měly platnost k datu zpracování posudku, zejména s právními předpisy v oblasti cen, financování, účetnictví a daní.
- § Při zpracování tohoto posudku předpokládáme odpovědné vlastnictví a výkon vlastnických práv. Dále předpokládáme, že mohou být získány nebo obnoveny všechny požadované licence, osvědčení o údržbě, souhlasy, povolení nebo jiná legislativní nebo administrativní oprávnění od kteréhokoliv místního státního úřadu nebo soukromé osoby nebo organizace, pro jakoukoliv potřebu a použití, z nichž znalecký posudek vychází.
- § Znalecký posudek respektuje podmínky daného případu, byl vypracován pouze pro účely vymezené v 1. kapitole tohoto posudku, pro potřeby zadavatele a uživatele a nemůže být použito jako podklad pro jiné účely.

2.4 DEFINICE A POJMY

Pojmy **hodnota** a **cena** používané v právních předpisech jsou pojmy právně nevymezené a je jim nutné přiřadit v konkrétních souvislostech všeobecně uznávaný význam.

Pokud právní předpisy používají pojem hodnota, pak je obvykle nutné při výkladu těchto předpisů přiřadit k pojmu hodnota odpovídající peněžní vyjádření, a to podle konkrétních souvislostí.

Občanský zákoník v § 492 uvádí, že hodnota věci, lze-li ji vyjádřit v penězích, je její cena. Cena věci se určí jako cena obvyklá, ledaže je něco jiného ujednáno nebo stanoveno zákonem.

CENA je tedy chápána jako peněžní vyjádření penězi ocenitelných hodnot.

Podle zákona č. 526/1990 Sb., o cenách, rozeznáváme následující **DRUHY CEN**:

Cena sjednaná pro transakci je chápána jako objektivní skutečnost, která vyjadřuje protihodnotu sjednanou stranami za převáděný majetek, práva či jiné majetkové hodnoty nebo poskytované služby v daném jedinečném případě. Strany transakce mají svobodu při sjednávání ceny (tzv. volné ceny), pokud právní (např. cenové) předpisy nestanoví jinak (tzv. regulované ceny).

Cena zjištěná (určená, administrativní) je cena stanovena podle zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku. Tento zákon upravuje způsoby oceňování věcí, práv a jiných majetkových

hodnot a služeb pro účely stanovené zvláštními předpisy, stanoví-li tak příslušný orgán v rámci svého oprávnění nebo dohodnou-li se tak strany. Majetek a služby se podle tohoto zákona oceňují obvyklou cenou, pokud tento zákon nestanoví jiný způsob oceňování.

Obvyklou cenou (příp. obecnou cenou) se pro účely zák. č. 151/1997 Sb. rozumí cena, která by byla dosažena při prodejích stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku 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 trhu 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 přikládaná majetku nebo službě vyplývající z osobního vztahu k nim. Obvyklá cena vyjadřuje hodnotu majetku nebo služby a určí se ze sjednaných cen porovnáním.

V odůvodněných případech, kdy nelze obvyklou cenu určit, oceňuje se majetek a služba **tržní hodnotou**. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na tržní hodnotu vliv.

HODNOTA není skutečně zaplacenou, požadovanou nebo nabízenou cenou. Je to ekonomická kategorie, vyjadřující peněžní vztah mezi zbožím a službami, které lze koupit na jedné straně, kupujícím a prodávajícím na druhé straně. Jedná se o **odhad**. Podle ekonomické koncepce hodnota vyjadřuje užitek, prospěch vlastníka zboží nebo služby k datu, k němuž se odhad hodnoty provádí. Existuje řada hodnot podle toho, jak jsou definovány, přitom každá z nich může být vyjádřena zcela jiným číslem. Při oceňování je proto vždy nutné zcela přesně definovat, jaká hodnota je zjišťována.

Můžeme rozlišit několik základních KATEGORIÍ HODNOTY:

Tržní hodnotou se pro účely zák. č. 151/1997 Sb. rozumí odhadovaná částka, za kterou by měly být majetek nebo služba směněny ke dni ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím, a to v obchodním styku uskutečněném v souladu s principem tržního odstupu, po náležitém marketingu, kdy každá ze stran jednala informovaně, uvážlivě a nikoli v tísní. Principem tržního odstupu se pro účely tohoto zákona rozumí, že účastníci směny jsou osobami, které mezi sebou nemají žádný zvláštní vzájemný vztah a jednájí vzájemně nezávisle.

V souladu s Mezinárodními oceňovacími standardy (IVS) pod pojmem **tržní hodnota** rozumíme *odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejčtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, při jejímž uzavření by její strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*

Tržní hodnota obsahuje také **předpoklad nejlepšího možného využití majetku**, které je v Mezinárodních oceňovacích standardech definováno jako nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.

Ve standardech IVS nalezneme také definici **spravedlivé hodnoty** (*Equitable Value*), která je definovaná jako *odhadovaná cena za převod aktiva nebo závazku mezi určenými znalými a ochotnými stranami, která odráží příslušné zájmy těchto stran*. Na rozdíl od tržní hodnoty zohledňuje koncept spravedlivé hodnoty příslušné výhody nebo nevýhody, které bude každá strana z transakce mít, i když nejsou dostupné nebo neplynou účastníkům trhu obecně, tj. majetek není obecně vystaven na širším trhu. Spravedlivá hodnota je širší koncept než tržní hodnota, v mnoha případech se bude rovnat ceně dosažené na trhu, budou však existovat i případy, kdy spravedlivá hodnota bude zahrnovat zohlednění specifických, tržní hodnotou

nezohledňovaných aspektů. Jedná se o odhad ceny, která by byla férovým řešením pro rozhodnutí sporu dvou stran, přičemž kritériem nemusí být jen čistě ekonomická hlediska.

Mezinárodní standardy účetního výkaznictví (IFRS) definují **spravedlivou (reálnou) hodnotu** (*Fair Value*) jako *cenu, která by byla získána z prodeje aktiva nebo zaplacená za převzetí závazku v rámci řádné transakce mezi účastníky trhu ke dni ocenění.*

Subjektivní (investiční) hodnota je standardy IVS definována jako *hodnota aktiva pro určitého vlastníka nebo potenciálního vlastníka při individuálních investičních nebo provozních cílech.* I když hodnota aktiva pro vlastníka může být stejná jako částka, která by mohla být realizována jeho prodejem jiné straně, tento standard hodnoty odráží užitky plynoucí subjektu z **držení aktiva**, a v důsledku toho nezahrnuje předpokládanou směnu. Často se používá ke stanovení výkonnosti investic. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.

Podle německých oceňovacích standardů (IDW) je **objektivizovaná hodnota** definována jako typizovaná a jinými subjekty přezkoumatelná výnosová hodnota, 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 aktiva.

Soudem mi bylo uloženo určit cenu obvyklou, tento pojem však není v naší legislativně přesně vymezen.

Cena obvyklá, tak, jak je definována v zák. č 151/1997 Sb., o oceňování, se určí ze sjednaných cen **porovnáním**. V případě běžně neobchodovatelného aktiva však neexistuje dostatečný počet vhodných etalonů k porovnání.

V ustálené judikatuře (např. 32 Cdo 5698/2016) panuje názor, že cena obvyklá v daném místě v době rozhodování vyjadřuje tržní hodnotu (aktiva) a je běžně označována jako cena tržní.

Protože oceňované aktivum (obchodní podíl) není vystaveno na širším trhu, **blíží se pojem tržní hodnota použitý v tomto znaleckém posudku spíše kategorii spravedlivá hodnota (*Equitable Value*)**, jak je definovaná v Mezinárodních oceňovacích standardech. Adjektivum „tržní“ můžeme v tomto kontextu chápat jako určitou formu objektivizace použitých dat, které v nejvyšší možné míře vycházejí z tržních dat.

3. NÁLEZ

3.1 ZÁKLADNÍ CHARAKTERISTIKA PŘEDMĚTU OCENĚNÍ

Základní identifikační údaje společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. platné k datu ocenění 31.8.2024 byly převzaty z výpisu z obchodního rejstříku:

Výpis

z obchodního rejstříku, vedeného
Krajským soudem v Ústí nad Labem
oddíl B, vložka 208

Datum vzniku a zápisu:	1. května 1992
Spisová značka:	B 208 vedená u Krajského soudu v Ústí nad Labem
Obchodní firma:	LÁZNĚ LIBVERDA, a.s.
Sídlo:	č.p. 82, 463 62 Lázně Libverda
Identifikační číslo:	445 69 505
Právní forma:	Akciová společnost
Předmět podnikání:	poskytování komplexní, příspěvkové a ambulantní lázeňské péče poskytování odborných ambulantních zdravotnických služeb správa a využití přírodních léčivých zdrojů, včetně jejich ochrany směnářenská činnost provozování soláří výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona hostinská činnost Silniční motorová doprava - osobní provozovaná vozidly určenými pro přepravu více než 9 osob včetně řidiče, - osobní provozovaná vozidly určenými pro přepravu nejvýše 9 osob včetně řidiče Prodej kvasného lihu, konzumního lihu a lihovin Masérské, rekondiční a regenerační služby Pekařství, cukrářství
Statutární orgán - představenstvo:	
místopředseda představenstva:	MARTIN ŠIMIČKA , dat. nar. 9. března 1976 č.p. 231, 464 01 Dolní Řasnice Den vzniku funkce: 28. června 2022 Den vzniku členství: 28. června 2022
místopředseda představenstva:	Ing. JAN HAMÁČEK , dat. nar. 2. dubna 1971 U libeňského pivovaru 1335/7, Libeň, 180 00 Praha 8 Den vzniku funkce: 24. června 2020 Den vzniku členství: 24. června 2020
předseda představenstva:	Ing. IRENA ŠPAČKOVÁ , dat. nar. 28. června 1963 Lesní 2085/26, České Budějovice 5, 370 06 České Budějovice Den vzniku funkce: 16. května 2024 Den vzniku členství: 16. května 2024
Počet členů:	3
Způsob jednání:	Společnost zastupuje představenstvo. Za představenstvo jednají navenek jménem společnosti vždy dva členové představenstva společně. Ve věcech převodu nemovitostí nebo omezení vlastnických práv k nemovitostem (zastavení,

zřízení věcných práv nebo omezení převodu nemovitostí) nebo uzavírání nájemních smluv na dobu určitou delší než jeden rok nebo na dobu neurčitou s výpovědní dobou delší než jeden rok zastupují společnost vždy tři členové představenstva společně.

Dozorčí rada:**předseda dozorčí rady:**

Dipl.Kfm. ALEXANDR SEIDL , dat. nar. 30. prosince 1952
 Jihozápadní V 998/28, Záběhlíce, 141 00 Praha 4
 Den vzniku funkce: 23. června 2022
 Den vzniku členství: 23. června 2022

místopředseda dozorčí rady:

SVĚTLANA SEIDL , dat. nar. 4. května 1962
 Jihozápadní V 998/28, Záběhlíce, 141 00 Praha 4
 Den vzniku funkce: 23. června 2022
 Den vzniku členství: 23. června 2022

člen dozorčí rady:

JUDr. MIROSLAV VOJTĚCH , dat. nar. 9. února 1951
 Družstevní 398, 373 82 Včelná
 Den vzniku funkce: 23. června 2022
 Den vzniku členství: 23. června 2022

Počet členů:

3

Akcie:

63 853 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 100,- Kč
 akcie jsou bez zvláštních práv a povinností

Základní kapitál:

6 385 300,- Kč
 Splaceno: 100%

3.1.1 Obory činnosti

V Národním registru poskytovatelů zdravotních služeb je společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. evidovaná jako poskytovatel

- n ambulanti péče pro obory fyzioterapeut, ortopedie a traumatologie pohybového ústrojí, rehabilitační a fyzikální medicína, všeobecné praktické lékařství
- n lázeňské léčebně rehabilitační péče

Společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. má smlouvu se všemi hlavními zdravotními pojišťovnami:

111	Všeobecná zdravotní pojišťovna ČR
201	Vojenská zdravotní pojišťovna ČR
205	Česká průmyslová zdravotní pojišťovna
207	Obor.zdravot.poj.zam.bank,pojiš. a stav.
209	Zaměstnanecká pojišťovna ŠKODA
211	Zdravotní pojišťovna minister.vnitřní ČR
213	Revírní bratrská pokladna, zdravot.poj.

Podle **výpisu ze živnostenského rejstříku** má společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. zapsána živnostenská oprávnění pro následující předměty a obory podnikání:

1. Hostinská činnost (ohlašovací řemeslná)
2. Silniční motorová doprava - osobní provozovaná vozidly určenými pro přepravu více než 9 osob včetně řidiče,- osobní provozovaná vozidly určenými pro přepravu nejvýše 9 osob včetně řidiče (koncesovaná)

3. Provozování solárií (ohlašovací vázaná)
4. Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona (ohlašovací volná)
 - n Provozování vodovodů a kanalizací a úprava a rozvod vody
 - n Nakládání s odpady (vyjma nebezpečných)
 - n Přípravné a dokončovací stavební práce, specializované stavební činnosti
 - n Zprostředkování obchodu a služeb
 - n Velkoobchod a maloobchod
 - n Skladování, balení zboží, manipulace s nákladem a technické činnosti v dopravě
 - n Ubytovací služby
 - n Činnost informačních a zpravodajských kanceláří
 - n Nákup, prodej, správa a údržba nemovitostí
 - n Pronájem a půjčování věcí movitých
 - n Poradenská a konzultační činnost, zpracování odborných studií a posudků
 - n Reklamní činnost, marketing, mediální zastoupení
 - n Služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy
 - n Provozování cestovní agentury a průvodcovská činnost v oblasti cestovního ruchu
 - n Mimoškolní výchova a vzdělávání, pořádání kurzů, školení, včetně lektorské činnosti
 - n Provozování kulturních, kulturně-vzdělávacích a zábavních zařízení, pořádání kulturních produkcí, zábav, výstav, veletrhů, přehlídek, prodejních a obdobných akcí
 - n Provozování tělovýchovných a sportovních zařízení a organizování sportovní činnosti
 - n Praní pro domácnost, žehlení, opravy a údržba oděvů, bytového textilu a osobního zboží
 - n Poskytování technických služeb
 - n Poskytování služeb osobního charakteru pro osobní hygienu
 - n Poskytování služeb pro rodinu a domácnost
 - n Výroba, obchod a služby jinde nezařazené
5. Prodej kvasného lihu, konzumního lihu a lihovin (koncesovaná)
6. Masérské, rekondiční a regenerační služby (ohlašovací vázaná)
7. Pedikúra, manikúra (ohlašovací řemeslná)
8. Pekařství, cukrářství (ohlašovací řemeslná)

Podle **klasifikace ekonomických činností CZ-NACE** můžeme společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. zařadit následovně:

107	Výroba pekařských, cukrářských a jiných moučných výrobků
11010	Destilace, rektifikace a míchání lihovin
38	Shromažďování, sběr a odstraňování odpadů, úprava odpadů k dalšímu využití
471	Maloobchod v nesespecializovaných prodejnách
49320	Taxislužba a pronájem osobních vozů s řidičem
49393	Nepravidelná pozemní osobní doprava
55109	Ostatní podobná ubytovací zařízení
56100	Stravování v restauracích, u stánků a v mobilních zařízeních
74	Ostatní profesní, vědecké a technické činnosti
79110	Činnosti cestovních agentur
86100	Ústavní zdravotní péče
86220	Specializovaná ambulantní zdravotní péče
96040	Činnosti pro osobní a fyzickou pohodu

3.1.2 Účast na podnikání jiných českých nebo zahraničních osob

Společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. se k datu ocenění nepodílí na podnikání žádné české ani zahraniční právnické osoby.

3.2 OBLAST ČINNOSTI A POSTAVENÍ NA TRHU

Společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. je součástí konsolidačního celku, kde konsolidující účetní jednotkou je hlavní akcionář - společnost LE CYGNE SPORTIF GROUPE a.s.

Tab. 1 Konsolidační celek

Druh subjektu	Název subjektu	Obchodní podíl %
Konsolidující účetní jednotka	LE CYGNE SPORTIF GROUPE a.s. Praha 4 - Vinohrady, Závěšova 66/13, PSČ: 140 00 IČO: 618 60 042	
Konsolidované účetní jednotky ovládané a řízení	PRIOR ČESKÁ REPUBLIKA s.r.o. České Budějovice, Lannova tř. 1461/ 22, PSČ: 370 01 IČO: 260 93 022	100,00
	LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. Lázně Libverda 82, PSČ 462 64 IČO: 445 69 505	98,07
	Severosklo Kamenický Šenov s.r.o. Kamenický Šenov, Stará Huť 129, PSČ: 471 14 IČO: 254 11 560	100,00

Společnost je také součástí holdingu společností, které tvoří propojené osoby ovládané jednou ovládající osobou (ve smyslu příslušných ustanovení podle § 82 a násl. zákona č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích ve znění pozdějších právních předpisů. Kromě společností tvořících konsolidační celek do holdingu patří ještě společnost CONSUMER EXPORT-IMPORT TRADING a.s., IČO 256 55 078.

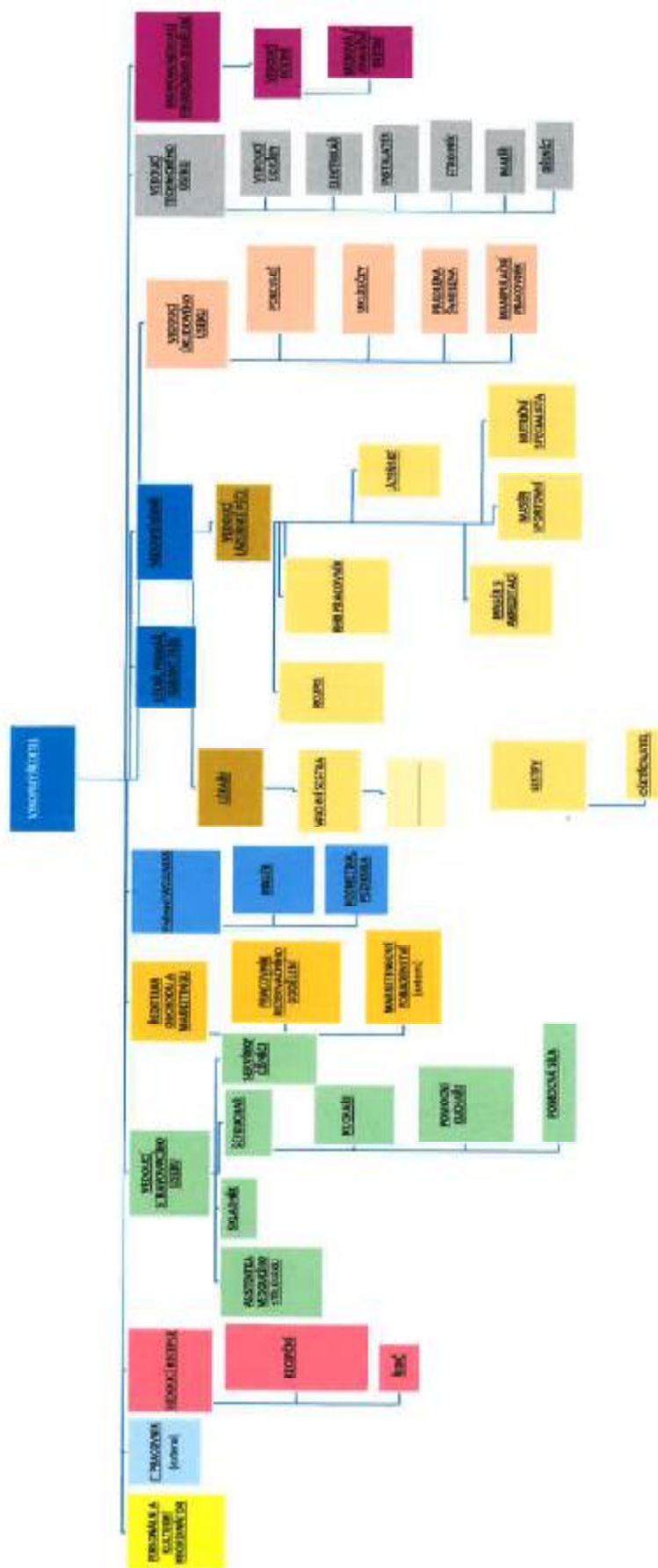
Hlavním předmětem podnikání je poskytování komplexní, příspěvkové a ambulantní lázeňské péče, poskytování odborných zdravotnických služeb.

LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. nabízí komplexní nebo příspěvkovou lázeňskou léčbu pohybového aparátu, diabetu, kardiovaskulárních, onkologických a neurologických onemocnění, pečují převážně o klienty s potížemi pooperačních stavů páteře, kloubních náhrad a pacienty s onemocněním srdce, krevního oběhu a cév. K léčení přispívá výraznou měrou přírodní železnatá kyselka s obsahem hydrogenuhličitanu horečnatého a vápenatého a kyseliny křemičité.

Lázně nabízejí léčebné wellness pobyty také samoplátcům (komerční klientele) a dále ambulantní procedury. Firemním klientům lázně nabízejí možnost pronájmu prostor pro školení, teambuilding, zajištění cateringu i procedur pro uvolnění.

Společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. podniká v pronajatých prostorách, které patří její mateřské společnosti LE CYGNE SPORTIF GROUPE a.s.

Společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. má 116 zaměstnanců, její organizační struktura je uvedena na následujícím obrázku:



Obr. 1 Organizační schéma společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. k31.12.2023

3.2.1 Historie

Léčivé prameny jsou známé od 14. století, kdy se minerálce říkalo „Boží voda“. Libverdskou vodou se podle historických záznamů léčil v 16. století saský kurfiřt August I., později majitel zdejšího panství Albrecht z Valdštejna. Zpráva z roku 1785 uvádí: „Voda má blahodárný účinek na mozek, nervovou soustavu, povzbuzení ducha, zrychlení tepu, oživení činnosti tělesných orgánů a odstraňuje nepořádek v nervovém systému.“ O rozkvět a věhlas lázní se zasloužil šlechtický rod Clam-Gallasů. V letech 1783 – 1808 byly postaveny klasicistní a empírové pavilony. K původnímu prameni s názvem Christiansbrunn přibyl pramen Mariin, Vilemínin, Eduardův, Josefinin, Bierbon a Hubertův, které se dnes nacházejí v okolí lázeňské kolonády.

V lázních se léčily ruská velkokněžna Anna Fedorovna, hudební skladatel Carl Maria von Weber, Josef Jungmann, Franz Kafka, Alexandr Humboldt, Josef Vítězslav Šimák, císař Josef II., Jan Masaryk, Václav Talich a další.

Lázně Libverda, bývalé šlechtické sídlo Clam-Gallasů, jsou dnes malé, klidné lázně, které najdeme 25 km od Liberce. Nachází se v malebném podhůří severního úpatí Jizerských hor. Leží v nadmořské výšce 424 m. n. m. na pomezí Čech, Německa a Polska. Lázně obklopují smíšené lesy, které spolu s podhorskou polohou udávají jejich klimatický charakter. Léto je zde mírné, bez velkých teplotních výkyvů, podzim suchý a teplý. Výjimečnost klimatu spočívá v charakteristickém proudění teplého vzduchu.



Obr. 2 Lázně Libverda

3.2.2 Poskytované služby

Nejvýznamnějším zdrojem příjmů jsou pro LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. léčebné pobyty hrazené pojišťovnami nebo pobyty samoplátců. Společnost nabízí ubytování v šesti hotelech různých kategorií, což umožňuje uspokojit široké spektrum klientů.

Společnost nabízí tyto druhy pobytů:

- § Komplexní lázeňská péče
- § Příspěvková lázeňská péče
- § Léčebné pobyty
- § Wellness pobyty
- § Samostatné léčebné procedury a wellness procedury

Lázeňská péče v Lázních Libverda je založena na dlouholeté tradici, z níž lázně čerpají až do dnešních dnů. Specializace lázní je udána především vlastnostmi místních minerálních pramenů. Na to vše pak navazuje moderní vybavení lázeňských léčebných provozů. Nmalým dílem přispívá lázeňství samotné prostředí a klimatické podmínky celého okolí. Mírné podnebí je ideálním, nezatěžovým prostředím pro osoby s **onemocněním srdce a cév**. Vzhledem k terénu oblasti Lázní Libverda jsou lázně vhodné i pro rehabilitaci a kondiční turistiku, především pro osoby s **onemocněním pohybového aparátu**. V neposlední řadě naleznete v Lázních Libverda klid, odpočinek, který blahodárně působí a napomáhá k léčení neuróz a dalších psychiatrických onemocnění.

Základem léčebných postupů a procedur je **Libverdská kyselka**, jejíž účinek je založen na působení CO₂. Právě oxid uhličitý pozitivně ovlivňuje zejména periferní krevní oběh. Jedná se o přírodní prostou železnatou kyselku (hydrogenuhličitano - hořečnato - vápenatého typu). Obsahuje zvýšené hodnoty kyseliny křemičité, dále je hypotonická a studená.

Minerální voda je využívána jednak k přípravě koupelí a k důležité pitné kůře, která by měla být součástí každého lázeňského pobytu.

Obsažený oxid uhličitý se vstřebává do tkáně pod kůží a pozitivně ovlivňuje vlasečnice, vedoucí krev do každého kousku našeho těla. Při tomto procesu dochází k poklesu tlaku společně s lepším zásobením srdečního svalu. Snižuje se tak i celkové zatížení svalu a přenos kyslíku krevním řečištěm k jednotlivým orgánům je mnohem efektivnější.

Pro volný čas jsou k dispozici tenisové, volejbalové/nohejbalové kurty, sauna, whirlpool, venkovní hřiště, minigolf, fitness, wellness centrum s bazénem a další volnočasové aktivity.

Z Lázní Libverda vedou výborně značené turistické stezky a jsou také nástupním místem pro „Singltrek pod Smrkem“, známý všem vyznavačům terénní cyklistiky s téměř 80 kilometry různých náročností pro zkušené sportovce i rodiny s dětmi. Je možné si vypůjčit kola i elektrokola.







Obr. 3 Léčebné procedury

3.2.3 Ochranné známky, patenty, užité a průmyslové vzory

Společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. vlastní čtyři ochranné známky zapsané u Úřadu průmyslového vlastnictví ČR. Společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. nevlastní žádný patent, užitečný ani průmyslový vzor.

Tab. 2 Ochranné známky společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s.

Číslo spisu / zápisu	Datum práva přednosti	Stávající doba platnosti do	Reprodukce / Znění OZ	Třídy výrobků a služeb
580016 / 394517	23.6.2022	23.6.2032		5, 18, 22, 24, 30, 35, 39, 43, 44
580017 / 394518	23.6.2022	23.6.2032		5, 18, 22, 24, 30, 35, 39, 43, 44
580018 / 394519	23.6.2022	23.6.2032		5, 18, 22, 24, 30, 35, 39, 43, 44
583632 / 397407	26.1.2023	26.1.2033		

3.3 ZÁKLADNÍ FINANČNÍ ÚDAJE

3.3.1 Účetní pravidla uplatňovaná ve společnosti

Při zpracování tohoto ocenění byly znalkyni k dispozici výroční zpráva a účetní závěrky společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. za léta 2016 – 2023 včetně příloh a účetní výkazy sestavené ke dni 31.8.2024.

Účetnictví společnosti je vedeno a účetní závěrky jsou sestavovány v souladu se zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví v platném znění.

Po celé analyzované období prováděla ve společnosti audit společnost RS AUDIT, spol. s r.o., IČO 469 63 421, číslo auditorského oprávnění 45, se sídlem Ibsenova 124/11, 638 00 Brno (od 6.10.2023 se sídlem č.p. 146, 664 34 Jinačovice). Odpovědným auditorem byl v roce 2023 Ing. Tomáš Kondr, číslo auditorského oprávnění 2520.

Výrok auditora byl ve všech letech „*bez výhrad*“.

3.3.2 Majetková a kapitálová struktura společnosti

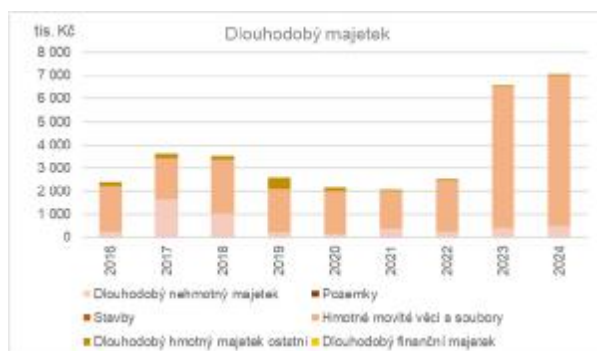
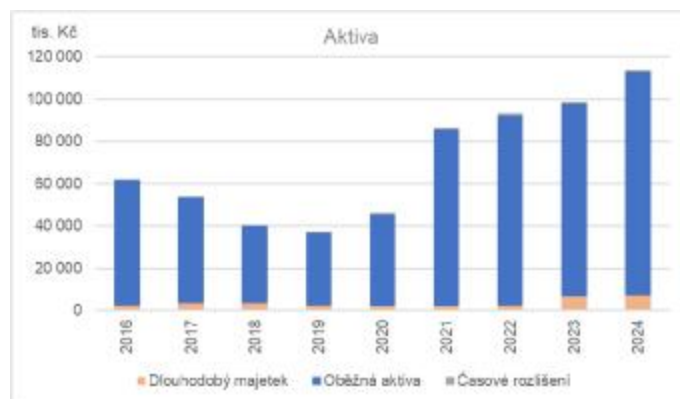
Majetek společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. představovaný penězi nebo jinými hodnotami (aktiva společnosti) je členěn shodně s účetními výkazy společnosti v těchto hlavních kategoriích:

Tab. 3 Aktiva společnosti a jejich struktura

AKTIVA		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	31.8.24
	AKTIVA CELKEM	62 134	53 923	40 254	37 540	46 148	86 262	93 529	98 951	113 764
A.	Pohledávky za upsány základní kapitál	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	2 399	3 626	3 516	2 593	2 145	2 071	2 542	6 572	7 063
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	255	1 654	1 040	219	175	399	269	405	518
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	2 144	1 972	2 476	2 374	1 970	1 672	2 273	6 167	6 545
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek									
C.	Oběžná aktiva	59 096	49 909	36 579	34 566	43 519	83 491	89 557	91 259	105 980
C.I.	Zásoby	413	339	767	406	798	1 314	1 771	1 424	1 619
C.II.	Pohledávky	11 428	8 302	7 516	5 360	8 065	5 865	11 375	10 694	23 283
C.II.1.	Dlouhodobé pohledávky	3 216	3 015	2 814	2 613	2 412	2 211	2 010	1 608	1 809
C.II.2.	Krátkodobé pohledávky	8 212	5 287	4 702	2 747	5 653	3 654	9 365	9 086	21 474
C.III.	Krátkodobý finanční majetek									
C.IV.	Peněžní prostředky	47 255	41 268	28 296	28 800	34 656	76 312	76 411	79 141	81 078
D.	Časové rozlišení aktiv	639	388	159	381	484	700	1 430	1 120	721

AKTIVA		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	31.8.24
	AKTIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
A.	Pohledávky za upsány základní kapitál									
B.	Dlouhodobý majetek	3,9%	6,7%	8,7%	6,9%	4,6%	2,4%	2,7%	6,6%	6,2%
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0,4%	3,1%	2,6%	0,6%	0,4%	0,5%	0,3%	0,4%	0,5%
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	3,5%	3,7%	6,2%	6,3%	4,3%	1,9%	2,4%	6,2%	5,8%
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek									
C.	Oběžná aktiva	95,1%	92,6%	90,9%	92,1%	94,3%	96,8%	95,8%	92,2%	93,2%
C.I.	Zásoby	0,7%	0,6%	1,9%	1,1%	1,7%	1,5%	1,9%	1,4%	1,4%
C.II.	Pohledávky	18,4%	15,4%	18,7%	14,3%	17,5%	6,8%	12,2%	10,8%	20,5%
C.II.1.	Dlouhodobé pohledávky	5,2%	5,6%	7,0%	7,0%	5,2%	2,6%	2,1%	1,6%	1,6%
C.II.2.	Krátkodobé pohledávky	13,2%	9,8%	11,7%	7,3%	12,2%	4,2%	10,0%	9,2%	18,9%
C.III.	Krátkodobý finanční majetek									
C.IV.	Peněžní prostředky	76,1%	76,5%	70,3%	76,7%	75,1%	88,5%	81,7%	80,0%	71,3%
D.	Časové rozlišení aktiv	1,0%	0,7%	0,4%	1,0%	1,0%	0,8%	1,5%	1,1%	0,6%

Graf 1 Aktiva společnosti a jejich struktura



Dlouhodobý majetek

Dlouhodobý nehmotný majetek společnosti je k datu ocenění tvořen pouze softwarem softwarem, o ochranných známkách společnost neúčtuje.

Dlouhodobý hmotný majetek, podílející se na celkových aktivech pouze 5,8 % je tvořen zejména hmotnými movitými věcmi vykazujícími vysoký stupeň odepsanosti:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	31.8.24
Hmotné movité věci brutto	23 663	24 831	25 164	26 019	26 653	28 152	33 671	35 424
Hmotné movité věci netto	1 779	2 323	1 879	1 817	1 611	2 212	6 106	6 443
Procento odepsanosti	92,48%	90,64%	92,53%	93,02%	93,96%	92,14%	81,87%	81,81%

Společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. nevlastní žádné nemovitosti. Vlastníkem areálu společnosti je mateřská společnost, resp. hlavní akcionář společnost LE CYGNE SPORTIF

Dlouhodobý finanční majetek společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. neviduje.

Oběžná aktiva

Oběžná aktiva ve společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. tvoří 93,2 % celkových aktiv.

Zásoby (materiál a zboží) jsou k datu ocenění evidovány v souhrnné hodnotě 1 619 tis. Kč.

Dlouhodobé pohledávky společnost k datu ocenění eviduje ve výši 1 809 tis. Kč.

Krátkodobé pohledávky se na celkových aktivech podílejí téměř 19 %. Nejvýznamnější položkou krátkodobých pohledávek jsou pohledávky z obchodního styku (13,9 % celkových aktiv). Z celkového objemu těchto pohledávek v nominální hodnotě 16 208 tis. Kč byly pouze k pohledávkám za 371 tis. Kč vytvořeny opravné položky.

Krátkodobý finanční majetek společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. k datu ocenění neviduje.

Peněžní prostředky sestávají z finanční hotovosti (1 009 tis. Kč) a peněz na bankovních účtech (80 069 tis. Kč).

Na účtech **časového rozlišení** jsou evidovány náklady příštích období ve výši 721 tis. Kč.

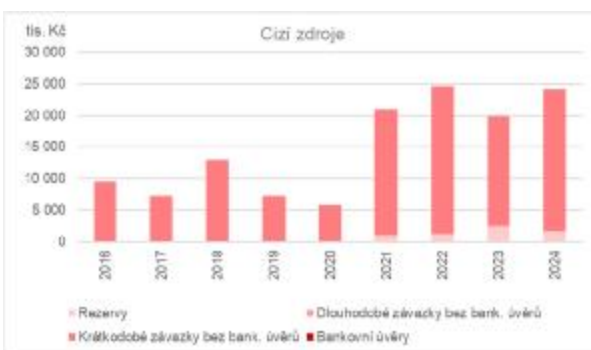
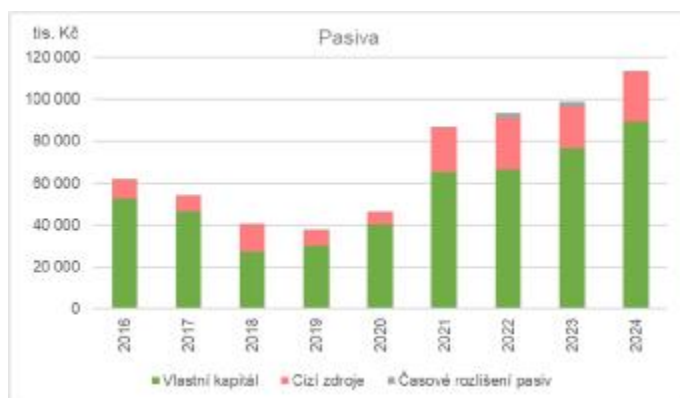
Ke zde uvedenému majetku se váží závazky s cizími zdroji, jejichž hodnota je rovněž ocenitelná penězi, a vlastní kapitál společnosti. Pasiva byla podle účetních výkazů strukturována takto:

Tab. 4 Pasiva společnosti a jejich struktura

PASIVA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	31.8.24
PASIVA CELKEM	62 134	53 923	40 254	37 540	46 148	86 262	93 529	98 951	113 764
A. Vlastní kapitál	52 240	46 467	27 230	30 153	40 291	65 284	66 548	76 791	89 463
A.I. Základní kapitál	6 385	6 385	6 385	6 385	6 385	6 385	6 385	6 385	6 385
A.II. Ážio a kapitálové fondy	529	529	530	529	529	529	529	529	529
A.III. Fondy ze zisku									
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	41 121	44 049	39 552	20 315	23 239	33 377	58 370	59 634	69 677
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	4 205	-4 496	-19 237	2 924	10 138	24 993	1 264	10 243	12 872
A.VI. Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)									
B.+C. Cizí zdroje	9 545	7 291	13 023	7 366	5 845	20 966	24 638	19 883	24 101
B. Rezervy	0	0	0	0	0	1 019	1 334	2 559	1 737
C. Závazky	9 545	7 291	13 023	7 366	5 845	19 947	23 304	17 324	22 364
C.I. Dlouhodobé závazky	79	106	49	49	14				
C.I.2. z toho závazky k úvěrovým institucím									
C.II. Krátkodobé závazky	9 466	7 185	12 974	7 317	5 831	19 947	23 304	17 324	22 364
C.II.2. z toho závazky k úvěrovým institucím									
D. Časové rozlišení pasiv	349	165	1	21	12	12	2 343	2 277	200

PASIVA		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	31.8.24
PASIVA CELKEM		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
A	Vlastní kapitál	84,1%	86,2%	67,6%	80,3%	87,3%	75,7%	71,2%	77,6%	78,6%
A.I.	Základní kapitál	10,3%	11,8%	15,9%	17,0%	13,8%	7,4%	6,8%	6,5%	5,6%
A.II.	Ážio a kapitálové fondy	0,9%	1,0%	1,3%	1,4%	1,1%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%
A.III.	Fondy ze zisku									
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	66,2%	81,7%	98,3%	54,1%	50,4%	38,7%	62,4%	60,3%	61,2%
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	6,8%	-8,3%	-47,8%	7,8%	22,0%	29,0%	1,4%	10,4%	11,3%
A.VI.	Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)									
B.+C.	Cizí zdroje	15,4%	13,5%	32,4%	19,6%	12,7%	24,3%	26,3%	20,1%	21,2%
B.	Rezervy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	1,4%	2,6%	1,5%
C.	Závazky	15,4%	13,5%	32,4%	19,6%	12,7%	23,1%	24,9%	17,5%	19,7%
C.I.	Dlouhodobé závazky	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%				
C.I.2.	z toho závazky k úvěrovým institucím									
C.II.	Krátkodobé závazky	15,2%	13,3%	32,2%	19,5%	12,6%	23,1%	24,9%	17,5%	19,7%
C.II.2.	z toho závazky k úvěrovým institucím									
D.	Časové rozlišení pasiv	0,6%	0,3%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	2,5%	2,3%	0,2%

Graf 2 Pasiva společnosti a jejich struktura



Vlastní kapitál

Podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech v analyzovaném období vzrůstá (z hodnoty 67,6 % v roce 2018 na 78,6 % k datu ocenění).

V roce 2023 došlo k celkovému zlepšení ekonomické situace společnosti, vlastní kapitál vzrostl o více než 10 mil. Kč a významně poklesly krátkodobé závazky. Z toho vyplývá, že vlastní zdroje společnosti posílily meziročně o více než 15 % a společnost je tak schopna financovat svou hospodářskou činnost z vlastních zdrojů z více než 78 %.

Základní kapitál společnosti je zapsán ve výši 6 385 300,- Kč a je rozdělen na 63 853 kusů kmenových akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 100,- Kč. Akcie jsou bez zvláštních práv a povinností.

Kapitálové fondy společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. k datu ocenění dosáhly výše 529 tis. Kč, **fondy ze zisku** společnost nevytvořila.

Společnost eviduje k datu ocenění **nerozdělený zisk** ve výši 69 677 tis. Kč.

Hospodářský výsledek roku 2023 dosáhl výše 69 677 tis. Kč.

Cizí zdroje

Cizí zdroje kryjí potřebu pasiv z 21,2 %.

Společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. vytvořila v roce 2023 **rezervy** na závazek z nevyčerpané dovolené zaměstnanců společnosti za rok 2023, která je postupně čerpána v roce 2024. K datu ocenění byla hodnota této rezervy 1 737 tis. Kč.

Dlouhodobé závazky společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. k datu ocenění neeviduje, již několik let nečerpala žádné půjčky..

Krátkodobé závazky se vykazují ve jmenovitých hodnotách a k datu ocenění tvoří 19,7 % celkových pasiv. Nejvýznamnější jsou krátkodobé přijaté zálohy (4 918 tis. Kč) a závazky z obchodních vztahů ve výši 3 165 tis. Kč. Společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. nemá ke státním institucím, ze sociálního a zdravotního pojištění žádné závazky po splatnosti. Vzhledem k tomu, že datum ocenění není rozvahovým dnem, eviduje společnost poměrně vysokou částku na dohadných pasivních účtech.

Společnost nevyužívá ke své činnosti dlouhodobý majetek najatý formou finančního nebo operativního leasingu.

Na účtech časového rozlišení pasiv jsou evidovány **výdaje příštích období** ve výši 200 tis. Kč.

3.3.3 Výsledky hospodaření společnosti

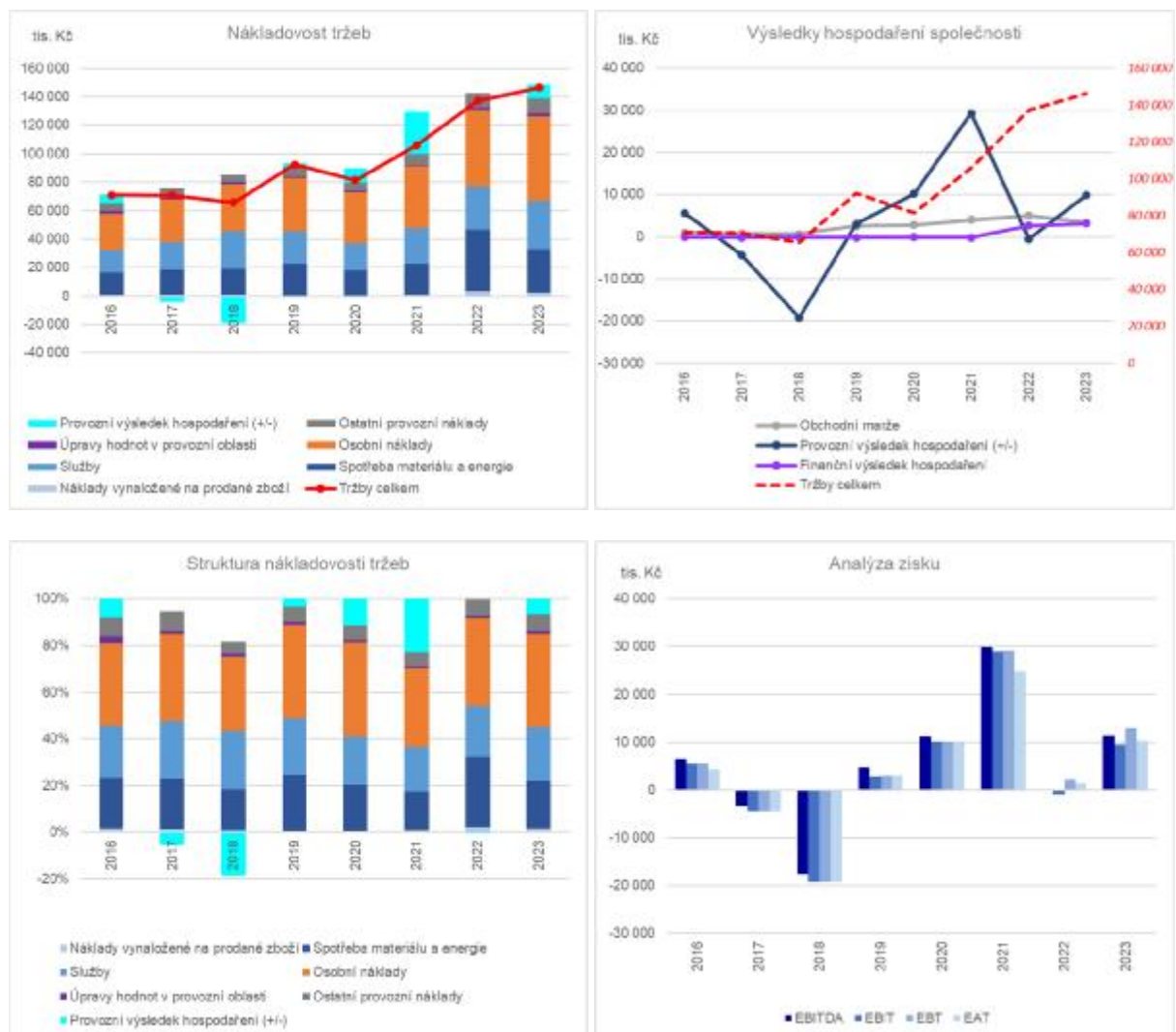
Hospodářské výsledky společnosti za období od roku 2016 jsou shrnuty v následující tabulce:

Tab. 5 Hospodářské výsledky společnosti a jejich struktura

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	31.8.24
I-II Tržby celkem	70 965	70 808	65 616	92 364	81 482	105 985	137 221	146 378	109 157
A. Výkonová spotřeba	32 419	37 962	45 532	45 670	36 847	47 382	77 026	66 986	50 016
B. Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)									
C. Aktivace (-)							-212		
D. Osobní náklady	25 306	30 022	32 948	37 400	36 099	43 638	54 021	59 328	42 099
E. Úpravy hodnot v provozní oblasti	2 146	1 070	1 646	1 228	984	949	1 407	1 779	1 552
E.1.1. z toho úpravy hodnot dl. nehm. a hm. majetku trvalé	888	1 070	1 646	1 779	1 068	899	1 028	1 748	1 552
III. Ostatní provozní výnosy	255	768	598	941	8 327	23 297	4 449	2 407	636
F. Ostatní provozní náklady	5 732	6 741	5 265	5 898	5 693	7 989	9 934	10 812	5 136
* Provozní výsledek hospodaření (+/-)	5 617	-4 303	-19 193	3 109	10 183	29 324	-506	9 880	10 986
IV. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly									
G. Náklady vynaložené na prodané podíly									
V. Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku									
H. Náklady související s ostatním dlouhodobým fin. maj.									
VI. Výnosové úroky a podobné výnosy	3			69	82	219	3 067	3 520	2 203
I. Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti									
J. Nákladové úroky a podobné náklady									
VII. Ostatní finanční výnosy	58	49	103	57	110	5	20	82	14
K. Ostatní finanční náklady	149	215	204	311	272	370	393	441	331
* Finanční výsledek hospodaření (+/-)	-88	-166	-101	-185	-80	-146	2 694	3 161	1 886
** Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	5 529	-4 469	-19 294	2 924	10 103	29 178	2 188	13 041	12 872
L. Daň z příjmů	1 324	27	-57		-35	4 185	924	2 798	
** Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	4 205	-4 496	-19 237	2 924	10 138	24 993	1 264	10 243	12 872
M. Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)									
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	4 205	-4 496	-19 237	2 924	10 138	24 993	1 264	10 243	12 872
* Čistý obrát za účetní období	71 281	71 541	66 301	93 431	89 998	129 506	144 757	152 387	112 006

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	31.8.24
I-II Tržby celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
A. Výkonová spotřeba	45,7%	53,7%	69,4%	49,4%	45,2%	44,7%	56,1%	45,8%	45,8%
B. Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)									
C. Aktivace (-)							-0,2%		
D. Osobní náklady	35,7%	42,4%	50,2%	40,5%	44,3%	41,2%	39,4%	40,5%	38,6%
E. Úpravy hodnot v provozní oblasti	3,0%	1,5%	2,5%	1,3%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	1,4%
E.1.1. z toho úpravy hodnot dl. nehm. a hm. majetku trvalé	1,3%	1,5%	2,5%	1,9%	1,3%	0,8%	0,7%	1,2%	1,4%
III. Ostatní provozní výnosy	0,4%	1,1%	0,9%	1,0%	10,2%	22,0%	3,2%	1,6%	0,6%
F. Ostatní provozní náklady	8,1%	9,5%	8,0%	6,4%	7,0%	7,5%	7,2%	7,4%	4,7%
* Provozní výsledek hospodaření (+/-)	7,9%	-6,1%	-29,3%	3,4%	12,5%	27,7%	-0,4%	6,7%	10,1%
IV. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly									
G. Náklady vynaložené na prodané podíly									
V. Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku									
H. Náklady související s ostatním dlouhodobým fin. maj.									
VI. Výnosové úroky a podobné výnosy	0,0%			0,1%	0,1%	0,2%	2,2%	2,4%	2,0%
I. Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti									
J. Nákladové úroky a podobné náklady									
VII. Ostatní finanční výnosy	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
K. Ostatní finanční náklady	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
* Finanční výsledek hospodaření (+/-)	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	2,0%	2,2%	1,7%
** Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	7,8%	-6,3%	-29,4%	3,2%	12,4%	27,5%	1,6%	8,9%	11,8%
L. Daň z příjmů	1,9%	0,0%	-0,1%		0,0%	3,9%	0,7%	1,9%	
** Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	5,9%	-6,4%	-29,3%	3,2%	12,4%	23,6%	0,9%	7,0%	11,8%
M. Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)									
** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	5,9%	-6,4%	-29,3%	3,2%	12,4%	23,6%	0,9%	7,0%	11,8%
* Čistý obrat za účetní období	100,4%	101,2%	101,1%	101,2%	110,5%	122,2%	105,5%	104,1%	102,6%

Graf 3 Hospodářské výsledky společnosti a jejich struktura



V roce 2023 nastoupil na základě výběrového řízení do funkce nový výkonný ředitel a za jeho významného přispění došlo k rozšíření hrazené ambulantní péče, došlo k nasmlouvání 3 nových odborností: 001 - všeobecné praktické lékařství, 201 - rehabilitační a fyzikální medicína a 902 - fyzioterapeut a proběhlo s tím spojené nasmlouvání s jednotlivými zdravotními pojišťovnami.

Navýšení tržeb v roce 2023 oproti předchozímu roku bylo důsledkem zvýšení obsazenosti lánzí, kdy vzrostl oproti předchozímu roku podíl tržeb klientů zdravotních pojišťoven na celkových tržbách společnosti, a to na 56,60 %, samoplátci (komerční klientela) se podíleli na celkových tržbách ve výši 34,30/o a v neposlední řadě to byla firemní klientela, jejíž podíl na tržbách roku 2023 činil 9,1 %.

Tab. 6 Struktura tržeb společnosti

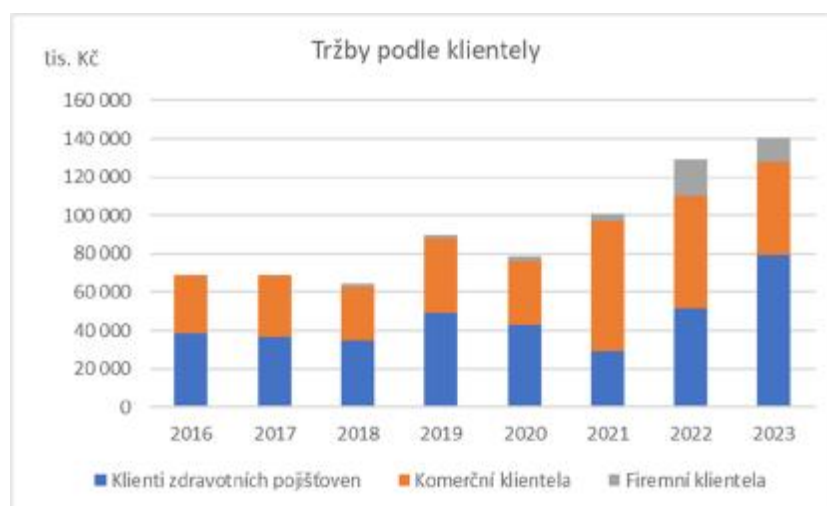
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby z prodeje výrobků (strava, nápoje, ...)					16 314	21 077	25 696	24 164
Tržby z prodeje služeb (ubytování, léčebné procedury, ...)	68 898	68 890	64 072	89 682	62 226	79 840	103 315	116 186
Tržby za prodej zboží (restaurace, ...)	2 067	1 834	1 528	2 682	2 939	5 068	8 210	6 028
Tržby CELKEM	70 965	70 724	65 600	92 364	81 479	105 985	137 221	146 378

Tab. 7 Rozdělení tržeb podle typu klientely

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Klienti zdravotních pojišťoven	38 005	36 650	34 821	49 054	42 904	29 064	51 604	79 438
Komerční klientela	30 893	32 240	27 476	38 784	33 752	68 321	58 055	48 140
Firemní klientela			1 775	1 844	1 884	3 532	19 352	12 772
CELKEM	68 898	68 890	64 072	89 682	78 540	100 917	129 011	140 350

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Klienti zdravotních pojišťoven	55,2%	53,2%	54,3%	54,7%	54,6%	28,8%	40,0%	56,6%
Komerční klientela	44,8%	46,8%	42,9%	43,2%	43,0%	67,7%	45,0%	34,3%
Firemní klientela	0,0%	0,0%	2,8%	2,1%	2,4%	3,5%	15,0%	9,1%
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Graf 4 Rozdělení tržeb podle typu klientely



4. POSUDEK

4.1 METODY OCEŇOVÁNÍ

Cílem finančního ocenění majetku nebo je vyjádřit jeho hodnotu peněžítým ekvivalentem. Při hledání výsledné peněžité hodnoty používáme celou řadu oceňovacích metod, které můžeme rozdělit do tří základních skupin:

1. Ocenění na základě analýzy trhu (srovnávací metody)

Metody založené na analýze trhu srovnávají oceňované akcie s akciemi srovnatelných podniků, které jsou běžně obchodovány na veřejných trzích. Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie použijeme porovnání vhodných ukazatelů (např. cena akcie/cash flow na akcii, cena akcie/účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii, cena akcie/dividenda připadající na akcii, cena akcie/tržby připadající na akcii).

Kapitálový trh v případě oceňování veřejně obchodovatelných akcií poskytuje také velmi důležitou informaci – aktuální kurz akcie.

2. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové metody)

Tyto metody jsou založené na analýze stavových veličin (majetku). Mezi majetkové metody patří zejména metoda účetní hodnoty, metoda substanční hodnoty příp. metoda likvidační hodnoty.

3. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)

Tyto metody jsou založené na analýze tokových veličin (výnosu). Tato skupina metod nahlíží na akcii jako na investici, jejíž hodnota je určena očekávanými budoucími příjmy investora. Teoreticky jsou výnosové metody nejsprávnějšími metodami. Mezi základní výnosové metody popisované v literatuře patří:

- § dividendové diskontní modely (DDM – *dividend discount model*),
- § metody diskontovaných peněžních toků (metoda DCF – *discounted cash flow*),
- § metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- § metody založené na ukazateli EVA (*economic value added*).

K syntéze výsledků ocenění pak můžeme použít různé kombinace výše uvedených metod nebo metody z nich odvozené.

4.1.1 Metody ocenění na základě analýzy majetku

4.1.1.1 Metoda účetní hodnoty

Tato metoda je nejjednodušší a nejprůkaznější, opírá se o informace zjištěné v účetnictví. Vypovídací schopnost této metody je významně omezena zejména platnými postupy účtování, které neumožňují zobrazit reálnou hodnotu majetku v okamžiku ocenění. Mezi skutečnosti, které nejvíce zkreslují obraz oceňovaného podniku v účetnictví patří zejména tyto:

- § účetní hodnota aktiv je vyjádřena v historických pořizovacích cenách, z těchto cen se vypočítávají i odpisy,
- § účetní hodnota zásob, materiálu a výrobků nevyjadřuje jejich aktuální nákupní resp. prodejní cenu,
- § pohledávkách se účtuje v nominální hodnotě bez zohlednění pravděpodobnosti s jakou budou zaplaceny, apod.

Vydeme-li tedy z účetních výkazů, pak vlastní kapitál společnosti je rozdíl mezi účetní

hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou všech závazků. Na ocenění podniku účetní hodnotou je třeba pohlížet jako na výchozí hodnotu pro další ocenění.

4.1.1.2 Metoda substanční hodnoty

Tato metoda poskytuje věrohodné a snadno kontrolovatelné výsledky, avšak je velmi pracná. Jedná se o **ocenění jednotlivých majetkových částí** obchodního závodu z pohledu *going concern*, tj. z pohledu jejich zapojení do fungujícího podniku. Její princip spočívá v tom, že zjišťujeme reprodukční hodnoty (tj. náklady znovupořízení) jednotlivých aktiv snížené o patřičné opotřebení.

Tyto náklady na znovupořízení je možné zjišťovat několika způsoby:

- § indexovou metodou (použití cenových indexů),
- § přímým zjišťováním cen (ceníky, kalkulace cen),
- § oceňování podle zvolené jednotky (např. u staveb náklady na m²),
- § metoda funkčního zjišťování cen (kombinace předchozích metod),
- § metoda tržního porovnání (vychází z databáze již realizovaných prodejů).

Metoda zjištění reprodukčních hodnot umožňuje kvantifikovat majetkovou základnu podniku, ne však nekvantifikovatelné nehmotné složky (goodwill, pracovní sílu, vybudovanou síť odběratelů apod.).

Samostatnou variantou této metody je i zjištění případné **likvidační hodnoty** obchodního závodu.

4.1.2 Metody ocenění na základě analýzy výnosů

4.1.2.1 Dividendové diskontní modely

Výpočet tržní hodnoty akcií je založen na velikosti výnosu akcionáře ve formě dividendy. Dividendové diskontní modely nepracují pouze s dividendou a s tempem jejího růstu, ale ve výsledné hodnotě vlastního kapitálu se promítá i kapitálový zisk, tedy eventuelní prodejní cena akcie v budoucím období.

Aby bylo možno aplikovat některý z dividendových diskontních modelů, musí být splněny alespoň následující předpoklady:

1. Podnik má založenou dlouhodobou, stabilní dividendovou politiku a s tím spojený ustálený výplatní a aktivační poměr.
2. V podniku existuje vysoká míra závislosti mezi úrovní dividendy a volným peněžním tokem pro akcionáře.
3. Podnik se vyznačuje ustálenou strukturou financování, tj. má stabilní finanční páku.

Základním dividendovým diskontním modelem je Gordonův model pro stabilní růst, který předpokládá ustálenou míru růstu dividend (g), které obvykle koresponduje s mírou růstu ekonomiky jako celku (HDP + inflace). Dalším předpokladem použití Gordonova modelu je větší požadovaná výnosová míra akcionáře (r), než je očekávaná růstová míra dividend (g). Výpočet vnitřní hodnoty akcie pak provedeme podle jednoduchého vztahu

$$\text{hodnota akcie} = \text{DIV}/(r-g) \quad ,$$

kde DIV je očekávaná dividendy na konci prvního roku.

Kromě Gordonova modelu pro stabilní růst se v praxi používají ještě dvoufázový a třífázový dividendový diskontní model, které předpokládají rozdílné tempo růstu dividend v jednotlivých fázích.

4.1.2.2 Metody diskontovaných peněžních toků (DCF)

Společným znakem všech variant metody DCF je, že hodnotu obchodního závodu odvozují od budoucích výnosů, které převádějí na jejich současnou hodnotu. Těmito výnosy jsou peněžní toky, protože pouze ty jsou reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užítku. Volný peněžní tok je takové množství peněz, které může být z podniku odčerpáno, aniž by došlo k narušení jeho finanční stability.

Z hlediska specifikace peněžního toku rozlišujeme následující možnosti podle toho, pro koho je peněžní tok určen:

- § peněžní tok pro věřitele a pro akcionáře (*free cash flow to the firm* – FCFF),
- § peněžní tok pro vlastníky (*free cash flow to the equity*),
- § peněžní tok pro firmu u nezadlužené firmy (*adjusted present value* – APV).

Rozdíly mezi jednotlivými modifikacemi spočívají právě ve vymezení jednotlivých peněžních toků.

Volný peněžní tok do firmy FCFF představuje veškeré peněžní toky, které obchodní závod generuje, a to jak pro věřitele, tak pro akcionáře. Volné peněžní toky do firmy zjistíme podle zjednodušeného schématu

$$\text{FCFF} = \text{EBIT}(1 - d) + \text{odpisy} - \Delta\text{WC} - \text{investice} ,$$

kde	EBIT	.....	zisk před úhradou daní a úroků,
	d	.....	sazba daně z příjmů,
	odpisy	.....	odpisy (a ostatní náklady, které nemají charakter výdajů),
	ΔWC}	.....	změna čistého pracovního kapitálu,
	investice	...	investice do pořízení investičního majetku.

Volný peněžní tok pro vlastníky FCFE určíme tak, že od volného peněžního toku, který generuje firma, odečteme nároky věřitelů, tj. splátky úvěrů a úroky snížené o daňový štít (naopak přičteme případně nově přijaté úvěry)

$$\text{FCFE} = \text{FCFF} - \text{úroky}(1-d) - \text{splátky úvěrů} + \text{nově přijaté úvěry} .$$

Metoda DCF APV vychází ze stejně vypočteného volného peněžního toku jako metoda DCFF, s tím rozdílem, že pro diskontování těchto peněžních toků nepoužijeme průměrné vážené náklady kapitálu jako v případě metody DCFF, ale náklady vlastního kapitálu, protože předpokládáme výhradní financování vlastním kapitálem.

V dalším výkladu pro jednoduchost předpokládejme výpočet hodnoty podniku z volného peněžního toku pro firmu FCFF. Celkovou hodnotu podniku (brutto) H_b určíme standardní dvoufázovou metodou. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta, druhá fáze pak zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnotu H_b pak vypočítáme pomocí výrazu

$$H_b = \sum_{t=1}^T \text{FCF}_t (1 + i_k)^{-t} + \frac{(\text{FCF}_{T+1}) / (i_k - g)}{(1 + i_k)^T} ,$$

kde	FCF_t	.....	volný peněžní tok v roce t první fáze,
	i_k	.....	kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra),
	T	.....	délka první fáze v letech,
	g	.....	předpokládané tempo růstu FCF během druhé fáze ($i_k > g$).

Pro správné použití metody DCF je zapotřebí správně stanovit diskontní míru i_k a tempo růstu FCF g . Tomuto problému se budeme podrobně věnovat v analýze ocenění.

4.1.2.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda vychází ze stejného principu jako metoda DCF, ale výnosem se zde rozumí trvalý zisk, jehož rozdělením není dotčena podstata podniku. Výhodiskem této metody jsou účetní výkazy za posledních 3 až 5 let, které se upraví na srovnatelnou reálnou úroveň. Počítáme s upraveným hospodářským výsledkem po daních a po odpočtu placených úroků. Paušální nebo analytickou metodou stanovíme **trvale odnímatelný čistý výnos** jako velikost prostředků, které je možno rozdělit vlastníkům, aniž by byla dotčena podstata podniku. Pomocí vzorce pro věčnou rentu nebo prognózováním trvale odnímatelného čistého výnosu a dvoufázové metody (podobně jako u metody DCF) určíme hodnotu podniku.

4.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Úkolem strategické analýzy je zhodnotit vnější a vnitřní potenciál oceňované společnosti a na základě této analýzy zhodnotit její dosavadní vývoj a stanovit předpoklady pro sestavení finančního plánu.

4.2.1 Základní charakteristika makroekonomického prostředí

Charakteristika makroekonomického prostředí je převzata z Makroekonomické predikce ČR zpracované ministerstvem financí v dubnu 2024.

Tab. 8 Hlavní makroekonomické indikátory

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2023	2024
		Aktuální predikce		Minulá predikce						
Nomínální hrubý domácí produkt	mlrd. Kč, b.c.	5 791	5 709	6 109	6 787	7 344	7 657	8 032	7 351	7 640
	růst v %, b.c.	7,0	-1,4	7,0	11,1	8,2	4,3	4,9	8,3	3,9
Reálný hrubý domácí produkt	růst v %, s.c.	3,0	-5,5	3,6	2,4	-0,3	1,4	2,6	-0,6	1,2
Spotřeba domácností	růst v %, s.c.	2,7	-7,2	4,1	-0,6	-3,1	2,7	3,5	-3,2	2,6
Spotřeba vládních institucí	růst v %, s.c.	2,5	4,2	1,4	0,3	3,5	1,6	2,2	3,1	1,6
Tvorba hrubého fixního kapitálu	růst v %, s.c.	5,9	-6,0	0,8	3,0	4,0	2,2	2,4	2,0	1,2
Příspěvek čistých vývozů k růstu HDP	p.b., s.c.	0,0	-0,4	-3,6	0,9	2,6	0,2	0,4	1,7	0,7
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	p.b., s.c.	-0,3	-0,9	4,8	0,9	-3,3	-1,0	-0,5	-2,0	-1,4
Deflátor HDP	růst v %	3,9	4,3	3,3	8,5	8,6	2,9	2,2	8,9	2,8
Míra inflace spotřebitelských cen	průměr v %	2,8	3,2	3,8	15,1	10,7	2,7	2,4	10,7	3,1
Zaměstnanost (národní účty)	růst v %	0,2	-1,7	0,4	1,5	0,8	0,4	0,2	0,8	0,5
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	průměr v %	2,0	2,6	2,8	2,2	2,6	2,8	2,7	2,6	2,8
Objem mezd a platů (dom. koncept)	růst v %, b.c.	7,8	0,1	5,9	9,3	7,9	6,8	5,5	8,4	6,6
Saldo běžného účtu	% HDP	0,3	2,0	-2,8	-4,9	0,4	0,6	0,7	-0,2	0,4
Saldo sektoru vládních institucí	% HDP	0,3	-5,8	-5,1	-3,2	-3,3	-2,3	-2,1	-3,6	-2,2
Dluh sektoru vládních institucí	% HDP	30,0	37,7	42,0	44,2	44,0	45,5	46,4	43,7	45,6
Předpoklady:										
Měnový kurz CZK/EUR		25,7	26,4	25,6	24,6	24,0	25,1	24,7	24,0	24,4
Dlouhodobé úrokové sazby	% p.o.	1,5	1,1	1,9	4,3	4,4	3,7	3,4	4,4	3,8
Ropa Brent	USD/barel	64	42	71	101	82	84	78	82	78
HDP eurozóny	růst v %, s.c.	1,6	-6,2	5,9	3,5	0,5	0,5	1,4	0,5	0,7

Zdroj: ČNB, ČSÚ, Eurostat, U. S. Energy Information Administration. Výpočty a predikce MF ČR.

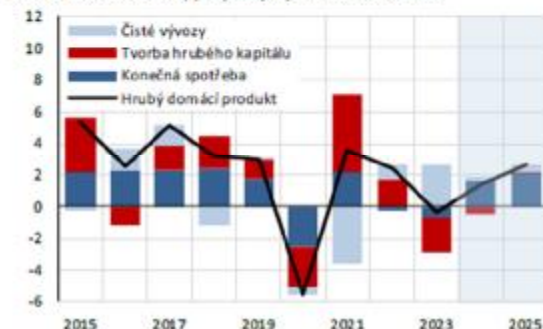
Pandemií oslabenou světovou ekonomiku zasáhlo v roce 2022 několik šoků. Válka na Ukrajině snížila globální hospodářský růst a zintenzivnila inflační tlaky, zejména u cen potravin a energií. V řadě zemí byla míra inflace ve 2. polovině roku 2022 nejvyšší od 80. let, na což centrální banky reagují postupným zvyšováním úrokových sazeb. Česká ekonomika se v roce 2023 pohybovala na hraně recese. V roce 2023 hrubý domácí produkt klesl o 0,3 %, v roce 2024 však podle predikce vzroste o 1,4 % a v roce 2025 o 2,6 %. Inflace se po většinu roku 2024 bude držet pod 3 %, v roce 2025 pak klesne ke 2 %. Díky přetrvávající silné poptávce po práci a poklesu inflace dojde k obnovení růstu reálných mezd. Hospodářský růst v eurozóně bude i v roce 2024 nevýrazný, v roce 2025 by však mohl zrychlit na 1,4 %.

Reálný hrubý domácí produkt ČR očištěný o sezónní a kalendářní vlivy se ve 4. čtvrtletí 2023 mezičtvrtletně zvýšil o 0,4 %. Ekonomický výkon stále nepřekonal předpandemickou úroveň. Za celý rok **2023 HDP klesl o 0,3 %**. Domácnosti se potýkaly s vysokou inflací, jejich reálná spotřeba se tak dále snížila. Na investiční aktivitu dopadaly hospodářské problémy v zemích eurozóny a restriktivní měnové podmínky.

V roce **2024** by se výkon ekonomiky mohl **zvýšit o 1,4 %**, hlavně zásluhou obnoveného růstu spotřeby domácností a zmírnění poklesu tvorby hrubého kapitálu. Mírně však hospodářskou aktivitu budou tlumit dopady konsolidačního balíčku, což ale zároveň přispěje ke snížení inflačních tlaků. V roce **2025** by HDP díky silnější dynamice všech složek domácí poptávky i příznivějšímu hospodářskému vývoji v zahraničí mohl **vzrůst o 2,6 %**.

Graf 5 Hrubý domácí produkt

Růst ekonomiky by měl být tažen oživením spotřeby
růst reálného HDP v %, příspěvky v procentních bodech



Zisky firem a podnikatelů letos čeká dílčí korekce
meziroční růst nominálního HDP v %, příspěvky v p. b.



Meziroční **inflace** se na počátku roku 2024 po třech letech dostala do blízkosti inflačního cíle České národní banky a pod horní hranici tolerančního pásma by se s výjimkou posledního čtvrtletí měla pohybovat po celý rok. Průměrná míra inflace by tak v roce 2024 mohla klesnout na 2,7 %, v roce 2025 by mohla činit 2,4 %.

Na **trhu práce** se nadále projevují nerovnováhy související s nedostatkem pracovníků. V důsledku toho by navzdory slabé hospodářské dynamice neměla míra nezaměstnanosti v roce 2024 příliš vzrůst. Z 2,6 % v roce 2023 by se letos mohla zvýšit na 2,8 %, v roce 2025 by pak díky růstu ekonomiky mohla nepatrně klesnout. Přetrvávající napětí na trhu práce nedovolí výraznější zpomalení růstu nominálních mezd. Výdělků po dvou letech poklesu porostou i v reálném vyjádření.

Běžný účet platební bilance skončil v roce 2023 mírným přebytkem ve výši 0,4 % HDP. Za výrazným meziročním zlepšením salda stál nižší odliv důchodů z investic (především ve formě dividend) v rámci prvotních důchodů. Odeznívání cenových tlaků v průmyslu a energetice pak skrze pokles dovozu vedlo k návratu obchodní bilance do kladných hodnot. Tyto faktory by přitom měly být směřodátne i nadále. Odhadujeme proto, že běžný účet letos dosáhne přebytku

0,6 % HDP, který by se v roce 2025 mohl zvýšit na 0,7 % HDP.

Veřejné finance hospodařily v roce 2023 se schodkem 3,3 % HDP, který reflektoval mimořádné příjmy a výdaje související s energetickou krizí, rostoucími cenami tažené mandatorní výdaje v sociální oblasti i pokračující pomoc ukrajinským uprchlíkům. Strukturální schodek však z důvodu mimořádnosti některých titulů meziročně poklesl. Dluh se na konci loňského roku mírně snížil na 44,0 % HDP. Konsolidační balíček vlády, minimum jednorázových či přechodných opatření a ekonomické oživení by i přes navýšené výdaje na obranu či důchody měly v letošním roce snížit deficit o 1 p. b. na 2,3 % HDP. Dluhová kvóta by při nižší dynamice nominálního HDP měla dosáhnout 45,5 % HDP.

Graf 6 Inflace a nezaměstnanost

Inflace výrazně klesne

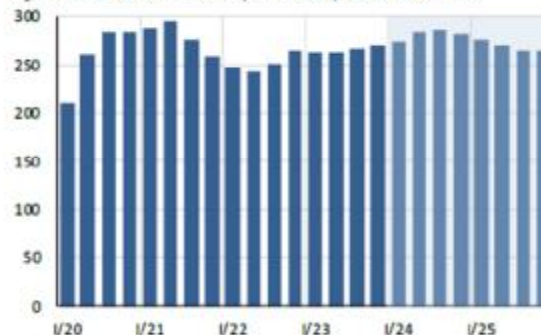
meziroční růst indexu spotřebitelských cen v %, příspěvky v p. b.



Zdroj: ČSÚ. Výpočty a predikce MF ČR.

Nezaměstnanost by se měla přechodně zvýšit

registrovaná nezaměstnanost, v tis. osob, sezónně očištěno

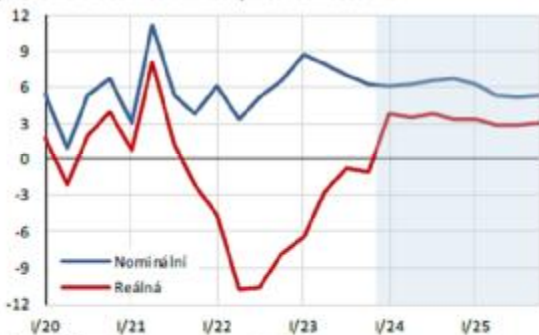


Zdroj: MPSV. Výpočty a predikce MF ČR.

Graf 7 Reálné mzdy a běžný účet

Reálné mzdy by díky poklesu inflace měly růst

průměrná hrubá měsíční mzda, meziroční růst v %



Zdroj: ČSÚ. Výpočty a predikce MF ČR.

Běžný účet by měl být v přebytku

v % HDP, roční klouzavé úhrny

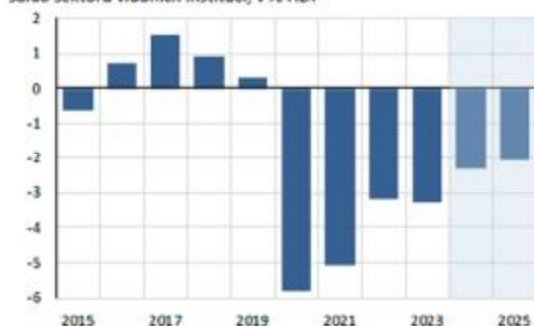


Zdroj: ČNB, ČSÚ. Výpočty a predikce MF ČR.

Rizika Makroekonomické predikce v úhrnu považujeme za **vychýlená směrem dolů**. Hospodářskou aktivitu v některých odvětvích ekonomiky (zejména v automobilovém průmyslu) může utlumit obnovení problémů v dodavatelských řetězcích, např. v souvislosti se situací na Středním východě. Kromě negativního dopadu na ekonomický výkon by problémy na straně nabídky vytvářely dodatečné inflační tlaky. Ty by mohly být vyvolány také nárůstem cen energetických komodit v případě eskalace geopolitického napětí. Určité riziko nadále představuje schopnost nahradit výpadek dodávek zemního plynu a ropy z Ruska do Evropské unie zvýšeným dovozem od jiných dodavatelů a kompenzovat ho úspornými opatřeními na straně poptávky. Pro českou ekonomiku je rizikem rovněž vývoj inflačních očekávání. Ekonomický růst podporuje zapojení uprchlíků z Ukrajiny na trh práce, plné využití jejich lidského kapitálu by pak mohlo posílit produktivitu práce.

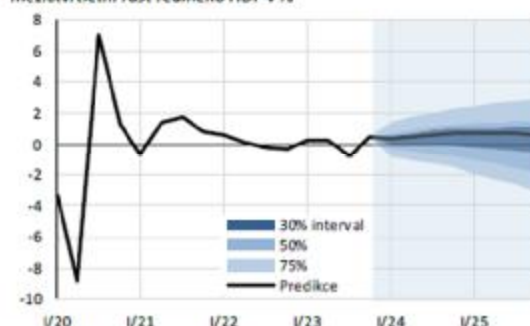
Graf 8 Deficit veřejných financí

Deficit veřejných financí by měl klesnout pod 3 % HDP
saldo sektoru vládních institucí, v % HDP



Zdroj: ČSÚ. Výpočty a predikce MF ČR.

Rizika predikce jsou vychýlená směrem dolů
mezičtvrtletní růst reálného HDP v %

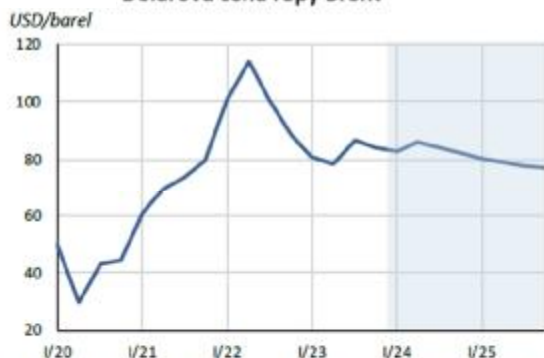


Zdroj: ČSÚ. Výpočty a predikce MF ČR.

Ceny a volatilita na **komoditních trzích** jsou nadále zvýšené, z velké části v souvislosti se zásadním omezením dodávek ropy, ropných produktů a zemního plynu z Ruské federace do EU.

Graf 9 Cena ropy Brent

Dolarová cena ropy Brent



Zdroj: U. S. Energy Information Administration. Výpočty a predikce MF ČR.

Korunová cena ropy Brent

meziroční růst korunové ceny ropy Brent v %, příspěvky v p. b.



Zdroj: ČNB, U. S. Energy Information Administration. Výpočty a predikce MF ČR.

Tab. 9 Světové ceny vybraných komodit roční

ceny okamžitého dodání, cena zemního plynu v USD za milion britských tepelných jednotek

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ropa Brent	USD/barel	43,6	54,2	71,3	64,3	41,8	70,8	101,0	82,4	84	78
	růst v %	-16,9	24,3	31,7	-9,8	-35,0	69,3	42,7	-18,4	1,6	-6,4
Index v CZK	2010=100	70,1	83,1	102,1	97,1	63,6	101,1	155,3	120,6	127	115
	růst v %	-17,4	18,5	22,9	-4,9	-34,6	59,1	53,5	-22,3	5,2	-9,1
Zemní plyn (Evropa)	USD/MMBtu	4,6	5,7	7,7	4,8	3,2	16,1	40,3	13,1	.	.
	růst v %	-33,1	25,3	34,4	-37,5	-32,5	397,1	150,3	-67,5	.	.
Index v CZK	2010=100	70,7	84,2	106,0	69,6	47,1	222,9	601,4	184,5	.	.
	růst v %	-33,4	19,2	25,8	-34,3	-32,4	373,7	169,7	-69,3	.	.

Zdroj: ČNB, Světová banka, U. S. Energy Information Administration. Výpočty a predikce MF ČR.

Probíhající evropská transformace energetiky vlivem snižování produkce elektřiny z fosilních a jaderných zdrojů vytváří další tlak na růst cen elektřiny, zatímco systém pro obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů zvyšuje cenovou volatilitu energií a nejistotu ohledně ekonomické životaschopnosti uhelných elektráren v nadcházejících letech. Naopak opětovné zprovoznění velké části dříve odstavených jaderných elektráren ve Francii představovalo faktor pro pokles cen elektřiny. Pro uplynulou topnou sezónu se podařilo zajistit dostatečné dodávky plynu a vytvořit vysoké zásoby, což přispělo k poklesu velkoobchodních spotových i termínových cen plynu a elektřiny a ke snížení jejich volatilitu. Dřívější zajišťování

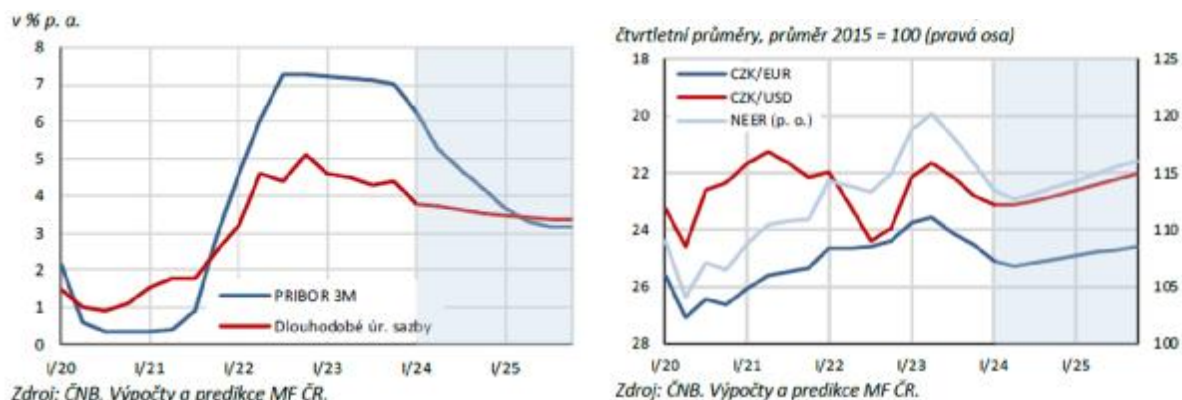
dodávek energií a předzásobením jinými surovinami v období jejich velmi vysokých cen však brzdí pokles cen těchto komodit pro spotřebitele a mnohé firmy. Cena za barel ropy **Brent** v 1. čtvrtletí 2024 činila v průměru 83 USD, meziročně tedy vzrostla o 2,4 % a v korunovém vyjádření o 6,6 %.

V 1. čtvrtletí 2024 snížila Česká národní banka **dvoutýdenní repo sazbu** v úhrnu o 1,0 p. b. na 5,75 %. S ohledem na predikovaný vývoj inflace MF ČR očekává, že ČNB bude v roce 2024 v postupném snižování repo sazby pokračovat, přičemž rychlost poklesu sazeb bude mimo jiné záviset na vývoji kurzu koruny. Zvýšené tlaky na oslabování koruny by vyznívaly ve prospěch pomalejšího poklesu úrokových sazeb.

Tříměsíční sazba PRIBOR se v 1. čtvrtletí 2024 v návaznosti na pokračující pokles primárních úrokových sazeb ČNB snížila na 6,2 %. Ve 2. čtvrtletí by při předpokládaném vývoji primární úrokové sazby mohla klesnout na 5,3 %, za celý rok 2024 by v průměru mohla činit 5,1 %. V roce 2025 by se mohla dále snížit na 3,3 %.

Výnos do splatnosti desetiletých státních dluhopisů se v 1. čtvrtletí 2024 snížil na 3,8 %. S ohledem na předpokládané nastavení měnové politiky ČNB a ECB i vývoj inflace se domníváme, že by se dlouhodobé úrokové sazby měly pohybovat po sestupné trajektorii – ve 2. čtvrtletí 2024 by mohly klesnout na 3,7 % a této úrovni by měly dosáhnout i v průměru za celý rok 2024. V roce 2025 lze očekávat další snížení na 3,4 %.

Graf 10 Úrokové sazby a nominální měnové kurzy



Tab. 10 Úrokové sazby a měnové kurzy roční

průměrná sazba za dané období, není-li uvedeno jinak

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
										Predikce	Predikce
Repo 2T ČNB (konec období)	v % p.a.	0,05	0,50	1,75	2,00	0,25	3,75	7,00	6,75	.	.
Hlavní refinanční sazba ECB (konec období)	v % p.a.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	.	.
Hlavní refinanční sazba Fed (konec období)	v % p.a.	0,75	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	.	.
PRIBOR 3M	v % p.a.	0,29	0,41	1,27	2,12	0,86	1,13	6,29	7,12	5,1	3,3
Dlouhodobé úrokové sazby ¹⁾	v % p.a.	0,43	0,98	1,98	1,55	1,13	1,90	4,33	4,44	3,7	3,4

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
								Predikce	Predikce	Výhled	Výhled
Nominální měnové kurzy											
CZK / EUR	roční průměr	25,65	25,67	26,44	25,65	24,57	24,01	25,1	24,7	24,3	23,9
	zhodnocení v %	2,7	-0,1	-2,9	3,1	4,4	2,3	-4,5	1,5	1,8	1,8
CZK / USD	roční průměr	21,74	22,94	23,20	21,68	23,36	22,21	23,0	22,3	21,6	20,9
	zhodnocení v %	7,6	-5,2	-1,1	7,0	-7,2	5,2	-3,4	3,1	3,4	3,3

4.2.2 Odvětvová analýza

K vymezení působnosti společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. je třeba přistupovat ze tří hledisek:

1. Produktové vymezení

Poskytování lázeňské péče, ubytovacích a stravovacích služeb.

2. Regionální vymezení

Společnost poskytuje své služby v místě svého sídla.

3. Cílová skupina odběratelů

Společnost poskytuje své služby (KLP – komplexní lékařskou péči i PLP – příspěvkovou lékařskou péči) převážně pojištěncům českých zdravotních pojišťoven a samoplátcům z tuzemska i ze zahraničí.

4.2.2.1 Charakteristika relevantního trhu

Lázeňská léčba v České republice kombinuje účinek přírodních léčivých zdrojů s preventivní a rehabilitační péčí a s léčbou některých chronických onemocnění. Lázeňskou péči, včetně určení stupně naléhavosti, poskytovanou jako nezbytnou součást léčebného procesu, doporučuje ošetřující lékař, potvrzuje revizní lékař a hradí příslušná zdravotní pojišťovna. Informace jsou převzaty z publikace Lázeňská péče 2022 vydané Ústavem zdravotnických informací a statistiky ČR.

V roce 2022 bylo v ČR evidováno 89 poskytovatelů lázeňské léčebně rehabilitační péče (dále jen lázeňské péče), kteří disponovali celkem 22 095 lůžky. Přibližně 12 % lůžkové kapacity patří lázním zřizovaným centrálními orgány, tj. Ministerstvem zdravotnictví a Ministerstvem obrany ČR. Jedny lázně provozuje město a zhruba 87 % kapacity spravují jiné právnické osoby nebo fyzické osoby.

Situaci v lázeňství v letech 2020 a 2021 významně poznamenal výskyt onemocnění COVID-19 a s ním spojené omezení provozu lázeňských služeb, což se odrazilo v poklesu návštěvnosti lázeňských zařízení, zejména ze strany zahraničních hostů. Na podporu návštěvnosti lázní přistoupil stát v tomto období k zavedení tzv. lázeňských voucherů.

Lázeňská péče doporučená lékařem jako nezbytná součást léčebného procesu se dělí na **komplexní lázeňskou péči - KLP** (plně hrazenou) zdravotní pojišťovnou, a **příspěvkovou lázeňskou péči - PLP** (částečně hrazenou). Dětem a dorostu je zásadně poskytována komplexní lázeňská péče s výjimkou případů, kdy o léčbu formou příspěvkové péče požádají rodiče pacienta.

Do českých a moravských lázní přijelo během roku 2022 za účelem lázeňské léčebně rehabilitační péče úhrnem 261 283 klientů. Na náklady veřejného zdravotního pojištění (KLP + PLP celkem) bylo léčeno 43 % (111 435) osob. Tuzemští samoplátcí tvořili 32 % pacientů a cizinci 25 % celkového počtu léčených klientů v lázních. Jako doprovod hrazený zdravotní pojišťovnou pobývalo v lázních 5 379 osob.

Komplexní lázeňskou péči (KLP) využilo v roce 2022 celkem 106 589 pacientů. Dospělí pacienti představovali 91 % všech pacientů v rámci KLP. Celkem u 52 % pacientů KLP hradila náklady spojené s pobytem a léčbou Všeobecná zdravotní pojišťovna (VZP), o zbývající pacienti se postaraly ostatní pojišťovny.

Příspěvková lázeňská péče (PLP) byla poskytnuta celkem 4 846 pacientům. VZP hradila léčebné výlohy 51 % klientům PLP, na úhradách výloh zbývajících pacientů se podílely ostatní pojišťovny.

Pobyt a léčení na vlastní náklady si ve sledovaném období zvolilo 83 589 tuzemských občanů, až na 135 pacientů ve věku dětském a dorostovém šlo vesměs o dospělé osoby.

V roce 2022 absolvovalo lázeňskou léčbu v našich lázních 66 259 **cizinců**, z toho bylo 126 dětí a dorostu.

Další variantou lázeňské léčby je možnost objednat si **léčení ambulantní**. Během roku 2022 takovou léčbu podstoupilo 41 603 osob, z toho bylo 434 pacientů v kategoriích dětí a dorostu.

Pacienti strávili v lázních celkem 3 840 320 **ošetřovacích dnů**, tedy v průměru 14,7 dnů na osobu. V rámci veřejného zdravotního pojištění bylo pacientům poskytnuto 2 663 139 ošetřovacích dnů, což činilo 69 % veškerých ošetřovacích dnů. Průměrná délka pobytu pacienta v rámci KLP byla 24,1 dnů, průměrná délka pobytu pacienta v rámci PLP byla 19,3 dnů. Tuzemští samoplátci strávili v lázních 574 568 ošetřovacích dnů (tj. 15 % z ošetřovacích dnů všech klientů). Průměrná délka lázeňského pobytu tuzemského samoplátce byla 6,9 dnů. Pacientům ze zahraničí bylo poskytnuto 602 613 ošetřovacích dnů, tedy 16 % všech ošetřovacích dnů, a průměrný léčebný pobyt cizince trval 9,1 dnů.

Graf 11 Vývoj počtu pacientů v lázeňských zařízeních



Do **lázeňské péče pro dospělé** bylo přijato celkem 251 870 pacientů. Nejvíce klientů tvořili pacienti s komplexní lázeňskou péčí (39 %), následovali tuzemští samoplátci (33 %), cizinci představovali 26 % dospělých pacientů a 2 % pacientů byla poskytnuta příspěvková lázeňská péče. Z hlediska četnosti indikací se u léčby hrazené zdravotními pojišťovnami (KLP a PLP), stejně jako v minulých letech, nejčastěji vyskytovaly nemoci pohybového ústrojí - 59 % celkového počtu dospělých. Následovaly nemoci nervové (16 %) a nemoci dýchacího ústrojí (6 %).

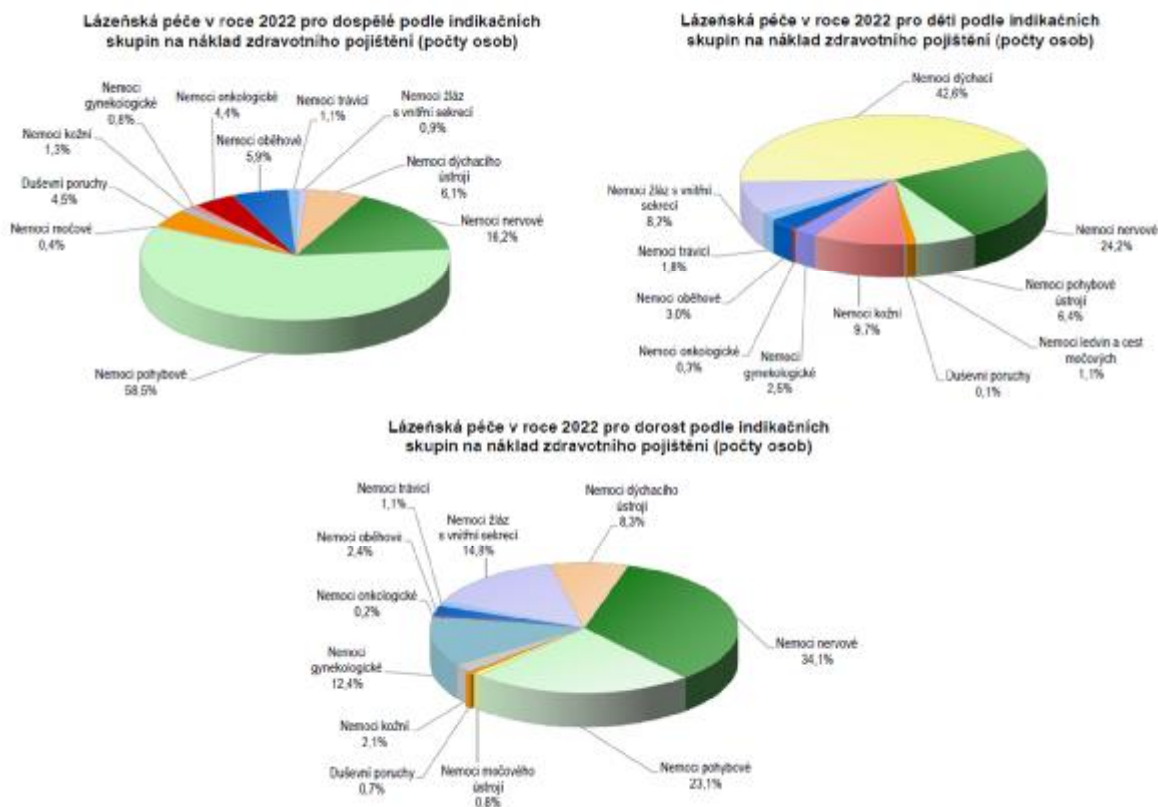
Lázeňská péče pro dorost byla v roce 2022 poskytnuta celkem 1 662 pacientům, z toho u 1 635 osob se léčba a pobyt uskutečnily na náklad zdravotního pojištění. Nejčastější indikací u

dorostových pacientů z hlediska zdravotního pojištění byly nemoci nervové (34 %), nemoci pohybového ústrojí (23 %) a nemoci žláz s vnitřní sekrecí (15 %).

Do **lázeňské péče pro děti** bylo v roce 2022 přijato celkem 7 751 dětských pacientů, z toho 7 517 dětí absolvovalo pobyt v lázních na náklad zdravotního pojištění (97 %). Nejčastější indikací u dětských pacientů z pohledu zdravotního pojištění byly nemoci dýchacího ústrojí (42 %) a nemoci nervové (24 %).

V roce 2022 bylo pacientům v lázních poskytnuto 12 325 622 **léčebných výkonů**. Z tohoto počtu byly nejvíce zastoupeny rehabilitace (21 %) a vodoléčba a masáže (17 %).

Graf 12 Lázeňská péče v roce 2022 podle indikačních skupin



4.2.2.2 Analýza konkurenční situace a postavení na trhu

Společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. působí na regionálním trhu v severovýchodní části České republiky.

Na tomto regionálním trhu je několik poskytovatelů lázeňské péče:

- n **Jánské lázně - Státní léčebné lázně Janské Lázně, s.p.**
Patří mezi nejvýznamnější lázně v Libereckém kraji a jsou také nejvyhlášenější. Nabízejí léčebné pobyty jak pro dospělé, tak pro děti.
- n **Lázně Běláhrad - Anenské slatinné lázně**
Anenské slatinné lázně se 120letou tradicí se nacházejí v poklidném městečku Lázně Běláhrad. Klienti do zdejších lázní přijíždějí převážně s onemocněním pohybového ústrojí. Jde hlavně o revmatické choroby, bolesti páteře, Bechtěrevovu chorobu, artrózy, stavy po úrazech a ortopedických operacích, kořenové syndromy při onemocnění páteře a chabé periferní obrny. Další indikací je léčba deformujících jizev po úrazech a

popáleninách. Vedle klasických léčebných pobytů jsou k dispozici také pobyty rekondiční a speciálně zaměřené.

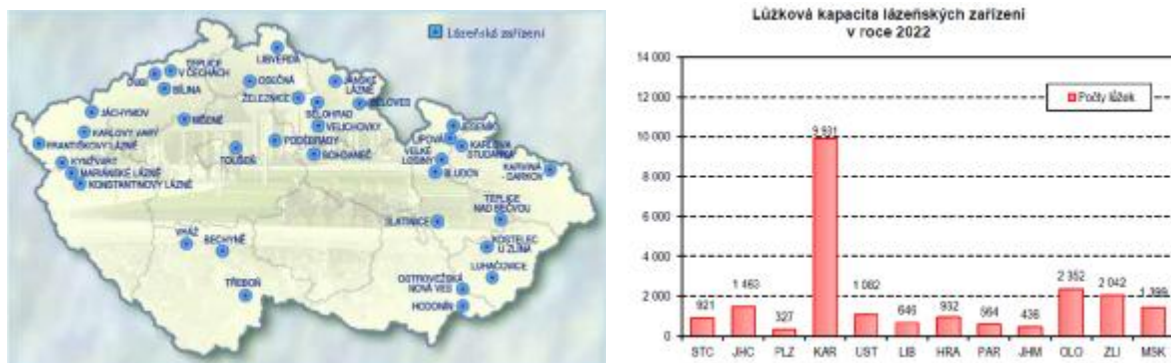
n Osečná – Lázně Kunratice

Lázně Kundratice poskytují svým hostům procedury, které působí velice příznivě při následujících onemocněních: rheumatická artritida, Morbus Bechtěrev, funkční poruchy páteře (blokady páteře), chronické ploténkové syndromy a stavy po operaci plotének, arthrosy, spondylosy, spondylarthrosy, porušené pohybové stereotypy, svalový rheumatismus, onemocnění svalů, šlach a povázek, a to zánětlivého, toxického i traumatického původu. Mimo tato onemocnění je možné příznivě ovlivnit i přidružená onemocnění typu hyperurikemie, vysokého krevního tlaku, ischemické choroby dolních končetin, cukrovky, a podobně.

Nosným léčebným programem jsou koupele v přírodní léčivé sirnoželezité slatině a tato léčba je podle potřeby doplňována různými typy masáží, koupelemi jehličnatými, sirnými, jodovými, perličkovými, vodoléčbou a mnoha dalšími procedurami včetně akupunktury, plynopunktury, kryoterapie a chiropraxe. V současné době bylo podávání léčebných procedur rozšířeno o ošetření pomocí laseru a biolampy.

n Železnice – dnes již zrušená dětská léčebna

Na národní úrovni se společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. střetává s dalšími významnými lázněmi např. **Jeseník, Mariánské Lázně, Lázně Luhačovice, Františkovy Lázně, Jáchymov, Teplice nad Bečvou** atd.



Obr. 4 Mapa lázní v ČR a lůžková kapacita v jednotlivých krajích

LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. se specializují na léčbu pohybového aparátu, neurologických onemocnění, kardiovaskulárních chorob, onkologických nemocí a diabetu. V rámci českého lázeňství mají několik významných konkurentů, kteří nabízejí podobné služby:

- n Lázně Teplice nad Bečvou:** Tyto lázně se zaměřují na léčbu kardiovaskulárních onemocnění a pohybového aparátu. Nabízejí moderní léčebné metody v kombinaci s tradičními procedurami.
- n Lázně Poděbrady:** Specializují se na kardiovaskulární onemocnění a diabetes. Díky své poloze blízko Prahy jsou snadno dostupné pro širokou klientelu.
- n Lázně Luhačovice:** Největší moravské lázně, které se zaměřují na léčbu dýchacích cest, pohybového aparátu a diabetu. Jsou známé svými minerálními prameny a architekturou Dušana Jurkoviče.
- n Lázně Karlovy Vary:** Světově proslulé lázně s širokou nabídkou léčebných procedur, včetně léčby pohybového aparátu a metabolických onemocnění. Jejich mezinárodní pověst přitahuje klienty z celého světa.

- n **Lázně Jáchymov:** První radonové lázně na světě, specializující se na léčbu pohybového aparátu a neurologických onemocnění pomocí radonové terapie.

Každé z těchto lázeňských zařízení má své specifické léčebné metody a zaměření, což ovlivňuje jejich postavení na trhu a cílovou klientelu.

Konkurenceschopnost a postavení lázeňských zařízení na trhu ovlivňuje celá řada faktorů, jako jsou bariéry vstupu, síla konkurence, vyjednávací síla zákazníků a dodavatelů a hrozba substitučních produktů. Následuje podrobnější rozbor každého z těchto faktorů:

1. Bariéry vstupu

- n **Regulace a certifikace:** Český lázeňský sektor je regulován státními předpisy, které určují podmínky provozu, standardy kvality péče a hygienické normy. Získání potřebných licencí může představovat významnou bariéru pro nové subjekty.
- n **Kapitálová náročnost:** Založení a provoz lázeňského zařízení vyžaduje vysoké počáteční investice do infrastruktury, technologií a personálu.
- n **Značka a pověst:** Tradiční lázně, jako například Karlovy Vary a Luhačovice, mají dlouhodobou pověst a zavedené značky, které nováčci jen obtížně konkurují.

2. Síla konkurence

- n **Konkurence:** Český lázeňský trh je vysoce konkurenční, s řadou zavedených subjektů, které si mezi sebou přímo konkurují v oblastech, jako je kvalita péče, rozmanitost procedur a lokalita.
- n **Sezónnost:** Významnou roli hraje sezónnost, kdy poptávka po lázeňských službách v letních měsících převyšuje kapacitu, zatímco v zimě klesá, což vytváří tlak na udržení klientů.
- n **Technologický pokrok:** Rostoucí konkurence v oblasti wellness a preventivní medicíny nutí lázně investovat do moderních technologií a procedur, jako jsou balneoterapie, fyzioterapie a rehabilitace.

3. Vyjednávací síla zákazníků

- n **Růst očekávání:** Zákazníci, zejména ti z mladších generací, mají stále vyšší očekávání, pokud jde o kvalitu služeb, flexibilitu programů a individuální přístup.
- n **Finanční dostupnost:** Vyjednávací síla klientů je ovlivněna státními dotacemi na lázeňskou léčbu, která je v některých případech plně či částečně hrazená pojišťovny, což zvyšuje dostupnost těchto služeb.
- n **Alternativní možnosti:** Vzrůstající obliba wellness center a relaxačních pobytů vytváří pro lázně konkurenci, což vede ke snížení cen a nabídkám doplňkových služeb.

4. Vyjednávací síla dodavatelů

- n **Dodávky technologií a lékařského vybavení:** Lázně spoléhají na specializované dodavatele lékařských technologií, minerálních produktů a kosmetických přípravků, přičemž vyjednávací síla dodavatelů může být významná vzhledem k omezenému počtu kvalitních dodavatelů.
- n **Personál:** Nedostatek kvalifikovaného zdravotnického a lázeňského personálu představuje problém, což zvyšuje mzdové náklady a vede k rostoucí vyjednávací síle pracovníků.

5. Hrozba substitučních produktů

- n **Wellness a fitness centra:** Stále rostoucí obliba wellness center, fitness center a relaxačních služeb vytváří pro lázně významnou konkurenci, jelikož tyto služby jsou dostupnější a flexibilnější.
- n **Zahraniční lázně:** Pro české klienty mohou být atraktivní také lázně v zahraničí, zejména

ve státech s nižšími cenami nebo specifickými léčebnými metodami, jako jsou termální lázně na Slovensku nebo v Maďarsku.

- n **Domácí péče a alternativní medicína:** Vývoj technologií umožňuje poskytovat některé wellness a rehabilitační služby přímo v domácím prostředí, což představuje další konkurenční tlak.

4.3 FINANČNÍ ANALÝZA

V rámci finanční analýzy společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. byly provedeny následující rozborů:

- n **analýza struktury finančních výkazů** (v horizontální i vertikální rovině),
- n **analýza poměrových ukazatelů** (rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity, kapitálového trhu, produktivity práce),

Tyto analýzy jsou uvedeny v příloze znaleckého posudku.

4.3.1 Analýza struktury finančních výkazů

Základní analýza struktury finančních výkazů byla provedena v nálezové části posudku (kap. 3.3.).

Rozvaha v příloze je uvedena v povinném tvaru pro zveřejnění včetně struktury rozvahy (jde o tzv. normovaný tvar rozvahy, kde jsou jednotlivé položky rozvahy poměřovány k bilanční sumě) a její vývoj v čase. Jednotlivé položky rozvahy jsou uvedeny i v indexech meziročních změn. Hodnoty hlavních rozvahových položek a jejich vývoj v čase jsou znázorněny také graficky, stejně jako struktura aktiv a pasiv v analyzovaných letech.

Výkaz zisků a ztrát je uveden ve tvaru vyžadovaném pro účetní závěrku, je spočítán podíl jednotlivých položek výsledovky na celkových tržbách a jsou uvedeny jednotlivé položky výsledovky v indexech meziročních změn. Struktura vybraných ukazatelů výsledovky je znázorněna graficky.

4.3.2 Přehled o peněžních tocích

Stručný výkaz cash flow byl sestaven pro potřeby tohoto ocenění nepřímou metodou a přes svoji stručnost poskytuje pohled na příčiny pohybu finančního majetku. Pracuje se třemi kategoriemi cash flow:

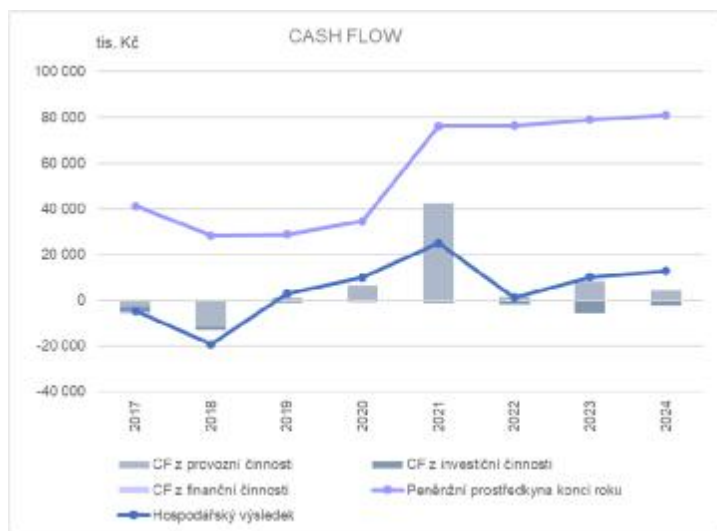
- n **cash flow z provozní činnosti** – v této části cash flow se soustřeďují výsledky provozní činnosti společnosti (čistý provozní zisk), změny pohledávek u odběratelů, změny dluhů u dodavatelů, změny zásob aj.
- n **cash flow z investiční činnosti** – v této části CF se soustřeďují změny investičního majetku a jeho zdrojů
- n **cash flow z finanční činnosti** – v této části jsou zobrazeny fondy plynoucí z použití úvěrů aj. dluhů, splátek dluhů, placení dividend a také změny v základním a vlastním kapitálu společnosti.

Saldo těchto tří kategorií tvoří peněžní tok podniku.

Tab. 11 Výkaz o peněžních tocích (cash flow)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	31.8.24
P <i>PENĚŽNÍ PROSTŘEDKY na počátku roku</i>	47 255	41 268	28 296	28 800	34 656	76 312	76 411	79 141
Z HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK	-4 496	-19 237	2 924	10 138	24 993	1 264	10 243	12 872
+ odpisy	1 070	1 646	1 779	1 068	899	1 028	1 748	1 552
+ přírůstky rezerv					1 019	315	1 225	-822
+ přírůstky časového rozlišení pasiv	-184	-164	20	-9		2 331	-66	-2 077
- přírůstky časového rozlišení aktiv	251	229	-222	-103	-216	-730	310	399
cash flow I (z vlastní činnosti)	-3 359	-17 526	4 501	11 094	26 695	4 208	13 460	11 924
- přírůstek zásob	74	-428	361	-392	-516	-457	347	-195
cash flow II (po zohlednění zásob)	-3 285	-17 954	4 862	10 702	26 179	3 751	13 807	11 729
- přírůstek krátkodobých pohledávek	2 925	585	1 955	-2 906	1 999	-5 711	279	-12 388
+ přírůstek krátkodobých závazků	-2 281	5 789	-5 657	-1 486	14 116	3 357	-5 980	5 040
+ přírůstek krátkodobých úvěrů a fin. výpomocí								
A Cash flow z provozní činnosti	-2 641	-11 580	1 160	6 310	42 294	1 397	8 106	4 381
- přírůstek pohledávek za upsané VK						130	-136	-113
- přírůstek nehmotného DM	-1 399	614	821	44	-224			
- přírůstek hmotného DM	172	-504	102	404	298	-601	-3 894	-378
- odpisy hmotného a nehmotného DM	-1 070	-1 646	-1 779	-1 068	-899	-1 028	-1 748	-1 552
- přírůstek finančních investic								
B Cash flow z investiční činnosti	-2 297	-1 536	-856	-620	-825	-1 499	-5 778	-2 043
+ přírůstek základního kapitálu								
+ přírůstek kapitálových fondů		1	-1					
+ přírůstek fondů ze zisku								
+ přírůstek HV minulých období (bez HV b.ú.o.)	-1 277	-1						-200
+ přírůstek dlouhodobých závazků	27	-57		-35	-14			
+ přírůstek dlouhodobých bank. úvěrů								
- přírůstek dlouhodobých pohledávek	201	201	201	201	201	201	402	-201
C Cash flow z finanční činnosti	-1 049	144	200	166	187	201	402	-401
F CASH FLOW CELKEM	-5 987	-12 972	504	5 856	41 656	99	2 730	1 937
R <i>PENĚŽNÍ PROSTŘEDKY na konci roku</i>	41 268	28 296	28 800	34 656	76 312	76 411	79 141	81 078

Graf 13 Peněžní tok (cash flow)



4.3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů nám pomůže najít další vzájemné vazby a souvislosti mezi jednotlivými položkami účetních výkazů.

4.3.3.1 Ukazatele rentability (výnosnosti)

Ukazatele rentability poměřují konečný efekt dosažený podnikatelskou činností k určitému vstupu, a to buď k celkovým aktivům, kapitálu nebo tržbám. Ukazatele výnosnosti měří zhodnocení jednotlivých zdrojů.

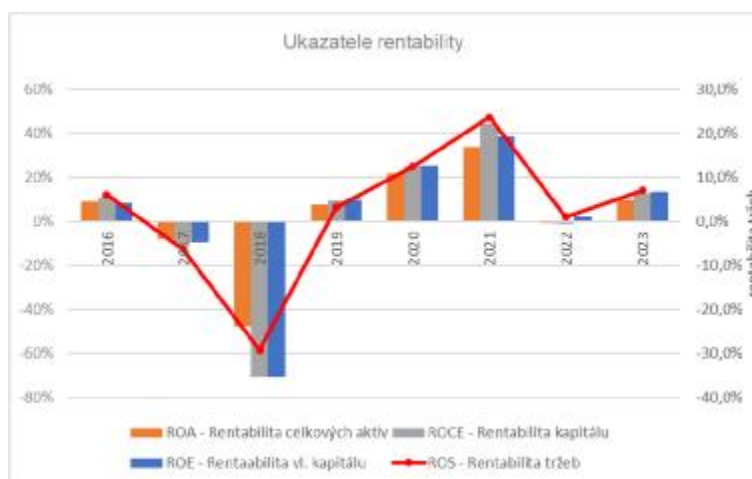
Jako první ukazatel hodnotíme **rentabilitu celkových aktiv – ROA** (*return on assets*). Tento ukazatel patří k nejdůležitějším ukazatelům rentability, protože měří výkonnost neboli produkční sílu podniku, a to bez vlivu zadluženosti a daňového zatížení.

Dalším ukazatelem je **rentabilita vlastního kapitálu – ROE** (*return on common equity*). Míra ziskovosti vlastního kapitálu slouží ke zjištění vlastníků, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos. Tento ukazatel by neměl být nižší než je výnosnost CP garantovaných státem (státní dluhopisy apod.).

Tab. 12 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Rentabilita celkových aktiv (ROA)	EBIT/CA	8,9%	-8,3%	-47,9%	7,6%	21,7%	33,6%	-0,9%	9,6%
Rentabilita tržeb	EBIT/T	7,8%	-6,3%	-29,4%	3,1%	12,3%	27,3%	-0,6%	6,5%
Obrat celkových aktiv	T/CA	1,14	1,31	1,63	2,46	1,77	1,23	1,47	1,48
Výnos na aktiva	Z/CA	6,8%	-8,3%	-47,8%	7,8%	22,0%	29,0%	1,4%	10,4%
ROCE - Rentabilita kapitálu	EBIT/(VK+D)	10,6%	-9,6%	-70,9%	9,5%	24,9%	44,4%	-1,3%	12,4%
ROE - Rentabilita vl. kapitálu	Z/VK	8,0%	-9,7%	-70,6%	9,7%	25,2%	38,3%	1,9%	13,3%
Rentabilita tržeb po dani	Z/T	5,9%	-6,3%	-29,3%	3,2%	12,4%	23,6%	0,9%	7,0%
Obrat celkových aktiv	T/CA	1,14	1,31	1,63	2,46	1,77	1,23	1,47	1,48
Finanční páka	CA/VK	1,19	1,16	1,48	1,24	1,15	1,32	1,41	1,29
Rentabilita vlastních fin. zdrojů	CF/VK	12,2%	-7,4%	-64,6%	13,8%	27,6%	39,7%	4,0%	15,7%
ROS - Rentabilita tržeb	Z/T	5,9%	-6,3%	-29,3%	3,2%	12,4%	23,6%	0,9%	7,0%
Nákladovost tržeb	N/T	94,5%	107,4%	130,4%	98,0%	98,0%	98,6%	104,6%	97,1%
Mzdová náročnost	Os/N/T	35,7%	42,4%	50,2%	40,5%	44,3%	41,2%	39,4%	40,5%

Graf 14 Ukazatele rentability



4.3.3.2 Ukazatele aktivity

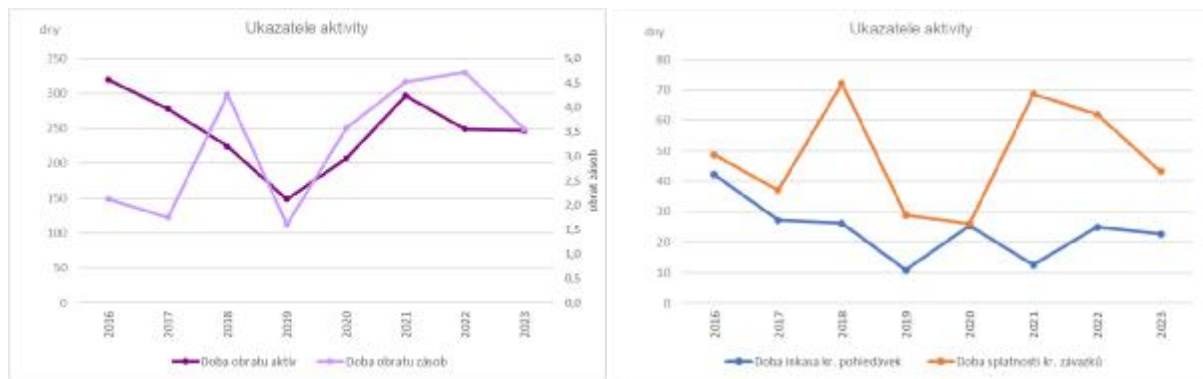
Měří, jak efektivně firma hospodaří se svými aktivy. Mezi nejvýznamnější ukazatele patří **ukazatel obratu aktiv**. Udává počet, tj. kolikrát se celková aktiva obrátí za daný časový interval. **Obrat zásob** udává, kolikrát je v průběhu roku každá položka zásob firmy prodána a znovu uskladněna, tzn. intenzitu využití zásob. Společnost eviduje minimální zásoby.

Doba inkasa krátkodobých pohledávek je po většinu analyzovaného období výrazně kratší než **doba splatnosti** krátkodobých závazků.

Tab. 13 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity (doby obratu)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Obrat aktiv	T/CA	1,14	1,31	1,63	2,46	1,77	1,23	1,47	1,48
Relativní vázanost stálých aktiv	SA/T	0,03	0,05	0,05	0,03	0,03	0,02	0,02	0,04
Obrat zásob	T/Zás	171,83	208,87	85,55	227,50	102,11	80,66	77,48	102,79
Doba obratu aktiv	CA/(T/365)	319,6	278,0	223,9	148,3	206,7	297,1	248,8	246,7
Doba obratu zásob	Zás/(T/365)	2,1	1,7	4,3	1,6	3,6	4,5	4,7	3,6
Doba inkasa krátk. pohledávek	P/(T/365)	42,2	27,3	26,2	10,9	25,3	12,6	24,9	22,7
Doba splatnosti krátk. závazků	KZ/(T/365)	48,7	37,0	72,2	28,9	26,1	68,7	62,0	43,2

Graf 15 Ukazatele aktivity



4.3.3.3 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

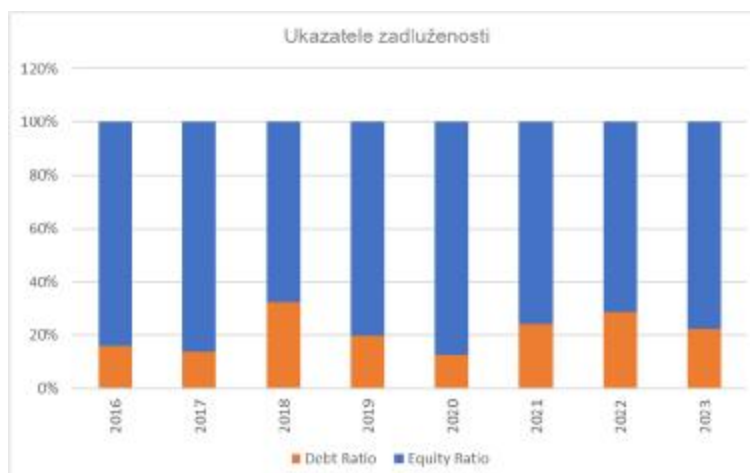
Tyto ukazatele udávají vztah mezi cizími a vlastními zdroji. Měří rozsah, v jakém firma využívá k financování cizích zdrojů (tedy měří zadluženost firmy).

Celková zadluženost (ukazatel věřitelského rizika) společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. je v průběhu analyzovaného velmi nízká.

Ukazatel **finanční nezávislosti** je doplňkem k ukazateli celkové zadluženosti a dohromady se rovnají 1 (popř. 100 %). Vyjadřuje finanční nezávislost firmy.

Ukazatele **úrokového krytí** indikují schopnost společnosti obsluhovat svůj dluh. Společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. vykazuje dobrou finanční kondici nečerpá žádné úvěry.

Graf 16 Ukazatele zadluženosti



Tab. 14 Ukazatele finanční rovnováhy

Ukazatele fin. rovnováhy (zadluženosti)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ukazatel finanční nezávislosti (Equity Ratio)	VK/CA	84,1%	86,2%	67,6%	80,3%	87,3%	75,7%	71,2%	77,6%
Ukazatel věřitelského rizika (Debt Ratio)	CZ/CA	15,9%	13,8%	32,4%	19,7%	12,7%	24,3%	28,8%	22,4%
Debt Equity Ratio	CZ/VK	0,2	0,2	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	0,3
Ukazatel finančního rizika	DL/D/VK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Úrokové krytí I	EBIT/úroky								
Úrokové krytí II	(EBIT+odpisy)/úroky								
Cash Flow / ((cizí zdroje - rezervy)/360)		242,9	-171,5	-493,0	205,7	694,5	474,7	41,8	253,3

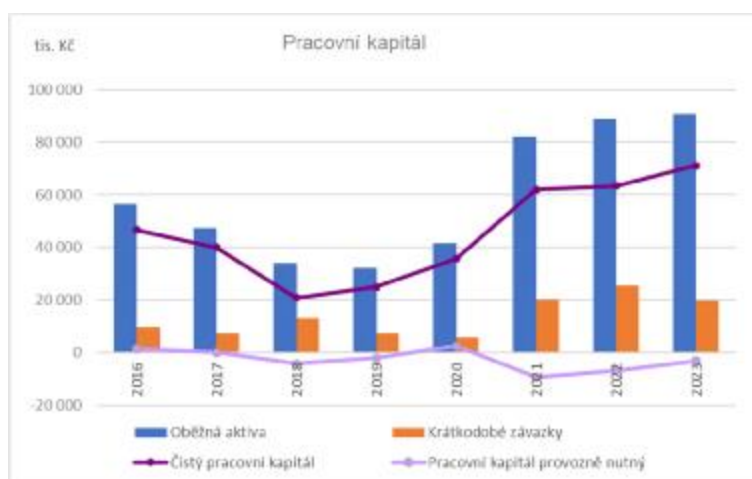
4.3.3.4 Ukazatele likvidity

Schopnost firmy dostát svým závazkům popisují i ukazatele likvidity. Ukazatel **čistého pracovního kapitálu** představuje tzv. finanční polštář, který firmě umožní pokračovat ve svých aktivitách i v případě, že by ji potkala nějaká nepříznivá událost, která by vyžadovala vysoký výdej peněžních prostředků.

Společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. vykazuje kladný pracovní kapitál po celé analyzované období.

Tab. 15 Pracovní kapitál

Propočet čistého pracovního kapitálu (v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Oběžná aktiva	56 519	47 282	33 924	32 334	41 591	81 980	88 977	90 771
Zásoby	413	339	767	406	798	1 314	1 771	1 424
Krátkodobé pohledávky	8 851	5 675	4 861	3 128	6 137	4 354	10 795	10 206
Finanční majetek	47 255	41 268	28 296	28 800	34 656	76 312	76 411	79 141
Krátkodobé závazky	9 815	7 350	12 975	7 338	5 843	19 959	25 647	19 601
Čistý pracovní kapitál (WC)	46 704	39 932	20 949	24 996	35 748	62 021	63 330	71 170
Peněžní likvidita	4,81	5,61	2,18	3,92	5,93	3,82	2,98	4,04
Požadovaná likvidita	0,20	0,20	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Finanční majetek provozně nutný	1 963	1 470	3 244	1 835	1 461	4 990	6 412	4 900
Pracovní kapitál provozně nutný	1 412	134	-4 103	-1 970	2 553	-9 301	-6 669	-3 071

Graf 17 Pracovní kapitál

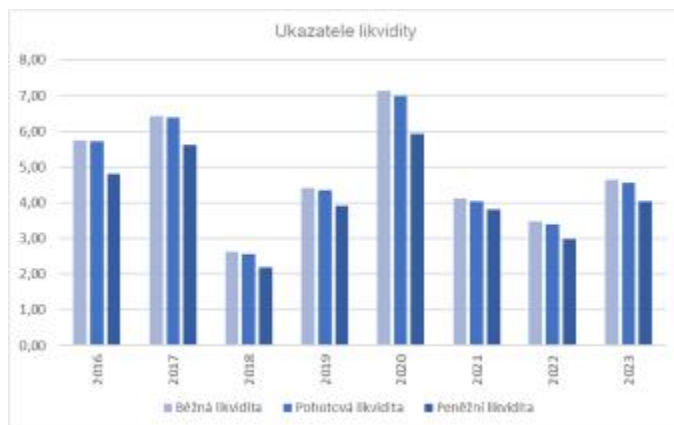
Významné jsou také ukazatele **likvidity** a to likvidita *běžná, pohotová a okamžitá*. Společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. vykazuje vynikající hodnoty ukazatelů běžné, pohotové i okamžité likvidity.

Ukazatel **intervalová míra** udává, na kolik dní má podnik dostatek likvidních aktiv k financování provozu. V případě společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. se jedná o 238 dní.

Tab. 16 Ukazatele platební schopnosti

Ukazatele platební schopnosti (likvidity)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Pracovní kapitál (Working Capital)	OA-KrD	46 704	39 932	20 949	24 996	35 748	62 021	63 330	71 170
Pracovní kapitál na aktiva	(OA-KrD)/CA	75,2%	74,1%	52,0%	66,6%	77,5%	71,9%	67,7%	71,9%
Ukazatel kapitalizace	SA/DL.D	3036,7%	3420,8%	7175,5%	5291,8%	15321,4%			
Běžná likvidita III.	OA/KrD	5,76	6,43	2,61	4,41	7,12	4,11	3,47	4,63
Pohotová likvidita II.	(KrP+FM)/KrD	5,72	6,39	2,56	4,35	6,98	4,04	3,40	4,56
Peněžní likvidita I.	FM/KrD	4,81	5,61	2,18	3,92	5,93	3,82	2,98	4,04
Intervalová míra	(KrP+FM)/(Prov.V/365)	322,7	229,3	144,5	131,0	189,3	297,4	226,1	237,8
Doba splatnosti krátk. závazků	KrZ/(T/365)	48,7	37,0	72,2	28,9	26,1	68,7	62,0	43,2

Graf 18 Ukazatele likvidity



4.3.3.5 Ukazatele produktivity práce

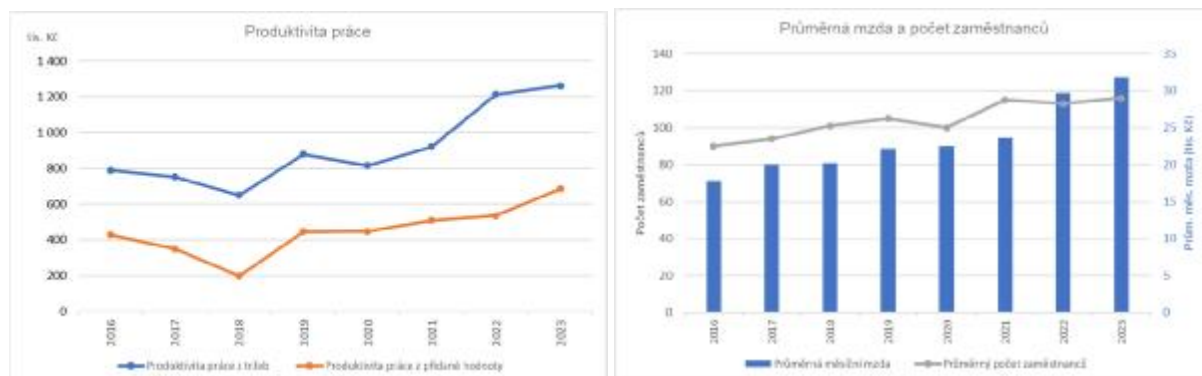
Osobní náklady ve společnosti mírně rostou, k poklesu došlo po roce 2020, kdy část řidičů osobní dopravu přešla k jinému zaměstnavateli.

Produktivita práce vyjádřená jako osobní náklady ku přidané hodnotě a osobní náklady k tržbám se zvyšuje.

Tab. 17 Produktivita práce

Ukazatele produktivity práce	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Osobní náklady k přidané hodnotě	0,657	0,916	1,642	0,801	0,809	0,745	0,894	0,747
Osobní náklady k tržbám	0,357	0,424	0,502	0,405	0,443	0,412	0,394	0,405
Produktivita práce z přidané hodnoty	428,3	348,5	198,7	444,7	446,3	509,6	534,6	684,4
Produktivita práce z tržeb	788,5	752,4	649,5	879,7	814,8	921,6	1 214,3	1 261,9
Průměrný přepočtený počet zaměstnanců	90,0	94,0	101,0	105,0	100,0	115,0	113,0	116,0
Průměrné osobní náklady - roční (tis. Kč)	281,2	319,4	326,2	356,2	361,0	379,5	478,1	511,4
- měsíční (tis. Kč)	23,4	26,6	27,2	29,7	30,1	31,6	39,8	42,6
Průměrná měsíční mzda (tis. Kč)	17,8	20,0	20,2	22,2	22,5	23,6	29,6	31,8

Graf 19 Produktivita práce



4.4 ZÁVĚRY STRATEGICKÉ A FINANČNÍ ANALÝZY

4.4.1 Závěry finanční analýzy

Ze zde provedené finanční analýzy společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. jsou zřejmé následující skutečnosti:

- § **Struktura aktiv** odpovídá předmětu činnosti společnosti, společnost podniká v pronajatých prostorách.
- § Společnost vykazuje velmi vysokou neprovozní likviditu,
- § **Struktura pasiv** ukazuje konsolidované financování společnosti, podíl vlastního kapitálu na financování společnosti se mírně zvyšuje.
- § Vývoj jednotlivých položek **výkazu zisků a ztrát** vykazuje stabilizovanou strukturu, tržby po celé analyzované období vzrůstají.
- § Trendy většiny zde uvedených **poměrových ukazatelů** mají v průběhu analyzovaného období pozitivní tendence.

4.4.2 Analýza vnějšího a vnitřního potenciálu

Vstup konkurence na tento trh je regulován. Nejvýznamnější překážkou pro vstup konkurence týkající se relevantního trhu je vedle kapitálového vybavení pro vybudování hotelových kapacit získání dobrého jména a tradice a samozřejmě kontrola nad léčebnými prameny. Významnou překážkou vstupu nové konkurence je i samotná vysoká intenzita konkurenčního prostředí v dané oblasti a očekávané restriktce, které ovlivňují úroveň nákladů a ceny, a tím i výkonnost podniku.

Společnost však má **výrazně regionální charakter** a mezinárodní konkurenci je vystavena pouze v omezené míře. Nejvyšší konkurenci ze zahraničí představují Slovenské lázně, odkud lze očekávat ve střednědobém časovém horizontu vyšší konkurenční tlak. Naproti tomu mohou vznikat i nové příležitosti pro uplatnění nabídky Společnosti pro klientelu ze zemí EU vzhledem k příznivějším cenám oproti cenám služeb lázní v zemích EU.

Možnosti zásadní **změny zaměření v rámci léčebných indikací** jsou managementem do jisté míry omezené, jelikož klíčové faktory jsou zpravidla dány, jako např. účinnost léčebných pramenů a jejich rozsah aplikace, dále atraktivita lázeňské oblasti a blízkého okolí, historické památky, dopravní obslužnost kvalita služeb ve městě apod. Na druhé straně management má možnost ovlivnit kvalitu poskytovaných léčebných služeb včetně ubytování. Zaměření na vyšší nebo střední klientelu je však ve značné míře ovlivněno charakterem, umístěním proslulostí lázní.

Nejvýznamnější postavení na straně **zákazníků** vůči společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. zauímají zdravotní pojišťovny a zejména VZP. Její vyjednávací pozice je vysoká, proto jsou smlouvy dojednávány jednotně prostřednictvím Svazu léčebných lázní. Vyjednávací pozice společnosti vzhledem k ostatním pojišťovnám není výrazně vyšší. Další meziroční zvyšování je značně ovlivněno výsledky jednání s VZP a zejména legislativou v oblasti výše příspěvků na úhrady pobytu a úhrady procedur z prostředků veřejného pojištění.

Z předchozího rozboru můžeme sestavit **SWOT analýzu** společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. takto:

Tab. 18 SWOT analýza

Silné stránky (Strengths)	Slabé stránky (Weaknesses)
<ul style="list-style-type: none"> § stabilní postavení na regionálním trhu § dlouhá tradice, zavedená značka § dobrá odborná úroveň pracovníků § specializace na různé léčebné programy § atraktivní lokalita v Jizerských horách § komplexní služby, kombinace tradiční lázeňské léčby s wellness programy a možností sportovních aktivit § finanční stabilita 	<ul style="list-style-type: none"> § výrazná závislost na zdravotních pojišťovnách § závislost na sezónní poptávce, hlavní návštěvnost je soustředěna do letní sezóny. § vysoké provozní náklady: Lázeňský provoz vyžaduje udržování specifického technického a lékařského vybavení a kvalifikovaného personálu, což navyšuje náklady. § omezená kapacita § konkurence v oblasti wellness může snižovat poptávku po tradičních lázeňských službách.
Příležitosti (Opportunities)	Hrozby (Threats)
<ul style="list-style-type: none"> § získání nových klientů z řad samoplátců a z řad zahraniční klientely (výhodná je poloha u státních hranic) § možnost rozšířit nabídku relaxačních a wellness programů, zájem o zdravý životní styl a prevenci § technologické inovace, investice do nových léčebných a rehabilitačních technologií by mohly zvýšit atraktivitu a účinnost lázeňských programů. § větší zapojení pojišťoven do financování lázeňské péče může zvýšit dostupnost lázeňských služeb pro širší skupinu obyvatel. § Cílení na zahraniční klientelu: Rozšíření marketingových aktivit směrem k 	<ul style="list-style-type: none"> § omezení úhrad výdajů na lázeňskou péči z řad zdravotních pojišťoven § intenzivní konkurence na trhu § změna legislativy § ekonomické výkyvy nebo snižování státních dotací na lázeňskou péči by mohly snížit počet klientů, kteří si mohou lázeňské služby dovolit § nedostatek kvalifikovaného personálu může zvyšovat mzdové náklady a ohrožovat kvalitu služeb § sezónní výkyvy poptávky a klimatické změny mohou ovlivnit poptávku po pobytech a způsobit výkyvy v návštěvnosti

LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. mají solidní základy díky své specializaci, poloze a dobré reputaci, což je jejich silnou stránkou v konkurenčním prostředí českého lázeňství. Využití příležitostí spojených s rostoucím zájmem o wellness a preventivní péči, stejně jako zapojení nových technologií a zaměření na zahraniční klientelu, by mohlo posílit jejich tržní postavení. Na druhou stranu čelí rizikům, jako je intenzivní konkurence a ekonomická nejistota, které mohou ohrozit jejich stabilitu.

Protože společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. můžeme na základě rozboru dosavadních hospodářských výsledků charakterizovat jako **stabilizovanou firmu** splňující princip *going concern*, můžeme predikovat její vývoj ve formě finančního plánu, vycházejícího z jejího dosavadního vývoje.

4.5 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

Protože není možné detailně prognózovat vývoj podniku na neomezeně dlouhou dobu, je třeba nejprve rozhodnout o délce prognózovaného období. Během detailně plánovaného období by měl podnik dosáhnout ustáleného stavu, kdy bude produkovat stabilní příjem, který se může stát reálným základem pro propočty jeho pokračující hodnoty pomocí perpetuity.

Finanční plán je z hlediska opatrnosti sestaven poměrně konzervativně, struktura nákladů i struktura aktiv a pasiv jsou v sestaveném plánu v podstatě zachovány ve stavu k roku 2022. Kontinuita finančního plánu s předchozím vývojem podniku je patrná také z provedené analýzy

finančních výkazů a poměrových ukazatelů.

Finanční plán je sestaven v **běžných cenách**. Vychází z podrobné finanční analýzy oceňovaného podniku a z obecných predikcí vývoje ekonomiky ČR. Podrobný finanční plán je uveden v příloze.

Finanční plán byl sestaven v tomto rozsahu:

1. Plánovaný výkaz zisků a ztrát
2. Plánovaná rozvaha
3. Plánovaný výkaz cash flow

Analýza faktorů tvorby hodnoty představuje základní východisko pro prognózu hospodářského výsledku a sestavení finančního plánu společnosti. Musíme proto provést dílčí analýzy a prognózy těchto faktorů:

1. budoucí tržby,
2. provozní náklady a provozní zisková marže,
3. vývoj pracovního kapitálu,
4. výdaje na pořízení investičního majetku a odpisová politika, zdroje financování,
5. rozdělování hospodářského výsledku.

Finanční plán vychází z hospodářských výsledků předchozích období. Formou přehledných tabulek je dále provedena analýza jednotlivých generátorů hodnoty.

4.5.1 Analýza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty jsou souborem několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují výkonnost podniku.

4.5.1.1 Tržby

Plánovaný vývoj tržeb společnosti navazuje na předpokládanou hospodářskou situaci České republiky a vývoj inflace. Tržby společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. v uplynulém období:

Tab. 19 Tržby společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. v letech 2016 až 2024

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	31.8.24
Tržby (tis. Kč)	70 965	70 724	65 600	92 364	81 479	105 985	137 221	146 378	109 153
Tempo růstu		-0,34%	-7,25%	40,80%	-11,78%	30,08%	29,47%	6,67%	11,55%
Prům. tempo růstu								10,90%	
Tržby za prodej zboží	2 067	1 834	1 528	2 682	2 939	5 068	8 210	6 028	4 366
Tempo růstu		-11,27%	-16,68%	75,52%	9,58%	72,44%	62,00%	-26,58%	8,35%
Prům. tempo růstu								16,52%	
Tržby z prodeje v. VaS	68 898	68 890	64 072	89 682	78 540	100 917	129 011	140 350	104 787
Tempo růstu		-0,01%	-6,99%	39,97%	-12,42%	28,49%	27,84%	8,79%	11,69%
Prům. tempo růstu								10,70%	

Projekce budoucích tržeb vyplývá z analýzy dvou faktorů:

1. **velikost trhu**, tj. jaké množství služeb je obchodní závod schopen umístit na trhu,
2. **kapacitní možnosti obchodního závodu**, tj. jaký objem služeb je obchodní závod schopen poskytnout.

Statutární orgán společnosti očekává v roce 2024 minimálně stabilní hospodářskou a finanční

situaci, neboť ekonomika společnosti a její obchodní politika se vyvíjejí správným směrem. V současné době probíhají práce na tvorbě nových webových stránek společnosti, je zahájeno jednání s Ministerstvem zahraničí ČR ve věci zřízení odborného léčebného ústavu a je započat dlouhodobý proces ve věci získání statutu „klimatické lázně“.

Při sestavování plánu tržeb budeme předpokládat, že společnost bude dále rozvíjet stávající aktivity, V prvním roce finančního plánu (2024) vycházíme z výsledků do srpna 2024, v dalších letech předpokládáme stabilizaci pozitivního trendu a jen velmi mírný nárůst tržeb:

Tab. 20 Plán tržeb společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. v letech 2024 až 2033

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Tržby (tis. Kč)	158 730	162 698	166 765	170 934	175 208	179 588	184 078	188 679	193 396	198 231
Tempo růstu	8,44%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Prům. tempo růstu										3,08%
Tržby za prodeje zboží	6 549	6 713	6 881	7 053	7 229	7 410	7 595	7 785	7 979	8 179
Tempo růstu	8,64%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Prům. tempo růstu										3,10%
Tržby z prodeje v. VaS	152 181	155 985	159 885	163 882	167 979	172 178	176 483	180 895	185 417	190 053
Tempo růstu	8,43%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Prům. tempo růstu										3,08%

4.5.1.2 Provozní zisková marže

Struktura ziskové marže společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. v minulých letech je podkladem pro sestavení nákladových položek finančního plánu.

Tab. 21 Struktura ziskové marže společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. letech 2016 až 2024

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	31.8.24
Provozní hosp. výsledek	5 617	-4 303	-19 193	3 109	10 183	29 324	-506	9 880	10 986
Vyloučení VH z prodeje majetku	0	-84	-16	0	0	0	0	0	-4
Vyloučení mimořádného VH									
Odpisy	888	1 070	1 646	1 779	1 068	899	1 028	1 748	1 552
Korigovaný provozní VH před odpisy	6 505	-3 317	-17 563	4 888	11 251	30 223	522	11 628	12 534
Tempo růstu		-150,99%	429,48%	-127,83%	130,18%	168,63%	-98,27%	2127,59%	61,25%
Prům. tempo růstu									
Zisková marže (vztahena k tržbám)									
Zisková marže z korigovaného VH před odpisy	9,17%	-4,69%	-26,77%	5,29%	13,81%	28,52%	0,38%	7,94%	11,48%
Tempo růstu		-151,17%	470,84%	-119,77%	160,93%	106,51%	-98,67%	1988,23%	44,55%
Prům. tempo růstu									
Vnitřní faktory ziskové marže:									
Obchodní marže	91,74%	79,28%	84,10%	2098,36%	3767,11%	390,14%	158,26%	130,78%	149,34%
Přidaná hodnota	54,32%	46,32%	30,59%	50,55%	54,78%	55,29%	44,02%	54,24%	54,18%
Osobní náklady	-35,66%	-42,45%	-50,23%	-40,49%	-44,30%	-41,17%	-39,37%	-40,53%	-38,57%
Úpravy hodnot zásob, phledávek, tvorba rezerv	-1,77%			0,60%	0,10%	-1,01%	-0,51%	-0,86%	0,75%
Ostatní provozní výnosy	0,36%	0,97%	0,89%	1,02%	10,22%	21,98%	3,24%	1,64%	0,58%
Ostatní provozní náklady	-8,08%	-9,53%	-8,03%	-6,39%	-6,99%	-7,54%	-7,24%	-7,39%	-4,71%

Provozní zisková marže je definována pro účely tohoto posudku jako podíl korigovaného provozního hospodářského výsledku před odpisy a daněmi a vyšší tržeb.

Ve struktuře nákladů nepředpokládáme žádné výrazné změny, negativní vliv na vývoj mzdových nákladů může mít založení Odborové organizace Lázně Libverda, ke kterému došlo v roce 2023 a s tím spojené vyjednávání o kolektivní smlouvě.

Při plánování ziskové marže vyjdeme z nákladovosti analyzovaného období. Předpokládáme proto stabilizaci ziskové marže:

Tab. 22 Plán ziskové marže společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. na léta 2024 až 2033

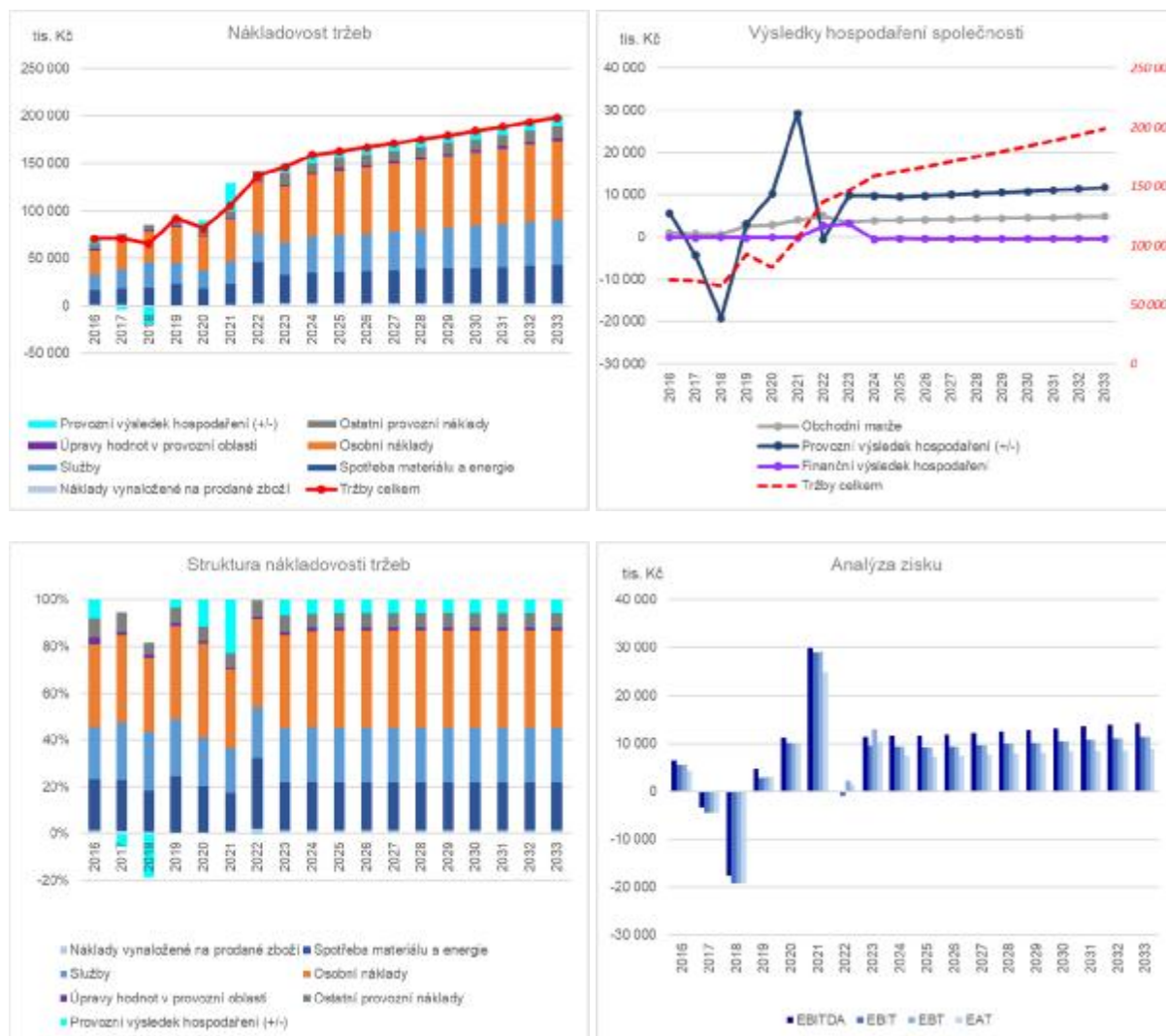
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Provozní hosp. výsledek	9 746	9 506	9 756	10 013	10 277	10 548	10 826	11 111	11 403	11 703
Vyloučení VH z prodeje majetku	-6	-29	-30	-31	-31	-32	-33	-34	-35	-35
Vyloučení mimořádného VH										
Odpisy	2 328	2 522	2 572	2 623	2 675	2 728	2 782	2 837	2 893	2 951
Korigovaný provozní VH před odpisy	12 068	11 998	12 298	12 606	12 921	13 244	13 575	13 914	14 262	14 619
Tempo růstu	3,78%	-0,58%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Prům. tempo růstu										2,32%

Zisková marže (vztážená k tržbám)

Zisková marže z korigovaného VH před odpisy	7,60%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%
Tempo růstu	-4,29%	-3,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Prům. tempo růstu										-0,74%

Vnitřní faktory ziskové marže:

Obchodní marže	149,34%	149,34%	149,34%	149,34%	149,34%	149,34%	149,34%	149,34%	149,34%	149,34%
Přidaná hodnota	53,99%	54,28%	54,28%	54,28%	54,28%	54,28%	54,28%	54,28%	54,28%	54,28%
Osobní náklady	-41,04%	-41,85%	-41,85%	-41,85%	-41,85%	-41,85%	-41,85%	-41,85%	-41,85%	-41,85%
Úpravy hodnot zásob, phledávek, tvorba rezerv										
Ostatní provozní výnosy	0,60%	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%
Ostatní provozní náklady	-5,95%	-6,09%	-6,09%	-6,09%	-6,09%	-6,09%	-6,09%	-6,09%	-6,09%	-6,09%

Graf 20 Struktura ziskové marže společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. v letech 2024 až 2033

4.5.1.3 Investice do pracovního kapitálu

Pracovní kapitál je obvykle počítán jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobým cizím kapitálem. Pro potřeby analýzy pracovního kapitálu jako jednoho z generátorů hodnoty budeme započítávat pouze neúročený krátkodobý cizí kapitál a všechny ostatní veličiny budeme započítávat jen v rozsahu provozně nutném.

Tab. 23 Pracovní kapitál v letech 2016 až 2024

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	31.8.24
Doba obratu ve dnech (vztaženo k tržbám)									
Zásoby celkem	2,1	1,7	4,3	1,6	3,6	4,5	4,7	3,6	5,4
z toho materiál	1,5	0,9	2,2	0,9	2,9	3,4	3,8	2,8	4,6
nedokončená výroba									
výrobky									
zboží	0,6	0,9	2,1	0,7	0,6	1,1	0,9	0,8	0,8
Pohledávky za odběrateli	10,1	18,1	10,8	9,7	9,4	8,2	16,6	16,4	53,0
Krátkodobé závazky celkem	48,7	37,1	72,2	28,9	26,1	68,7	62,0	43,2	74,8
z toho závazky z obchodního styku	1,9	15,8	41,0	7,7	4,4	23,9	29,3	25,8	10,6
závazky k úvěrovým institucím									
závazky k zaměstnancům	6,1	6,9	9,0	6,2	7,6	8,2	6,9	8,0	11,0
závazky ze soc. zabezpečení	3,4	3,8	5,3	3,6	4,4	4,3	3,7	4,4	6,1
stát - daňové závazky a dotace	2,8	0,4		3,7	2,8	14,6	0,4	1,3	0,9
Provozně nutné peníze									
Peněžní prostředky	47 255	41 268	28 296	28 800	34 656	76 312	76 411	79 141	81 078
Likvidita (peníze / krátkodobé závazky)	4,81	5,61	2,18	3,92	5,93	3,82	2,98	4,04	3,59
Provozně nutné peníze	1 963	1 470	3 244	1 835	1 461	4 990	6 412	4 900	5 641
Provozně nutná likvidita	0,2	0,2	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
peněžní prostředky provozně zbytné	45 292	39 798	25 052	26 966	33 195	71 322	69 999	74 241	75 437
Upravený pracovní kapitál (tis. Kč)									
Zásoby	413	339	767	406	798	1 314	1 771	1 424	1 619
Krátkodobé pohledávky (vč. čas. rozlišení akt.)	8 851	5 675	4 861	3 128	6 137	4 354	10 795	10 206	22 195
Peněžní prostředky provozně nutné	1 963	1 470	3 244	1 835	1 461	4 990	6 412	4 900	5 641
Krátkodobé závazky (vč. čas. rozlišení pas.)	9 815	7 350	12 975	7 338	5 843	19 959	25 647	19 601	22 564
Čistý pracovní kapitál	46 704	39 932	20 949	24 996	35 748	62 021	63 330	71 170	82 328
Upravený pracovní kapitál (provozně nutný)	1 412	134	-4 103	-1 970	2 553	-9 301	-6 669	-3 071	6 891

Tab. 24 Plán pracovního kapitálu v letech 2024 až 2033

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Doba obratu ve dnech (vztaženo k tržbám)										
Zásoby celkem	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
z toho materiál	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
nedokončená výroba										
výrobky										
zboží	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Pohledávky za odběrateli	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
Krátkodobé závazky celkem	59,4	59,0	58,3	57,7	57,1	56,5	56,0	55,4	54,9	54,3
z toho závazky z obchodního styku	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7
závazky k úvěrovým institucím										
závazky k zaměstnancům	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
závazky ze soc. zabezpečení	3,1	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
stát - daňové závazky a dotace	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Provozně nutné peníze										
Peněžní prostředky	88 019	95 277	102 618	110 155	117 894	125 839	133 996	142 371	150 969	159 796
Likvidita (peníze / krátkodobé závazky)	3,41	3,63	3,85	4,08	4,30	4,52	4,75	4,97	5,19	5,41
Provozně nutné peníze	6 454	6 571	6 663	6 757	6 854	6 954	7 056	7 161	7 268	7 379
Provozně nutná likvidita	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
peněžní prostředky provozně zbytné	81 565	88 706	95 955	103 398	111 040	118 886	126 941	135 211	143 701	152 417
Upravený pracovní kapitál (tis. Kč)										
Zásoby	1 680	1 722	1 765	1 809	1 855	1 901	1 948	1 997	2 047	2 098
Krátkodobé pohledávky (vč. čas. rozlišení akt.)	13 093	13 336	13 585	13 838	14 097	14 362	14 633	14 909	15 192	15 480
Peněžní prostředky provozně nutné	6 454	6 571	6 663	6 757	6 854	6 954	7 056	7 161	7 268	7 379
Krátkodobé závazky (vč. čas. rozlišení pas.)	25 817	26 282	26 650	27 028	27 416	27 814	28 223	28 643	29 073	29 516
Čistý pracovní kapitál	76 976	84 053	91 317	98 775	106 430	114 288	122 355	130 635	139 135	147 859
Upravený pracovní kapitál (provozně nutný)	-4 589	-4 653	-4 638	-4 623	-4 610	-4 597	-4 586	-4 575	-4 566	-4 558

V plánovaném období předpokládáme postupnou stabilizaci doby inkasa krátkodobých pohledávek, dojde také ke stabilizaci doby splatnosti krátkodobých závazků. Plánovaná výše pracovního kapitálu je uvedena v tabulce.

4.5.1.4 Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku

Společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. ke konci analyzovaného období pravidelně investovala do svého rozvoje:

Tab. 25 Investice do dlouhodobého majetku v letech 2016 až 2024

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	31.8.24
Samostatné movité věci a soubory	1 991	1 779	2 323	1 879	1 817	1 611	2 212	6 106	6 443
Tempo růstu		-10,65%	30,58%	-19,11%	-3,30%	-11,34%	37,31%	176,04%	5,52%

Mezi významné investice minulých let patřilo:

- n Rok 2021: vybavení kuchyně, zdravotní přístroje a upgrade stávajícího lázeňského SW.
- n Rok 2022: zdravotnické přístroje za 1 219 tis. Kč, zařízení a nábytek za 279 tis. Kč.
- n Rok 2023: nákup pracovních strojů, zdrav. zařízení a nábytku a obnova dopravního parku.

Podle zásad nepřetržitého trvání podniku (*going concern*) předpokládáme pokračování nezbytných investic odpovídající plánovanému rozvoji společnosti odrážejícímu se v růstu tržeb:

Tab. 26 Plánované investice do dlouhodobého majetku v letech 2024 až 2033

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Samostatné movité věci a soubory	6 486	6 616	6 748	6 883	7 021	7 161	7 304	7 450	7 599	7 751
Tempo růstu	6,22%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%

4.5.1.5 Diskontní míra

Kalkulovaná úroková míra v modelech DCF umožňuje vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit i míru rizika spojenou s investicí do nákupu akcií společnosti. Tuto kalkulovanou úrokovou míru určíme na úrovni **průměrných vážených nákladů kapitálu** (WACC – *weighted average cost of capital*).

Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu je

$$WACC = n_{CK} (1 - d) \frac{CK}{K} + n_{VK} \frac{VK}{K},$$

- kde je n_{CK} ... náklady na cizí kapitál, tj. očekávaná výnosnost u cizího kapitálu vloženého do podniku,
- d ... sazba daně příjmu platná pro oceňovaný subjekt,
- CK ... tržní hodnota cizího (úročeného) kapitálu vloženého do podniku,
- VK ... tržní hodnota vlastního kapitálu,
- n_{VK} ... náklady na vlastní kapitál, tj. očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku při dané úrovni zadlužení podniku,
- K ... celková hodnota vloženého kapitálu $K = VK + CK$.

Vážené náklady kapitálu budou v průběhu ocenění počítány iterační metodou.

Určení nákladů na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál nebudeme určovat, společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. nečerpá bankovní úvěry.).

Určení nákladů na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál určíme **metodou CAPM**. Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál můžeme použít data publikovaná prof. Damodaranem¹. Pro analýzu byly zpracovány údaje firem působících na americkém trhu:

Tab. 27 Koefficienty beta pro americký a evropský trh

Industry Name	Number of Firms	Average Beta	Market D/E Ratio	Tax Rate	Unlevered Beta
Hospitals/Healthcare Facilities	32	0,88	79,74%	6,86%	0,55
Healthcare Support Services	119	1,03	26,86%	8,08%	0,86

Tentýž údaj pro evropský trh:

Industry Name	Number of Firms	Average Beta	Market D/E Ratio	Tax Rate	Unlevered Beta
Hospitals/Healthcare Facilities	29	0,56	256,42%	15,84%	0,19
Healthcare Support Services	45	0,86	69,79%	13,95%	0,56

Podle stejného pramene je riziková přírážka České republiky 0,56 % (riziko selhání země, dlouhodobý rating Aa3), aktuální výnosnost 10ti letých vládních dluhopisů ČR $r_f = 3,78\%$ a riziková premie kap. trhu USA (počítaná jako geometrický průměr rozdílu ročních výnosností akcií a státních dluhopisů v letech 1928 až 2023) $RPT = 5,23\%$.

Náklady vlastního kapitálu pak vypočteme pomocí vztahu:

$$n_{VK} = r_f + \beta \cdot RPT + RPZ$$

Rizikovou přírážku země ještě opravíme o rozdíl ve výnosnosti amerických a českých státních dluhopisů.

Celkové náklady vlastního kapitálu můžeme ještě zvýšit o rizikovou přírážku za menší společnost. K tomu použijeme postup používaný modelem INFA pro stanovení rizikové přírážky charakterizující velikost podniku² (viz [L11], str.144 až str.147). Tato jednoduchá funkční závislost vyjadřuje velikost rizikové přírážky na velikosti vlastního kapitálu takto:

- $VK > 3$ mld. Kč riziková přírážka = 0,00 % (hranice vychází ze zkušeností firem poskytujících rizikový kapitál)
- $VK < 100$ mil. Kč riziková přírážka = 3,00 %,

Takže funkčně vyjádřeno riziková přírážka = $(3 \text{ mld. Kč} - \text{vlastní kapitál})^2 / 280,3$

Dalšími možnými rizikovými přírážkami jsou riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů, kterou vzhledem k účelu ocenění nepoužijeme, a riziková přírážka za nejistou budoucnost, kterou použijeme při výpočtu pokračující hodnoty.

Náklady vlastního kapitálu budou určeny iterační metodou v průběhu vlastního ocenění.

¹ Damodaran Online (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>)

² NEUMAIEROVÁ, I. – NEUMAIER, I.: Výkonnost a tržní hodnota firmy. Grada Publishing, Praha 2002, str. 144 až 147

Tab. 28 Výpočet nákladů vlastního kapitálu

r_f (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů)	3,78%
Beta nezadlužené (průměr USA a Evropa)	0,540
Riziková prémie kap. trhu USA	5,23%
Rating České republiky (Moody's)	Aa3
Riziko selhání země (prémie USA dluhopisů Aa3 oproti AAA)	0,56%
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	1,3
Riziková prémie země	0,73%
Riziková přírůžka za menší společnost - odhad	3,0%
Riziková přírůžka za menší likviditu vlastnických podílů - odhad	0,0%
Riziková přírůžka za nejistou budoucnost - odhad	1,5%
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	0%
Daňová sazba	21%
Beta zadlužené	0,54
Náklady vlastního kapitálu	9,77%

4.5.2 Sestavený finanční plán

Na základě provedené analýzy generátorů hodnoty byl sestaven finanční plán společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. na období let 2024 až 2033. Podrobný finanční plán je uveden v příloze tohoto znaleckého posudku.

Tab. 29 Plánovaná rozvaha na roky 2024 až 2033

AKTIVA		2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
AKTIVA CELKEM		111 668	119 346	127 116	135 092	143 278	151 681	160 306	169 158	178 244	187 569
A. Pohledávky za upsaný základní kapitál		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B. Dlouhodobý majetek		7 067	7 202	7 340	7 480	7 624	7 770	7 919	8 071	8 226	8 385
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek		520	525	531	536	542	548	554	560	566	572
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek		6 547	6 677	6 809	6 944	7 082	7 222	7 365	7 511	7 660	7 812
B.III. Dlouhodobý finanční majetek											
C. Oběžná aktiva		104 602	112 144	119 776	127 612	135 655	143 911	152 387	161 087	170 017	179 184
C.I. Zásoby		1 680	1 722	1 765	1 809	1 855	1 901	1 948	1 997	2 047	2 098
C.II. Pohledávky		14 902	15 145	15 394	15 647	15 906	16 171	16 442	16 718	17 001	17 289
C.II.1. Dlouhodobé pohledávky		1 809	1 809	1 809	1 809	1 809	1 809	1 809	1 809	1 809	1 809
C.II.2. Krátkodobé pohledávky		13 093	13 336	13 585	13 838	14 097	14 362	14 633	14 909	15 192	15 480
C.III. Krátkodobý finanční majetek											
C.IV. Peněžní prostředky		88 019	95 277	102 618	110 155	117 894	125 839	133 996	142 371	150 969	159 796
D. Časové rozlišení aktiv		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

PASIVA		2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
PASIVA CELKEM		111 668	119 346	127 116	135 092	143 278	151 681	160 306	169 158	178 244	187 569
A. Vlastní kapitál		84 115	91 327	98 729	106 327	114 126	122 130	130 346	138 778	147 433	156 316
A.I. Základní kapitál		6 385	6 385	6 385	6 385	6 385	6 385	6 385	6 385	6 385	6 385
A.II. Āžio a kapitálové fondy		529	529	529	529	529	529	529	529	529	529
A.III. Fondy ze zisku											
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let (+/-)		69 877	77 201	84 413	91 815	99 413	107 212	115 216	123 432	131 864	140 519
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)		7 324	7 212	7 402	7 598	7 799	8 005	8 216	8 432	8 655	8 883
A.VI. Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)											
B.+C. Cizí zdroje		27 554	28 019	28 387	28 765	29 153	29 551	29 960	30 380	30 810	31 253
B. Rezervy		1 737	1 737	1 737	1 737	1 737	1 737	1 737	1 737	1 737	1 737
C. Závazky		25 817	26 282	26 650	27 028	27 416	27 814	28 223	28 643	29 073	29 516
C.I. Dlouhodobé závazky											
C.I.2. z toho závazky k úvěrovým institucím											
C.II. Krátkodobé závazky		25 817	26 282	26 650	27 028	27 416	27 814	28 223	28 643	29 073	29 516
C.II.2. z toho závazky k úvěrovým institucím											
D. Časové rozlišení pasiv		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Tab. 30 Plánovaný výkaz zisku a ztráty na roky 2024 až 2033

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
III-II	158 736	162 728	166 796	170 966	175 240	179 621	184 111	188 714	193 432	198 268
A. Výkonová spotřeba	73 024	74 382	76 241	78 147	80 101	82 104	84 156	86 260	88 417	90 627
B. Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)										
C. Aktivace (-)										
D. Osobní náklady	65 149	68 097	69 799	71 544	73 333	75 166	77 045	78 972	80 946	82 970
E. Úpravy hodnot v provozní oblasti	2 328	2 522	2 572	2 623	2 675	2 728	2 782	2 837	2 893	2 951
E.1.1. z toho úpravy hodnot dl. nehm. a hm. majetku trvalé	2 328	2 522	2 572	2 623	2 675	2 728	2 782	2 837	2 893	2 951
III. Ostatní provozní výnosy	954	1 721	1 764	1 808	1 854	1 900	1 947	1 996	2 046	2 097
F. Ostatní provozní náklady	9 437	9 913	10 161	10 415	10 675	10 942	11 215	11 496	11 783	12 078
* Provozní výsledek hospodaření (+/-)	9 746	9 506	9 756	10 013	10 277	10 548	10 826	11 111	11 403	11 703
IV. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly										
G. Náklady vynaložené na prodané podíly										
V. Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku										
H. Náklady související s ostatním dlouhodobým fin. maj.										
VI. Výnosové úroky a podobné výnosy										
I. Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti										
J. Nákladové úroky a podobné náklady										
VII. Ostatní finanční výnosy	21	118	121	124	127	130	133	137	140	144
K. Ostatní finanční náklady	497	495	507	520	533	546	560	574	588	603
* Finanční výsledek hospodaření (+/-)	-476	-377	-386	-396	-406	-416	-426	-437	-448	-459
** Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	9 271	9 129	9 370	9 618	9 872	10 132	10 400	10 674	10 956	11 244
L. Daň z příjmů	1 947	1 917	1 968	2 020	2 073	2 128	2 184	2 242	2 301	2 361
** Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	7 324	7 212	7 402	7 598	7 799	8 005	8 216	8 432	8 655	8 883
M. Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)										
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	7 324	7 212	7 402	7 598	7 799	8 005	8 216	8 432	8 655	8 883
* Čistý obrát za účetní období	159 705	164 537	168 650	172 867	177 188	181 618	186 158	190 812	195 583	200 472

4.6 ANALÝZA OCENĚNÍ

Zadavatelka znaleckého posudku, společnost LE CYGNE SPORTIF GROUPE a.s., se sídlem Praha 4 - Vinohrady, Závěšova 66/13, PSČ 140 00, IČO 618 60 042, mi položila tuto odbornou otázku:

Stanovte přiměřené protiplnění za akcie společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s., se sídlem č.p. 82, 463 62 Lázně Libverda, IČO 445 69 505 při nuceném přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře podle § 375 a násl. Zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích k datu 31.8.2024.

4.6.1 Použité způsoby ocenění – volba a zdůvodnění metod ocenění

4.6.1.1 Volba metod ocenění

Ocenění akcií společnosti vychází z hodnoty **aliquotního podílu na tržní hodnotě čistého obchodního majetku společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s..**

Hodnotu čistého obchodního majetku (ČOM) můžeme vypočítat dvěma způsoby:

1. jako součet jednotlivých položek majetku snížený o souhrn závazků
2. oceněním podniku jako celku (především výnosovými metodami, případně metodou tržního porovnání)

Vzhledem k účelu ocenění byly pro ocenění obchodního podílu na společnosti použity tyto metody:

- 1) Ocenění majetkovou metodou účetní hodnoty
- 2) Ocenění výnosovou metodou DCF

4.6.1.2 Zdůvodnění volby metod ocenění

Obecně je pokládána při oceňování jmění společností a podniků za základní **výnosová metoda diskontovaných volných peněžních toků (DCF)**. Tato metoda je z pohledu teorie nejsprávnější a poskytuje přímý pohled na ekonomiku podniku. Majetkové ocenění ve formě likvidační hodnoty nebylo použito, protože LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. je prosperující firma, která splňuje domněnku trvání společnosti.

Metoda účetní hodnoty je pro určení tržní hodnoty společnosti z výše uvedených důvodů nevhodná, je použita pouze jako doplňková.

4.6.2 Ocenění podle účetní hodnoty vlastního kapitálu (*book value*)

Účetní hodnotu je možno chápat jako soubor veškerého majetku a závazků, který je uveden v rozvaze. Z rozdílu mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou závazků všeho druhu zjistíme účetní hodnotu jmění společnosti jako hodnotu vlastního kapitálu.

Pro stanovení účetní hodnoty vlastního kapitálu společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. použijeme rozvahu s údaji k datu 31.8.2024. Účetní hodnota vlastního kapitálu k tomuto datu je 89 463 tis. Kč. Společnost emitovala 63 853 kmenových akcií na jméno v listinné podobě s nominální hodnotou 100,- Kč. Účetní hodnota jedné akcie je tedy po zaokrouhlení

ÚČETNÍ HODNOTA 1 ks akcie s nominální hodnotou 100,- Kč je:

1 401,- Kč

Tato hodnota je vypočítána pouze z důvodů úplnosti znaleckého posudku, pro majetkové ocenění by bylo nutné použít metodu substanční.

4.6.3 Určení hodnoty metodou DCF

Ocenění obchodního podílu na společnosti provedeme postupem pro dvoufázovou metodu DCFF.

Určení hodnoty společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. metodou DCF provedeme v těchto krocích:

1. určíme kalkulovanou úrokovou míru,
2. vypočteme volné peněžní toky (FCFF) pro 1. fázi a stanovíme jejich hodnotu k datu ocenění,
3. odhadneme tempo růstu ve 2. fázi a vypočteme současnou hodnotu volných peněžních toků pro 2. fázi,
4. určíme výslednou hodnotu jako součet hodnoty 1. a 2. fáze; od této hodnoty pak odečteme hodnotu úročeného cizího kapitálu a připočteme hodnotu neprovozního majetku.

4.6.3.1 Výpočet volných peněžních toků a stanovení hodnoty 1. fáze

Volný peněžní tok do firmy vypočteme podle rovnice

$$FCFF = EBIT(1 - d) + odpisy - \Delta WC - investice$$

Náklady vlastního kapitálu a WACC budeme dopočítávat iterační metodou. Náklady cizího kapitálu ponecháme beze změny.

4.6.3.2 Stanovení hodnoty 2. fáze

Protože pro 2. fázi nemáme k dispozici roční finanční plány, musíme hodnotu druhé fáze odhadnout jen na základě rámcových předpokladů, které dosadíme do parametrického vzorce:

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{KPZ_{T+1} \left(1 - \frac{g}{r_I} \right)}{i_k - g}$$

kde KPZ_{T+1} je korigovaný provozní zisk po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy
 g je tempo růstu korigovaného provozního zisku KPZ ve druhé fázi
 i_k je diskontní míra a
 r_I je rentabilita investic ve druhé fázi

- § Diskontní míru i_k stanovíme v návaznosti na průměrné vážené náklady kapitálu v posledním roce prognózovaného období
- § Z průměrná míry investic m_I v závěrečné fázi prognózovaného období při splnění požadavku pro druhou fázi $r_I > WACC$ odvodíme ze vzorce $g > m_I \times r_I$ hodnotu g .
- § Růst g ve výši 2 % je ve druhé fázi schopen generovat výnosy dostatečné pro pokrytí nákladů požadovaných investory a věřiteli za poskytnutí dlouhodobého kapitálu (předpoklad *going concern*), kdy rentabilita čistých investic značně převyšuje požadovanou rentabilitu dlouhodobého kapitálu.
- § Předpokládaný KPZ pro první rok 2. fáze stanovíme v návaznosti na poslední rok prognózovaného období (v posledním roce plánovaného období dosáhla společnost ustálené struktury hospodářského výsledku).

4.6.3.3 Výpočet výsledné hodnoty podniku metodou DCF

Pro určení výsledné hodnoty podniku odečteme od pokračující hodnoty vypočtené jako součet současných hodnot 1. a 2. fáze hodnotu úročeného cizího kapitálu a přičteme hodnotu neprovozních aktiv.

Neprovozními aktivy společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. jsou provozně zbytné finanční prostředky ve výši 75 251 tis. Kč.

Úročené cizí zdroje společnost LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. k datu ocenění nečerpá.

Výpočty můžeme shrnout do výsledné tabulky (hodnoty v tis. Kč):

Tab. 31 Ocenění výnosovou metodou diskontovaných volných peněžních toků (DCF)

(v tis. Kč)	31.12.24	31.12.25	31.12.26	31.12.27	31.12.28	31.12.29	31.12.30	31.12.31	31.12.32	31.12.33	PH
+ KPZ před zdaněním	-1 240	9 506	9 756	10 013	10 277	10 548	10 826	11 111	11 403	11 703	
- Upravená daň z příjmů	-260	1 996	2 049	2 103	2 158	2 215	2 273	2 333	2 395	2 458	
= KPZ (po dani)	-980	7 509	7 707	7 911	8 119	8 333	8 552	8 778	9 009	9 246	9 431
tempo růstu KPZ (po dani)	-112,24%	-866,58%	2,64%	2,64%	2,64%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	
+ Odpisy	776	2 522	2 572	2 623	2 675	2 728	2 782	2 837	2 893	2 951	
+ Ostatní nepeněžní operace	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Investice do PK	-11 480	-64	15	15	14	13	11	10	9	8	
- Investice do SA	780	2 657	2 710	2 763	2 818	2 874	2 931	2 989	3 049	3 109	
míra investic	1171,55%	0,95%	1,99%	1,96%	1,93%	1,91%	1,88%	1,85%	1,83%	1,80%	
rentabilita čistých investic	78,27%	11949,19%	129,20%	131,02%	132,86%	134,72%	136,60%	138,50%	140,42%	142,37%	
= FCFF	10 497	7 438	7 554	7 756	7 962	8 174	8 392	8 615	8 844	9 079	9 261
FCFF za část roku	12 251										
míra růstu 2. fáze											2,00%
(1-t)	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
Rf	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%
RPT	5,23%	5,23%	5,23%	5,23%	5,23%	5,23%	5,23%	5,23%	5,23%	5,23%	5,23%
RPZ	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%
beta (n)	0,540	0,540	0,540	0,540	0,540	0,540	0,540	0,540	0,540	0,540	0,540
beta (z)	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54
Nvk	11,27%	11,27%	11,27%	11,27%	11,27%	11,27%	11,27%	11,27%	11,27%	11,27%	15,77%
Nck											
Přirážka za menší společnost	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Přirážka za menší likviditu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Přirážka za nejistou budoucnost	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	6,00%
Hodnota společnosti k datu	1.11.23	1.1.25	1.1.26	1.1.27	1.1.28	1.1.29	1.1.30	1.1.31	1.1.32	1.1.33	1.1.34
CK	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
K	61 720	69 840	70 274	70 641	70 848	70 872	70 687	70 263	69 568	68 566	67 215
CK/K	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VK/K	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
CK/VK	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,27%	11,27%	11,27%	11,27%	11,27%	11,27%	11,27%	11,27%	11,27%	11,27%	15,77%
Diskontní faktor	0,884	0,899	0,899	0,899	0,899	0,899	0,899	0,899	0,899	0,899	7,127
Současná hodnota 1. fáze	39 005										
Současná hodnota 2. fáze	22 715										
Hb	61 720	69 840	70 274	70 641	70 848	70 872	70 687	70 263	69 568	68 566	67 215
Hn	61 720										
Neprovozní aktiva	75 251										
Výsledná hodnota VK	136 971										
nominální hodnota akcie v Kč	100										
Hodnota 1 ks akcie v Kč	2 145										

Vzhledem k tomu, že výnosové metody patří mezi ekonomicky nejsprávnější, považujeme hodnotu 136 971 tis. Kč za hodnotu odpovídající tržní hodnotě 100 % podílu na společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s.

Společnost emitovala 63 853 kmenových akcií na jméno v listinné podobě s nominální hodnotou 100,- Kč. Tržní hodnota jedné akcie je tedy po zaokrouhlení

HODNOTA 1 ks akcie s nominálem 100,- Kč zjištěná metodou DCF

2 145,- Kč

5. ODŮVODNĚNÍ

5.1 INTERPRETACE VÝSLEDKŮ ANALÝZY

Pro stanovení tržní hodnoty 1 kusu akcie s nominální hodnotou 100,- Kč emitované společností LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. byly použity majetková metoda účetní hodnoty a výnosová metoda diskontovaných peněžních toků. Obecně je pokládána při oceňování jmění společností a podniků za základní výnosová metoda diskontovaných volných peněžních toků (DCF). Tato metoda je z pohledu teorie nejsprávnější a poskytuje přímý pohled na ekonomiku podniku.

Jako stěžejní byla proto použita výnosová metoda diskontovaných volných peněžních toků. Metoda účetní hodnoty byla použita pouze jako doplňková.

Rekapitulace výsledků jednotlivých metod ocenění (po zaokrouhlení):

Metoda	Hodnota 1 ks akcie
Metoda výnosová DCF	2 145,- Kč
Účetní hodnota vlastního kapitálu	1 401,- Kč

Přiměřené protiplnění za 1 kus akcie s nominální hodnotou 100,- Kč emitované společností LÁZNĚ LIBVERDA, a.s. s rovná alikvótnímu podílu na tržní hodnotě jejího čistého majetku.

Po zvážení všech předpokladů právní, ekonomické, provozní a všeobecné povahy, které jsou mi k datu zpracování tohoto posudku známy, z pohledu objektivitu, opatrnosti a pro zadaný účel ocenění činím tento závěr:

Přiměřené protiplnění za 1 kus akcie s nominální hodnotou 100,- Kč emitované společností LÁZNĚ LIBVERDA, a.s., se sídlem č.p. 82, 463 62 Lázně Libverda, IČO 445 69 505 při nuceném přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře podle § 375 a násl. Zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích k datu 31.8.2024, je po zaokrouhlení 2 145,- Kč.

5.2 KONTROLA POSTUPU

Při zpracování tohoto znaleckého posudku jsem při hledání odpovědi na položené odborné otázky vyšla z podkladů, jejichž výčet je uveden v ve 2. kapitole.

V **nálezové části** posudku jsem provedla rekapitulaci pro odpovědi na zadané otázky podstatných poznatků, strategickou a finanční analýzu, popsala jsem oceňovaný obchodní závod, jeho majetkovou a kapitálovou strukturu a výsledky hospodaření.

V **posudkové části** jsem popsala metody oceňování majetku, podrobně jsem popsala postup při analýze získaných dat majetkovou metodou substanční a výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků, kterou jsem použila jako metodu stěžejní.

Podle ust. § 52 vyhlášky č. 503/2020 Sb. postupuje znalec při zpracování znaleckého posudku takto:

- vybere zdroj dat
- sebere nebo vytvoří data
- zpracuje data
- provede analýzu a zformuluje její výsledky
- zformuluje závěr

Tyto požadavky na předepsaný postup jsem splnila takto:

- | | |
|--|---|
| a) výběr zdroje dat | Jako zdroj dat jsem použila podklady poskytnuté zadavatelem, důvěryhodné veřejné zdroje a výsledky vlastního šetření. |
| b) sběr nebo tvorba dat | Z výše uvedených zdrojů jsem použila všechny dostupné informace, vlastní data jsem nevytvářela. |
| c) zpracování dat | Ze získaných dat jsem zpracovala přehlednou časovou řadu účetních výkazů. |
| d) provedení analýzy a formulace jejích výsledků | Po vyhodnocení zpracovaných dat jsem zvolila vhodnou metodu stanovení průměrného protiplnění za akcie společnosti a provedla jsem analýzu výpočtu jeho hodnoty včetně rekapitulace dosažených výsledků. |
| g) formulace závěru | Na základě interpretace výsledků analýzy jsem dospěla k závěrům, které jsou shrnuty v odpovědích na zadanou odbornou otázku v závěru znaleckého posudku. |

Zkontrolovala jsem všechny kroky mého postupu a mám za to, že všechny výše uvedené kroky byly provedeny v dostatečném rozsahu, který mi dovoluje formulovat odpovědi na zadanou odbornou otázku.

6. ZÁVĚREČNÁ ZPRÁVA

Zadavatelka znaleckého posudku, společnost LE CYGNE SPORTIF GROUPE a.s., se sídlem Praha 4 - Vinohrady, Závišova 66/13, PSČ 140 00, IČO 618 60 042, mi položila tuto odbornou otázku:

Stanovte přiměřené protiplnění za akcie společnosti LÁZNĚ LIBVERDA, a.s., se sídlem č.p. 82, 463 62 Lázně Libverda, IČO 445 69 505 při nuceném přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře podle § 375 a násl. Zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích k datu 31.8.2024.

Po zvážení všech předpokladů právní, ekonomické, provozní a všeobecné povahy, které jsou mi k datu zpracování tohoto posudku známy, z pohledu objektivitu, opatrnosti a pro zadaný účel ocenění činím tento závěr:

Přiměřené protiplnění za 1 kus akcie s nominální hodnotou 100,- Kč emitované společností LÁZNĚ LIBVERDA, a.s., se sídlem č.p. 82, 463 62 Lázně Libverda, IČO 445 69 505 při nuceném přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře podle § 375 a násl. Zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích k datu 31.8.2024, je po zaokrouhlení:

2 145,- Kč

(dva tisíce sto čtyřicet pět korun českých)

KONZULTANT A DŮVOD JEHO PŘIBRÁNÍ

Konzultant nebyl přizván.

ODMĚNA A NÁHRADA NÁKLADŮ ZNALCE

Byla sjednána smluvní odměna..

DOLOŽKA ZNALKYNĚ O UVĚDOMĚNÍ SI NÁSLEDKŮ VĚDOMĚ NEPRAVDIVÉHO POSUDKU

Prohlašuji, že jsem si jako znalkyně vědoma následků podání vědomě nepravdivého znaleckého posudku ve smyslu § 127a zákona č. 99/1963 Sb., občanského soudního řádu, resp. § 110a zákona č. 141/1961 Sb., o trestním řízení soudním (trestní řád).

ZNALECKÁ DOLOŽKA

Znalecký posudek jsem podala jako znalkyně jmenovaná rozhodnutími předsedy Krajského soudu v Brně č.j. Spr 1583/98 ze dne 7.6. 1999, č.j. Spr 1808/2000 ze dne 9.7.2001, č.j. Spr 332/2016-35 ze dne 27.4.2016 a č.j. Spr 47/2018-17 ze dne 9.1.2018 pro základní obor ekonomika, odvětví ceny a odhady, specializace cenné papíry, oceňování podniků, pohledávky, nehmotný majetek, transferové ceny a pro základní obor ekonomika, odvětví ekonomická odvětví různá, specializace ekonomické a finanční analýzy.

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 995 – 22 / 24 znaleckého deníku.

Znalecký úkon je zapsán v evidenci posudků pod pořadovým číslem 081731/2024.

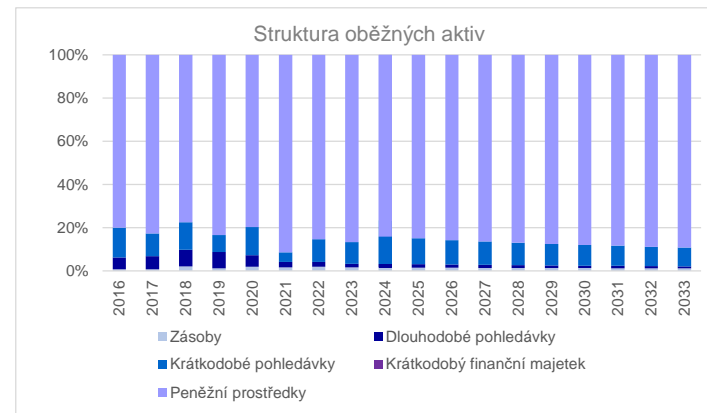
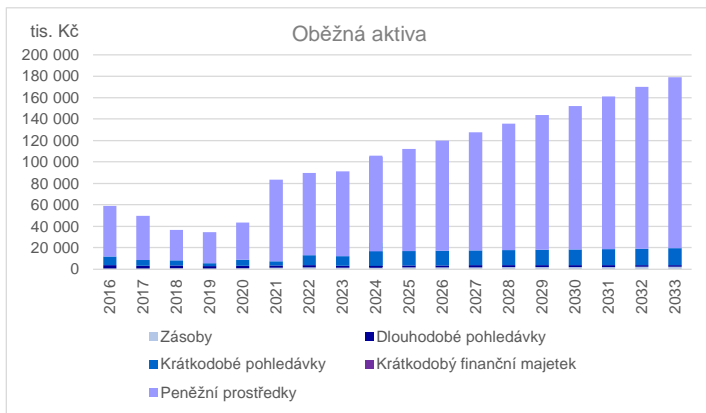
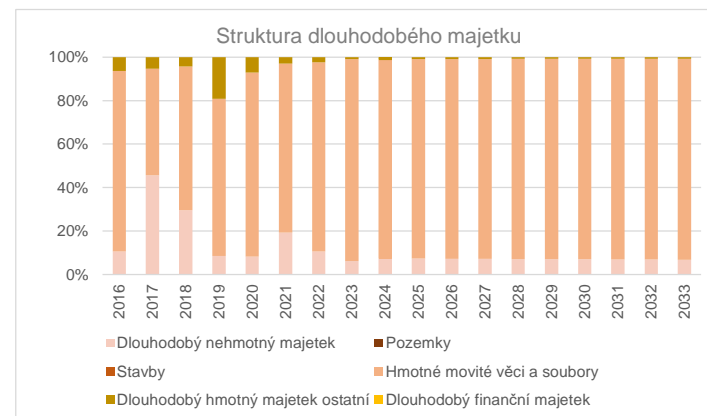
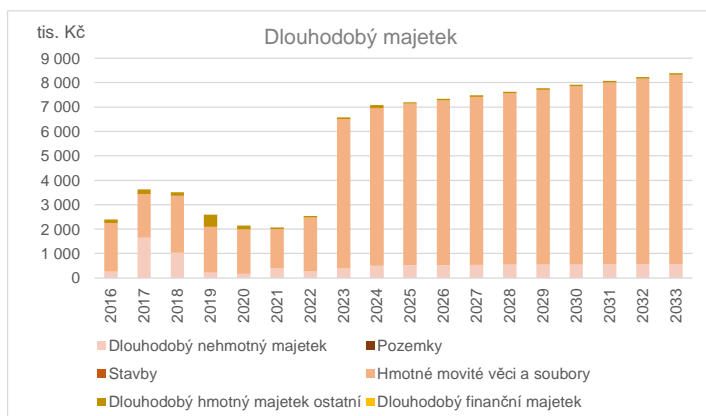
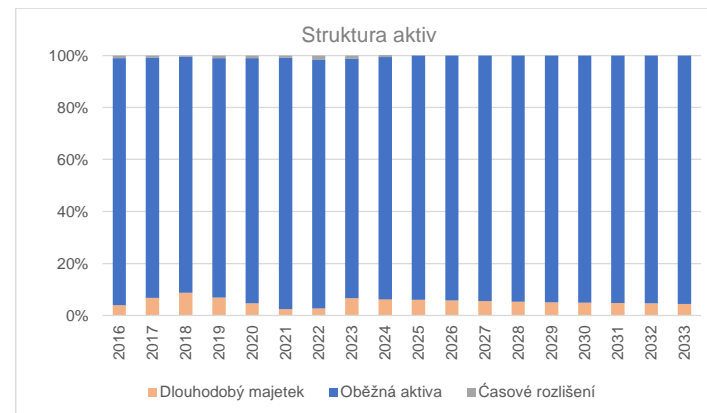
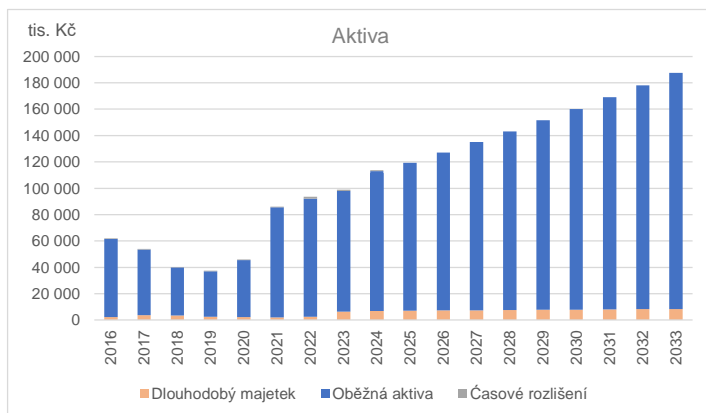
V Brně dne 1. listopadu 2024

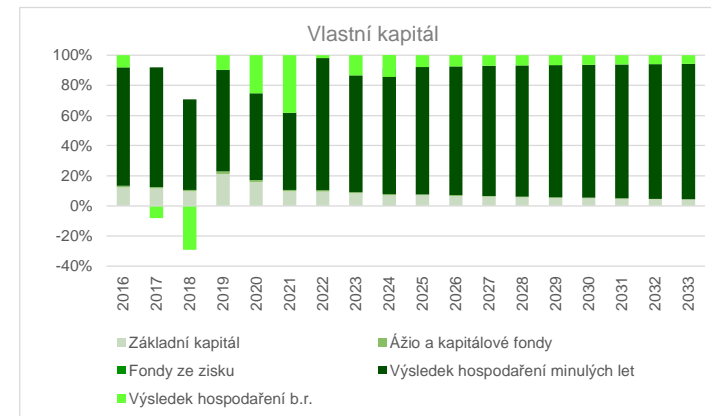
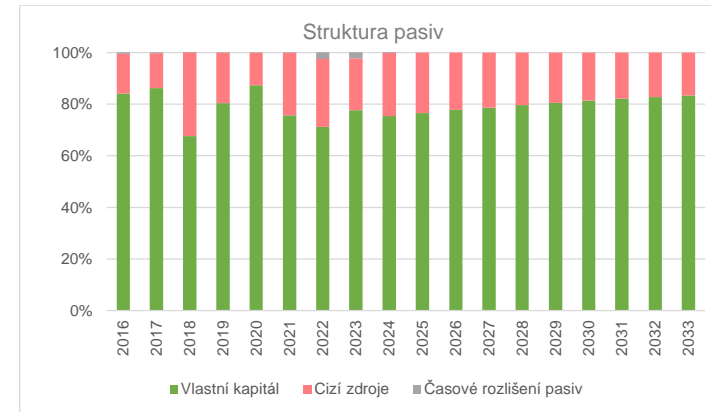
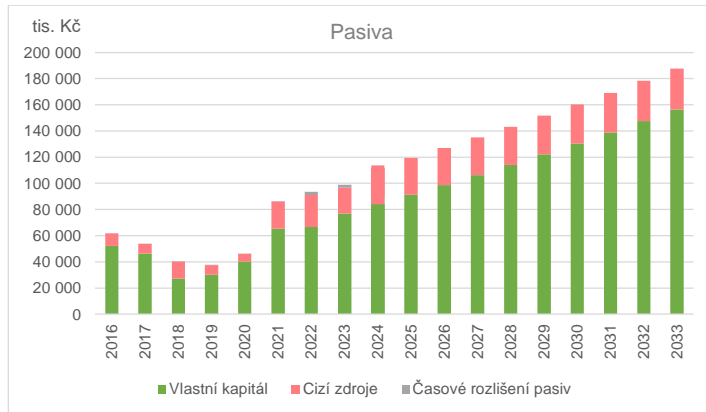


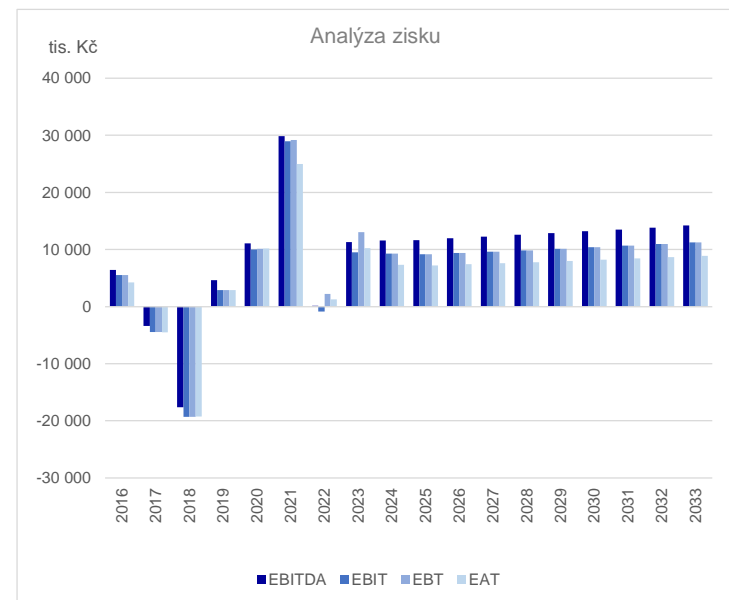
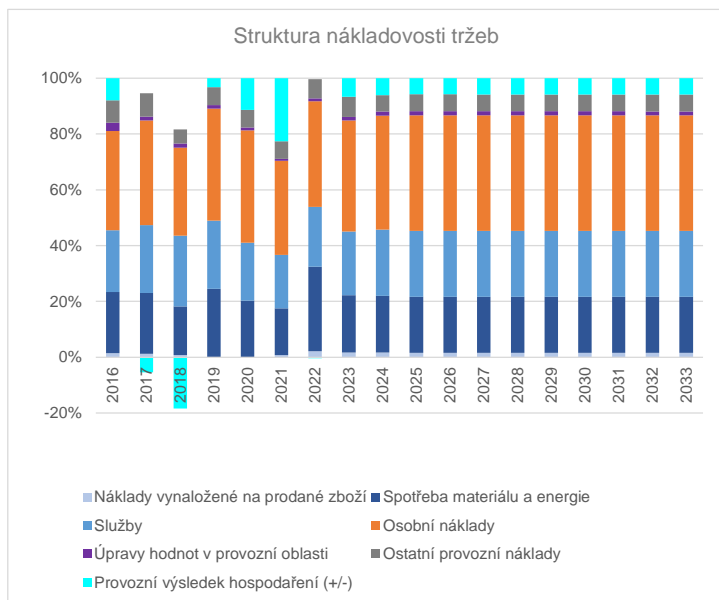
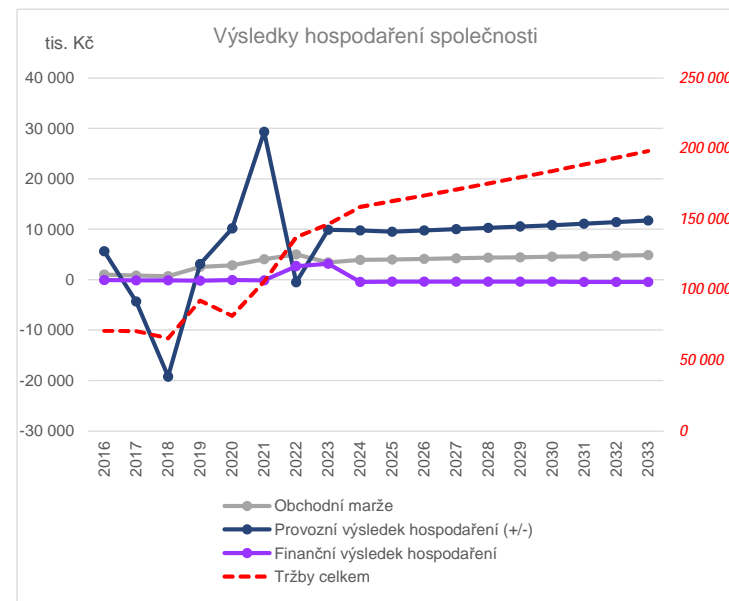
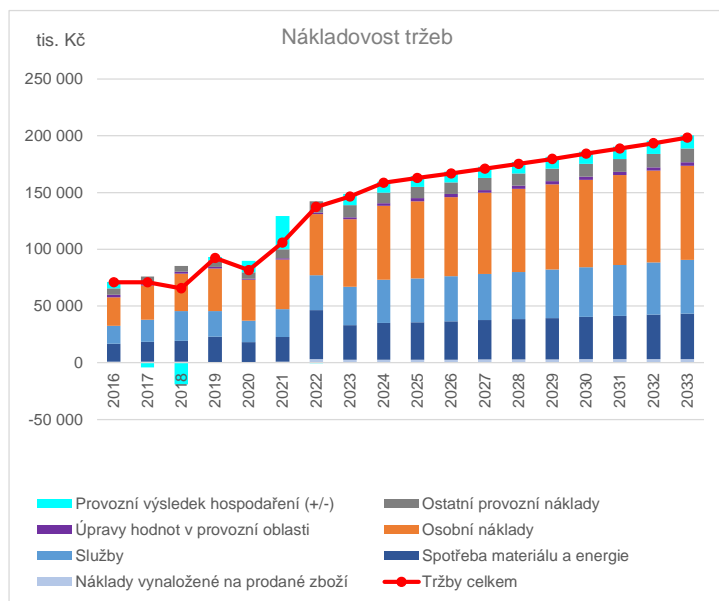
Ing. Ivana Prchalová Heřboltovej, CSc.

PŘÍLOHY









VÝKAZ CASH FLOW

LÁZNĚ LIBVERDA, a.s.
IČ: 445 69 505

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
P <i>PENEŽNÍ PROSTŘEDKY na počátku roku</i>	47 255	41 268	28 296	28 800	34 656	76 312	76 411	79 141	88 019	95 277	102 618	110 155	117 894	125 839	133 996	142 371	150 969
Z HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK	-4 496	-19 237	2 924	10 138	24 993	1 264	10 243	7 324	7 212	7 402	7 598	7 799	8 005	8 216	8 432	8 655	8 883
+ odpisy	1 070	1 646	1 779	1 068	899	1 028	1 748	2 328	2 522	2 572	2 623	2 675	2 728	2 782	2 837	2 893	2 951
+ přírůstky rezerv					1 019	315	1 225	-822									
+ přírůstky časového rozlišení pasiv	-184	-164	20	-9		2 331	-66	-2 277									
- přírůstky časového rozlišení aktiv	251	229	-222	-103	-216	-730	310	1 120									
cash flow I (z vlastní činnosti)	-3 359	-17 526	4 501	11 094	26 695	4 208	13 460	7 673	9 734	9 974	10 221	10 473	10 732	10 998	11 270	11 548	11 834
- přírůstek zásob	74	-428	361	-392	-516	-457	347	-256	-42	-43	-44	-45	-46	-48	-49	-50	-51
cash flow II (po zohlednění zásob)	-3 285	-17 954	4 862	10 702	26 179	3 751	13 807	7 417	9 692	9 931	10 177	10 428	10 686	10 950	11 221	11 498	11 783
- přírůstek krátkodobých pohledávek	2 925	585	1 955	-2 906	1 999	-5 711	279	-4 007	-243	-248	-254	-259	-265	-271	-276	-282	-289
+ přírůstek krátkodobých závazků	-2 281	5 789	-5 657	-1 486	14 116	3 357	-5 980	8 493	466	368	378	388	398	409	420	431	442
+ přírůstek krátkodobých úvěrů a fin. výpomocí																	
A Cash flow z provozní činnosti	-2 641	-11 580	1 160	6 310	42 294	1 397	8 106	11 902	9 914	10 051	10 301	10 557	10 819	11 088	11 364	11 647	11 936
- přírůstek pohledávek za upsany VK	-1 399	614	821	44	-224	130	-136	-115	-5	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6
- přírůstek nehmotného DM	172	-504	102	404	298	-601	-3 894	-380	-130	-132	-135	-138	-140	-143	-146	-149	-152
- odpisy hmotného a nehmotného DM	-1 070	-1 646	-1 779	-1 068	-899	-1 028	-1 748	-2 328	-2 522	-2 572	-2 623	-2 675	-2 728	-2 782	-2 837	-2 893	-2 951
- přírůstek finančních investic																	
B Cash flow z investiční činnosti	-2 297	-1 536	-856	-620	-825	-1 499	-5 778	-2 823	-2 657	-2 710	-2 763	-2 818	-2 874	-2 931	-2 989	-3 049	-3 109
+ přírůstek základního kapitálu																	
+ přírůstek kapitálových fondů		1	-1														
+ přírůstek fondů ze zisku																	
+ přírůstek HV minulých období (bez HV b.ú.o.)	-1 277	-1							0				0				
+ přírůstek dlouhodobých závazků	27	-57		-35	-14												
+ přírůstek dlouhodobých bank. úvěrů																	
- přírůstek dlouhodobých pohledávek	201	201	201	201	201	201	402	-201									
C Cash flow z finanční činnosti	-1 049	144	200	166	187	201	402	-201	0	0	0	0	0	0	0	0	0
F CASH FLOW CELKEM	-5 987	-12 972	504	5 856	41 656	99	2 730	8 878	7 257	7 341	7 537	7 739	7 945	8 157	8 375	8 598	8 827
R <i>PENEŽNÍ PROSTŘEDKY na konci roku</i>	41 268	28 296	28 800	34 656	76 312	76 411	79 141	88 019	95 277	102 618	110 155	117 894	125 839	133 996	142 371	150 969	159 796

