



Znalecký posudek

č. 41/2021

PŘEDMĚT:

Stanovit hodnotu mezinárodní ochranné známky pro účely ocenění majetku v majetkové podstatě dlužníka **pietro filipi stores, s.r.o.**

ZADAVATEL:

Ing. Lukáš Vlašný

Insolvenční správce dlužníka **pietro filipi stores, s.r.o.**, IČO: 649 39 341, se sídlem Bílkova 855/19, Staré Město, 110 00 Praha 1 (dále jako „**Dlužník**“), se kterým je u Městského soudu v Praze pod sp. zn. MSPH 88 INS 2135 / 2021 vedeno insolvenční řízení.

(dále také „**Zadavatel**“)

ZPRACOVATEL:

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

*zapsaná do obchodního rejstříku vedeného Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka 46569
znalecká kancelář zapsaná rozhodnutím Ministerstva spravedlnosti ČR do seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika
se sídlem: Praha 8, Karlín, Sokolovská 5/49, PSČ 186 00
IČO: 250 94 921*

(dále také „**Znalec**“)

Číslo jednací Zadavatele:	-
Datum zpracování:	15. září 2021
Číslo vyhotovení:	1
Celkový počet vyhotovení:	3
Počet stran posudku včetně titulní strany a příloh:	47
Počet příloh:	2



OBSAH

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK.....	- 4 -
SEZNAM OBJEKTŮ.....	- 5 -
SEZNAM PŘÍLOH.....	- 6 -
1 ZADÁNÍ ZNALECKÉHO POSUDKU	- 7 -
1.1 ODBORNÁ OTÁZKA ZADAVATELE	- 7 -
1.2 ÚČEL ZNALECKÉHO POSUDKU.....	- 7 -
1.3 SKUTEČNOSTI SDĚLENÉ ZADAVATELEM MAJÍCÍ VLIV NA PŘESNOST ZÁVĚRU POSUDKU.....	- 7 -
1.4 DATUM OCENĚNÍ A ZOHLEDNĚNÉ SKUTEČNOSTI	- 7 -
1.5 PROVEDENÁ ŠETŘENÍ A KOMUNIKACE	- 7 -
1.6 OCEŇOVACÍ PRAMEN (STANDARD)	- 7 -
1.7 KATEGORIE VÝSLEDNÉ HODNOTY.....	- 8 -
1.8 IDENTIFIKACE ZADAVATELE	- 8 -
1.9 IDENTIFIKACE A PROHLÁŠENÍ ZNALCE	- 8 -
1.10 OBECNÉ PŘEDPOKLADY A OMEZENÍ.....	- 9 -
2 VÝČET PODKLADŮ.....	- 10 -
2.1 POPIS POSTUPU ZNALCE PŘI VÝBĚRU ZDROJŮ DAT	- 10 -
2.2 VÝČET VYBRANÝCH ZDROJŮ DAT A JEJICH POPIS	- 10 -
2.3 VĚROHODNOST ZDROJE DAT.....	- 10 -
2.4 TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ.....	- 11 -
3 NÁLEZ.....	- 20 -
3.1 IDENTIFIKACE SPOLEČNOSTI PIETRO FILIPI STORES, S.R.O.....	- 20 -
4 POSUDEK.....	- 24 -
4.1 ANALÝZA VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ.....	- 24 -
4.2 SPECIÁLNÍ OMEZENÍ A PŘEDPOKLADY	- 32 -
4.3 OBECNÉ INFORMACE O PROVEDENÉM OCENĚNÍ.....	- 32 -
4.4 VOLBA ZPŮSOBU OCENĚNÍ A JEHO POPIS.....	- 33 -
4.5 SHRNUTÍ – VÝSLEDNÁ HODNOTA	- 40 -
5 ODŮVODNĚNÍ	- 41 -
5.1 INTERPRETACE VÝSLEDKŮ ANALÝZY.....	- 41 -

5.2	KONTROLA POSTUPU	- 41 -
6	ZÁVĚR	- 42 -
6.1	CITACE ZADANÉ ODBORNÉ OTÁZKY	- 42 -
6.2	ODPOVĚĎ	- 42 -
6.3	PODMÍNKY SPRÁVNOSTI ZÁVĚRU, PŘÍPADNĚ SKUTEČNOSTI SNIŽUJÍCÍ JEHO PŘESNOST	- 42 -
7	ZNALECKÁ DOLOŽKA.....	- 44 -
Příloha č. 1: Výpis z obchodního rejstříku společnosti pietro filipi stores, s.r.o.		- 45 -
Příloha č. 2: Výpis z databáze ochranných známek – ÚPV.....		- 46 -

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

ČNB	Česká národní banka (www.cnb.cz)
ČSÚ	Český statistický úřad (www.czso.cz)
EAT	Čistý zisk po zdanění
EBIT	Zisk před úroky a daní
EBITDA	Zisk před odpisy, úroky a daní
EBT	Zisk před daní
EU IPO	Úřad Evropské unie pro duševní vlastnictví
HDP	Hrubý domácí produkt
IMF	Mezinárodní měnový fond
pietro stores	pietro filipi stores, s.r.o.
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
MF ČR	Ministerstvo finanční České republiky
Oceňovaný majetek	Ochranná známka „PIETRO FILIPÍ“
OZ	Ochranná známka
Podnik	Pojem „podnik“ je používán jako obecnější a srozumitelnější pojem, navazující na současnou oceňovací praxi a bude v této souvislosti považován za synonymum pro pojem „obchodní závod“, který s účinností od 1.1.2014, zavedl zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
ÚPV	Úřad průmyslového vlastnictví
Zadavatel	Ing. Lukáš Vlašný
Znalec	PRAGUE ACCOUNTING SERVICES s.r.o.

SEZNAM OBJEKTŮ

TABULKY

Tabulka 1: Identifikace Zadavatele	- 8 -
Tabulka 2: Identifikace společnosti pietro filipi stores, s.r.o.	- 20 -
Tabulka 3: Seznam ochranných známek.....	- 21 -
Tabulka 4: Vývoj výkonosti společnosti pietro filipi stores, s.r.o.	- 22 -
Tabulka 5: Vývoj výkonosti společnosti pietro filipi, s.r.o.	- 23 -
Tabulka 6: Historický vývoj HDP	- 24 -
Tabulka 7: Očekávaný vývoj HDP	- 25 -
Tabulka 8: Historický vývoj cenové hladiny.....	- 26 -
Tabulka 9: Očekávaný vývoj cenové hladiny	- 27 -
Tabulka 10: PRIBOR 3M.....	- 28 -
Tabulka 11: Výnos do doby splatnosti	- 29 -
Tabulka 12: Historický vývoj nezaměstnanosti a nom. mzdy	- 30 -
Tabulka 13: Očekávaný vývoj nezaměstnanosti a nom. mzdy	- 31 -
Tabulka 14: Historicky dosahované tržby za prodej zboží společnosti pietro filipi, s.r.o. (2017 – 2019).....	- 34 -
Tabulka 15: Historicky dosahované tržby za prodej zboží společnosti pietro filipi, s.r.o. (1999 – 2019).....	- 35 -
Tabulka 16: Prognóza tržeb - optimistický scénář	- 35 -
Tabulka 17: Licenční kontrakty	- 36 -
Tabulka 18: Riziková přírůžka za malou společnost	- 39 -
Tabulka 19: Ocenění ochranné známky - optimistický scénář.....	- 40 -
Tabulka 20: Ocenění ochranné známky – pesimistický scénář.....	- 40 -
Tabulka 21: Ocenění OZ.....	- 40 -
Tabulka 22: Ocenění OZ.....	- 41 -
Tabulka 23: Osoby podílející se na zpracování posudku.....	- 43 -

OBRÁZKY

Obrázek 1: ÚPV – ochranná známka pietro filipi stores, s.r.o.	- 21 -
--	--------

GRAFY

Graf 1: Historický vývoj nominálního a reálného tempa růstu HDP a jejich predikce	- 25 -
Graf 2: Historický vývoj cenové hladiny a její predikce	- 28 -
Graf 3: Historický vývoj 3M PRIBOR a jeho predikce	- 29 -
Graf 4: Historický vývoj výnosnosti českých a amerických dluhopisů	- 30 -
Graf 5: Historický vývoj míry nezaměstnanosti a tempa růstu průměrné nominální mzdy a jejich predikce.....	- 31 -

ROVNICE

Rovnice 1: Rovnice pro výpočet hodnoty nehmotného aktiva metodou licenční analogie	- 33 -
Rovnice 2: Rovnice stanovení nákladu na vlastní kapitál.....	- 38 -

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha č. 1: Výpis z obchodního rejstříku společnosti pietro filipi stores, s.r.o.	- 45 -
Příloha č. 2: Výpis z databáze ochranných známek – ÚPV.....	- 46 -

1 ZADÁNÍ ZNALECKÉHO POSUDKU

Tato kapitola obsahuje základní údaje o znaleckém úkolu, dni ocenění, provedených šetřeních a jiných relevantních skutečnostech týkajících se zpracování tohoto znaleckého posudku.

1.1 ODBORNÁ OTÁZKA ZADAVATELE

Jaká je hodnota mezinárodní ochranné známky ve vlastnictví společnosti pietro filipi stores, s.r.o., se sídlem Bílkova 855/19, Staré Město, 110 00 Praha 1, IČO: 649 39 341, ke dni vydání tohoto znaleckého posudku?

Pozn.: Pojem „společnost“ či „podnik“ bude dále ve znaleckém posudku používán jako obecnější a srozumitelnější pojem, navazující na současnou oceňovací praxi a bude v této souvislosti považován za synonymum pro pojem „obchodní závod“, který s účinností od 1.1.2014, zavedl zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

1.2 ÚČEL ZNALECKÉHO POSUDKU

Tento znalecký posudek se vydává **pro účely** ocenění majetku v majetkové podstatě dlužníka pietro filipi stores, s.r.o.

1.3 SKUTEČNOSTI SDĚLENÉ ZADAVATELEM MAJÍ Vliv NA PŘESNOST ZÁVĚRU POSUDKU

Znalci nebyly sděleny žádné skutečnosti ve smyslu ust. § 40 odst. 1 písm. c) vyhlášky č. 503/2020 Sb., o výkonu znalecké činnosti, které mohou mít vliv na přesnost závěru uvedeného v tomto znaleckém posudku.

1.4 DATUM OCENĚNÍ A ZOHLEDNĚNÉ SKUTEČNOSTI

Ocenění je provedeno ke dni **vydání znaleckého posudku** (dále také „**den ocenění**“ nebo „**datum ocenění**“).

Znalec do ocenění promítnul všechny informace, které byly veřejně k dispozici až do dne ocenění a také informace, které získal od Zadavatele tohoto znaleckého posudku.

1.5 PROVEDENÁ ŠETŘENÍ A KOMUNIKACE

Znalec neprováděl v průběhu zpracování tohoto znaleckého posudku žádná místní ani jiná šetření. Znalec v tomto ohledu vycházel z podkladů a informací získaných přímo od Zadavatele, které považuje za pravdivé a spolehlivé. Veškerá komunikace mezi Znalcem a Zadavatelem tohoto znaleckého posudku probíhala prostřednictvím osobních jednání, elektronické komunikace a telefonních hovorů. Cílem této komunikace bylo získání bližších a doplňujících informací nezbytných pro zpracování tohoto znaleckého posudku. Znalec nikterak nezohledňoval názory Zadavatele, a vycházel pouze z dokumentů a informací, které jsou uvedeny v kapitole 2 tohoto znaleckého posudku.

1.6 OCEŇOVACÍ PRAMEN (STANDARD)

Ocenění je provedeno a tento znalecký posudek vypracován v souladu s **Mezinárodními oceňovacími standardy** (dále také „**IVS**“), které jsou popsány v kapitole 2.4 a které představují základní oceňovací pramen.

1.7 KATEGORIE VÝSLEDNÉ HODNOTY

Znalec konstatuje, že kategorie výsledné hodnoty (báze) stanovené v tomto znaleckém posudku odpovídá **tržní hodnotě**, jejíž definiční znaky jsou uvedeny v kapitole 2.4.1.

1.8 IDENTIFIKACE ZADAVATELE

Tabulka 1: Identifikace Zadavatele

Jméno, příjmení:

Ing. Lukáš Vlašný, insolvenční správce dlužníka pietro filipi stores, s.r.o., IČO: 649 39 341, se sídlem Bílkova 855/19, Staré Město, 110 00 Praha 1.

Zdroj: www.justice.cz

1.9 IDENTIFIKACE A PROHLÁŠENÍ ZNALCE

Společnost **PRAGUE ACCOUNTING SERVICES s.r.o.**, se sídlem: Sokolovská 5/49, Praha 8, PSČ: 186 00, IČ: 250 94 921 zapsaná do obchodního rejstříku, vedeného Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka 46569 (*dále jen též i jako „Znalec“*), je zapsána rozhodnutím Ministerstva spravedlnosti ČR ze dne 8. ledna 2004, č.j. M - 36/2004 jako znalecká kancelář **do seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika** s rozsahem znaleckého oprávnění:

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

Společnost **PRAGUE ACCOUNTING SERVICES s.r.o.** pro účely tohoto znaleckého posudku **prohlašuje**, že je nezávislá na zadavateli znaleckého posudku a že veškerou činnost při zpracování tohoto znaleckého posudku vykonávala zcela objektivně, nezávisle a v souladu s veškerými odbornými a etickými předpoklady znalecké činnosti. Sjednaná odměna znalce nezávisí na obsahu znaleckého posudku ani na jeho závěrech.

1.10 OBECNÉ PŘEDPOKLADY A OMEZENÍ

1. Své služby jsme poskytli v souladu s platnými tuzemskými právními předpisy a etickými předpoklady pro výkon znalecké a odhadcovské činnosti. Jsme naprosto nezávislým dodavatelem a odměna za naši službu není žádným způsobem závislá na výsledcích a závěrech zpracovaného znaleckého posudku.
2. Ocenění uvedené v tomto znaleckém posudku je provedeno na základě teoretických východisek platných v době zpracování tohoto znaleckého posudku s oceňovacím pramenem Mezinárodní oceňovací standardy vydané International Valuation Standards Council. Kromě tohoto zdroje vycházel Znalec při zpracování posudku ze zákonné legislativy, z odborné literatury, profesních databází a vlastních dat získaných v souvislosti s historickým výkonem své znalecké činnosti a dosavadní praxe.
3. Výsledek získaný oceněním je platný ke dni ocenění a pouze pro účel uvedený v tomto znaleckém posudku. Jakékoliv jiné použití nebo převzetí údajů pro jiný účel třetí stranou je neoprávněné a neplatné.
4. Výpočet průběžných čísel či hodnot uvedených v tomto znaleckém posudku byl prováděn v tabulkovém editoru EXCEL. Tyto průběžné výsledky při jejich prezentaci v textové části posudku byly zaokrouhlovány, zatímco v tabulkovém editoru vstupovaly bez zaokrouhlení do dalších fází výpočtu. Tyto skutečnosti mohou být v některých případech příčinou rozdílu mezi výsledem získaným při ručním přepočtu a výsledkem, který uvádíme v textu tohoto znaleckého posudku.

2 VÝČET PODKLADŮ

2.1 POPIS POSTUPU ZNALCE PŘI VÝBĚRU ZDROJŮ DAT

Znalec při zpracování znaleckého posudku vycházel z podkladů a informací předložených Zadavatelem tohoto znaleckého posudku a dále z podkladů a informací, které si zajistil sám. V následující kapitole je uveden jejich výčet.

2.2 VÝČET VYBRANÝCH ZDROJŮ DAT A JEJICH POPIS

2.2.1 Zdroje dat předložené Zadavatelem

- a) Data o průmyslovém vlastnictví – identifikace ochranné známky
- b) Účetní závěrka společnosti pietro filipi stores, s.r.o. za rok 2019

2.2.2 Zdroje dat opatřené Zalcem

- a) Výpis z obchodního rejstříku společnosti pietro filipi stores, s.r.o.
- b) Výpis z obchodního rejstříku společnosti pietro filipi, s.r.o.
- c) Účetní závěrky společnosti pietro filipi stores, s.r.o. za roky 2014 – 2018
- d) Účetní závěrky společnosti pietro filipi, s.r.o. za roky 1999, 2002 – 2018
- e) Mezinárodní oceňovací standardy (IVS)
- f) Braeley R. A., Myers S. C. – Teorie a praxe firemních financí, VP 1991
- g) Miloš Mařík a kolektiv - Metody oceňování podniků pro pokročilé, Ekopress 2011
- h) Miloš Mařík a kolektiv - Metody oceňování podniku, Ekopress 2018
- i) Svačina P., Oceňování nehmotných aktiv, Ekopress, 2010
- j) Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů
- k) Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů
- l) Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů
- m) Zákon č. 441/2003 Sb., o ochranných známkách, ve znění pozdějších předpisů
- n) Tisk a archiv znalce
- o) Internet (konkrétní odkaz vždy uveden dále v textu znaleckého posudku)

2.3 VĚROHODNOST ZDROJE DAT

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

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

Tento předpoklad jsme samostatně neprověřovali, v průběhu zpracování znaleckého posudku jsme nezjistili skutečnosti, které by použití tohoto předpokladu vyloučily.

2.4 TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ

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

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

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

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

Výše uvedené přístupy se sice v mnohém překrývají, ale také se v mnohém liší. Dle našeho názoru nejkomplexnější syntézu výše uvedených přístupů a zároveň ucelený popis analytické metodiky provádějí **Mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards) 2017**, ke kterým je proveden následující rozbor a o které se toto ocenění (ohodnocení) opírá.

Mezinárodní oceňovací standardy (dále jen „**IVS**“) vytváří a vydává Rada pro mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards Council, dále jen „**IVSC**“), která je nezávislá nezisková organizace věnující se zvyšování kvality v oboru oceňování.

Primárním cílem IVSC je posilovat jistotu a veřejnou důvěru v oceňování vytvářením standardů a zajišťováním jejich všeobecného přijetí a uplatňování při oceňování aktiv po celém světě.

Mezinárodní oceňovací standardy definují několik **standardů hodnot** (IVS 104), které popisují základní premisy, na kterých budou založeny hodnoty uváděné ve zprávách. Je krajně důležité, aby standard (příp. standardy) hodnoty odpovídal podmínkám a účelu oceňovacího úkolu, protože standard hodnoty může ovlivnit nebo určit volbu metod, vstupních údajů a předpokladů i konečný názor na hodnotu.

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

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

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

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

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

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

IVS definují následující standardy hodnot:

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

Dále také IVS zmiňují vybrané kategorie hodnot, které používají jiné organizace. Např. Reálná hodnota (Fair Value) dle Mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS), Reálná tržní hodnota (Fair Market Value) dle Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD), aj.

Oceňovatelé musí zvolit relevantní standard (příp. standardy) hodnoty v souladu s podmínkami a účelem oceňovacího úkolu. Volba standardu (příp. standardů) hodnoty oceňovatelem by měla zohledňovat pokyny a vstupní údaje obdržené od klienta a/nebo jeho zástupců. Bez ohledu na pokyny a vstupní údaje, které mu byly poskytnuty by však oceňovatel neměl použít standard (příp. standardy) hodnoty, který neodpovídá zamýšlenému účelu ocenění.

2.4.1 Tržní hodnota

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

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

- a) **Odhadovanou částkou** se rozumí cena vyjádřená v penězích splatná za aktivum v tržní transakci uskutečněné v souladu s principem tržního odstupu. Tržní hodnota je nejpravděpodobnější cena přiměřeně dosažitelná na trhu k datu ocenění v souladu s definicí tržní hodnoty. Jedná se o nejlepší cenu přiměřeně dosažitelnou prodávajícím a nejvýhodnější cenu přiměřeně dosažitelnou kupujícím. Tento odhad výslovně vylučuje možnost navýšení nebo snížení odhadované ceny na základě zvláštních podmínek nebo okolností, například atypického financování, ujednání o prodeji a zpětném pronájmu, zvláštních zřetelů nebo ústupků ze strany jakékoli osoby zapojené do prodeje nebo jakéhokoli prvku hodnoty, který je dostupný pouze určitému vlastníkovi nebo kupci.
- b) Tím, že **by měly být aktivum nebo závazek směněny** se rozumí skutečnost, že hodnota aktiva nebo závazku je odhadovaná částka, nikoli předem určená částka nebo skutečná prodejní cena. Jedná se o cenu v transakci, která splňuje všechny prvky definice tržní hodnoty k datu ocenění.

- c) Slovy **k datu ocenění** je vyjádřen požadavek časově závislé hodnoty k danému datu. Vzhledem k tomu, že se trhy a podmínky na trhu mohou měnit, může být odhadovaná hodnota v jiném časovém okamžiku nesprávná nebo nepřiměřená. Částka ocenění odráží stav a okolnosti trhu k datu ocenění, nikoli k jakémukoli jinému datu.
- d) **Ochotným kupujícím** se rozumí kupující, který je ke koupi motivován, ale nikoli nucen. Tento kupující není ani příliš dychtivý, ani rozhodnutý koupit za každou cenu. Jedná se také o kupujícího, který nakupuje v souladu s realitou aktuálního trhu a s aktuálními očekáváními trhu, nikoli ve vztahu k imaginárnímu nebo hypotetickému trhu, jehož existenci nelze prokázat nebo očekávat. Předpokládaný kupující by nezaplatil cenu vyšší, než vyžaduje trh. Mezi ty, kdo tvoří „trh“, patří i současný vlastník.
- e) **Ochotný prodávající** není ani příliš dychtivý prodávající, ani prodávající z donucení, který je připraven prodat za každou cenu, ani prodávající připravený počkat si na cenu, která není na současném trhu považována za přiměřenou. Ochotný prodávající je motivován prodat aktivum v tržních podmínkách za nejlepší cenu dosažitelnou na volném trhu po náležitém marketingu bez ohledu na to, jak vysoká tato cena může být. Součástí této úvahy nejsou faktické okolnosti, ve kterých se nachází skutečný vlastník, protože ochotný prodávající je hypotetický vlastník.
- f) **Transakce uskutečněná v souladu s principem tržního odstupu** je transakce mezi stranami, které mezi sebou nemají konkrétní nebo zvláštní vztah, např. vztah mateřské a dceřiné společnosti nebo pronajímatele a nájemce, který může vést k cenové úrovni netypické pro daný trh nebo zvýšené cenové úrovni. Předpokládá se, že transakce, ve které jde o tržní hodnotu, probíhá mezi stranami, které mezi sebou nemají žádný vztah a jednájí vzájemně nezávisle.
- g) Slovy **po náležitém marketingu** se rozumí, že aktivum bylo vystaveno na trhu nejvhodnějším způsobem, aby se dispozice s ním uskutečnila za nejlepší cenu přiměřeně dosažitelnou v souladu s definicí tržní hodnoty. Metoda prodeje je považována za nejvhodnější k dosažení nejlepší ceny na trhu, na který má prodávající přístup. Délka doby vystavení není pevná, ale liší se podle druhu aktiva a tržních podmínek. Jediným kritériem je, že doba musí být dostatečná k tomu, aby si aktivum mohlo získat pozornost dostatečného počtu účastníků trhu. Doba vystavení předchází datu ocenění.
- h) Formulace **kdy každá ze stran jednala informovaně, uvážlivě** předpokládá, že jak ochotný kupující, tak ochotný prodávající jsou přiměřeně informováni o povaze a charakteristikách aktiva, o skutečných a potenciálních způsobech jeho využití a o stavu trhu k datu ocenění. Dále se u obou předpokládá, že své informace využijí uvážlivě, a budou tak usilovat o cenu, která je pro jejich příslušnou pozici v dané transakci co nejvýhodnější. Uvážlivost se hodnotí vzhledem ke stavu trhu k datu ocenění, nikoli zpětně z hlediska zkušeností nabytých k nějakému pozdějšímu datu. Není například nezbytně neuvážlivé pokud prodávající na trhu s padajícími cenami prodá aktiva za cenu, která je nižší než předchozí tržní úroveň. V takových případech, stejně jako u ostatních směn na trzích s měnícími se cenami, bude uvážlivý kupující nebo prodávající jednat v souladu s nejlepšími tržními informacemi, které jsou v dané době k dispozici.
- i) Vyjádření **a nikoli v tísní** znamená, že obě strany jsou motivovány transakci provést, ale žádná z nich není k jejímu dokončení tlačena nebo nenáležitě nucena.

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

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

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

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

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

2.4.2 Tržní nájemné

Tržní nájemné (*Market Rent*) je odhadovaná částka, za kterou by měl být podíl na nemovitém majetku pronajat k datu ocenění mezi ochotným pronajímatelem a ochotným nájemcem za patřičných podmínek nájmu v transakci uskutečněné v souladu s principem tržního odstupu, po řádném marketingu, kdy každá ze stran jednala informovaně, uvážlivě a nikoli v tísní.

Tržní nájemné může být použito jako standard hodnoty při oceňování nájmu nebo práva vzniklého z nájmu. V takových případech je nezbytné vzít do úvahy smluvní nájemné a případně i tržní nájemné, pokud se liší.

Na pomoc při výkladu tržního nájemného je možné využít výše uvedený koncepční rámec stojící za definicí tržní hodnoty. Odhadovaná částka nezahrnuje zejména nájemné zvýšené nebo snížené na základě zvláštních podmínek, zřetelů nebo ústupků. „Patřičné podmínky nájmu“ jsou podmínky, které by byly obvykle na trhu dohodnuty mezi účastníky trhu pro daný druh nemovité věci k datu ocenění. Stanovení tržního nájemného by mělo být provedeno pouze při uvedení hlavních podmínek nájmu, které jsou předpokládány.

Smluvní nájemné je nájemné, které má být placeno podle podmínek skutečné nájemní smlouvy. Může být po dobu trvání nájemní smlouvy fixní, nebo se měnit. Periodicita a základ pro výpočet změn nájemného budou uvedeny v nájemní smlouvě a musí být zjištěny a správně interpretovány, aby bylo možné stanovit celkové užítky vznikající pronajímateli a závazek nájemce.

Za určitých okolností může být nutné stanovit tržní nájemné na základě podmínek existující nájemní smlouvy.

Při výpočtu tržního nájemného musí oceňovatel zohlednit následující skutečnosti:

- a) pokud jde o tržní nájemné stanovené v nájemní smlouvě, jsou patřičnými podmínkami nájmu podmínky této nájemní smlouvy, pokud nejsou tyto podmínky protiprávní nebo v rozporu se zastřešující legislativou, a
- b) pokud jde o tržní nájemné, které není stanoveno v nájemní smlouvě, jsou předpokládanými podmínkami podmínky pomyslné nájemní smlouvy, která by byla obvykle na trhu sjednána mezi účastníky trhu pro daný druh majetku k datu ocenění.

2.4.3 Spravedlivá hodnota

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

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

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

Mezi příklady využití spravedlivé hodnoty patří:

- a) určení spravedlivé ceny za podíl v nekotovaném podniku, kde podíly dvou konkrétních stran mohou znamenat, že cena, která je mezi nimi spravedlivá, se liší od ceny, která by mohla být dosažitelná na trhu, a

- b) určení ceny, která by byla spravedlivá mezi pronajímatelem a nájemcem buď za trvalý převod pronajatého aktiva, nebo za zrušení nájemního závazku.

2.4.4 Investiční hodnota

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

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

2.4.5 Synergická hodnota

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

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

2.4.6 Likvidační hodnota

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

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

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

Oceňovatel musí uvést, která premisa hodnoty je předpokládána.

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

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

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

2.4.7.1 Nejvyšší a nejlepší využití (*Highest and Best Use*)

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

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

Nejvyšší a nejlepší využití aktiva může být jeho současný nebo stávající způsob využití, pokud je využíváno optimálně. Nejvyšší a nejlepší využití se však může od současného způsobu využití lišit, nebo dokonce spočívat v řízení likvidaci.

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

Určení nejvyššího a nejlepšího využití zahrnuje uvážení následujících ohledů:

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

2.4.7.2 Současný způsob využití / stávající způsob využití (*Current Use / Existing Use*)

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

2.4.7.3 Řízená likvidace (*Orderly Liquidation*)

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

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

2.4.7.4 Nucený prodej (*Forced Sales*)

Termín „nucený prodej“ se často používá za okolností, kdy prodávající uskutečňuje prodej v tísní, a v důsledku toho není k dispozici doba na řádný marketing a kupující nemusí mít možnost provést dostatečný proces předinvestiční prověrky (due diligence). Cena, které by bylo možné za těchto okolností dosáhnout, bude záviset na povaze tlaku, kterému prodávající čelí, a důvodům, proč není možné provést řádný marketing. Může také odrážet důsledky neuskutečnění prodeje prodávajícím v době, která je k dispozici. Jestliže není známa povaha tlaku na prodávajícího a jeho příčina, není možné cenu dosažitelnou při nuceném prodeji realisticky odhadnout. Cena, kterou prodávající při nuceném prodeji akceptuje, bude odrážet jeho vlastní poměry, nikoli poměry hypotetického ochotného prodávajícího z definice tržní hodnoty. „Nucený prodej“ je popisem situace, za které se daná směna odehrává, nikoli zvláštní standard hodnoty.

Pokud je vyžadováno stanovení ceny dosažitelné za okolností nuceného prodeje, bude nezbytné uvedením příslušných předpokladů jasně určit důvody určit důvody tlaku na prodávajícího, včetně důsledků neuskutečnění prodeje v daném časovém období. Pokud tyto okolnosti k datu ocenění neexistují, musí být jasně určeny jako zvláštní předpoklady.

Nucený prodej obvykle odráží nejpravděpodobnější cenu, kterou daný majetek zřejmě vynese za všech následujících podmínek:

- dokončení prodeje v krátkém časovém období,
- aktivum je vystaveno tržním podmínkám převládajícím k datu ocenění nebo v předpokládaném časovém rozmezí, během kterého má být transakce dokončena,
- kupující i prodávající jednájí uvážlivě a informovaně,
- prodávající uskutečňuje prodej v tísní,
- kupující je obvykle motivován,
- obě strany jednájí podle svého názoru ve svém nejlepším zájmu,

- g) normální marketingové aktivity nejsou možné vzhledem ke krátké době vystavení, a
- h) platba bude provedena v hotovosti.

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

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

2.4.8 Oceňovací přístupy a metody uplatňované v rámci IVS 105

IVS 105 definuje tři základní oceňovací přístupy – **tržní, výnosový a nákladový**. Všechny jsou založeny na ekonomických principech cenové rovnováhy, očekávaných užiteků nebo nahrazení.

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

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

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

2.4.8.1 Tržní přístup

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

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

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

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

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

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

2.4.8.2 Výnosový přístup

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

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

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

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

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

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

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

2.4.8.3 Nákladový přístup

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

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

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

Výše uvedené okolnosti by svědčily pro to, že by měl být nákladový přístup aplikován a že by mu měla být přiznána významná váha, existují však i další, níže uvedené okolnosti, kdy může být nákladový přístup aplikován a může mu být přiznána významná váha. Při použití

nákladového přístupu za následujících okolností by měl oceňovatel posoudit, zda není možné hodnotu stanovenou nákladovým přístupem potvrdit i aplikací a vážením případných dalších přístupů:

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

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

2.4.9 Oceňování podniků a obchodních podílů (Standard IVS 200)

Oceňování podniků a obchodních podílů upravuje konkrétní Standard IVS 200 Podniky a obchodní podíly v rámci Standardů pro jednotlivá aktiva.

Definice toho, co představuje podnik, se může lišit v závislosti na účelu ocenění. Obecně však podnik provádí obchodní činnost nebo průmyslovou činnost, činnost v oblasti služeb nebo investiční činnost. Podniky mohou mít mnoho forem, například korporací, sdružení společných podniků nebo živností. Hodnota podniku se může lišit od součtu hodnot jednotlivých aktiv nebo závazků, ze kterých se tento podnik skládá. Pokud je hodnota větší než součet vykazovaných i nevykazovaných čistých hmotných a identifikovatelných nehmotných aktiv podniku, označuje se často tato nadhodnota jako hodnota za předpokladu nepřetržitého trvání podniku nebo goodwill.

Oceňovatelé musí určit, zda jde o ocenění celé jednotky, akcií jednotky nebo podílu na jednotce (ať jde o kontrolní nebo nekontrolní podíl) nebo konkrétní obchodní činnosti jednotky. Typ stanovené hodnoty musí odpovídat účelu ocenění a být sdělen v rámci rozsahu zakázky. Zvláště důležité je jasně definovat oceňovaný podnik nebo obchodní podíl, neboť i když se provádí ocenění celé jednotky, mohou existovat různé úrovně, na kterých by bylo možné hodnotu vyjádřit. Například:

- a) Hodnota podniku (Enterprise value): Často popisovaná jako celková hodnota vlastního kapitálu podniku plus hodnota jeho dluhu nebo závazků souvisejících s dluhem, minus veškeré peněžní prostředky nebo peněžní ekvivalenty, které jsou k dispozici pro uspokojení těchto závazků.
- b) Hodnota celkového investovaného kapitálu (Total invested capital value): Celková peněžní částka aktuálně investovaná do podniku, bez ohledu na zdroj, často vyjadřovaná jako hodnota celkových aktiv minus krátkodobé závazky a peněžní prostředky.
- c) Provozní hodnota (Operating value): Celková hodnota provozních činností podniku, s vyloučením hodnoty všech neprovozních aktiv a závazků.
- d) Hodnota vlastního kapitálu (Equity value): Hodnota podniku pro všechny držitele podílu na jeho vlastním kapitálu. **Mluvíme-li o ocenění podniku či společnosti v tomto posudku, máme na mysli tržní hodnotu jeho vlastního kapitálu, pokud není výslovně uvedeno jinak.**

K oceňování podniků a obchodních podílů mohou být použity tři hlavní oceňovací přístupy popsané v předcházející kapitole.

2.4.10 Definice obchodního závodu a Vyhláška č. 505/2020 Sb.

Obchodní závod je v § 502 občanského zákoníku č. 89/2012 Sb. definován jako „organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“

Ve vyhlášce č. 505/2020 Sb., kterou se stanoví seznam znaleckých odvětví jednotlivých znaleckých oborů, jiná osvědčení o odborné způsobilosti, osvědčení vydaná profesními komorami a specializační studia pro obory a odvětví, je v příloze č. 1 k této vyhlášce uveden seznam znaleckých odvětví jednotlivých znaleckých oborů.

3 NÁLEZ

Tato kapitola představuje popisnou část, která je věnována identifikaci a popisu společnosti včetně provedení základních analýz.

3.1 IDENTIFIKACE SPOLEČNOSTI PIETRO FILIPI STORES, S.R.O.

Níže uvedená tabulka obsahuje základní informace o společnosti pietro filipi stores, s.r.o. (dále jen „**pietro stores**“ či „**Společnost**“) dle stavu ke dni 7.9.2021, které byly získány z obchodního rejstříku.

Tabulka 2: Identifikace společnosti pietro filipi stores, s.r.o.

Datum vzniku:	14. prosince 1995
Název:	pietro filipi stores, s.r.o.
Sídlo:	Bílková 855/19, Staré Město, 110 00 Praha 1
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Identifikační číslo:	649 39 341
Základní kapitál:	200 000,- Kč
Předmět podnikání:	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Společník:	pietro filipi holding, a.s., IČO: 261 93 426

Zdroj: www.justice.cz

Bližší informace jsou uvedeny v **příloze č. 1**, která obsahuje výpis z obchodního rejstříku.

3.1.1 Předmět podnikatelské činnosti

Předmět podnikání Společnosti je dán platným oprávněním k výkonu jejích podnikatelských činností dle živnostenského či jiného zákona a dále zařazením společnosti v Registru ekonomických subjektů dle Českého statistického úřadu (RES).

3.1.1.1 Platná živnostenská oprávnění

Společnost disponuje živnostenským oprávněním vydaném *na dobu neurčitou*, v druhu živnost *ohlašovací volná*, s předmětem podnikání:

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

3.1.1.2 Zařazení v Registru ekonomických subjektů

Podle **klasifikace ekonomických činností CZ-NACE** je Společnost zatříděna takto:

- ❖ 141: Výroba oděvů, kromě kožehřivných výrobků
- ❖ 46900: Nеспециализovaný velkoobchod
- ❖ 471: Maloobchod v nespecializovaných prodejnách
- ❖ 4778: Ostatní maloobchod s novým zbožím ve specializovaných prodejnách
- ❖ 702: Poradenství v oblasti řízení
- ❖ 731: Reklamní činnosti

3.1.2 Historie ochranné známky a společnosti

Značka Pietro Filipi založil v roce 1993 Petr Hendrych. V té době se mu narodil syn Filip a kombinací křestních jmen vznikl název Pietro Filipi. První vlastní prodejní pobočku Pietro Filipi otevřelo v roce 2001 v OC Nový Smíchov. Do té doby značka své modely pouze dodávala do multibrandových obchodů s oblečením. Z původní kočárkárny v Nuslích a pár zaměstnanců se firma rozrostla až do pozdější podoby,

kdy měla čtyřicet poboček v šesti zemích světa. Vlakovou prodejnu se staly prostory na pražské Národní třídě, které v roce 2010 prošly rekonstrukcí ve spolupráci s architekty ze studia Olgoj Chorchoj.

V listopadu 2017 koupil společnost Pietro Filipi investor Michal Mička, který v předchozích letech investoval do řady českých firem, jako je taxislužba Liftago nebo výrobce kol Favorit, a také vybudoval vlastní investiční společnost C2H. V roce 2018 koupil i tradiční českou značku Kara Trutnov zaměřenou na koženou a kožešinovou konferenci. V Pietro Filipi začal působit na pozici výkonného ředitele a aktivně se podílet také na tvorbě pánské kolekce.

V červenci 2020 se jako vůbec první značka na českém trhu Pietro Filipi rozhodla zrušit slevy a přidat se tak k udržitelnému hnutí. V prosinci téhož roku skupila C2H oznámila, že Pietro Filipi kvůli koronavirové krizi a nahromaděným dluhům hrozí insolvence. V lednu 2021 společnost propustila své zaměstnance, v únoru 2021 na sebe společnost podala insolvenční návrh.

3.1.3 Popis předmětu ocenění

Společnost pietro filipi stores, s.r.o. je vlastníkem jedné mezinárodní ochranné známky, které je popsána dále v textu.

V následující tabulce jsou uvedeny identifikační údaje ochranné známky „PIETRO FILIPI“ ve vlastnictví společnosti pietro filipi stores, s.r.o.

Tabulka 3: Seznam ochranných známek

Zdroj	Č. přihlášky	Číslo zápisu	Priorita	Znění	Stav	Majitel	Třídy	Druh
EUIPO	3109329		20.12.2004	PIETRO FILIPI	zapsaná	pietro filipi stores, s.r.o.	3, 14, 18, 25	slovní

Zdroj: informace Zadavatele, databáze ÚPV

Bliže k ochranné známce:

Obrázek 1: ÚPV – ochranná známka pietro filipi stores, s.r.o.

Základní bibliografie	
Zdroj	EUIPO
(210) Číslo přihlášky	3109329
(540) Vyjádření ochranné známky	PIETRO FILIPI
(511) Třídy výrobků a služeb	3, 14, 18, 25
(220) Datum podání přihlášky	20.03.2003 EU
(442) Datum zveřejnění přihlášky	19.04.2004 EU
(151) Datum zápisu	20.12.2004 EU
(730) Přihlašovatel/vlastník	PIETRO FILIPI STORES, S.R.O., PIETRO FILIPI STORES, S.R.O., Na Máneskách 315/4, 170 00 Praha 7, Česká republika
Zástupce	Jana Vandeličková, Petrska 1136/12, 110 00 Praha 1, Česká republika
Stav dokumentu	Zapsaná
Druh	Slovní
(180) Datum ukončení platnosti	20.03.2023

Zdroj: databáze ÚPV

SEZNAM VÝROBKŮ A SLUŽEB

(3) mýdla, parfumerie, vonné oleje, kosmetika, vlasové vody, dezodorační přípravky pro osobní potřebu, toaletní přípravky, kolínská voda, kosmetické tužky, kosmetika, laky na nehty, leštidla na obuv, ličidla, mýdlo dezodorizační, přípravky pro oživení a zjasnění tkanin, krémy na obuv, parfémová voda, parfémy, přípravky proti pocení, pudr na líčení, rtěnky, šampóny, toaletní voda, voda po holení, obuvnické vosky; (14) klenoty, bižuterie, drahokamy, knoflíky do manžet, jehlice do kravat, náramkové hodinky, pouzdra na hodinky, řetízky k hodinkám, kazety na cigarety z drahých kovů, pouzdra na cigarety z drahých kovů, špičky pro cigarety z drahých kovů, kazety a pouzdra na doutníky z drahých kovů, pouzdra na tabák z drahých kovů, klíčenky (bižuterie), náhrdelníky, náramky, náušnice, odznaky (z drahých kovů), ozdoby ze stříbra, popelníky (z drahých kovů), pouzdra na hodinky, pozlacené výrobky, prsteny, přezky z drahých kovů, přívěsky, pudřenky z drahých kovů, sklo bižuterní k napodobení drahých kamenů, šperkovnice z drahých kovů, tabatěrky z drahých kovů, taštičky řetízkové z drahých kovů, vázy z drahých kovů, zlatnické zboží; (18) kůže, imitace kůže, kufry, deštníky, slunečníky, hole, aktovky, diplomatky, kožená galanterie, batohy, kabelky, kožené krabice na klobouky, kostry kabelek, kožešiny (kůže zvířat), pokrývky z kožešiny, kufříky na toaletní potřeby, pouzdra na navštívenky, naceséry cestovní, cestovní obaly na oděvy, peněženky, pouzdra kožené pásky, kožené sáčky jako obaly, cestovní tašky, tašky na kolečkách, tašky plážové, taštičky řetízkové; (25) oděvy, obuv, kloboučnické zboží, klapy na uši, kloboukové formy, kloboukové konstrukce, kombiné, kombinézy, gumové kombinézy pro vodní lyžování, pracovní kombinézy, konfekce, kostýmy, obleky, košile, koupací pláště, kožešiny (oděvy), kravaty, kšiltovky, oděvy koupací, oděvy nepromokavé, oděvy papírové, oděvy plážové, oděvy pletené, oděvy pro cyklisty, oděvy pro motoristy, oděvy tělocvičné, oděvy z kůže, oděvy z napodobenin kůže, opasky, plavky, pánské plavky, dámské plavky, pantofle, pastróny, podprsenky, podvazkové pásy, podvazky, podvlekačky, ponožky,

potítka, prádlo osobní, prádlo osobní (Iněné), prádlo spodní, prádlo spodní pohlcující pot, přehozy přes ramena, kabáty, pulovry, punčocháče, punčochy, pytle na oděvy, pyžama, rukavice, rukávniky, saka, sandály, koupací sandály, sportovní obuv, domácí střevíce, střevíce, svetry, sportovní bundy, svrchníky, svrchní kabáty, obuv, šály, šátky, šaty dámské, šněrovací boty, trička, koupací úbor, uniformy.

TERITORIÁLNÍ OCHRANA

Ochranná známka Evropské unie je platná ve všech členských státech Evropské unie.

Bližší informace jsou uvedeny v **příloze č. 2**, která obsahuje výpis z databáze EUIPO.

3.1.4 Vývoj výkonnosti

V následující tabulce je uveden vývoj výkonnosti společnosti *pietro filipi stores, s.r.o.* mezi lety 2017 – 2019.

Tabulka 4: Vývoj výkonnosti společnosti *pietro filipi stores, s.r.o.*

v tis. Kč	2017	2018	2019
Tržby za prodej zboží	0	0	0
Náklady vynaložené na prodej zboží	0	0	0
Obchodní marže (abs.)	0	0	0
Obchodní marže (rel.)	0%	0%	0%
Tržby za prodej výrobků a služeb	110 123	126 431	152 015
Spotřeba materiálu a energie	5 299	6 210	4 955
Služby	69 332	71 518	75 405
Osobní náklady	50 942	66 068	69 372
Ostatní provozní výnosy	1 912	13	0
Ostatní provozní náklady	520	503	481
EBITDA	-14 058	-17 855	1 802
Odpisy + odpisy pohledávek	9 619	7 808	6 864
Provozní EBIT	-23 677	-25 663	-5 062
Neprovozní náklady	254	176	101
Neprovozní výnosy	681	27	390
EBIT	-23 250	-25 812	-4 773
Nákladové úroky	72	30	3
Výnosové úroky	0	0	0
EBT	-23 322	-25 842	-4 776
Daň z příjmů	1 528	0	0
EAT	-24 850	-25 842	-4 776

Zdroj: finanční výkazy

Uvedené hodnoty nejsou žádným způsobem spojené s prodejem výrobků souvisejících s oceňovanou ochrannou známkou. Jedná se pouze o provozní data související s provozem obchodů *pietro filipi*, které byly přefakturovány na sesterskou společnost *pietro filipi, s.r.o.*

Sesterská společnost *pietro filipi, s.r.o.* prodávala zboží (oblečení) i pod ochrannou známkou „PIETRO FILIPI“. Za použití této ochranné známky nebylo společnosti *pietro filipi stores, s.r.o.* nic uhrazeno. Blíže vizte speciální předpoklad v kapitole 4.2.

Na základě těchto důvodů uvádíme i vývoj výkonnosti společnosti pietro filipi, s.r.o. mezi lety 2017 – 2019.

Tabulka 5: Vývoj výkonnosti společnosti pietro filipi, s.r.o.

v tis. Kč	2017	2018	2019
Tržby za prodej zboží	388 097	426 871	430 672
Náklady vynaložené na prodej zboží	116 009	94 932	106 750
Obchodní marže (abs.)	272 088	331 939	323 922
Obchodní marže (rel.)	70%	78%	75%
Tržby z prodeje výrobků a služeb	1 949	1 851	2 555
Spotřeba materiálu a energie	74 002	83 412	56 249
Služby	188 841	199 730	235 030
Osobní náklady	36 942	34 799	37 073
Ostatní provozní výnosy	198	1 521	39
Ostatní provozní náklady	2 791	4 274	1 843
EBITDA	-28 341	13 096	-3 679
Odpisy + odpisy pohledávek	1 996	6 350	4 370
Provozní EBIT	-30 337	6 746	-8 049
Neprovozní náklady	5 071	5 880	4 655
Neprovozní výnosy	7 332	875	645
EBIT	-28 076	1 741	-12 059
Nákladové úroky	2 342	1 742	1 659
Výnosové úroky	0	2	0
EBT	-30 418	1	-13 718
Daň z příjmů	0	0	0
EAT	-30 418	1	-13 718

Zdroj: finanční výkazy

Z uvedené tabulky je zřejmé, že v letech 2017 až 2019 dosahovala společnost pietro filipi, s.r.o. tržeb za prodej zboží okolo 400 mil. Kč. Uvedené tržby byly realizovány v cca 25 obchodech v České republice.

4 POSUDEK

4.1 ANALÝZA VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ

Analýza makroprostředí je zaměřena na posouzení historického vývoje a očekávaného dalšího vývoje národního hospodářství pomocí relevantních ukazatelů z hlediska kategorie hledané hodnoty a způsobu provedení ocenění. V rovině národního hospodářství jsou těmito ukazateli: **hrubý domácí produkt, cenová hladina, úrokové sazby a stav pracovního trhu.**

Střednědobá projekce představuje časovou etapu 2021 – 2024 a Znalec při ní vychází z dokumentů: Makroekonomická predikce MF ČR srpen 2021 (dále jen „**Makroekonomická predikce MF**“) a prognózy ČNB (dále jen „**Prognóza ČNB**“).

4.1.1 Hrubý domácí produkt

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

HISTORICKÝ VÝVOJ

Níže uvedená tabulka zachycuje historický vývoj nominálního HDP a jeho tempo růstu. Tempo růstu je vyjádřeno jednak v běžných cenách (nominální) a jednak v reálných cenách, tzn., že je očištěno o deflátor. Z tabulky je patrné, že průměrné tempo růstu HDP v běžných cenách ve sledovaném období činí **4,4 %**, přičemž reálné tempo růstu HDP je **2,5 %**.

Tabulka 6: Historický vývoj HDP

Rok	HDP mld. Kč, b.c.	Tempo růstu b.c., %	Tempo růstu s.c. 2010, %
1999	2 253	-	-
2000	2 386	5,9%	4,0%
2001	2 579	8,1%	3,1%
2002	2 691	4,3%	1,6%
2003	2 823	4,9%	3,6%
2004	3 079	9,1%	4,8%
2005	3 286	6,7%	6,6%
2006	3 531	7,5%	6,8%
2007	3 860	9,3%	5,6%
2008	4 043	4,7%	2,7%
2009	3 954	-2,2%	-4,7%
2010	3 993	1,0%	2,4%
2011	4 062	1,7%	1,7%
2012	4 089	0,7%	-0,8%
2013	4 143	1,3%	0,0%
2014	4 346	4,9%	2,3%
2015	4 625	6,4%	5,4%
2016	4 797	3,7%	2,5%
2017	5 111	6,5%	5,2%
2018	5 410	5,8%	3,2%
2019	5 790	7,0%	3,0%
2020	5 695	-1,6%	-5,8%
Ø 01-20		4,4%	2,5%

Za sledované období došlo ke třem zásadním propadům ve vývoji HDP. První nastal v roce 2009. HDP v tomto roce byl poznamenán světovou finanční krizí pocházející z amerického hypotéčního trhu, která se postupně přenesla do reálného sektoru. Propad HDP byl tak výrazný, že se promítnul jak do stálých cen tak do běžných cen.

Po dvouletém růstu v roce 2012 nastal další propad ve vývoji HDP, který se promítnul pouze do jeho reálné hodnoty. Tento propad v reálném vyjádření pokračoval také v dalším roce 2013, přestože v nominálním vyjádření HDP rostl.

Od roku 2014 do roku 2019 česká ekonomika nepřetržitě rostla a vtom nastal třetí propad. V roce 2020 se tuzemská ekonomika po dosažení vrcholu hospodářského cyklu v roce 2019 propadla do hluboce záporné mezery výstupu. Důvodem byl nástup epidemie koronaviru a opatření proti šíření nákazy. Rozsah tohoto propadu je v České republice bezprecedentní. Za rok 2020 nastal propad ve výši -1,6 % HDP v běžných cenách a -5,8 % HDP v cenách stálých.

Hospodářská politika ve všech zasažených zemích reagovala razantním uvolněním a přijetím masivních fiskálních a monetárních stimulů, což omezilo negativní vliv pandemie na krátkodobý růst. Zároveň tato opatření napomohla minimalizovat dopady na růst dlouhodobý.

OČEKÁVANÝ VÝVOJ

Zlepšená epidemická situace a z ní vyplývající postupné uvolňování opatření proti šíření koronaviru, nárůst důvěry spotřebitelů i firem a výrazné fiskální stimuly uvádějí vyspělé ekonomiky světa zpět do pohybu. Tyto faktory přitom převažují nad dočasným narušením výrobních řetězců vlivem nedostatku některých výrobních vstupů a růst jejich cen. Krátkodobý výhled pro ekonomiky Evropské unie se tak podstatně zlepšil.

Zvyšující se prognózy spotřebitelské inflace odrážejí rostoucí ceny energií i dalších komodit, bariéry produkce v důsledku nedostatku některých komponent a surovin, omezení kapacit oproti expandující poptávce, jakož i uvolněnou měnovou politiku centrálních bank.

V reakci na zlepšení epidemické situace došlo v průběhu 2. čtvrtletí 2021 k postupnému uvolnění většiny restriktivních opatření, kterými byla v první řadě zasažena odvětví maloobchodu a služeb. V roce 2021 by měla k růstu HDP přispět výhradně domácí poptávka, zahraniční obchod by jej naopak měl tlumit.

Výdaje domácností na konečnou spotřebu by měly být v roce 2021 pozitivně ovlivněny růstem reálného disponibilního důchodu, v jehož dynamice se kromě snížení efektivního zdanění mezd, platů a příjmů sebezaměstnaných kladně promítne řada podpůrných fiskálních programů. Od 2. poloviny letošního roku by mělo docházet k postupné normalizaci míry úspor domácností. I tak by ale především vlivem omezených možností realizovat některé výdaje v 1. pololetí měla v průměru za celý rok víceméně setrvat na úrovni roku 2020. Vzhledem k očekávanému oživení spotřebních výdajů od 2. čtvrtletí by reálná spotřeba domácností měla za celý rok 2021 vzrůst o 2,3 %. V roce 2022 by její dynamiku mělo podpořit snížení míry úspor, stejně jako statistický efekt silného oživení spotřebních výdajů v 2. polovině letošního roku. Spotřeba domácností by se tak mohla zvýšit o 5,5 %.

MF ČR odhaduje, že by reálný HDP v letošním roce mohl vzrůst o 3,2 %. Predikce vychází z předpokladu, že makroekonomicky významné protiepidemické restriktce již díky pokračujícímu očkování obyvatel proti COVID-19 a vysokému počtu osob, které toto onemocnění prodělaly, nebude nutné zavést. Počítáme také, že negativní dopad pandemie koronaviru na globální dodavatelské řetězce bude spíše krátkodobý. V roce 2022 MF ČR pak predikuje růst 4,1 %, v roce 2023 2,0 % a v roce 2024 0,6 %.

Tabulka 7: Očekávaný vývoj HDP

Rok	HDP mld. Kč, b.c.	Tempo růstu b.c., %	Tempo růstu s.c. 2010, %
2021	6 048	6,2%	3,2%
2022	6 431	6,3%	4,1%
2023	6 692	4,1%	2,0%
2024	6 858	2,5%	0,6%
Ø 21-24		4,4%	2,5%

Průměrné roční tempo růstu HDP v běžných cenách pro prognózované střednědobé období činí **4,4 %** a tempo růstu reálného HDP **2,5 %**.

Graf 1: Historický vývoj nominálního a reálného tempa růstu HDP a jejich predikce



4.1.2 Cenová hladina

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

Obecně jev opakovaného růstu indexu spotřebitelských cen (růstu většiny cen v ekonomice) označujeme jako „**inflaci**“ (neboli také snížení kupní síly peněz) a jeho pokles jako „**deflaci**“.

Míra inflace či deflace vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za dvanáct měsíců roku proti průměrné cenové hladině dvanácti měsíců předchozího roku. Tyto průměry jsou počítány z bazických indexů spotřebitelských cen s cenovým základem prosinec 2005 = 100.

Vysoká proměnlivost cenové hladiny determinuje zejména příjmy, úspory a nominální úrokové sazby. I přesto největší ekonomickou distorzi a náklady s sebou nese nepředvídaná inflace, která v delším časovém horizontu snižuje dlouhodobý růstový potenciál ekonomiky, redistribuuje důchod od věřitelů k dlužníkům, způsobuje deformaci daňového systému a představuje skryté zatížení všech, kdo spoří a nejsou s to zabezpečit kupní sílu svých příjmů a úspor.

V oblasti oceňování se výše uvedené skutečnosti projevují ve vyšší nejistotě v budoucí relativní ceny, a tak domácí i zahraniční finanční trhy vyžadují vyšší rizikovou prémii jako kompenzaci za tuto zvýšenou nejistotu. Tím pochopitelně dochází k poklesu hodnot aktiv, za jinak stejných podmínek.

HISTORICKÝ VÝVOJ

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

Tabulka 8: Historický vývoj cenové hladiny

Rok	Míra inflace	Dolní pásmo	Střední hodnota	Horní pásmo
1999	2,1%	4,0%	4,5%	5,0%
2000	3,9%	3,5%	4,5%	5,5%
2001	4,7%	1,0%	2,0%	3,0%
2002	1,8%	3,0%	4,0%	5,0%
2003	0,1%	3,0%	4,0%	5,0%
2004	2,8%	3,0%	4,0%	5,0%
2005	1,9%	2,0%	3,0%	4,0%
2006	2,5%	2,0%	3,0%	4,0%
2007	2,8%	2,0%	3,0%	4,0%
2008	6,3%	2,0%	3,0%	4,0%
2009	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
2010	1,5%	1,0%	2,0%	3,0%
2011	1,9%	1,0%	2,0%	3,0%
2012	3,3%	1,0%	2,0%	3,0%
2013	1,4%	1,0%	2,0%	3,0%
2014	0,4%	1,0%	2,0%	3,0%
2015	0,3%	1,0%	2,0%	3,0%
2016	0,7%	1,0%	2,0%	3,0%
2017	2,5%	1,0%	2,0%	3,0%
2018	2,1%	1,0%	2,0%	3,0%
2019	2,8%	1,0%	2,0%	3,0%
2020	3,2%	1,0%	2,0%	3,0%

Porovnáním skutečné míry inflace s hraničními hodnotami stanovenými ČNB jako tolerantní pásmo inflačního cíle vyplývá, že skutečná míra inflace se pohybuje častěji mimo tolerantní pásmo - nejčastěji pod spodní hranici inflačního cíle. Rozdělení pravděpodobnosti je následující: 40 % pod spodní hranicí, 35 % ve vytýčeném pásmu a 15 % nad horní hranicí.

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

Od roku 2017 se míra inflace pohybuje v horní části inflačního cíle a v roce 2020 dosáhla 3,2 %. Inflace byla ovlivněna nabídkovými i poptávkovými faktory, jejichž skladbu a vzájemnou interakci je zvlášť obtížné vyhodnotit.

Jestliže vliv pandemie, resp. opatření k jejímu potlačení, na ekonomický růst byl jednoznačně negativní, v případě inflace byl efekt nejednoznačný. Došlo totiž k omezení jak agregátní nabídky s proinflačními efekty, tak agregátní poptávky, které se projevuje protiinflačně. Zdá se, že zpočátku převážily nabídkové efekty, přičemž poptávkové efekty se pravděpodobně výrazněji projeví se zpožděním v návaznosti na pozvolný nárůst nezaměstnanosti. Dominantním nákladovým faktorem inflace byl v roce 2020 mimořádně silný růst jednotkových nákladů práce. Inflaci podpořil i vývoj měnových kurzů. Poptávkové faktory jako spotřeba domácností a produkční mezera naopak inflaci tlumily. Z hlediska oddílů spotřebního koše k průměrné míře inflace významně přispěl oddíl doprava (0,9 p. b.), v němž rychle rostly ceny pohonných hmot a automobilů. Podstatný byl i příspěvek oddílu bydlení (0,6 p. b.) a oddílu alkoholické nápoje, tabák (0,6 p. b.), ve kterém bylo zdražení tabákových výrobků podpořeno zvýšením spotřební daně. Administrativní opatření k loňské průměrné míře inflace přidala 0,1 p. b.

Meziroční inflace ve zbývající části letošního roku pravděpodobně výrazně zrychlí a značně přesáhne horní okraj tolerančního pásma inflačního cíle ČNB. Očekáváme, že průměrná míra inflace v roce 2021 dosáhne 3,2 % (proti 2,5 %).

OČEKÁVANÝ VÝVOJ

Meziroční růst spotřebitelských cen v červenci 2021 činil 3,4 % (proti 2,1 %). Na odchylce pozorovaného cenového vývoje od predikce se podílely výhradně tržní faktory, mezi nimi zejména jádrová složka inflace. Z hlediska oddílů to byla doprava, bydlení, alkoholické nápoje a tabák. V letech 2019 a 2020 vykazovala česká ekonomika zvýšenou průměrnou míru inflace poblíž 3 %. Očekáváme, že podobně tomu bude i v letech 2021 a 2022. Aktuální makroekonomická predikce tedy přináší podstatné navýšení predikce inflace, a to hned z několika důvodů: odchylka meziroční inflace od predikce nepovažujeme za jednorázovou; dochází k materializaci rizik identifikovaných v dubnové makroekonomické predikci; v horizontu predikce počítáme s vyšší cenou ropy; v souvislosti s rostoucími cenami energií předpokládáme vyšší příspěvek administrativních opatření k průměrné míře inflace roku 2021 a především roku 2022; předpokládáme, že na úrovni spotřebitelských cen dojde ke zvýšení ceny elektřiny a zemního plynu ve zbývající části letošního roku i v 1. čtvrtletí 2022; podstatně snižujeme predikci míry nezaměstnanosti, výrazné úpravy směrem vzhůru doznal růst průměrné mzdy a odhad mezery výstupu.

V roce 2021 by inflace měla být dominantně dána tržními faktory. Administrativní opatření přispějí k průměrné míře inflace pravděpodobně jen v rozsahu 0,3 p. b. (proti 0,2 p. b.), na čemž by se stejnou měrou měl podílet růst regulovaných cen a zvýšení nepřímých daní. Jako proinflační faktory v roce 2021 je třeba označit zejména frikce na straně nabídky a výrazný růst ceny ropy i jiných komodit. Ve směru nižší inflace by měl působit pokles jednotkových nákladů práce, do určité míry také nejspíš ještě záporná produkční mezera. Inflaci by mělo tlumit i posilování české koruny k oběma hlavním světovým měnám.

Tabulka 9: Očekávaný vývoj cenové hladiny

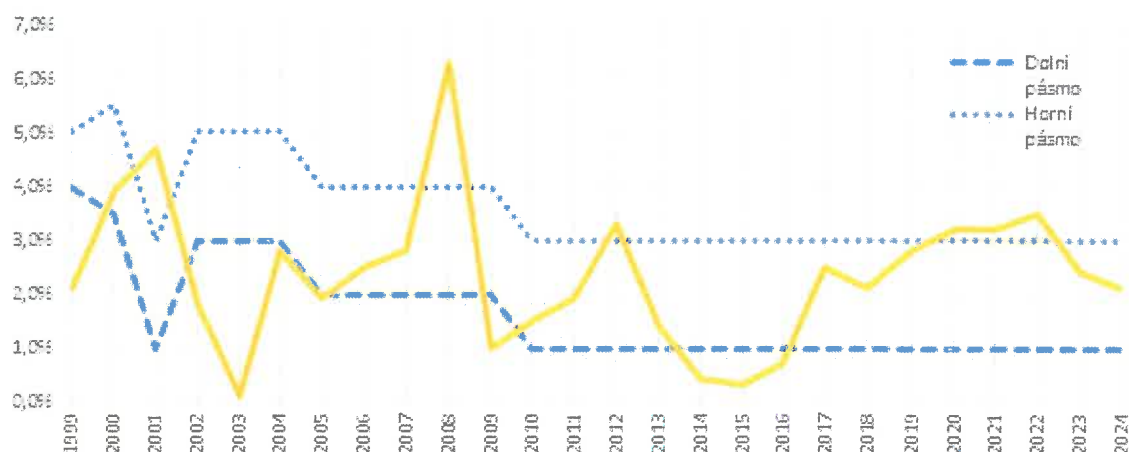
Rok	Míra inflace	Dolní pásmo	Střední hodnota	Horní pásmo
2021	3,2%	1,0%	2,0%	3,0%
2022	3,5%	1,0%	2,0%	3,0%
2023	2,4%	1,0%	2,0%	3,0%
2024	2,1%	1,0%	2,0%	3,0%

Podle MF ČR by v roce 2022 inflace měla činit 3,5 %, v roce 2023 2,4 % a v roce 2024 2,1 %.

Ve střednědobém horizontu by tedy inflace měla konvergovat k inflačnímu cíli ČNB, tj. 2 %.

V březnu 2007 ČNB vyhlásila inflační cíl ve výši 2 % platný od ledna 2010 s tím, že ČNB bude usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany.

Graf 2: Historický vývoj cenové hladiny a její predikce



4.1.3 Úrokové míry

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

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

REFERENČNÍ SAZBA PRIBOR

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

PRIBOR je referenční hodnota úrokových sazeb na trhu mezibankovních depozit, kterou počítá (fixuje) kalkulační agent z kotací referenčních bank pro prodej depozit podle určitého algoritmu.

Tato sazba je vyhlášována v několika variantách podle doby splatnosti cizího kapitálu (1M, 3M, 6M atd.). Protože většina úvěrů je fixována na 3M PRIBOR, Znalec uvádí právě tuto sazbu.

Od roku 2000 do 2005 dochází k postupnému poklesu v sazbě 3M PRIBOR. Toto období levného cizího kapitálu zapříčinilo rychlejší zadlužování domácností i podniků a přispělo k vyššímu tempu růstu tuzemské ekonomiky, které se projevilo setrvačně až v dalších letech.

Od 2006 do 2008 docházelo k pozvolnému růstu sazby PRIBOR v důsledku přehřívání ekonomiky. Následující období po velké recesi je charakteristické klesajícím trendem úrokových sazeb včetně sazby PRIBOR, která se v roce 2016 propadla až na průměrnou roční hodnotu 0,29 %.

Od roku 2017 do roku 2019 mezibankovní sazba PRIBOR pomalu stoupala a vracela se k dlouhodobému průměru, ale v roce 2020 opět poklesla na nižší hodnotu 0,86 %. V 1. čtvrtletí 2021

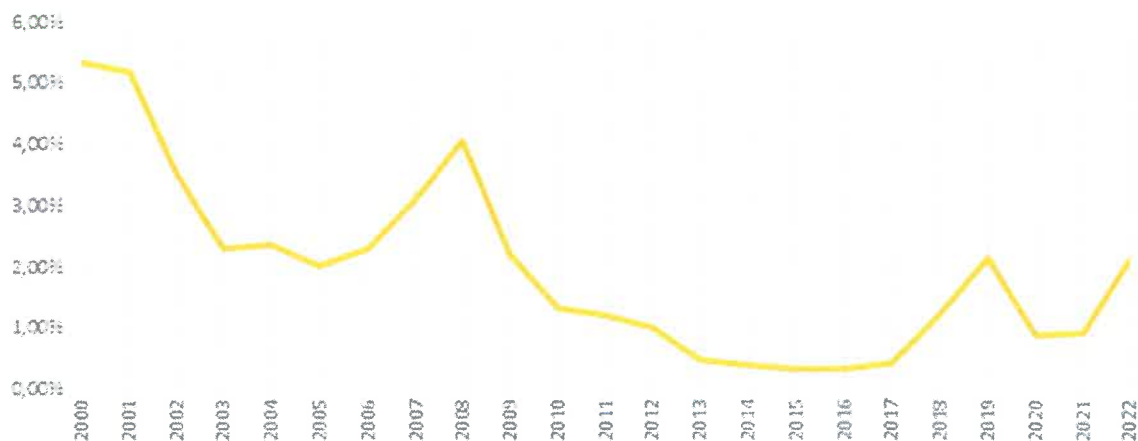
Tabulka 10: PRIBOR 3M

Rok	PRIBOR 3M
2000	5,36%
2001	5,18%
2002	3,55%
2003	2,28%
2004	2,36%
2005	2,01%
2006	2,30%
2007	3,09%
2008	4,04%
2009	2,19%
2010	1,31%
2011	1,19%
2012	1,00%
2013	0,46%
2014	0,36%
2015	0,31%

v průměru dosáhla 0,36 %. Pokud bude nastavení monetární politiky odpovídat dosavadním předpokladům, měla by ve 2. čtvrtletí 2021 činit 0,4 %. V roce 2022 by tříměsíční sazba PRIBOR mohla v průměru vzrůst na 2,1 %.

2016	0,29%
2017	0,41%
2018	1,23%
2019	2,12%
2020	0,86%
2021	0,90%
2022	2,10%

Graf 3: Historický vývoj 3M PRIBOR a jeho predikce



VÝNOS DO DOBY SPLATNOSTI

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

V ekonomice jsou tyto výnosnosti odvozené z dluhopisů emitovaných státy a jsou považovány za výnosnosti bezrizikového aktiva. Výnosová míra je počítána jako spotový výnos z dluhopisů do jejich doby splatnosti, které na kapitálovém trhu investoři nakupují s diskontem a v okamžiku jejich splatnosti inkasují plnou nominální hodnotu dluhopisu (tzv. zero bond). Bohužel v MF ČR neemituje dluhopisy typu zero bondy, pouze dluhopisy s kuponovým výnosem. V důsledku nízké aktivity tuzemského kapitálového trhu a reinvestičního rizika při výpočtu výnosu do doby splatnosti u kuponových dluhopisů, jsou mnohdy používány spíše výnosnosti odvozené z amerických zero bondů (tzv. T-Bonds) než z tuzemských dluhopisů.

Tabulka 11: Výnos do doby splatnosti

Rok	10leté dluh. ČR	10leté dluh. USA
2000	6,93%	5,11%
2001	6,31%	5,05%
2002	4,88%	3,82%
2003	4,12%	4,25%
2004	4,82%	4,22%
2005	3,54%	4,39%
2006	3,80%	4,70%
2007	4,30%	4,02%
2008	4,63%	2,21%
2009	4,84%	3,84%
2010	3,88%	3,29%
2011	3,71%	1,88%
2012	2,78%	1,76%
2013	2,11%	3,04%
2014	1,58%	2,17%
2015	0,58%	2,27%
2016	0,43%	2,45%
2017	0,98%	2,41%
2018	1,98%	2,69%
2019	1,55%	1,92%
2020	1,13%	0,92%

V níže uvedeném grafu je zachycena komparace vývoje výnosu do doby do splatnosti 10 let pro americké dluhopisy typu zero bond a tuzemské dluhopisy.

Graf 4: Historický vývoj výnosnosti českých a amerických dluhopisů



Z provedené komparace vyplývá, že výnosy z bezrizikových aktiv pro oba trhy se vyvíjejí velmi podobně, resp. bezrizikový výnos v tuzemsku kopíruje ten americký.

Průměrný výnos do doby splatnosti deset let tuzemského dluhopisu v roce 2020 činil 1,13 % a v USA 0,92 %, přitom pro rok 2021 MF ČR očekává, že výnos v tuzemsku vzroste na 2,0 % a v roce 2022 na 2,60 %.

4.1.4 Trh práce

Vývoj na trhu práce je do značné míry ovlivněn fiskálními stimulačními opatřeními, která jsou zaměřena na maximálně možné udržení zaměstnanosti. Nezaměstnanost se tak i přes určitý nárůst pohybuje na podstatně nižší úrovni, než by odpovídalo současné cyklické pozici české ekonomiky. Míra nezaměstnanosti v roce 2020 dosáhla 2,6 %. Zpožděné efekty ekonomického propadu a postupné omezování opatření udržujících vysokou zaměstnanost by měly v roce 2021 míru nezaměstnanosti zvýšit na 3,0 %.

Dopady negativní makroekonomické situace na trh práce jsou tlumeny řadou vládních opatření. K hlavním z nich patří program Antivirus, v jehož rámci jsou zaměstnavatelům poskytovány příspěvky na úhradu mezd. Dalším významným prvkem byl pokles efektivního zdanění u zaměstnanců, který firmám umožnil udržet vysokou zaměstnanost při nižším tlaku na růst nákladů práce. U podnikatelů omezuje nárůst počtu registrovaných nezaměstnaných kompenzační bonus. Předpokládáme, že zaměstnanost by se v mezičtvrtletním srovnání měla od 2. čtvrtletí 2021 díky ekonomickému oživení mírně zvyšovat.

Dle oficiálních údajů o volných pracovních místech byl nedostatek zaměstnanců ve většině odvětví a regionů evidentní i v polovině letošního roku. V červenci bylo více volných míst než registrovaných nezaměstnaných vykázano ve 43 okresech, resp. v 8 krajích. Zdaleka ne všechna volná místa evidovaná úřady práce je ale možné považovat za aktivní. Ke konci července činil podíl aktivních nabídek (místa,

Tabulka 12: Historický vývoj nezaměstnanosti a nom. mzdy

Rok	Míra nezaměstnanosti	Tempo růstu Ø nom. mzdy
2003	7,8%	5,8%
2004	8,3%	6,3%
2005	7,9%	5,0%
2006	7,1%	6,6%
2007	5,3%	7,2%
2008	4,4%	7,8%
2009	6,7%	3,3%
2010	7,3%	2,2%
2011	6,7%	2,5%
2012	7,0%	2,5%
2013	7,0%	-0,1%
2014	6,1%	2,9%
2015	5,1%	3,2%
2016	4,0%	4,4%
2017	2,9%	6,7%
2018	2,2%	8,1%
2019	2,0%	7,9%
2020	2,6%	3,1%

u nichž došlo k poslední změně po 1. únoru 2021 a datum nástupu bylo 1. května 2021 nebo později) 49 %, jednalo se tedy přibližně o 176 tisíc pracovních míst. Nedostatek zaměstnanců přetrvával ve 2. čtvrtletí 2021 jako hlavní bariéra růstu produkce ve stavebnictví.

Tabulka 13: Očekávaný vývoj nezaměstnanosti a nom. mzdy

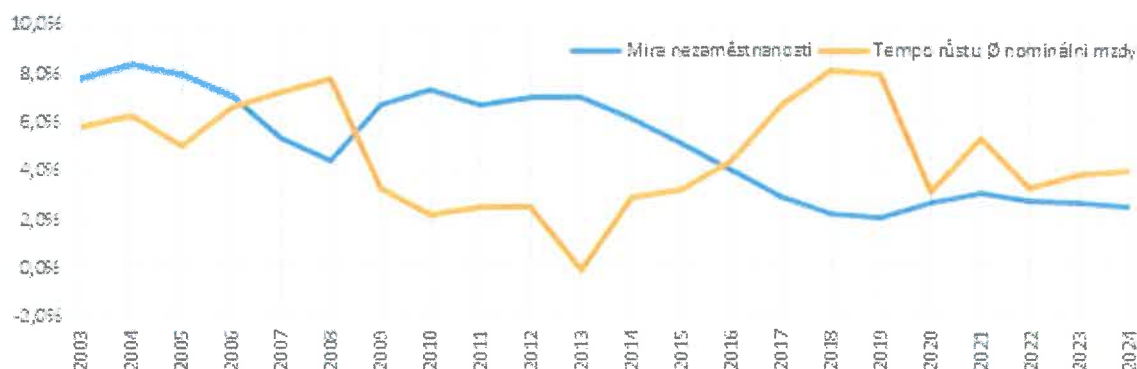
Rok	Míra nezaměstnanosti	Tempo růstu Ø nom. mzdy
2021	3,0%	5,3%
2022	2,7%	3,3%
2023	2,6%	3,8%
2024	2,5%	4,0%

I přes doznívající dopady hospodářského poklesu zůstává poptávka po zahraničních pracovnících velmi silná. Jejich počet v červnu meziročně vzrostl o 79 tisíc na 682 tisíc. Dlouhodobě převažují pracovníci ze Slovenska a Ukrajiny.

Dopady negativní makroekonomické situace na trh práce byly i v průběhu 2. čtvrtletí 2021 tlumeny řadou vládních opatření. K hlavním z nich patřil program Antivirus, v jehož rámci byly zaměstnavatelům poskytovány příspěvky na úhradu mezd. Dalším významným prvkem byl pokles efektivního zdanění u zaměstnanců, který firmám umožnil udržet vysokou zaměstnanost při nižším tlaku na růst nákladů práce. V případě podnikatelů omezoval nárůst počtu registrovaných nezaměstnaných kompenzační bonus. Předpokládáme, že zaměstnanost by se v mezičtvrtletním srovnání měla od 2. čtvrtletí 2021 díky ekonomickému oživení mírně zvyšovat. Za celý letošní rok by přesto měla klesnout o 1,0 % (proti 1,4 %). V roce 2022 by zaměstnanost mohla vzrůst o 0,4 % (proti stagnaci).

Ve 1. čtvrtletí 2021 se zvýšila o 3,2 % (proti 2,9 %). Na zrychlení tempa se podílely mimořádné odměny ve zdravotnictví a propouštění relativně hůře placených zaměstnanců, k němuž nejspíše dochází ve zvýšené míře. Odhadujeme, že v 2. čtvrtletí 2021 mohla průměrná nominální mzda vzrůst o 11,1 %. Za celý rok 2021 by se průměrná mzda mohla zvýšit o 5,3 %, v příštím roce pak o 3,3 %. V jejím zpomalení by se měla projevit slabší dynamika.

Graf 5: Historický vývoj míry nezaměstnanosti a tempa růstu průměrné nominální mzdy a jejich predikce



4.2 SPECIÁLNÍ OMEZENÍ A PŘEDPOKLADY

Speciální předpoklady jsou předpokládáné okolnosti a skutečnosti, které se liší či mohou lišit od okolností a faktů existujících ke dni ocenění, nebo která nebyla či nemusela být k dispozici typickému účastníkovi trhu v transakci ke dni ocenění, ale pro účely ocenění byla přijata. Rovněž se může jednat o předpoklady, které Znalec musel přijmout v důsledku jakýchkoliv omezení, kterými byl při své činnosti limitován a která mohou mít dopad na výslednou hodnotu získanou procesem ocenění. Protože tyto předpoklady mohou mít vliv na hodnotu oceňovaného podniku, je důležité, aby všechny dotčené strany byly s těmito předpoklady před samotným reportováním výsledné hodnoty seznámeny.

Speciální předpoklad č. 1:

Znalec upozorňuje uživatele znaleckého posudku, že **výsledná hodnota oceňované ochranné známky „PIETRO FILIPT“ je zatížena významnou právní vadou, která nebyla v ocenění promítnuta a může mít na výslednou hodnotu zásadní negativní vliv.** Předmětem ocenění v tomto znaleckém posudku je slovní ochranná známka „PIETRO FILIPT“ (**znaky verzálkové, kapitálkové**), která je ve vlastnictví společnosti pietro filipi stores, s.r.o. Znalec paralelně s tímto znaleckým posudkem zpracoval znalecký posudek č. 40/2021, který oceňuje slovní ochrannou známku „pietro filipi“ (**znaky minuskové**), která je ve vlastnictví společnosti pietro filipi, s.r.o. Na obě společnosti, které jsou dle § 23, odst. 7, Zákona o daních z příjmů č. 586/1992 tzv. spojené osoby (sesterské společnosti), byl prohlášen konkurz a v době zpracování znaleckých posudků probíhal prodejní proces na prodej výše uvedených ochranných známek. Za zcela zásadní je v této souvislosti nutné zmínit skutečnost, že uvedený **prodej probíhá odděleně pro ochrannou známku „pietro filipi“ a „PIETRO FILIPT“**. Dle našeho názoru se jedná o zaměnitelné ochranné známky, neboť zboží (oblečení) bylo historicky prodáváno jak pod ochrannou známku „pietro filipi“, tak i pod ochrannou známku „PIETRO FILIPT“. Dle zjištěných informací nebylo použití těchto ochranných známek při označení zboží v minulosti řešeno systematickým způsobem, a lze tedy obě tyto slovní ochranné známky nalézt na různém typu oblečení. Dle našeho názoru zákazník obě tyto ochranné známky nerozlišuje a považuje je v podstatě za totožné.

Ochranné známky „pietro filipi“ a „PIETRO FILIPT“ mají právní ochranu v různých zemích, ale současně se také tato právní ochrana v některých zemích shoduje (zejména např. Česká republika, kde je ochranná známka nejznámější).

Dle našeho názoru by měl potenciální kupující provést řádnou právní due diligence ohledně možného užívání ochranných známek v případě, že by došlo k situaci koupě ochranných známek „pietro filipi“ a „PIETRO FILIPT“ **dvěma různými kupujícími**. Znalec v oblasti ekonomika nemůže tuto právní otázku jakýmkoliv způsobem analyzovat, ale považujeme za důležité na tuto právní vadu ochranných známek potenciálního kupujícího upozornit.

4.3 OBECNÉ INFORMACE O PROVEDENÉM OCENĚNÍ

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

4.3.1 Použitý oceňovací standard

Tento znalecký posudek je vypracován v souladu s **Mezinárodními oceňovacími standardy (IVS)** představující základní oceňovací pramen, podle kterého je také provedeno ocenění uvedené v tomto posudku.

4.3.2 Výsledná kategorie hodnoty

V mezinárodním kontextu výsledná kategorie hodnoty oceňované společnosti získaná provedeným oceněním odpovídá „**tržní hodnotě**“, jejíž definiční znaky jsou uvedeny v kapitole 2.4.1.

4.4 VOLBA ZPŮSOBU OCENĚNÍ A JEHO POPIS

V souladu se standardem IVS 210 Mezinárodních oceňovacích standardů metodu ocenění zvolíme v souladu s účelem a kategorií hledané hodnoty ocenění (tržní hodnoty).

Pro odvození tržní hodnoty ochranné známky se dle IVS používají tři základní metody ocenění – metoda tržního srovnání, metoda výnosová a metoda nákladová.

Použití metody ocenění založené na tržním srovnání vyloučíme, neboť aplikace této metody vyžaduje aktivní trh s podobnými nehmotnými aktivy. Vzhledem ke skutečnosti, že nehmotná aktiva obecně jsou často, co do svých charakteristik jedinečná, nelze tuto metodu, pro odvození tržní hodnoty, použít.

Použití metody nákladové pro odvození tržní hodnoty nehmotných aktiv se používá zejména v případech, kdy nehmotné aktivum je vytvářeno vlastní činností a kdy aktivum nepřináší významnější peněžní toky. Použití nákladové metody je tedy pro naše účely nevhodné a vylučujeme jej.

Pro odvození tržní hodnoty nehmotného aktiva použijeme **výnosový přístup**, kdy tržní hodnotu ochranné známky odvodíme od současné hodnoty peněžních příjmů generovaných aktivem. S přihlédnutím k získaným podkladům v rámci výnosového přístupu je aplikována metoda **licenční analogie** (tzv. „**Relief-from-Royalty Method**“, IVS 210), která zjišťuje budoucí ekonomický potenciál ochranné známky na základě peněžních toků představovaných platbami licenčních poplatků za užití právo k užití aktiva podle zásady nejlepšího a nejvyššího možného užití aktiva, popsané výše v teoretické části posudku. Jinými slovy metoda licenční analogie je založena na odvození hodnoty aktiva pomocí peněžních toků, které by vlastník aktiva musel hradit v případě, kdy by dané aktivum nevlastnil a chtěl jej za úplatu užívat. Volba výnosového přístupu ve variantě licenční analogie je rovněž v souladu se zásadou nejvyššího a nejlepšího využití aktiva. Podle našeho názoru, tak vzhledem k v minulosti dosahovaným výnosům připadajícím na ochrannou známku, je nejvyšším a nejlepším využitím aktiva pro jeho vlastníka poskytování práva na užití ochrannou známku.

K odvození tržní hodnoty ochranné známky jsme tedy zvolili výnosový přístup, metodu licenční analogie, akceptovanou Mezinárodními oceňovacími standardy.

Matematické vyjádření výpočtu hodnoty nehmotného aktiva metodou licenční analogie je následující:

Rovnice 1: Rovnice pro výpočet hodnoty nehmotného aktiva metodou licenční analogie

$$H_{NA} = \sum_{t=1}^n \frac{T_t \times PM \times LP \times K_t \times (1-d)^t}{(1+i)^t}, \text{ kde}$$

H_{NA} současná hodnota nehmotného aktiva

T_t tržby z prodeje výrobku obsahující oceňované nehmotné aktivum

PM podíl nehmotného aktiva na objemu prodeje výrobku

LP sazba licenčního poplatku

K_t míra zastarání nehmotného aktiva

i diskontní sazba na úrovni nákladů ušlé příležitosti

t období (budeme počítat za toto období 1 rok)

n celková doba užití (životnosti) nehmotného aktiva

d sazba daně z příjmů právnické osoby

Z výše uvedeného popisu vyplývá, že k indikaci hodnoty nehmotného aktiva metodou licenční analogie je potřeba stanovit několik parametrů. Celý výpočet jsme tedy rozdělili do těchto kroků:

- KROK A: Stanovení doby užití
- KROK B: Projekce budoucích tržeb
- KROK C: Stanovení licenčního poplatku
- KROK D: Stanovení diskontní sazby
- KROK E: Vlastní výpočet hodnoty

4.4.1 KROK A: Stanovení doby užití

Obecně platí, že vynálezy, technická řešení a užité vzory časem postupně zastarávají, a tím ztrácejí na hodnotě, kdežto u práv na označení typu ochranných známek, příp. domén, je tendence spíše opačná, tedy na hodnotě časem nabývají. Hodnota ochranné známky je stanovena pro časový horizont registrace ochranné známky **10 let**. Použitý horizont 10 let současně uvádí i zákon o oceňování majetku č. 151/1997 v § 17 odst. 3, písm. b) jako horní přípustný interval.

4.4.2 KROK B: Projekce budoucích tržeb

Projekce budoucích tržeb je naplánována pro období 10 let od data ocenění. Projektované tržby jsou odhadem Znalce na základě historicky dosahovaných tržeb společnosti *pietro filipi, s.r.o.*, kde byl soustředěna výrazná většina prodejců, a možného očekávání výše tržeb potenciálním kupujícími. Znovu připomínáme speciální předpoklad uvedený v kapitole 4.2 (příp. i kapitolu 3.1.4), kde je zdůvodněn dále použitý způsob ocenění. Jinými slovy, proč je vycházeno z historických tržeb spol. *pietro filipi, s.r.o.* a nikoliv *pietro filipi stores, s.r.o.*

Historicky dosahovala společnost *pietro filipi, s.r.o.* následujících tržeb z prodeje zboží (2017 – 2019). Rok 2020 nebyl z důvodu nedodání podkladů a ovlivněním tohoto roku pandemií COVID-19 uvažován.

Tabulka 14: Historicky dosahované tržby za prodej zboží společnosti *pietro filipi, s.r.o.* (2017 – 2019)

v tis. Kč	2017	2018	2019	Průměr
Tržby za prodej zboží	388 097	426 871	430 672	415 213

*Zdroj: finanční výkazy *pietro filipi, s.r.o.*, výpočet Znalce*

Průměrná výše tržeb za prodej zboží dosáhla výše 415 mil. Kč.

Historicky dosahované tržby společnosti *pietro filipi, s.r.o.* mají ovšem několik zcela zásadních omezení, se kterými musí potenciální kupující uvažovat a které v podstatě představují maximální horní hranici tržeb, se kterými by mohl potenciální kupující uvažovat. Tato omezení jsou následující:

- Historicky dosahované tržby za prodej zboží byly realizovány v cca 25 obchodech, které prodávaly pouze výrobky pod ochrannými známkami „pietro filipi“ a „PIETRO FILIPI“. Obchody se často nacházely na lukrativních místech (např. obchod na Národní třídě v Praze nebo na atraktivních místech v obchodních centrech). Aktuálně byly všechny tyto obchody uzavřeny a byly ukončeny nájemní smlouvy. Je tedy zřejmé, že aby bylo možné dosáhnout historických tržeb, bude potenciální kupující bude muset znovu vybudovat relativně velkou síť obchodů. Přičemž je významným rizikem, zda by nová místa byla pro zákazníky obdobně lukrativní. V případě, že kupujícími bude subjekt, který již vlastní obchodní síť a značka „PIETRO FILIPI“, příp. i „pietro filipi“, bude doplněním k dalším značkám oblečení, která vlastní nebo která může na základě licencí prodávat, lze předpokládat, že zboží nebude prodávat v rámci samostatného obchodu *pietro filipi*, jako tomu bylo historicky, ale pouze jako rozšíření stávajícího sortimentu zboží.
- Historicky dosahované tržby za prodej zboží byly realizovány pouze pod ochrannými známkami „pietro filipi“ a „PIETRO FILIPI“. Ochrannou známku „pietro filipi“ ovšem vlastní jiný subjekt (vizte speciální předpoklad č. 1 v kapitole 4.2). Dle zjištěných informací nebylo použití těchto ochranných známek při označení zboží v minulosti řešeno systematickým způsobem, a lze tedy obě tyto slovní ochranné známky nalézt na různém typu oblečení. Dle našeho názoru zákazník obě tyto ochranné známky nerozlišuje a považuje je v podstatě za totožné.
- V případě koupě ochranné známky „PIETRO FILIPI“, příp. i „pietro filipi“ nemá potenciální kupující vyrobené nebo nakoupené žádné zboží, které by mohl obratem prodat. Lze tedy předpokládat, že v prvních letech finančního plánu budou dosahované tržby z prodeje zboží významně nižší.
- Současně zde existuje významné riziko ve vnímání kvality nového zboží z pohledu zákazníka, tedy zda bude zboží kvalitativně srovnatelné nebo odlišné od původního.

Dále jsme analyzovali historické tržby z prodeje zboží od začátku hospodaření společnosti pietro filipi, s.r.o.

Tabulka 15: Historicky dosahované tržby za prodej zboží společnosti pietro filipi, s.r.o. (1999 – 2019)

v tis. Kč	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Tržby za prodej zboží	143 143	167 932 ¹	192 720	196 103	195 846	183 225	269 907	293 958	351 117	405 358
Tempo růstu		17%	15%	2%	0%	-6%	47%	9%	19%	15%

v tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby za prodej zboží	394 519	413 631	432 870	453 818	422 821	447 478	471 274	413 020	388 097	426 871	430 672
Tempo růstu	-3%	5%	5%	5%	-7%	6%	5%	-12%	-6%	10%	1%

Zdroj: Účetní závěrky pietro filipi 1999 - 2019

Průměrné tempo růstu tržeb za prodej zboží činilo za prvních 10 let hospodaření společnosti **13,15 % ročně**.

Průměrné tempo růstu tržeb za prodej zboží činilo za celé období 6,34 % ročně.

Na základě výše uvedených informací a skutečností jsme stanovili **2 variantní scénáře možného potenciálního vývoje tržeb – optimistický a pesimistický**.

V rámci optimistického scénáře předpokládáme, že v 10. roce bude dosaženo **60 % průměrné výše tržeb za roky 2017 – 2019** za prodej zboží společnosti pietro filipi, s.r.o. Tempo růstu v jednotlivých letech kalkulujeme na základě historického vývoje od založení společnosti v prvních 10 letech hospodaření, které činilo 13,15 %.

Tabulka 16: Prognóza tržeb - optimistický scénář

v tis. Kč	Rok 1	Rok 2	Rok 3	Rok 4	Rok 5	Rok 6	Rok 7	Rok 8	Rok 9	Rok 10
Tržby	81 931	92 707	104 901	118 697	134 309	151 974	171 962	194 579	220 170	249 128
Tempo růstu tržeb		13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%

Zdroj: Výpočty Znalce

V rámci pesimistického scénáře předpokládáme, že v 10. roce bude dosaženo **40 % průměrné výše tržeb za roky 2017 – 2019** za prodej zboží společnosti pietro filipi, s.r.o. Tempo růstu v jednotlivých letech kalkulujeme na základě historického vývoje od založení společnosti v prvních 10 letech hospodaření, které činilo 13,15 %.

Tabulka 17: Prognóza tržeb - optimistický scénář

v tis. Kč	Rok 1	Rok 2	Rok 3	Rok 4	Rok 5	Rok 6	Rok 7	Rok 8	Rok 9	Rok 10
Tržby	54 621	61 805	69 934	79 132	89 539	101 316	114 641	129 719	146 780	166 085
Tempo růstu tržeb		13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%

Zdroj: Výpočty Znalce

¹ V obchodním rejstříku není založena účetní závěrka za roky 2000 a 2001, výše tržeb pro rok 2000 byla stanovena jako aproximace let 1999 a 2001. Výše tržeb za rok 2001 byla zjištěna z účetní závěrky za rok 2002.

4.4.3 KROK C: Stanovení licenčního poplatku

Pro aplikaci metody licenční analogie je stěžejní stanovit výši licenčního poplatku a časový horizont, po který bude právo využíváno. S ohledem na neexistenci systematického trhu nehmotných aktiv (resp. ochranných známek) je nutno vycházet z konkrétních informací o jednotlivých srovnatelných obchodech či z doporučení odborníků z praxe. Sazbu licenčního poplatku Znalec odvodil z realizovaných kontraktů ve stejném odvětví, v rámci kterých bylo poskytnuto právo k užití ochranných známek, pod kterými jsou vyráběny a prodávány stejné či obdobné výrobky z odvětví oblečení (oděv). Jako zdroj Znalec využil neveřejnou databázi Royalty Range.

Z dané databáze byl vybrán vzorek 26 uzavřených licenčních kontraktů v oblasti prodeje oblečení (oděv). Přehled těchto kontraktů je uveden v následující tabulce.

Tabulka 17: Licenční kontrakty

Č. transakce	Poskytovatel licence	Výrobky prodávané pod ochrannou známkou	Transakce mezi spřízněnými osobami	Uzavření licenční smlouvy	Teritoriální ochrana	Základ výpočtu LP	Výše rozpětí LP pro neexkluzivní licence či rozdíl výši LP v různých obdobích dané transakce	
	Nabyvatel licence						Do níž limit	Horní limit
1	SCORES HOLDING COMPANY, INC. ENTERTAINMENT MANAGEMENT SERVICES, INC.	oblečení	NE	13.11.2006	celý svět	hrubé tržby	4,99%	50,00%
2	EagleRider, Inc. Execute Sports, Inc.	oblečení	NE	28.04.2005	celý svět	čistá velkoobchodní prodejní cena	12,00%	12,00%
3	SECOND CITY, INC. BUZZ KILL, INC. (Eastern Resources, Inc.)	oblečení	NE	01.04.2010	celý svět	hrubý příjem	10,00%	10,00%
4	Unspecified iFabric Corp.	oblečení	-	06.01.2021	celý svět	čisté prodeje	9,00%	9,00%
5	NNCS, INC. NAHDREE GROUP LTD	oblečení	NE	01.06.1998	celý svět	tržby	1,00%	2,75%
6	Unspecified iFabric Corp.	oblečení	-	01.01.2011	celý svět	čisté prodeje	8,50%	8,50%
7	Sole Assets Holdings, Inc. d/b/a Gramicci Hampshire Group, Limited	oblečení	NE	01.07.2014	celý svět	čisté prodeje, upr. EBITDA	4,00%	20,00%
8	Unspecified iFabric Corp.	oblečení	-	17.10.2011	celý svět	čisté prodeje	9,50%	9,50%
9	LONSDALE SPORTS LIMITED LEOFELIS SA	oblečení	NE	11.06.2001	Švýcarsko, Itálie	čistá prodejní cena	3,00%	3,00%
10	N.N.C.S., Inc. Nah Nah Collection, Inc.	oblečení	NE	24.12.1997	celý svět	čisté tržby	3,00%	3,00%
11	Callaway Golf Company Sport Haley, Inc	oblečení	NE	20.05.2008	USA, Kanada, Mexiko, VB, EU, Aruba, Kajmanské ostrovy, Jamajka, Dominikánská republika, Bahamy, Britské Panenské ostrovy	čisté prodeje	6,50%	6,50%
12	Cherokee Inc. Tesco Stores Limited	oblečení	NE	10.03.2003	VB a Irsko	čisté prodeje	1,50%	2,00%
13	Stone Corporation Inc.	oblečení	NE	01.06.2011	celý svět	čisté prodeje	6,00%	6,00%

Č. transakce	Poskytovatel licence	Výrobky prodávající pos. ochrannou známkou	Transakce mezi spřízněnými osobami	Uzavření licenční smlouvy	Teritoriální ochrana	Základ výpočtu LP	Výše rozdělení LP pro neexkluzivní licence či různou výši LP v různých obdobích dle transakce	
	Nabyvatel licence						Dojm. limit	Hran. limit
	Horiyoshi the Third Limited							
14	Oleg Cassini, Inc. The He-Ro Group, Ltd.	oblečení	NE	01.06.1990	celý svět	čisté prodeje	3,00%	4,00%
15	Cerruti 1881 SAS Forever Winner International Development Limited	oblečení	NE	25.05.2018	Evropa, Severní Amerika, Jižní Amerika, Austrálie, Střední východ, Rusko, Indie, Pakistán	čisté maloobch. a velkoobch. prodeje	5,00%	10,00%
16	BHPC Marketing, Inc. Zacari 2000, S.L.	oblečení	NE	15.08.1996	38 států Evropy	čisté prodeje	6,00%	6,00%
17	Gieves & Hawkes International Limited; Gieves and Hawkes International (BVI) Limited Forever Winner International Development Limited	oblečení	NE	25.05.2018	Evropa, Sev. a Již. Amerika, Austrálie, Střední východ, Rusko, Indie a Pakistán, Japonsko	čisté maloobch. a velkoobch. prodeje	5,00%	10,00%
18	The Classics Chicago, Inc. The Talbots, Inc.; Talbots International Retailing Limited, Inc.; Talbots (Canada), Inc.; Talbots (U.K.) Retailing Limited	oblečení	NE	29.01.1997	Kanada, VB, Asie	čisté prodeje	1,80%	6,00%
19	HUGO BOSS Trade Mark Management GmbH & Co. KG MGI Luxury Group S.A.	oblečení	NE	15.12.2004	celý svět	čisté prodeje	8,00%	8,00%
20	BHPC Marketing, Inc. Zacari 2000, S.L.	oblečení	NE	15.08.1996	37 států Evropy	maloobch. a velkoobch. prodeje	2,00%	4,00%
21	Liz Claiborne, Inc. J. C. Penney Company, Inc.	oblečení	NE	07.10.2009	celý svět	čisté prodeje	1,00%	1,50%
22	L. C. Licensing, Inc. Movado Group, Inc., Swissam Products Limited	oblečení	NE	18.11.2005	celý svět	čisté prodeje	8,00%	8,00%
23	BILL BLASS INTERNATIONAL, LLC THE FASHION HOUSE, INC.	oblečení	NE	01.04.2007	celý svět, kromě Japonska	čisté prodeje	3,50%	3,50%
24	Smith & Wesson Inc. AOB Products Company	oblečení	NE	24.08.2020	celý svět	čisté prodeje	5,00%	5,00%
25	VOIT CORPORATION Sport Supply Group, Inc. (Collegiate Pacific Inc.)	oblečení	NE	08.08.2003	celý svět	čistá prodejní cena	3,75%	3,75%
26	Trinity International Brands Limited Forever Winner International Development Limited	oblečení	NE	25.05.2018	Evropa, Austrálie, Střední východ, Rusko, Indie, Pakistán	maloobch. a velkoobch. prodeje	5,00%	10,00%
Medián							5,00%	6,25%

Výše LP

5,63%

Zdroj: Databáze Royalty Range, vlastní úprava Znalce

Vzhledem k relativně velkému množství srovnatelných transakcí Znalec použil medián uvedených licenčních poplatků, kterým jsou eliminovány extrémní hodnoty ve vzorku.

Obvyklá výše licenčního poplatku se pohybuje v intervalu od 5 % do 6,25 % z ročního obrátu (tržeb). **Znalec pro ocenění souboru ochranných známek zvolil průměr této hodnoty, která činí 5,63 % z ročního obrátu (tržeb).**

Podíl nehmotných aktiv (PM): Historicky dosahované tržby za prodej zboží byly realizovány pouze pod ochrannými známkami „pietro filipi“ a „PIETRO FILIPI“. Ochrannou známku „pietro filipi“ ovšem vlastní jiný subjekt (vizte speciální předpoklad č. 1 v kapitole 4.2). Dle zjištěných informací nebylo použití těchto ochranných známek při označení zboží v minulosti řešeno systematickým způsobem, a lze tedy obě tyto slovní ochranné známky nalézt na různém typu oblečení. Dle našeho názoru zákazník obě tyto ochranné známky nerozlišuje a považuje je v podstatě za totožné. Z důvodu nedostatku dalších informací byl proto zvolen poměr 50 % na tržbách připadajících na OZ „pietro filipi“ a 50 % připadajících na OZ „PIETRO FILIPI“.

Míra zastarání (K) stanovuje Znalec rovněž na hodnotu 1, neboť uvažoval s omezenou dobou životnosti (10 let).

Sazba daně (d) vychází z výše daně z příjmů právnické osoby platné ke dni ocenění (19 %).

4.4.4 KROK D: Stanovení diskontní sazby

Diskontní sazba představuje požadovanou míru výnosnosti investorem při investování do alternativního aktiva zatíženého stejnou mírou rizika jako aktivum oceňované. V tomto případě diskontní sazbou odůročujeme, tzn. zjišťujeme, jaká je současná hodnota investice, aby při složeném ročním úročení diskontní sazbou investice dosáhla nám známé budoucí hodnoty. Důležité je proto stanovení odpovídající výše diskontní sazby, kterou by měly být diskontovány volné peněžní toky v rámci zvoleného časového období. Volba postupu při stanovení diskontní sazby závisí mj. i na metodě ocenění. V našem případě je úroková míra dána odhadem nákladů na vlastní kapitál. V ocenění tedy neuvažujeme s nákladem na cizí kapitál, neboť bankovní ústavy neposkytují finanční prostředky na financování tohoto typu nehmotných aktiv. Základním modelem pro odhad nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích je model oceňování kapitálových aktiv (tzv. model CAPM). Tento model je postaven na řadě předpokladů, které do určité míry omezují použití tohoto modelu pro odhad diskontní sazby, nicméně i tak je model CAPM v současnosti nejvyužívanějším nástrojem pro odhad nákladů vlastního kapitálu odvozených z tržních dat. Abychom tuto diskontní míru získali, musíme určit základní parametry níže uvedené rovnice.

Rovnice 2: Rovnice stanovení nákladu na vlastní kapitál

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

N_{vk} je náklad na vlastní kapitál,
 R_f je bezriziková míra výnosnosti,
 RPT je riziková prémie kapitálového trhu,
 B_i je koeficient beta,
 RPZ je riziková prémie země,
 RP_1 je riziková přírážka za malou společnost
 RP_2 je riziková přírážka za malou likviditu
 RP_3 je riziková přírážka za nesystematické riziko

Míra výnosnosti bezrizikového aktiva (R_f).

Za bezriziková aktiva jsou považovány státní dluhopisy vyspělých zemí. Z těchto státních dluhopisů je pak počítán spotový výnos do doby splatnosti, jenž představuje míru výnosnosti bezrizikového aktiva. Bohužel v tuzemsku nejsou emitovány bezkupónové státní dluhopisy (tzv. zero bondy), pouze kupónové, které pro použití nesplňují podmínku absence reinvestičního rizika. Znalec proto použil výnos do doby splatnosti z amerických zero-bondů s dobou do splatnosti 10 let. Spotový výnos amerických dluhopisů s dobou do splatnosti 10 let ke dni ocenění činí **1,28 %** (zdroj: www.treasury.gov).

4.4.5 KROK E: Vlastní výpočet hodnoty

V následující tabulce je uvedeno ocenění souboru nehmotných aktiv k datu ocenění dle výše uvedené Rovnice pro výpočet hodnoty nehmotného aktiva metodou licenční analogie variantně pro oba scénáře.

Tabulka 19: Ocenění ochranné známky - optimistický scénář

v tis. Kč	Rok 1	Rok 2	Rok 3	Rok 4	Rok 5	Rok 6	Rok 7	Rok 8	Rok 9	Rok 10
Tržby	81 931	92 707	104 901	118 697	134 309	151 974	171 962	194 579	220 170	249 128
Tempo růstu tržeb		13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Podíl OZ "PIETRO FILIPI" na celkových tržbách	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Sazba licenčního poplatku	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%
Licenční poplatek (LP)	2 306	2 610	2 953	3 341	3 781	4 278	4 841	5 477	6 198	7 013
Daň z příjmů	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Licenční poplatek po dani	1 868	2 114	2 392	2 706	3 062	3 465	3 921	4 437	5 020	5 680
Diskontní sazba	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Diskont	0,904	0,817	0,739	0,668	0,604	0,546	0,494	0,446	0,404	0,365
Současná hodnota LP	1 689	1 728	1 768	1 808	1 850	1 892	1 936	1 980	2 026	2 073
Současná hodnota ochranné známky	18 750									

Zdroj: Výpočty Znalce

V případě optimistického scénáře činí hodnota ochranné známky „PIETRO FILIPI“ 18 750 tis. Kč

Tabulka 20: Ocenění ochranné známky – pesimistický scénář

v tis. Kč	Rok 1	Rok 2	Rok 3	Rok 4	Rok 5	Rok 6	Rok 7	Rok 8	Rok 9	Rok 10
Tržby	54 621	61 805	69 934	79 132	89 539	101 316	114 641	129 719	146 780	166 085
Tempo růstu tržeb		13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Podíl OZ "PIETRO FILIPI" na celkových tržbách	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Sazba licenčního poplatku	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%
Licenční poplatek (LP)	1 538	1 740	1 969	2 228	2 521	2 852	3 227	3 652	4 132	4 675
Daň z příjmů	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Licenční poplatek po dani	1 245	1 409	1 595	1 804	2 042	2 310	2 614	2 958	3 347	3 787
Diskontní sazba	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Diskont	0,904	0,817	0,739	0,668	0,604	0,546	0,494	0,446	0,404	0,365
Současná hodnota LP	1 126	1 152	1 178	1 205	1 233	1 262	1 291	1 320	1 351	1 382
Současná hodnota ochranné známky	12 500									

V případě pesimistického scénáře činí hodnota ochranné známky „PIETRO FILIPI“ 12 500 tis. Kč.

4.5 SHRUTÍ – VÝSLEDNÁ HODNOTA

Ve znaleckém posudku bylo provedeno ocenění ochranné známky „PIETRO FILIPI“, a to výnosovým přístupem metodou licenční analogie ve dvou variantních scénářích.

V případě optimistického scénáře činí hodnota ochranné známky „PIETRO FILIPI“ 18 750 tis. Kč

V případě pesimistického scénáře činí hodnota ochranné známky „PIETRO FILIPI“ 12 500 tis. Kč.

Výslednou hodnotou ochranné známky „PIETRO FILIPI“ stanovujeme jako průměr z obou scénářů, který činí 15 625 tis. Kč.

Tabulka 21: Ocenění OZ

v tis. Kč	Ocenění OZ
Pesimistický scénář	12 500
Optimistický scénář	18 750
Průměr	15 625

Zdroj: Výpočty Znalce

Hodnota ochranné známky „PIETRO FILIPI“ stanovená výnosovou metodou činí 15 625 000 Kč.

5 ODŮVODNĚNÍ

Tato kapitola obsahuje odůvodnění v souladu s ust. § 28 odst. 2 písm. f) zák. č. 254/2019 Sb., o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech ve spojení s ust. § 41 odst. 4 vyhlášky č. 503/2020 Sb., o výkonu znalecké činnosti, které zahrnuje interpretaci výsledků provedených analýz dat a kontrolu postupu znalce podle § 52 písm. a) až e) shora uvedené vyhlášky.

5.1 INTERPRETACE VÝSLEDKŮ ANALÝZY

Ve znaleckém posudku bylo provedeno ocenění ochranné známky „PIETRO FILIPPI“, a to výnosovým přístupem **metodou licenční analogie** ve dvou variantních scénářích.

V případě optimistického scénáře činí hodnota ochranné známky „PIETRO FILIPPI“ 18 750 tis. Kč

V případě pesimistického scénáře činí hodnota ochranné známky „PIETRO FILIPPI“ 12 500 tis. Kč.

Výslednou hodnotou ochranné známky „PIETRO FILIPPI“ stanovujeme jako průměr z obou scénářů, který činí 15 625 tis. Kč.

Tabulka 22: Ocenění OZ

v tis. Kč	Ocenění OZ
Pesimistický scénář	12 500
Optimistický scénář	18 750
Průměr	15 625

Zdroj: Výpočty Znalce

Hodnota ochranné známky „PIETRO FILIPPI“ stanovená výnosovou metodou činí 15 625 000 Kč.

5.2 KONTROLA POSTUPU

Znalec při zpracování znaleckého posudku:

- vybere zdroj dat – vizte kapitola 2,
- sebere nebo vytvoří data – vizte kapitola 2,
- zpracuje data – vizte kapitola 3,
- provede analýzu dat a zformuluje její výsledky – vizte kapitola 4,
- interpretuje výsledky analýzy dat – vizte kapitola 5,
- zkontroluje svůj postup podle písmen a) až e) – vizte kapitola 5.2,
- zformuluje závěr – vizte kapitola 6.

6 ZÁVĚR

6.1 CITACE ZADANÉ ODBORNÉ OTÁZKY

Jaká je hodnota mezinárodní ochranné známky ve vlastnictví společnosti pietro filipi stores, s.r.o., se sídlem Bílkova 855/19, Staré Město, 110 00 Praha 1, IČO: 649 39 341, ke dni vydání tohoto znaleckého posudku?

6.2 ODPOVĚĎ

Na základě provedeného ocenění a s ohledem na předpoklady a omezení uvedená v tomto znaleckém posudku, Znalec konstatuje, že hodnota ochranné známky ve vlastnictví společnosti pietro filipi stores, s.r.o., se sídlem Bílkova 855/19, Staré Město, 110 00 Praha 1, stanovena ke dni vydání tohoto znaleckého posudku, **15 625 000,- Kč.**

(slovy: patnáct milionů šest set dvacet pět tisíc korun českých.)

6.3 PODMÍNKY SPRÁVNOSTI ZÁVĚRU, PŘÍPADNĚ SKUTEČNOSTI SNIŽUJÍCÍ JEHO PŘESNOST

V souladu s ust. § 41 odst. 5 vyhlášky č. 503/2020 Sb., o výkonu znalecké činnosti, Znalec při vypracovávání tohoto znaleckého posudku **identifikoval omezení či okolnosti, které snižují přesnost závěru tohoto posudku**, kromě omezení a přijatých předpokladů uvedených v kapitole 1.10.

Znalec upozorňuje uživatele znaleckého posudku, že **výsledná hodnota oceňované ochranné známky „PIETRO FILIPI“ je zatížena významnou právní vadou, která nebyla v ocenění promítnuta a může mít na výslednou hodnotu zásadní negativní vliv.** Předmětem ocenění v tomto znaleckém posudku je slovní ochranná známka „PIETRO FILIPI“ (**znaky verzálkové, kapitálkové**), která je ve vlastnictví společnosti pietro filipi stores, s.r.o. Znalec paralelně s tímto znaleckým posudkem zpracoval znalecký posudek č. 40/2021, který oceňuje slovní ochrannou známku „pietro filipi“ (**znaky minuskové**), která je ve vlastnictví společnosti pietro filipi, s.r.o. Na obě společnosti, které jsou dle § 23, odst. 7, Zákona o daních z příjmů č. 586/1992 tzv. spojené osoby (sesterské společnosti), byl prohlášen konkurz a v době zpracování znaleckých posudků probíhal prodejní proces na prodej výše uvedených ochranných známek. Za zcela zásadní je v této souvislosti nutné zmínit skutečnost, že uvedený **prodej probíhá odděleně pro ochrannou známku „pietro filipi“ a „PIETRO FILIPI“**. Dle našeho názoru se jedná o zaměnitelné ochranné známky, neboť zboží (oblečení) bylo historicky prodáváno jak pod ochrannou známkou „pietro filipi“, tak i pod ochrannou známkou „PIETRO FILIPI“. Dle zjištěných informací nebylo použití těchto ochranných známek při označení zboží v minulosti řešeno systematickým způsobem, a lze tedy obě tyto slovní ochranné známky nalézt na různém typu oblečení. Dle našeho názoru zákazník obě tyto ochranné známky nerozlišuje a považuje je v podstatě za totožné.

Ochranné známky „pietro filipi“ a „PIETRO FILIPI“ mají právní ochranu v různých zemích, ale současně se také tato právní ochrana v některých zemích shoduje (zejména např. Česká republika, kde je ochranná známka nejznámější).

Dle našeho názoru by měl potenciální kupující provést řádnou právní due diligence ohledně možného užívání ochranných známek v případě, že by došlo k situaci koupě ochranných známek „pietro filipi“ a „PIETRO FILIPI“ **dvěma různými kupujícími**. Znalec v oblasti ekonomika nemůže tuto právní otázku jakýmkoliv způsobem analyzovat, ale považujeme za důležité na tuto právní vadu ochranných známek potenciálního kupujícího upozornit.

INFORMACE O OSOBÁCH PODÍLEJÍCÍCH SE NA ZPRACOVÁNÍ POSUDKU:

V souladu s ust. § 44 odst. 1 Znalec níže uvádí seznam osob podílejících se na zpracování tohoto znaleckého posudku a částí (kapitol), které tyto osoby zpracovávaly nebo se na jejich zpracování podílely.

Tabulka 23: Osoby podílející se na zpracování posudku

JMÉNO OSOBY
Ing. Jakub Kovář

V souvislosti s požadavkem v § 46 odst. 1 písm. a) a e) vyhlášky č. 503/2020 Sb., o výkonu znalecké činnosti, ve spojení s ust. § 31 odst. 3 zák. č. 254/2019 Sb., o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech, Znalec prohlašuje, že ke zpracování tohoto posudku nepřibral konzultanta, a že za podání tohoto posudku byla sjednána smluvní odměna, jejíž výše není závislá na závěru, k němuž Znalec v posudku dospěl.

7 ZNALECKÁ DOLOŽKA

Znalecký posudek je podán pro obor EKONOMIKA, odvětví OCEŇOVÁNÍ OBCHODNÍ ZÁVODŮ (PODNIKŮ) znaleckou kanceláří jmenovanou rozhodnutím Ministerstva spravedlnosti ČR ze dne 8. ledna 2004, č.j. M - 36/2004 v oboru EKONOMIKA s rozsahem znaleckého oprávnění:

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

zapsanou v I. oddílu seznamu znaleckých ústavů vedeném Ministerstvem spravedlnosti ČR.

Znalecký úkon je zapsán v evidenci posudků pod pořadovým číslem **41 / 2021** v celkovém počtu 3 vyhotovení. Vyhotovení č. 3 je uloženo ve spise Znalce.

Zadavatelem tohoto znaleckého posudku je Ing. Lukáš Vlašný, přičemž jeho číslo jednací nebylo sděleno.

V Praze, dne 15. září 2021



Ing. Jakub Kovář, jednatel společnosti

PRAGUE ACCOUNTING SERVICES s.r.o.

Sokolovská 5/49, Praha 8

PSČ 186 00

Příloha č. 1: Výpis z obchodního rejstříku společnosti pietro filipi stores, s.r.o.

Tento výpis z veřejných rejstříků elektronicky podepsal "MĚSTSKÝ SOUD V PRAZE" dne 7.9.2021 v 09:26:16.
EPVid:vOM9qdzoD0CZFEdXLROGMQ

Výpis

z obchodního rejstříku, vedeného
Městským soudem v Praze
oddíl C, vložka 42008

Datum vzniku a zápisu:	14. prosince 1995
Spisová značka:	C 42008 vedená u Městského soudu v Praze
Obchodní firma:	pietro filipi stores, s.r.o.
Sídlo:	Bílková 855/19, Staré Město, 110 00 Praha 1
Identifikační číslo:	649 39 341
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Předmět podnikání:	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Statutární orgán:	
Jednatel:	MICHAL MIČKA, dat. nar. 20. července 1987 Hybernská 1012/30, Nové Město, 110 00 Praha 1 Den vzniku funkce: 10. září 2018
Počet členů:	2
Způsob jednání:	Společnost zastupuje každý jednatel samostatně.
Společníci:	
Společník:	pietro filipi holding, a.s., IČ: 261 93 426 Bílková 855/19, Staré Město, 110 00 Praha 1
Podíl:	Vklad: 200 000,- Kč Splaceno: 100% Obchodní podíl: 100% Druh podílu: základní Kmenový list: nebyl vydán
Základní kapitál:	200 000,- Kč
Ostatní skutečnosti:	Obchodní korporace se podřídila zákonu jako celku postupem podle § 777 odst. 5 zákona č.90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech.
Údaje o insolvencích:	
Údaje o insolvenci:	Insolvenční řízení bylo zahájeno na základě vyhlášky Městského soudu v Praze č.j. MSPH 88 INS 2135/2021-A-2 ze dne 8.2.2021. Účinky zahájení insolvenčního řízení nastaly dne 8.2.2021 v 09:29 hodin. Na základě usnesení Městského soudu v Praze č.j. MSPH 88 INS 2135/2021-A-8 ze dne 17.2.2021 bylo rozhodnuto o prohlášení konkursu na majetek dlužníka. Účinky tohoto rozhodnutí nastaly dne 17.2.2021 v 12:19 hodin.
Insolvenční správce:	Ing. Lukáš Vlašný, IČ: 698 13 019 Vančurova 2904, 390 01 Tábor
Oddělený insolvenční správce:	Ing. David Jánošík, IČ: 720 74 477 Gočárova 1105/36, Hradec Králové, 500 02

Příloha č. 2: Výpis z databáze ochranných známek – ÚPV


ÚŘAD PRŮMYSLOVÉHO VLASTNICTVÍ

Antonína Čermáka 2a 160 68 Praha 6

Tel.: 224 363 111

Fax: 224 324 718

E-mail: posta@upv.cz

Datová schránka: bx6aa38

Údaje byly získány dne: 26.08.2021 09:40. Poslední aktualizace dat: EUIPO 24.08.2021

UPOZORNĚNÍ: tento výpis má pouze informativní charakter a údaje pro jeho vytvoření byly získány na síti Internet. Domníváte-li se, že obsahuje chyby, obraťte se prosím na Úřad průmyslového vlastnictví.

Číslo spisu: EUIPO 3109329

Údaje získány dne: 26.08.2021 09:40:10 Identifikace: null

Strana 1/2

Základní bibliografie

Zdroj	EUIPO
(210) Číslo přihlášky	3109329
(540) Vyjádření ochranné známky	PIETRO FILIP
(511) Třidy výrobků a služeb	3, 14, 18, 25
(220) Datum podání přihlášky	20.03.2003 EU
(442) Datum zveřejnění přihlášky	19.04.2004 EU
(151) Datum zápisu	20.12.2004 EU
(730) Přihlašovatel/vlastník	PIETRO FILIP STORES, S.R.O., PIETRO FILIP STORES, S.R.O., Na Marínách 315/4, 170 00 Praha 7, Česká republika
Zástupce	Jana Vandelikova, Petrska 1136/12, 110 00 Praha 1, Česká republika
Stav dokumentu	Zapsaná
Druh	Slovní
(180) Datum ukončení platnosti	20.03.2023

Seznam výrobků a služeb

(510)	EN: (3) Soaps, perfumery, essential oils, cosmetics, hair lotions, deodorants and refreshing compositions for personal use, bathing preparations, colognes, pencils, cosmetics, nail polish for cosmetic purposes, shoe cream, makeup preparations, deodorant soap, eau de cologne, antiperspirants, makeup powder, lipsticks, shampoo, eau de toilette, after-shave lotion, shoe wax; (14) Jewellery, custom-made jewellery, precious stones, cufflinks, ornamental brooches, watches, watch cases, watch chains, cigarette cases of precious metal, cigarette holders of precious metals, cigar cases of precious metals, tobacco cases of precious metals, keyrings, necklaces (jewellery), bracelets (jewellery), earrings, badges of precious metals, silver ornaments, ashtrays of precious metal for smokers, imitation gold objects, rings (jewellery), buckles in precious metal, amulets (jewellery), powder compacts of precious metal, imitation jewellery, jewellery boxes of precious metal, snuffboxes of precious metal, wire mesh purses made of precious metals, vases of precious metal, articles of gold and silver excluding cutlery, spoons and forks; (18) Leather, imitation leather, suitcases, parasols, umbrellas, canes, briefcases, document wallets, backpacks, purses, leather hatboxes, handbags, frames, furs, fur linings (furs), vanity cases (unassembled), letter cases, sets of luggage (leather items), travelling bags for clothing, purses, belts of leather, leather for packaging, carryalls, shopping bags with wheels, beach bags, chain mesh purses; (25) Clothing, footwear, headgear, earmuffs (clothing), headbands, underpants (undergarments), slips (clothing), wet suits for water skiing, ready-made clothing, overalls (work clothing), suits, shirts, bathrobes, furs (clothing), ties, headgear, swimsuits, waterproof
-------	--

Číslo spisu: EUIPO 3109329

Údaje získány dne: 26.08.2021 09:40:10 Identifikace: nul

Strana 2/2

garments, paper clothing, imitation leather clothing, woven articles of clothing, clothing for cyclists, clothing for motorists, clothing for gymnasts, leather clothing, belts, swimsuits, bathing suits, slippers, bras, girdles, jackets (clothing), socks, clothing protectors, under garments, sweat-absorbent underclothing, stoles, coats, shirts, leotards, stockings, bags for clothing, pyjamas, gloves, headbands (clothing), wind jackets, sandals, bath slippers, sports shoes, slippers, shoes, pullovers, padded jackets, gabardines, scarves, headscarves, tunics, lace boots, shirts, uniforms.

