

SHRNUTÍ

ZNALECKÉHO POSUDKU Č. P42695/14

STANOVENÍ HODNOTY

- I) ČÁSTI ZÁVODU SPOLEČNOSTI PRAŽSKÉ SLUŽBY, A.S.**
- II) MĚSÍČNÍHO PACHTOVNÉHO ZA PROPACHTOVÁNÍ ČÁSTI ZÁVODU PACHTÝŘI**
- III) CALL OPCE, KTERÁ BY OPRAVŇOVALA PACHTÝŘE BĚHEM DOBY PACHTU KOUPIŤ ČÁST ZÁVODU ZA CENU STANOVENOU NA ZÁKLADĚ NEZÁVISLÉHO ZNALECKÉHO POSUDKU**

OBJEDNATEL:

PRAŽSKÉ SLUŽBY, A.S.
POD ŠANCEMI 444/1
190 00 PRAHA 9
IČ: 601 94 120

ZNALECKÝ ÚKOL:

STANOVENÍ HODNOTY:
I) ČÁSTI ZÁVODU OBJEDNATELE, KTERÁ SLOUŽÍ ZEJMÉNA K VÝKONU ČINNOSTÍ OBJEDNATELE PRO HL. M. PRAHU
II) MĚSÍČNÍHO PACHTOVNÉHO, KTERÉ BUDE PACHTÝŘ V PŘÍPADĚ PROPACHTOVÁNÍ ČÁSTI ZÁVODU PLATIT OBJEDNATELI ZA PŘENECHÁNÍ ČÁSTI ZÁVODU K DOČASNÉMU UŽÍVÁNÍ A POŽÍVÁNÍ V OBDOBÍ OD 30. ŘÍJNA 2014 DO 31. PROSINCE 2015
III) CALL OPCE, KTERÁ BY OPRAVŇOVALA PACHTÝŘE BĚHEM DOBY PACHTU KOUPIŤ ČÁST ZÁVODU OD OBJEDNATELE ZA CENU STANOVENOU NA ZÁKLADĚ NEZÁVISLÉHO ZNALECKÉHO POSUDKU

DATUM OCENĚNÍ:

31. ŘÍJNA 2014

POSUDEK VYPRACOVAL (ZNALEC):

EQUITA CONSULTING S.R.O.
ZNALECKÝ ÚSTAV
TRUHLÁŘSKÁ 3
110 00 PRAHA 1

POSUDEK PŘEDÁN OBJEDNATELI VE TŘECH VYHOTOVENÍCH

V PRAZE V ZÁŘÍ A ŘÍJNU 2014

VYHOTOVENÍ PDF

OBSAH

OBSAH	2
SHRnutí	3
1 ZNALECKÉ ÚKOLY - ZADÁNÍ	3
2 NÁLEZ - BLIŽŠÍ SPECIFIKACE PŘEDMĚTU OCENĚNÍ	4
3 TEORETICKO-METODOLOGICKÁ ČÁST	6
3.1 VÝBĚR KATEGORIE HODNOTY	6
3.2 VÝBĚR VHODNÝCH PŘÍSTUPŮ OCENĚNÍ	6
3.3 VÝBĚR METODY OCENĚNÍ	6
4 OCENĚNÍ JMĚNÍ ČÁSTI ZÁVODU	7
4.1 FINANČNÍ ANALÝZA – SHRnutí A VYHODNOCENÍ FINANČNÍ ANALÝZY	7
4.2 FINANČNÍ PLÁN – PROGNÓZA BUDOUCÍHO VÝVOJE	7
4.2.1 <i>Sestavení finančního plánu - předpoklady</i>	7
4.2.2 <i>Vyhodnocení finančního plánu</i>	10
4.3 OCENĚNÍ PŘÍJMOVÝM PŘÍSTUPEM	10
4.3.1 <i>Ocenění neprovozních aktiv</i>	10
4.3.2 <i>Ocenění Části závodu metodou DCF Entity (FCFF)</i>	11
4.3.2.1 Postup ocenění	11
4.3.2.2 Stanovení volných peněžních toků (FCFF)	11
4.3.2.3 Stanovení výše diskontní míry	13
4.3.2.4 Výsledek ocenění Části závodu metodou DCF Entity (FCFF)	13
5 STANOVENÍ VÝŠE PACHTOVNÉHO	14
5.1 PŘEDPOKLADY STANOVENÍ PACHTOVNÉHO	14
5.2 STRUKTURA NÁSLEDUJÍCÍCH KAPITOL	16
5.3 KALKULACE PACHTOVNÉHO – VARIANTA 1	16
5.4 KALKULACE PACHTOVNÉHO – VARIANTA 2	17
5.5 KALKULACE PACHTOVNÉHO – VARIANTA 3	17
6 OCENĚNÍ OPCE	18
6.1 METODOLOGIE STANOVENÍ HODNOTY OPCE	18
6.2 OCENĚNÍ OPCE	18
7 REKAPITULACE VÝSLEDKŮ	19
7.1 OCENĚNÍ ČÁSTI ZÁVODU	19
7.1.1 <i>Komentář k ocenění provedenému znaleckým ústavem NSG Morison</i>	20
7.1.2 <i>Komentář k ocenění Části závodu – péče řádného hospodáře</i>	22
7.2 STANOVENÍ PACHTOVNÉHO	23
7.2.1 <i>Varianta 1</i>	23
7.2.2 <i>Varianta 2</i>	23
7.2.3 <i>Varianta 3</i>	23
7.2.4 <i>Poznámka ke způsobu stanovení výše pachtovného</i>	24
7.2.5 <i>Poznámka k uplatnění výše pachtovného</i>	24
7.3 OCENĚNÍ OPCE	24
7.3.1 <i>Komentář k ocenění Opce</i>	24

SHRnutí

Znalec vydal dne 9. 10. 2014 znalecký posudek č. P42695/14. Tento dokument je pouze stručným shrnutím znaleckého posudku. V případě potřeby detailnějších informací o metodologii ocenění a jeho vstupech je nutné vycházet ze znaleckého posudku. V případě rozporu mezi tímto shrnutím a znaleckým posudkem má znalecký posudek přednost.

1 ZNALECKÉ ÚKOLY - ZADÁNÍ

Níže uvedené znalecké úkoly souvisejí s usnesením rady hl. m. Prahy č. 2421 ze dne 4. 9. 2014 a v něm uvedeným pokynem valné hromady společnosti Pražské služby, a.s., IČ 601 94 120, se sídlem v Praze 9, Pod Šancemi 444/1, PSČ 190 00 (dále také jen „**Společnost**“ nebo „**Objednatel**“), představenstvu Společnosti ohledně propachtování části závodu Společnosti a zřízení call opce. Společnost tudíž analyzuje možnost propachtovat Část závodu (specifikováno viz níže) nově založené společnosti Technická správa komunikací hl. m. Prahy, a.s., IČ 034 47 286, se sídlem Řásnovka 783/1, Staré Město, 110 00 Praha 1 (dále také jen „**TSK**“ nebo „**Pachtýř**“) a zřídit call opci ve prospěch TSK (viz dále).

Zadání znaleckého úkolu č. 1

Prvním úkolem Znalce je stanovení hodnoty Části závodu (specifikováno dále) Společnosti pro potřeby uplatnění call opce (viz dále).

Zadání znaleckého úkolu č. 2

Druhým úkolem Znalce je stanovení hodnoty měsíčního pachtovného, které bude pachtýř v případě propachtování Části závodu platit Objednateli za přenechání Části závodu k dočasnému užívání a požívání na dobu určitou v období od 30. října 2014 do 31. prosince 2015.

Zadání znaleckého úkolu č. 3

Třetím úkolem Znalce je stanovení hodnoty call opce (dále také jen „**Opce**“), která by opravňovala pachtýře během doby pachtu koupit Část závodu od Objednatele, a to za cenu vyšší z následujících dvou hodnot:

- hodnotu Části závodu stanovenou v tomto znaleckém posudku dle zadání znaleckého úkolu č. 1 k datu ocenění,
- hodnotu Části závodu stanovenou k datu uplatnění call opce nezávislým znaleckým posudkem.

Předmět ocenění

Z výše uvedených znaleckých úkolů lze vydefinovat tři předměty ocenění:

1. Část závodu Společnosti sloužící zejména k výkonu komunálních činností Společnosti pro Hl. m. Prahu (dále také jen „**Část závodu**“). Část závodu, která je předmětem ocenění, je tvořena všemi vnitřními organizačními útvary společnosti (včetně podřízených útvarů) vyjma Závodu 15 000 (Závod komerčních zakázek včetně podřízených útvarů), tj. Část závodu je tvořena zejména útvary Společnosti označovanými jako:
 - Generální ředitel – útvar č. 10 000,
 - Úsek marketingu PR a komunikace – útvar č. 10 200,
 - Ekonomický úsek – útvar č. 10 300,
 - Úsek strategického controllingu – útvar č. 10 400,
 - Úsek informačních technologií a vnitřních procesů – útvar č. 10 500,
 - Úsek investic, nákupu, řízení projektů a správy majetku – útvar č. 10 700,
 - Personální úsek – útvar č. 10 800,
 - Závod odvoz a recyklace odpadu – útvar č. 11 000,
 - Závod údržba komunikací – útvar č. 12 000,
 - Závod na energetické využívání odpadu (ZEVO) – útvar č. 14 000.

Do Části závodu dále nespádají provozně nepotřebná aktiva (viz specifikace dále v kapitole 2.1 *Bližší specifikace předmětu ocenění*, podkapitola *Provozně nepotřebná aktiva*).

Pro potřeby splnění znaleckých úkolů je nezbytné ocenění jmění Části závodu, tj. veškerého majetku a dluhů Části závodu (dále také jen „**Jmění**“).

2. Měsíční pachtovné za propachtování Části závodu. Pro potřeby stanovení pachtovného bude Znalec vycházet zejména ze vstupů oceňujících Jmění Části závodu (viz Předmět ocenění, odstavec 1).
3. Call opce opravňující Pachtýře k odkupu Části závodu v době trvání pachtu za podmínek uvedených výše. Pro potřeby ocenění call opce bude Znalec vycházet zejména z výsledků ocenění Jmění Části závodu (viz Předmět ocenění, odstavec 1) k datu ocenění a z dalších informací.

Datum ocenění

Ocenění Části závodu, resp. jeho Jmění, je provedeno ke dni 31. 10. 2014 s využitím podkladů z účetnictví Společnosti k 31. 12. 2013, k 30. 6. 2014 a některých podkladů k 31. 8. 2014.

Předpoklady ocenění

Základní předpoklady, za kterých byl znalecký posudek vypracován, jsou podrobně uvedeny v kap. 1.2 znaleckého posudku.

Použitá očekávání v souvislosti s budoucí zakázkou získanou v režimu tzv. inhouse vycházejí z předpokladu podmínek kontraktu odpovídajících současnému smluvnímu vztahu.

2 NÁLEZ - BLIŽŠÍ SPECIFIKACE PŘEDMĚTU OCENĚNÍ

Společnost

Podle výpisu z obchodního rejstříku vedeného Městským soudem v Praze, oddílu B, vložky 2432, vznikla Společnost dne 1. 2. 1994.

Základní kapitál

Celkový základní kapitál Společnosti činí 2 631 166 600,- Kč.

Činnost Společnosti

Společnost provádí komerční a komunální činnosti.

Společnost provádí 3 základní okruhy komunálních činností, které jsou v rámci organizační struktury Společnosti alokovány do samostatných závodů:

- Závod 11 (útvár 11 000) – odvoz a recyklace odpadu:
 - Společnost zajišťuje svoz, využívání a odstraňování komunálních (včetně tříděných) a živnostenských odpadů na celém území hl. m. Prahy (některá území zajišťují formou subdodávek jiné společnosti),
 - odvoz a zpracování velkoobjemového odpadu,
 - provoz sběrných dvorů.
- Závod 12 (útvár 12 000) – letní a zimní údržba komunikací:
 - letní údržba komunikací – strojové a ruční čištění komunikací a kanalizačních vpustí, kropení, zvlhčování, údržba košů, údržba zeleně, drobné opravy – frézování, asfaltování, dláždění,
 - zimní údržba komunikací – zajišťování sjízdnosti komunikací včetně chodníků a ostatních veřejných ploch (frézování, plužení, posyp),
 - zajišťování dopravního značení.
- Závod 14 (útvár 14 000) – provozuje zařízení ZEVO v Malešicích pro energetické využití odpadů (likvidace odpadů z území hl. m. Prahy, výroba tepla, od února 2011 výroba elektřiny).

Převážná většina komunálních služeb je Společností poskytována na území hl. m. Prahy.

Všechny činnosti pak organizačně a provozně zastřešuje závod 10 – podnikové ředitelství Společnosti zahrnující útvary Generální ředitel – útvár č. 10 000, Úsek marketingu PR a komunikace – útvár č. 10 200,

Ekonomický úsek – útvar č. 10 300, Úsek strategického controllingu – útvar č. 10 400, Úsek informačních technologií a vnitřních procesů – útvar č. 10 500, Úsek investic, nákupu, řízení projektů a správy majetku – útvar č. 10 700 a Personální úsek – útvar č. 10 800.

Komerční činnosti Společnosti byly vyčleněny do Závodu 15 (útvar 15 000) a nejsou zahrnuty do Části závodu.

Vyčlenění části podnikatelské činnosti Společnosti

Společnost v průběhu 2. poloviny roku 2014 vyčlení do své dceřiné společnosti Pražský EKOservis, s.r.o., IČ 03298973, se sídlem Na Křečku 365, Horní Měcholupy, 109 00 Praha 10, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka 229808, většinu svých komerčních činností, tj. činností, které nejsou realizovány pro Hl. m. Prahu, včetně 100% podílu na dceřiné společnosti AKROP, s.r.o., IČ 264 32 331, se sídlem Tuchoměřice, Ke Špejcharu 392, PSČ 252 67, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka 81758. Komerční činnosti již k datu vydání posudku byly vyčleněny do samostatného závodu 15.

Součástí Části závodu, která bude propachtována, a která je předmětem ocenění, není závod 15 (útvar č. 15 000), resp. 100% podíl na společnosti Pražský EKOservis, s.r.o. (a tedy ani komerční činnosti, které do této dceřiné společnosti budou vyčleněny).

Provozně nepotřebná aktiva

Do Části závodu, která bude propachtována, a která je předmětem ocenění, náleží veškeré majetky, majetková práva, smluvní vztahy a závazky Společnosti, mimo následujících provozně nepotřebných aktiv, která z rozhodnutí managementu Společnosti nebudou součástí Části závodu:

- 100 % podíl na společnosti Pražský EKOservis, s.r.o. (ani činnosti, které do této dceřiné společnosti budou vyčleněny).
- Pozemek „Průběžná“, p.č. 3164/1, evidovaný na listu vlastnictví č. 2558 o celkové výměře 11 526 m².
- Pozemek „Pod Stárkou“, p.č. 2892/2, evidovaný na LV č. 1284 o celkové výměře 1 845 m².
- Budova na pozemku „Pod Stárkou“, p.č. 2892/2.
- „Činžovní dům Vlkova 35“ – nevyužitý uliční trakt činžovního domu, k.ú. Žižkov na pozemku p.č. 1199 na adrese Vlkova 430/35, Praha 3.
- Pozemky „Pod Vítkovem“ – nevyužité pozemky, k.ú. Žižkov, p.č. 503 a 504 v ulici Pod Vítkovem o celkové výměře 388 m².
- Finanční prostředky Společnosti nad rámec přiměřené okamžité likvidity.

Pacht

Jedná o smluvní vztah, jehož prostřednictvím dojde ze strany Společnosti (propachtovatel) k propachtování Části závodu ve prospěch TSK (pachtýř). Trvání pachtu bude stanoveno na dobu určitou 14 měsíců (1. 11. 2014 – 31. 12. 2015). Po dobu trvání pachtu bude Pachtýř provozovat Část závodu. Z hlediska ekonomiky vzniknou mezi Pachtýřem a Společností následující vazby:

- Pachtýř bude po dobu trvání pachtu provozovat Část závodu tak, jak bude vymezena smlouvou o pachtu (tzn. veškerá provozní aktiva a závazky související s provozem).
- Hmotný majetek bude po dobu trvání pachtu účetně i nadále evidován v aktivech Společnosti a Společnost bude tento majetek i nadále odepisovat.
- Společnost bude také zajišťovat veškeré obnovovací investice do propachtovaného majetku.
- Pachtýř bude hradit běžnou provozní údržbu majetku a opravy do předem stanoveného finančního limitu.
- Společnost bude po dobu trvání pachtu hradit úrokové náklady související s čerpanými bankovními úvěry.

Pro potřeby tohoto posudku je důležitá skutečnost, že v případě propachtování Části závodu bude TSK splňovat podmínky pro zadávání tzv. inhouse zakázek. Zadávání inhouse zakázek se týká zakázek zadávaných Hlavním městem Praha na svoz komunálního odpadu. Tato skutečnost by znamenala, že TSK by nemusela o tyto zakázky soutěžit s ostatními konkurenty na trhu a výnosy plynoucí z těchto zakázek by byly realizovány s poměrně nižším rizikem.

Opce

Jedná se o finanční instrument vydaný Společností ve prospěch TSK. Pro TSK Opce znamená právo po dobu pachtu koupit Část závodu od Společnosti za cenu odpovídající hodnotě Části podniku stanovené tímto

znaleckým posudkem, nebo za cenu odpovídající hodnotě stanovené znaleckým posudkem k datu uplatnění opce, jestliže bude vyšší než hodnota stanovená tímto posudkem. Společnost má povinnost Část podniku prodat, jestliže dojde ze strany TSK k uplatnění Opce. Svým charakterem se jedná o tzv. call opci.

3 TEORETICKO-METODOLOGICKÁ ČÁST

3.1 VÝBĚR KATEGORIE HODNOTY

Vzhledem k použití ocenění – sjednání pachtu při propachtování Části závodu mezi Objednatelem a Pachtýřem a souběžné sjednání call opce opravňující Pachtýře koupit Část závodu v době trvání pachtu (Pachtýř i Společnost mají shodného majoritního akcionáře) je nutné pro zachování nestranného a nezávislého postavení všech zúčastněných stran aplikovat tržní hodnotu, která určuje hodnotu Jmění (pachtovného, call opce) v případě transakce mezi obecnými (neurčitými), nezávislými a plně informovanými subjekty, kteří jednájí tržně a bez nátlaku, a která dle názoru Znalce nejlépe vystihuje hodnotu jednotlivých předmětů ocenění při předpokládaných transakcích bez ohledu na propojenost jejich účastníků.

3.2 VÝBĚR VHODNÝCH PŘÍSTUPŮ OCENĚNÍ

Příjmový přístup

Znalec pro ocenění Jmění Části závodu zvolil příjmový přístup ocenění, neboť se jedná o nejvhodnější přístup pro ocenění Části závodu, u které se předpokládá, že bude pokračovat ve své činnosti neomezeně dlouhou dobu. Odvětví, ve kterých Společnost, resp. Část závodu podniká (odvoz a zpracování odpadu, recyklace, tepelné využití odpadu, správa a údržba komunikací), lze ve vztahu k předmětnému regionu označit za dlouhodobě stabilní.

Nákladový přístup

Pro ocenění Jmění nebyla použita aplikace nákladového (majetkového) přístupu, a to vzhledem ke specifické činnosti Společnosti. Ta je obecně kapitálově a investičně velmi náročná (především energetické zpracování odpadu), nicméně samotná hodnota majetku Společnosti nereflektuje schopnost daného majetku generovat příjmy akcionářům.

Porovnávací přístup

Stanovení hodnoty Jmění porovnáním s hodnotou srovnatelných společností nebylo možno aplikovat pro nedostatek srovnatelných údajů z již realizovaných prodejů společností s obdobným předmětem podnikání a podílem na českém trhu z důvodů jejich malého počtu a informačních blokad na straně společností.

3.3 VÝBĚR METODY OCENĚNÍ

DCF Entity (FCFF) – příjmový přístup

Nejčastěji používanou metodou příjmového přístupu je metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) vypočtená na základě volných peněžních toků (FCF – free cash flow).

Hodnota Jmění Části závodu bude stanovena metodou DCF ve variantě Entity. Hodnota Jmění kvantifikovaná touto metodou je určena užitkem plynoucím pro jeho vlastníky a věřitele ve formě budoucích volných peněžních toků (FCFF – free cash flow to the firm), které jsou diskontovány na současnou hodnotu k datu ocenění.

Předpoklady:

Ocenění Jmění bylo založeno na analýze volných peněžních toků FCFF plynoucích vlastníků a věřitelům Části závodu. Byl zvolen dvoufázový způsob ocenění:

- v první fázi v délce od 1. 11. 2014 do 31. 12. 2018 Znalec modeloval finanční plán pro účely ocenění, projektoval peněžní toky a pomocí průměrných vážených nákladů na kapitál stanovil současnou hodnotu těchto peněžních toků,

- ve druhé fázi začínající v roce 2019 byla pomocí Gordonova vzorce na bázi perpetuity a s využitím parametrů posledního roku první fáze vypočtena současná hodnota peněžních toků dosažených ve druhé fázi (od roku 2019).

4 OCENĚNÍ JMĚNÍ ČÁSTI ZÁVODU

4.1 FINANČNÍ ANALÝZA – SHRnutí A VYHODNOCENÍ FINANČNÍ ANALÝZY

Výsledkem analýzy účetních výkazů a analýzy poměrových ukazatelů provedené Znalcem je zhodnocení finančního zdraví a stability Společnosti. I přes určité nedostatky (slabá běžná likvidita, nárůst nákladovosti služeb a s tím související pokles rentability a zisku, vysoký objem ročních splátek úvěrů), je Společnost dle názoru Znalce finančně zdravá. Znalec neidentifikoval žádné závažné faktory, které by mohly finanční zdraví v dalších letech negativně ovlivnit tak, aby nebylo možné využít příjmový přístup ocenění.

Na základě výsledků strategické i finanční analýzy Znalec předpokládá dodržení principu going concern, tedy nekonečného trvání podniku. Pro ocenění Společnosti, resp. Části závodu, je tedy vhodné použít příjmový přístup ocenění.

4.2 FINANČNÍ PLÁN – PROGNÓZA BUDOUCÍHO VÝVOJE

Finanční plán Znalec sestavil pro potřeby ocenění Části závodu výnosovou metodou DCF Entity (FCFF).

Finanční plán je tvořen ve dvou fázích. V 1. fázi pro následujících 5 let (2014 – 2018) jsou jednotlivé ukazatele odhadnuty pro každý rok samostatně.

V 2. fázi plánu, kdy se budou počítat finanční toky generované Částí závodu od roku 2019 dále, se jednotlivé položky použité pro výpočet finančních toků převezmou z posledního roku 1. fáze, tedy z roku 2018. Znalec předpokládá ustálení jednotlivých položek během 1. fáze finančního plánu a ve 2. fázi dojde pouze ke změnám na úrovni stanoveného tempa růstu FCFF.

4.2.1 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU - PŘEDPOKLADY

Účtování dle IFRS

Společnost účtuje dle IFRS, což se ve výkazech Společnosti, resp. i Části závodu, promítá mimo drobnějších rozdílů oproti klasickému výkaznictví sestavenému v souladu s českými účetními standardy zejména jiným pojetím a účtováním majetků pořízených na finanční leasing, kdy v rámci pravidel IFRS:

- rozvaha:
 - majetek, který je pořízen na finanční leasing, je aktivován do dlouhodobého majetku v rozvaze – tj. jeho pořizovací cena je zanesena do účetnictví, zvyšuje hodnotu aktiv a majetek je odpisován,
 - budoucí závazky z finančních leasingů (tj. jistiny splátek očištěné od úroků) jsou v rozvaze zachyceny na pasivní straně v závazcích z finančního pronájmu, které jsou pravidelně spláceny splátkami vypočtenými ze splátek finančních leasingů očištěných o pojištění,
- výsledovka:
 - náklady na splátky finančního leasingu nejsou u IFRS zachyceny ve službách,
 - oproti tomu se do výsledovky promítají odpisy z majetků pořízených na finanční leasing a aktivovaných do dlouhodobého majetku,
 - jsou zachyceny samostatně náklady na pojištění majetků,
 - ve výsledovce jsou zachyceny úroky plynoucí z úhrady leasingových splátek (tj. v režimu IFRS ze závazků z finančního pronájmu, které byly zachyceny v rozvaze).

Znalec v rámci finančního plánu projektuje v rámci zachování konzistence s historickým výkaznictvím finanční plán dle IFRS.

Očištění o finanční plán společnosti Pražský EKOservis s.r.o. a o vliv ostatních provozně nepotřebných majetků

Společnost v průběhu 2. poloviny roku 2014 vyčlení do své dceřiné společnosti Pražský EKOservis, s.r.o., IČ 03298973, většinu svých podnikatelských činností, které nejsou realizovány pro Hl. m. Prahu, včetně 100% podílu na dceřiné společnosti AKROP, s.r.o., IČ 264 32 331. Do společnosti Pražský EKOservis, s.r.o. budou vyčleněny dlouhodobé majetky (zejména vozidla), zaměstnanci, obchodní odběratelské a dodavatelské smlouvy, příslušné pohledávky a závazky, finanční prostředky ve výši 30 mil. Kč, atd.

Součástí Části závodu, která bude propachtována, a která je předmětem ocenění, přitom není 100% podíl na společnosti Pražský EKOservis, s.r.o. Finanční plán pro potřeby ocenění Části závodu Znalec prvotně sestavil s využitím historických výkazů Společnosti (do roku 2013 včetně) a s využitím střednědobého plánu Společnosti na roky 2014-2018. Jak historické výkazy Společnosti, tak střednědobý plán zahrnují též činnosti přesunuté do společnosti Pražský EKOservis, s.r.o., tedy i majetky, závazky, výnosy a náklady přesunuté do této společnosti. Z výše uvedeného je patrné, že prvotně sestavený finanční plán Společnosti bylo nutné pro potřeby ocenění Části závodu dále upravit, resp. jej bylo nutné očistit o vliv podnikatelské činnosti vyčleněné do společnosti Pražský EKOservis s.r.o.

Znalec v jiném svém znaleckém posudku č. P42671/14 na *Stanovení hodnoty nepeněžitého vkladu – částí závodu společnosti Pražské služby, a.s.* vydaném dne 2. října 2014, sestavil v rámci ocenění podniku dceřiné společnosti Pražský EKOservis, s.r.o. finanční plán této společnosti, který byl výchozí pro očištění finančního plánu Společnosti.

Dále Znalec očistil sestavený finanční plán Společnosti o vliv majetků, které nebudou zahrnuty do Části závodu a jsou považovány za provozně nepotřebné.

Výše uvedeným postupem Znalec odvodí z finančního plánu fakticky celé Společnosti finanční plán Části závodu očištěného o podnikatelskou činnost vyčleněnou do společnosti Pražský EKOservis, s.r.o. a vliv ostatních provozně nepotřebných majetků.

Zohlednění změn v hospodaření Společnosti v souladu s nejlepším a nejefektivnějším využitím majetku Společnosti (princip highest and best use) a péčí řádného hospodáře

Management Společnosti řeší aktuálně v době zpracování tohoto znaleckého posudku strategické rozhodnutí ohledně způsobu zajištění části zakázek (konkrétně svoz komunálního odpadu v některých městských částech Hl. m. Prahy), které dosud realizoval s využitím subdodavatelů, konkrétně společností AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o., Komwag, podnik čistoty a údržby města, a.s. a IPODEC - ČISTÉ MĚSTO a.s.

Společnost Pražské služby a.s. zajišťuje na základě smlouvy svoz komunálního odpadu v Hl. m. Praha. V některých městských částech nicméně Společnost nerealizovala svoz, nýbrž svoz komunálního odpadu v těchto městských částech zajišťovaly pro Společnost výše uvedené společnosti, a to komplexně na vlastní odpovědnost a riziko. Vzhledem k vysokým nákladům na zajištění těchto subdodávek a z důvodu dalších vlivů management Společnosti rozhoduje o náhradě těchto subdodávek, kdy svoz komunálního odpadu v předmětných městských částech zajišťovala přímo Společnost. Jsou přitom zohledňovány následující 3 možné varianty, které by nahradily dosud využívání subdodávky:

1. Nákup 30 ks vlastních vozů a využívání disponibilních 13 stávajících vozů, nákup odpadových nádob, případně další techniky, nábor nových zaměstnanců a zajišťování svozů plně vlastními kapacitami (pozn. – odpadové nádoby již Společnost pořídila před datem zpracování posudku).
2. Pronájem 30 cizích vozů a využívání disponibilních 13 stávajících vozů, nákup vlastních odpadových nádob (již pořízeno), nábor nových zaměstnanců a zajišťování svozů vlastními kapacitami pouze s výjimkou vozů, které by byly pronajaty.
3. Využívání vozů, odpadových nádob, zaměstnanců, know how, atd., tedy v podstatě komplexní pronájem kapacit pro realizaci svozu odpadu ve vybraných městských částech, od dosavadních subdodavatelů AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o., Komwag, podnik čistoty a údržby města, a.s. a IPODEC – ČISTÉ MĚSTO a.s. (bud'to odkoupením vozů a převzetím zaměstnanců či pronájmem vozů a zaměstnanců), a to za cenových podmínek odpovídajících nabídce v podobě návrhů smlouvy o komplexním pronájmu předložených Společnosti. Znalci byla Společností sdělena celková cena komplexního pronájmu za rok.

Společnost již obdržela cenovou nabídku na pronájem cizích vozů pro variantu č. 2 od společnosti CROY s.r.o., IČ 45147647, se sídlem Rakovník, Plzeňská 2599, PSČ 26901, a smluvní nabídku na zajištění vozů, odpadových nádob a zaměstnanců od dosavadních subdodavatelů (subdodavatelé nabídli Společnosti pronájem svých kapacit a to pronájem zahrnující komplexně vše, co dosud využívali – vozidla, odpadové nádoby, zaměstnance, know how svozových tras, prostory, apod.). Společnost dále zpracovala kalkulace nákladů, které bude muset vynaložit při jednotlivých variantách. Znalec jejich kalkulaci vyhodnotil s následujícími závěry:

Tabulka č. 1 - Dopady jednotlivých variant do nákladů Části závodu

Položka nákladů (za rok v tis. Kč)	VAR 1	VAR 2	VAR 3
Osobní náklady (řidiči, popeláři, mistři, ostatní THP)	58 415	58 415	0
Náklady na PHM	21 664	21 664	0
Opravy a údržba	17 535	5 301	0
Zákonné poj. vozidel, daň silniční (nové vozy)	1 366	0	0
Odpisy + úroky z leasingů (nové vozy)	15 066	0	0
Odpisy odpadových nádob	7 275	7 275	0
Doúklidy separačních stanovišť	6 896	6 896	0
Režijní náklady	3 271	3 271	0
Nájemné vozidel od Croy s.r.o.*	0	53 088	0
Nájemné kapacit od subdodavatelů*	0	0	201 184
Celkové náklady na zajištění varianty	131 488	155 910	201 184

* Sděleno Znalci Společností.

Pozn.: Celkové náklady variant zohledňují vliv na celkový EBT Společnosti. Nezohledňují vnitropodnikové rozdělení režijních (správních a výrobních) nákladů.

Režijní náklady Společnosti zahrnují všechny ostatní dodatečné náklady Společnosti vyjma již v tabulce specifikovaných, které Společnost bude muset vynaložit za účelem zajištění realizace obsluhy subdodavatelských území vlastními kapacitami. Jedná se o náklady na:

- ochranné pomůcky,
- osobní vozidla mistrů,
- stravování,
- zákonné pojištění org.,
- dálniční poplatky,
- ostatní náklady.

Výše stanovené náklady na zajištění jednotlivých variant je nutno brát dále v kontextu s náklady na zajištění subdodávek, které Společnost dosud hradila společně s AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o., Komwag, podnik čistoty a údržby města, a.s. a IPODEC – ČISTÉ MĚSTO a.s. sníženými o provizi, kterou Společnost od těchto společností každoročně inkasovala za zajištění subdodávek (4 % z nákladů na subdodávky). Celkové náklady na zajištění subdodávek snížené o provizi činily cca 222 mil. Kč ročně.

Z výše uvedeného je jednoznačné, že v rámci principu nejlepšího a nejefektivnějšího využití aktiv Společnosti by mělo být upuštěno od dosud využívaných subdodávek, které lze na základě provedených analýz označit za nákladnější a méně výhodné pro Společnost oproti nejušpornější variantě, a Společnost by měla zajišťovat svoz komunálního odpadu na celém území Hl. m. Prahy vlastními kapacitami (tj. varianta 1).

Rozhodnutí managementu dle varianty 1 lze na základě výše uvedeného považovat za nejpravděpodobnější, nejen vzhledem k principu highest and best use, ale rovněž vzhledem k obecným zákonným požadavkům na management Společnosti jednat s péčí řádného hospodáře. Variantu 1 lze realizovat nejdříve cca v polovině roku 2015 z důvodu času potřebného pro dodavatele k zajištění komunálních vozidel, které by Společnost nakoupila a mohla tak realizovat variantu 1.

Znalec toto nejpravděpodobnější rozhodnutí managementu Společnosti zohlednil v rámci tvorby finančního plánu, tj. reflektoval změny plynoucí z nejpravděpodobnějšího strategického rozhodnutí dle kalkulací uvedených v tabulce výše pro VARIANTU 1, kdy od 2. poloviny roku 2015:

- snížil náklady Společnosti na zajištění subdodávek od společností AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o., Komwag, podnik čistoty a údržby města, a.s. a IPODEC – ČISTÉ MĚSTO a.s.,
- snížil tržby Společnosti o provizi ze zajištění subdodávek,

- projektoval v rámci investičního plánu Společnosti investice do pořízení 30 ks nové komunální techniky a průběžné obnovovací investice do postupně opotřebovávaných odpadových nádob pořízených v roce 2014 (viz dále popis 1. poloviny 2015),
- zvýšil náklady Společnosti se zajištěním svozů komunálního odpadu, který dosud zajišťovali subdodavatelé, vlastními kapacitami (osobní náklady, náklady na pohonné hmoty PHM, náklady na daně a zákonné pojištění, náklady na opravy a údržbu, odpisy nebo splátky finančního leasingu vč. havarijního pojištění vozidel, odpisy odpadových nádob).

V 1. polovině roku 2015 Znalec předpokládá realizaci té nejeftivnější varianty, kterou je možné již od začátku roku 2015 realizovat, tj. varianty 2 – pronájem vozidel od společnosti Croy s.r.o. na 6 měsíců (společnost Croy s.r.o. nabízí možnost pronájmu požadovaných vozidel již od konce roku 2014, ovšem podmiňuje cenovou nabídku uvedenou v tabulce výše minimální délkou pronájmu 3 měsíce, což je při předpokladu půlročního pronájmu splněno). V 1. polovině roku 2015 tak Znalec:

- snížil náklady Společnosti na zajištění subdodávek od společností AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o., Komwag, podnik čistoty a údržby města, a.s. a IPODEC – ČISTÉ MĚSTO a.s.,
- snížil tržby Společnosti o provizi ze zajištění subdodávek,
- zohlednil v rámci investičního plánu Společnosti investice do odpadových nádob (již v roce 2014 – nádoby již jsou nakoupeny k datu zpracování posudku),
- zvýšil náklady Společnosti se zajištěním svozů komunálního odpadu, který dosud zajišťovali subdodavatelé, pronajatými kapacitami (náklady na pronájem na půl roku, osobní náklady, náklady na pohonné hmoty PHM, odpisy odpadových nádob).

Zvýšení nákladů v souvislosti s účastí na výběrovém řízení

Do finančního plánu Znalec dále kalkuloval zvýšení nákladů, které by s sebou nutně přinesla účast Společnosti na výběrovém řízení souvisejícím se svozem komunálního odpadu. Tyto náklady by byly spojené s přípravou dokumentace a souvisejícím právním a ekonomickým poradenstvím. Výši nákladů stanovil Znalec s ohledem na celkovou hodnotu zakázky a předpokladu, že tato zakázka by byla s největší pravděpodobností vypsána na delší časové období. Odhadnutá výše nákladů činí 20 mil. Kč. Jedná se o jednorázové náklady, které by musely být vynaloženy pouze v roce konání výběrového řízení (předpoklad 2015). Jednorázové zvýšení nákladů z titulu účasti na výběrovém řízení promítl Znalec v roce 2015 v nákladové položce služby.

4.2.2 VYHODNOCENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

Znalec provedl finanční analýzu výše uvedeného finančního plánu. Výsledky finanční analýzy potvrzují, že i v období plánu je Společnost, resp. Část závodu, dostatečně finančně zdravá, což splňuje předpoklad pro použití ocenění na bázi příjmového přístupu.

4.3 OCENĚNÍ PŘÍJMOVÝM PŘÍSTUPEM

4.3.1 OCENĚNÍ NEPROVOZNÍCH AKTIV

Neprovozní aktiva jsou aktiva, která Společnost vlastní, ale nejsou nutná pro hlavní činnost podniku, resp. Části závodu. Pro účely ocenění se tato aktiva oddělují od majetku, který slouží k hlavní činnosti Společnosti, a který generuje čisté peněžní příjmy, použité v ocenění. Výnosy a náklady, které vyplývají z držení provozně nepotřebných aktiv, se tedy nezahrnují do výpočtu čistých peněžních příjmů. Vyčleněná neprovozní aktiva se oceňují zvlášť v této kapitole pomocí likvidační metody (jelikož neslouží k hlavní činnosti Společnosti, Znalec předpokládá jejich prodej) a na závěr se přičtou k provozní hodnotě vlastního kapitálu, získané oceněním na bázi příjmového přístupu.

Společnost k datu ocenění vlastní majetek, který je možné označit za neprovozní. Předmětem ocenění je však Část závodu, která bude předmětem pachtu, a předmětná Část závodu je na základě rozhodnutí Společnosti vymezena tak, že žádný neprovozní majetek nezahrnuje. Neprovozní majetek nebude předmětem pachtu a zůstává v držení Společnosti.

Neprovozní majetek tak není oceněn.

4.3.2 OCENĚNÍ ČÁSTI ZÁVODU METODOU DCF ENTITY (FCFF)

4.3.2.1 POSTUP OCENĚNÍ

Dvoufázové ocenění

Pro stanovení hodnoty Části závodu bylo použito dvoufázové ocenění. První fáze vychází z finančního plánu Části závodu a zabývá se prognózou peněžních toků z provozování činnosti Části závodu v jednotlivých letech hodnoceného období. Druhá fáze (pokračující hodnota) vychází z ustáleného peněžního toku a tempa růstu tohoto toku do nekonečna.

První fáze

V rámci 1. fáze ocenění se Znalec podrobně zabýval hospodařením Části závodu a sestavil plán výnosů, nákladů, dlouhodobého majetku, pracovního kapitálu a financování v jednotlivých sledovaných letech. Období první fáze pro ocenění Části závodu bylo v souladu s datem ocenění a úkolem spočívajícím ve stanovení výše pachtovného stanoveno od 1. 11. 2014 do 31. 12. 2018.

Druhá fáze

Pro ocenění druhé fáze byla použita standardní „pokračující hodnota“ stanovená na bázi rostoucí perpetuity vypočítané na základě Gordonova modelu.

4.3.2.2 STANOVENÍ VOLNÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ (FCFF)

FCFF je získán úpravou korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH). KPVH získáme z provozního výsledku hospodaření, od kterého odečteme ty provozní výnosy (a přičteme ty provozní náklady), které nejsou nutné pro provoz Části závodu. Naopak do KPVH zahrneme finanční výnosy a náklady, které jsou potřebné k zajištění provozu podniku.

Takto získaný KPVH upravíme dále o položky, které ve skutečnosti nepředstavují změnu cash-flow a získáme volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele. Všechny výše uvedené úpravy od provozního zisku až po volný peněžní tok pro vlastníky jsou uvedeny v následující tabulce:

Tabulka č. 2 - Způsob stanovení KPVH a FCFF

	Provozní hospodářský výsledek (PHV)
-	Zisk (ztráta) z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu
+	Náklady spojené s dlouhodobými závazky (mimo úrok)
-	Výnosy z provozně nepotřebného majetku
+	Náklady spojené s provozně nepotřebným majetkem bez odpisů
+	Odpisy z provozně nepotřebného majetku
+	Výnosy z provozně nutného dlouh. fin. majetku
-	Náklady spojené s provozně nutným dlouh. fin. majetkem
-	Provozně nutné finanční náklady
=	Korigovaný provozní HV před zdaněním (KPVH)
	Korigovaný provozní HV před zdaněním (KPVH)
-	Zdanění korigovaného zisku
	Korigovaný provozní HV po zdanění
+	Úpravy o nepeněžní operace
	<i>Odpisy stálých aktiv bez odpisů provozně nepotřebných aktiv</i>
	<i>Odpis oceň. rozdílu příp. goodwillu k úplatně nabytému majetku</i>
	<i>Změna zůstatků rezerv (bez odlož.dañ. pohl./záv.)</i>
	<i>Změna zůstatků časového rozlišení a dohadných účtů</i>
	<i>Změna zůstatků opravných položek ke SA</i>
	Peněžní tok z provozní činnosti před změnami prac. kap.
-	Změny pracovního kapitálu
	Peněžní tok z provozní činnosti
-	Změna provozně nutných stálých aktiv
	FCFF (volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele)

KPVH

KPVH byl stanoven na úrovni provozního výsledku hospodaření Části závodu upraveného o ostatní finanční náklady a výnosy (mimo nákladových úroků).

Investice do pořízení dlouhodobého majetku

Znalec vycházel z plánu investic sestaveného Společností. Plán investic byl podrobně sestaven především pro roky 2014 a 2015. Investice v následujících letech finančního plánu vycházejí ze střednědobého finančního plánu Společnosti. Znalec při kalkulaci volných peněžních toků respektoval způsob pořízení investic, který je v rámci Společnosti obvyklý, tzn., že část investic je vždy pořízena formou finančního leasingu (jedná se především o investice související s vozovým parkem) a část investic je financována z disponibilních finančních prostředků Společnosti.

Podrobný plán investic v jednotlivých letech 1. fáze ocenění.

Datum hodnocení

Jako datum ocenění (okamžik, ke kterému budou diskontovány peněžní toky) bylo stanoveno datum 31. 10. 2014.

V každém roce první fáze tj. v období od roku 2014 do roku 2018 jsou vypočtené peněžní toky pro vlastníky a věřitele diskontovány diskontní mírou na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (způsob jejího stanovení viz níže) na současnou hodnotu k datu hodnocení.

Rok 2014 je pro potřeby ocenění rozdělen na dvě části:

- Historie – období od 1. 1. 2014 do 31. 10. 2014 je z hlediska ocenění Části závodu historickou skutečností, a peněžní toky tohoto období tak nevstupují do ocenění.
- Budoucnost – období od 1. 11. 2014 do 31. 12. 2014 je z hlediska ocenění očekávanou skutečností.

Výpočet volného cash-flow pro vlastníky a věřitele za jednotlivá období 1. fáze ocenění je uveden v následující tabulce.

Tabulka č. 3 - Stanovení FCFF (plán 2014 – 2018; tis. Kč)

	2014*	2015	2016	2017	2018
Korigovaný provozní HV před zdaněním	11 873	66 346	114 164	137 251	152 142
Zdanění korigovaného zisku	2 256	12 606	21 691	26 078	28 907
Korigovaný provozní HV po zdanění	9 617	53 740	92 473	111 173	123 235
Úpravy o nepeněžní operace - odpisy	66 791	401 886	411 082	406 993	412 196
Změny pracovního kapitálu	-2 261	-26 217	-4 088	1 254	-1 363
Změna provozně nutných stálých aktiv	2 133	287 949	363 769	409 820	397 675
FCFF (volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele)	76 535	193 894	143 873	107 092	139 120
Vážené průměrné náklady kapitálu WACC	12,0%	13,6%	14,1%	15,4%	15,1%
Diskontní faktor	0,981	0,864	0,757	0,656	0,570
Diskontovaný FCFF	75 101	167 467	108 881	70 232	79 271

*peněžní toky za období od 1. 11. 2014 do 31. 12. 2014

Vliv leasingu na peněžní toky

Majetek Části závodu byl z části historicky pořizován na leasing. S využitím financování prostřednictvím finančního leasingu se počítá také v budoucnu. Znalec do ocenění reflektoval skutečnost, že Společnost účtuje v režimu IFRS, a majetek pořizovaný na leasing je tak aktivován do majetku (a odepisován) a na straně pasiv jsou zvýšeny závazky, přičemž tyto závazky jsou ze své podstaty považovány za cizí úročené zdroje. Taková účetní evidence leasingu je z hlediska potřeb ocenění vhodnější, neboť lépe odpovídá skutečné struktuře majetku. Popsaná evidence leasingu se do peněžních toků projevuje ve formě placených úroků a dále ve formě obnovovacích investic, které jsou u tohoto majetku pro potřeby ocenění předpokládány.

Druhá fáze

Jako peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF) pro druhou fázi byla použita odpovídající výše peněžního toku v posledním roce hodnoceného období, tj. velikost peněžního toku v roce 2018, upravená v oblasti investic, viz dále, a zvýšená o očekávané tempo růstu.

FCFF pro druhou fázi vzhledem k použitému modelu výpočtu hodnoty 2. fáze (Gordonův vztah) vychází ze stabilizovaných veličin, které lze považovat za dlouhodobě udržitelné. V rámci 1. fáze nicméně nedošlo k plnému ustálení investic, což je nutné reflektovat do FCFF použitého pro výpočet hodnoty 2. fáze. Kvantifikace dlouhodobě udržitelných investic (stabilizovaných po celé období 2. fáze) je uvedena v kapitole 4.4.2.4 Plán rozvahy.

Diskontní míra pro druhou fázi byla použita na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu odpovídajících průměrné míře zadlužení společností operujících v oboru „Environmental & Waste Services“.

Tempo růstu FCFF pro výpočet perpetuity bylo stanoveno na úrovni 3 %, což je mírně nad dlouhodobě očekávanou mírou inflace v ČR (dlouhodobý inflační cíl ČNB odpovídá 2 %). Tempo růstu bylo stanoveno v souladu se závěry strategické analýzy a v souladu s tempy růstu jednotlivých složek tržeb. Zároveň je však zvolené tempo růstu oproti růstu tržeb mírně konzervativnější. K vyšší míře konzervatismu Znalce vede skutečnost, že tempo růstu pro 2. fázi ocenění musí být dlouhodobě udržitelné.

4.3.2.3 STANOVENÍ VÝŠE DISKONTNÍ MÍRY

Diskontní míru Znalec určuje na úrovni průměrných nákladů na kapitál pomocí modelu WACC (vážený průměr nákladů kapitálu), který průměrné náklady na kapitál určuje dle poměru jednotlivých složek vlastního a cizího kapitálu a nákladů na tyto složky kapitálu. Náklady na vlastní kapitál byly stanoveny prostřednictvím modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Náklady na cizí kapitál byly stanoveny na základě podmínek, za jakých Společnost obvykle cizí úročený kapitál najímá (bankovní úvěry a leasingy). Kapitálová struktura Části závodu byla sladěna (zohlednění míry zadlužení Části závodu v diskontní míře) na základě tržních hodnot jednotlivých složek kapitálu.

Tabulka č. 4 - Podíly vlastního a cizího úročeného kapitálu a výsledné WACC v jednotlivých letech

POLOŽKA (%)	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2. FÁZE
Podíl vlastního kapitálu	90,1%	89,4%	86,7%	88,0%	89,5%	54,5%
Náklady vlastního kapitálu	13,2%	15,0%	16,0%	17,2%	16,6%	15,7%
Podíl cizího kapitálu	9,9%	10,6%	13,3%	12,0%	10,5%	45,5%
Náklady cizího kapitálu	1,4%	2,3%	2,5%	2,5%	2,5%	3,7%
Sazba daně z příjmů	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
WACC	12,0%	13,6%	14,1%	15,4%	15,1%	9,9%

*Údaje v tabulce jsou uvedeny po provedeném sladění kapitálové struktury Části závodu na úroveň tržní hodnoty

4.3.2.4 VÝSLEDEK OCENĚNÍ ČÁSTI ZÁVODU METODOU DCF ENTITY (FCFF)

Ocenění Části závodu metodou DCF Entity včetně všech vstupů a výstupů je uvedeno v příloze č. 4.

Provozní hodnota Části závodu

Provozní hodnota Části závodu byla stanovena na základě dvoufázového ocenění metodou volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele DCF Entity (FCFF).

Celková hodnota Části závodu

Diskontované hodnoty FCFF budou generovány pouze provozní částí Části závodu, proto celková hodnota Části závodu je rovna provozní hodnotě Části závodu zvýšené o hodnotu neprovozního majetku. V případě Části závodu je však vlivem absence neprovozního majetku celková hodnota rovna hodnotě provozní.

Výsledná hodnota Jmění Části závodu

Výsledná hodnota Jmění (vyjádřeného čistým obchodním majetkem) Části závodu stanovená metodou DCF Entity (FCFF) je rovna celkové hodnotě Části závodu snížené o hodnotu cizího úročeného kapitálu Části závodu k datu ocenění.

Tabulka č. 5 - Výsledek ocenění Jmění Části závodu metodou DCF Entity (FCFF; tis. Kč)

POLOŽKA	OPERACE	HODNOTA
Hodnota 1. fáze	+	500 953
Hodnota 2. fáze	+	2 002 221
Provozní hodnota	=	2 503 174
Hodnota neprovozního majetku	+	0
Celková hodnota Části závodu	=	2 503 174
Hodnota cizího úročeného kapitálu	-	248 178
Výsledná hodnota čistého obchodního majetku Části závodu	=	2 254 996

5 STANOVENÍ VÝŠE PACHTOVNÉHO

5.1 PŘEDPOKLADY STANOVENÍ PACHTOVNÉHO

Tři varianty pachtovného

Pachtovné bylo na základě zadání Objednatele kalkulováno ve třech různých variantách na základě třech různých možností budoucího vývoje z hlediska nutnosti řešit provozní kapacitu Části závodu ve vztahu k prováděným činnostem:

- Varianta 1 – nákup vozidel
- Varianta 2 – pronájem vozidel od společnosti Croy s.r.o.
- Varianta 3 – komplexní pronájem kapacit pro realizaci svozu odpadu ve vybraných městských částech od stávajících subdodavatelů Společnosti (AVE, Komwag, Ipodec) za podmínek odpovídajících nabídce v podobě návrhů smlouvy o komplexním pronájmu předložených Společnosti. Znalci byla Společností sdělena celková cena komplexního pronájmu za rok.

Každá z výše uvedených variant má různé dopady do hospodaření TSK a Společnosti v případě uskutečnění pachtu a ovlivňuje také výši pachtovného.

Nutnost řešení provozní kapacity Části závodu souvisí s ukončením spolupráce se společnostmi AVE, Komwag a Ipodec jakožto se subdodavatelů služeb. Nutnost ukončení spolupráce je spojena s nutností splnit podmínky pro to, aby mohly být zakázky na svoz komunálního odpadu řešeny v režimu inhouse zakázek. Tyto podmínky jsou mimo jiné následující:

- Příjemce inhouse zakázek musí být subjektem 100% vlastněným Hlavním městem Praha.
- Příjemce inhouse zakázek musí tyto zakázky realizovat zcela ve vlastní režii (bez subdodavatelů) anebo v případě, že pro zajištění inhouse zakázek bude využívat subdodavatelské služby, je povinen vypsát na zajištění těchto služeb výběrové řízení.

Neměnnost peněžních toků pro Společnost

V souvislosti se stanovením výše pachtovného zavedl Znalec předpoklad, že výše pachtovného by měla být stanovena tak, aby současná hodnota celkových peněžních toků Společnosti byla v období pachtu shodná se současnou hodnotou peněžních toků, jaké by Společnost s nejvyšší pravděpodobností realizovala v případě, že by k pachtu nedošlo. Tento předpoklad zamezuje jakýmkoli ekonomickým dopadům na akcionáře a věřitele Společnosti v případě, že bude pacht realizován. Při dodržení tohoto předpokladu dojde k zachování hodnoty Jmění Společnosti i hodnoty jejích akcií.

Z tohoto předpokladu vyplývá skutečnost, že základem pro všechny varianty pachtovného jsou peněžní toky, jejichž realizace je v souvislosti s provozem Části závodu očekávána v období pachtu.

Tabulka č. 6 - Peněžní toky očekávané v období pachtu (tis. Kč)

	<i>listopad – prosinec 2014</i>	<i>2015</i>
FCFF	76 535	193 894
Diskontní míra	12,0%	13,6%
Diskontní faktor	0,981	0,864
Diskontované FCFF	75 101	167 467

Jedná se o stejné peněžní toky, které byly kalkulovány v rámci ocenění Části závodu. Současná hodnota výše uvedených peněžních toků činí 242 568 tis. Kč a pachtovné by mělo být stanoveno v takové výši, aby jeho současná hodnota odpovídala právě této výši.

Rozdíl v rizikovosti

Dalším předpokladem pro stanovení výše pachtovného je skutečnost, že riziko spojené s realizací peněžních toků je u Části závodu odlišné v případě, že bude Část závodu provozována Společností nebo TSK. V případě, že bude Část závodu provozována Společností, je riziko spojené s tvorbou peněžních toků vyšší, protože Společnost nebude moci realizovat tzv. inhouse zakázky v případě svozu komunálního odpadu, ale o tyto zakázky bude muset soutěžit s ostatní konkurencí pohybující se na relevantním trhu. Vice versa, v případě, že bude Část závodu provozována společností TSK (Pachtýřem), je riziko spojené s realizací peněžních toků nižší, neboť inhouse zakázky budou realizovány, a budou tak pro Část závodu znamenat poměrně jistější výnos.

Rozdíl v rizikovosti byl pro potřeby stanovení pachtovného také exaktně vyjádřen. Diskontní míra za předpokladu realizace inhouse zakázek byla stanovena shodným způsobem jako v diskontní míra v kapitole 4.5.2.3 Stanovení výše diskontní míry. Jediným rozdílem je volba přírážky k nákladům vlastního kapitálu. Kalkulace diskontní míry za předpokladu realizace inhouse zakázek pro roky 2014 a 2015 je uvedena v následující tabulce.

Tabulka č. 7 - Diskontní míra za předpokladu realizace inhouse zakázek

	2014	2015
Bezriziková výnosnost	0,32%	1,04%
Riziko kapitálového trhu	4,62%	4,62%
Koeficient beta	0,86	0,86
Riziková prémie země	1,38%	1,38%
Ostatní přírážky	4,30%	4,30%
velikost	3,30%	3,30%
likvidita	1,00%	1,00%
ostatní	0,00%	0,00%
Inflace ČR	1,10%	2,10%
Inflace USA	1,90%	2,10%
Náklady VK nezadlužené	9,1%	10,7%
VK k počátku období	3 201 412	3 161 580
CK k počátku období	248 178	261 738
Daňový štít k počátku období	8 103	7 571
Náklady CK	1,4%	2,3%
Náklady VK zadlužené	9,7%	11,4%
WACC	9,1%	10,6%

Zadlužené náklady vlastního kapitálu a WACC jsou opět sladěny dle kapitálové struktury vyjádřené v tržních hodnotách. Rozdíl oproti discentní míře kalkulované v kapitole 4.5.2.3 Stanovení výše diskontní míry spočívá ve snížení ostatních přírážek k nákladům vlastního kapitálu a v rozdílné kapitálové struktuře.

Peněžní toky v období pachtu

Výše pachtovného musí být nastavena tak, aby splňovala podmínku o neměnnosti současné hodnoty peněžních toků pro Společnost. Aby bylo této podmínky dosaženo, musí pachtovné zohledňovat také peněžní toky, které bude Společnost realizovat po dobu trvání pachtu, tedy v době, kdy nebude provozovat část závodu. Tyto peněžní toky se v jednotlivých variantách liší.

Jednotlivé varianty mají dopad také na hospodaření TSK jakožto provozovatele části závodu. Náklady spojené s jednotlivými variantami byly již uvedeny v rámci finančního plánu. Následující tabulka náklady rekapituluje.

Tabulka č. 8 - Dopady jednotlivých variant do nákladů části závodu

Položka nákladů (za rok v tis. Kč)	VAR 1	VAR 2	VAR 3
Osobní náklady (řidiči, popeláři, mistři, ostatní THP)	58 415	58 415	0
Náklady na PHM	21 664	21 664	0
Opravy a údržba	17 535	5 301	0
Zákonné poj. vozidel, daň silniční (nové vozy)	1 366	0	0
Odpisy + úroky z leasingů (nové vozy)	15 066	0	0
Odpisy odpadových nádob	7 275	7 275	0
Doúklidy separačních stanovišť	6 896	6 896	0
Režijní náklady	3 271	3 271	0
Nájemné vozidel od Croy s.r.o.*	0	53 088	0
Nájemné kapacit od subdodavatelů*	0	0	201 184
Celkové náklady na zajištění varianty	131 488	155 910	201 184

* Sděleno Znalci Společnosti.

Pozn.: Celkové náklady variant zohledňují vliv na celkový EBIT Společnosti. Nezohledňují vnitropodnikové rozdělení režijních (správních a výrobních) nákladů.

Stanovení měsíčního pachtovného jako průměru

Pro potřeby zjednodušení smluvního vztahu souvisejícího s pachtem bylo pachtovné stanoveno jako částka, která bude ve stejné výši placena každý měsíc po celou dobu trvání pachtu (s výjimkou změny situace, kdy v průběhu pachtu dojde ke změně varianty). Tato skutečnost spolu se skutečností, že pacht zasahuje do dvou účetních období, může vést ke zkreslení výsledků hospodaření Společnosti v jednotlivých účetních obdobích v průběhu trvání pachtu (tj. listopad – prosinec 2014 a rok 2015). Zkreslení je způsobeno nestejnou výší volných peněžních toků očekávaných do konce roku 2014 a peněžních toků očekávaných

v roce 2015 při stabilní výši měsíčního pachtovného. Platba pachtovného může způsobit přenesení části zisku z účetního období roku 2015 do účetního období roku 2014. Kumulativně za obě účetní období (tj. za celou dobu trvání pachtu však k dopadu do výsledku hospodaření ani do peněžních toků nedochází.

5.2 STRUKTURA NÁSLEDUJÍCÍCH KAPITOL

V následujících kapitolách jsou postupně vyčísleny výše pachtovného za předpokladu realizace každé z výše popsaných variant. Jednotlivé kapitoly vždy obsahují:

- Výsledná výše pachtovného.
- Dopady do hospodaření TSK.

5.3 KALKULACE PACHTOVNÉHO – VARIANTA 1

Varianta 1 odpovídá skutečnosti, kdy provozní kapacita Části závodu bude řešena formou nákupu vozidel.

Následující tabulka popisuje kalkulaci pachtovného pro Variantu 1. Popis kalkulace následuje pod tabulkou.

Tabulka č. 9 - Kalkulace pachtovného – Varianta 1 (tis. Kč)

	<i>listopad – prosinec 2014</i>	<i>2015</i>
Základní pachtovné	38 333	230 000
CAPEX	-2 133	-295 159
Osobní náklady	-1 962	-11 975
Služby – opravy	-865	-5 250
Ostatní prov. náklady - daně	0	-6 782
Daň	6 467	-25 580
Celkové výsledné pachtovné	36 826	574 746

Základní pachtovné je pouze pomocné číslo, které je stanoveno tak, aby jeho současná hodnota stanovená prostřednictvím diskontní míry kalkulované v kapitole 5.1 *Předpoklady stanovení pachtovného*, podkapitole *Rozdíl v rizikovosti* (tedy diskontní míry za předpokladu realizace inhouse zakázek) odpovídala současné hodnotě peněžních toků do Společnosti (FCFF) za předpokladu, že by k pachtu nedošlo (tedy při uplatnění diskontní míry kalkulované v souvislosti s oceněním Části závodu).

Takto stanovené základní pachtovné je dále upraveno o peněžní toky, které bude Společnost v době pachtu realizovat. Tímto postupem je zajištěno, že současná hodnota skutečného peněžního toku (FCFF) Společnosti v době pachtu odpovídá současné hodnotě peněžního toku (FCFF), jaký by byl s nejvyšší pravděpodobností realizován v případě, že by k pachtu nedošlo. Úprava základního pachtovného byla provedena o následující položky:

- CAPEX – Společnost bude i v době pachtu investovat do majetku, který bude předmětem pachtu.
- Osobní náklady – zajištění agendy investic si na straně Společnosti vyžádá osobní náklady. Dále jsou v osobních nákladech zahrnuty odměny členů orgánů Společnosti, které budou i nadále hrazeny.
- Služby-opravy – Společnost bude také v období Pachtu hradit „nadlimitní“ opravy propachtovaného majetku. Dohoda o stanovení limitů těchto oprav bude součástí dohody o pachtu.
- Ostatní provozní náklady-daně – jedná se o nutné výdaje spojené s propachtovaným majetkem, které jsou za majitelem majetku, tedy Společností (silniční daň, povinné ručení, atd.).
- Finanční náklady-úroky – Společnost bude i nadále hradit náklady spojené s financováním cizím úročným kapitálem.
- Daň – míra zdanění Společnosti. Tato položka je ovlivněna výší pachtovného i všemi výše uvedenými položkami. Daň se v rámci stanovení pachtovného dopočítává automaticky na základě iterativního procesu.

Měsíční pachtovné – Varianta 1

Výše měsíčního pachtovného za předpokladu Varianty 1 je vyčíslena jako součet celkového pachtovného vydělený počtem měsíců.

5.4 KALKULACE PACHTOVNÉHO – VARIANTA 2

Varianta 2 odpovídá skutečnosti, kdy provozní kapacita Části závodu bude řešena formou nájmu vozidel od společnosti Croy.

Následující tabulka popisuje kalkulaci pachtovného pro Variantu 2. Popis kalkulace následuje pod tabulkou.

Tabulka č. 10 - Kalkulace pachtovného – Varianta 2 (tis. Kč)

	<i>listopad – prosinec 2014</i>	<i>2015</i>
Základní pachtovné	38 333	230 000
CAPEX	-2 133	-283 106
Osobní náklady	-1 959	-11 975
Služby – opravy	-865	-5 250
Ostatní prov. náklady - daně	0	-6 782
Daň	6 334	-26 193
Celkové výsledné pachtovné	36 956	563 306

Základní pachtovné je pouze pomocné číslo, které je stanoveno tak, aby jeho současná hodnota stanovená prostřednictvím diskontní míry kalkulované v kapitole 5.1 *Předpoklady stanovení pachtovného*, podkapitole *Rozdíl v rizikovosti* (tedy diskontní míry za předpokladu realizace inhouse zakázek) odpovídala současné hodnotě peněžních toků do Společnosti (FCFF) za předpokladu, že by k pachtu nedošlo (tedy při uplatnění diskontní míry kalkulované v souvislosti s oceněním Části závodu).

Takto stanovené základní pachtovné je dále upraveno o peněžní toky, které bude Společnost v době pachtu realizovat. Tímto postupem je zajištěno, že současná hodnota skutečného peněžního toku (FCFF) Společnosti v době pachtu odpovídá současné hodnotě peněžního toku (FCFF), jaký by byl s nejvyšší pravděpodobností realizován v případě, že by k pachtu nedošlo. Úprava základního pachtovného byla provedena o následující položky:

- CAPEX – Společnost bude i v době pachtu investovat do majetku, který bude předmětem pachtu.
- Osobní náklady – zajištění agendy investic si na straně Společnosti vyžádá osobní náklady. Dále jsou v osobních nákladech zahrnuty odměny členů orgánů Společnosti, které budou i nadále hrazeny.
- Služby-opravy – Společnost bude také v období Pachtu hradit „nadlimitní“ opravy propachtovaného majetku. Dohoda o stanovení limitů těchto oprav bude součástí dohody o pachtu.
- Ostatní provozní náklady-daně – jedná se o nutné výdaje spojené s propachtovaným majetkem, které jsou za majitelem majetku, tedy Společností (silniční daň, povinné ručení, atd.).
- Finanční náklady-úroky – Společnost bude i nadále hradit náklady spojené s financováním cizím úročeným kapitálem.
- Daň – míra zdanění Společnosti. Tato položka je ovlivněna výší pachtovného i všemi výše uvedenými položkami. Daň se v rámci stanovení pachtovného dopočítává automaticky na základě iterativního procesu.

Měsíční pachtovné – Varianta 2

Výše měsíčního pachtovného za předpokladu Varianty 2 je vyčíslena jako součet celkového pachtovného vydělený počtem měsíců.

MĚSÍČNÍ PACHTOVNÉ – VARIANTA 2

42 876 TIS. Kč

5.5 KALKULACE PACHTOVNÉHO – VARIANTA 3

Varianta 3 odpovídá skutečnosti, kdy provozní kapacita Části závodu bude řešena formou komplexního pronájmu kapacit pro realizaci svozu odpadu ve vybraných městských částech od stávajících subdodavatelů Společnosti.

Následující tabulka popisuje kalkulaci pachtovného pro Variantu 3. Popis kalkulace následuje pod tabulkou.

Tabulka č. 11 - Kalkulace pachtovného – Varianta 3 (tis. Kč)

	<i>listopad – prosinec 2014</i>	<i>2015</i>
Základní pachtovné	38 333	230 000
CAPEX	-2 133	-275 686
Osobní náklady	-1 959	-11 975
Služby – opravy	-865	-5 250
Ostatní prov. náklady - daně	0	-6 782
Daň	6 334	-24 452
Celkové výsledné pachtovné	36 956	554 145

Základní pachtovné je pouze pomocné číslo, které je stanoveno tak, aby jeho současná hodnota stanovená prostřednictvím diskontní míry kalkulované v kapitole 5.1 *Předpoklady stanovení pachtovného*, podkapitole *Rozdíl v rizikovosti* (tedy diskontní míry za předpokladu realizace inhouse zakázek) odpovídala současné hodnotě peněžních toků do Společnosti (FCFF) za předpokladu, že by k pachtu nedošlo (tedy při uplatnění diskontní míry kalkulované v souvislosti s oceněním Části závodu).

Takto stanovené základní pachtovné je dále upraveno o peněžní toky, které bude Společnost v době pachtu realizovat. Tímto postupem je zajištěno, že současná hodnota skutečného peněžního toku (FCFF) Společnosti v době pachtu odpovídá současné hodnotě peněžního toku (FCFF), jaký by byl s nejvyšší pravděpodobností realizován v případě, že by k pachtu nedošlo. Úprava základního pachtovného byla provedena o následující položky:

- CAPEX – Společnost bude i v době pachtu investovat do majetku, který bude předmětem pachtu.
- Osobní náklady – zajištění agendy investic si na straně Společnosti vyžádá osobní náklady. Dále jsou v osobních nákladech zahrnuty odměny členů orgánů Společnosti, které budou i nadále hrazeny.
- Služby-opravy – Společnost bude také v období Pachtu hradit „nadlimitní“ opravy propachtovaného majetku. Dohoda o stanovení limitů těchto oprav bude součástí dohody o pachtu.
- Ostatní provozní náklady-daně – jedná se o nutné výdaje spojené s propachtovaným majetkem, které jsou za majitelem majetku, tedy Společností (silniční daň, povinné ručení, atd.).
- Finanční náklady-úroky – Společnost bude i nadále hradit náklady spojené s financováním cizím úročeným kapitálem.
- Daň – míra zdanění Společnosti. Tato položka je ovlivněna výší pachtovného i všemi výše uvedenými položkami. Daň se v rámci stanovení pachtovného dopočítává automaticky na základě iterativního procesu.

Měsíční pachtovné – Varianta 3

Výše měsíčního pachtovného za předpokladu Varianty 3 je vyčíslena jako součet celkového pachtovného vydělený počtem měsíců.

MĚSÍČNÍ PACHTOVNÉ – VARIANTA 3

42 221 TIS. Kč

6 OCENĚNÍ OPCE

6.1 METODOLOGIE STANOVENÍ HODNOTY OPCE

Pro účely stanovení hodnoty opce jsou používány dvě základní metody:

- Binomická metoda ocenění opce – sestavení binomického stromu (navazuje na pravděpodobnostní oceňovací přístupy a metodu decision tree), fázová opce
- Ocenění formulí Black-Scholes – jednoduchá opce s předpokladem spojitého úročení

Pro potřeby ocenění Opce zvolil Znalec metodu binomickou. Obě metody jsou však do jisté míry ekvivalentní a měly by vést k obdobným závěrům.

6.2 OCENĚNÍ OPCE

Charakteristika Opce

Bude se jednat o finanční instrument vydaný Společností ve prospěch TSK. Pro TSK Opce znamená právo po dobu pachtu koupit Část závodu od Společnosti za cenu odpovídající hodnotě Části podniku stanovené

tímto znaleckým posudkem, nebo za cenu odpovídající hodnotě stanovené jiným nezávislým znaleckým posudkem k datu uplatnění opce, jestliže bude vyšší než hodnota stanovená tímto posudkem. Společnost má povinnost Část podniku prodat, jestliže dojde ze strany TSK k uplatnění Opce. Svým charakterem se jedná o tzv. call opci.

Ocenění

Vzhledem k charakteru Opce není možné výše popsanou metodologii stanovení hodnoty opce použít. Nepoužitelnost metodologie ocenění opcí je způsobena skutečností, že jednou z podmínek Opce je, že v případě navýšení hodnoty Části závodu, bude adekvátně navýšena také realizační cena, tedy cena, za kterou bude možné Část závodu koupit po uplatnění Opce. Tato podmínka činí Opce v porovnání s klasickými a běžně využívanými call opcemi, ať už reálnými nebo finančními, značně nestandardní. Proto také Opce není možné klasickými metodami ocenit.

Závěr k ocenění Opce

Z charakteristiky Opce tak, jak je dle informací dostupných Znalci navržena, vyplývají následující skutečnosti:

- Není možné, aby TSK v případě uplatnění Opce na jejím uplatnění „vydělal“.
- Prodej části závodu bude v případě uplatnění opce realizován za cenu odpovídající tržní hodnotě nebo za cenu vyšší než je stanovená tržní hodnota (v případě, že v době pachtu dojde k poklesu hodnoty Části závodu a TSK uplatní opci, zaplatí za Část podniku cenu přesahující aktuální tržní hodnotu).

Z výše uvedeného vyplývá, že Opce svým charakterem je velice bezpečná pro Společnost, když jí zaručuje minimálně tržní hodnotu v případě prodeje Části závodu. Z hlediska TSK nedává Opce žádnou možnost na jejím uplatnění vydělat.

Opce má vzhledem ke svému charakteru **nulovou hodnotu**.

Ze strany Společnosti lze spatřovat přínos Opce v tom, že pokud bude vyzvána k prodeji, bude vždy inkasovat minimálně tržní hodnotu Části závodu, popřípadě cenu vyšší. Tedy finanční efekt při realizaci Opce bude pro Společnost a její akcionáře vždy buď neutrální, nebo kladný.

Z pohledu TSK by mohl při realizaci Opce vzniknout negativní ekonomický efekt, ale vyvážený možností volby, zda Opce uplatnit či nikoli.

7 REKAPITULACE VÝSLEDKŮ

7.1 OCENĚNÍ ČÁSTI ZÁVODU

Výsledná hodnota Části závodu, byla stanovena na úrovni tržní hodnoty na základě příjmového přístupu. Příjmový přístup je pro ocenění prosperujících podniků v českých podmínkách obecně považován za nejvhodnější.

Využití nákladového přístupu Znalec po analýze podnikatelské činnosti Části závodu zavrhl (činnosti Části závodu je obecně kapitálově a investičně velmi náročná, nicméně samotná hodnota majetku Části závodu nereflakuje schopnost tohoto majetku generovat příjmy beneficentům). Využití porovnávacího přístupu nebylo možné realizovat z důvodu nedostatečné datové základny ohledně realizovaných prodejů obdobných společností na trhu, která je pro takovéto ocenění nezbytná.

**VÝSLEDNÁ TRŽNÍ HODNOTA
ČÁSTI PODNIKU
ČINÍ KE DNI OCENĚNÍ 31. ŘÍJNA 2014**

2 254 996 TIS. KČ

**SLOVY: DVĚ MILIARDY DVĚ STĚ PADESÁT ČTYŘI MILIONŮ
DEVĚT SET DEVADESÁT ŠEST TISÍC KORUN ČESKÝCH**

7.1.1 KOMENTÁŘ K OCENĚNÍ PROVEDENÉMU ZNALECKÝM ÚSTAVEM NSG MORISON

Na základě požadavků Objednatele se Znalec vyjádřil také k závěrům posudku č. 307-22/2014 ze dne 27. 5. 2014 na *Stanovení hodnoty akcií společnosti Pražské služby, a.s., se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 441/1, IČ: 601 94 120, ve variantních scénářích jako podklad pro interní účely objednatele* (dále také jen Posudek „NSG“), vypracovaného znaleckým ústavem NSG Morison znalecký ústav s.r.o., IČ 246 64 651, se sídlem Jakubská 2, 110 00 Praha 1, Česká republika (dále také jen „NSG“).

Rozdíl v ocenění

Jedním z úkolů v Posudku NSG bylo stanovení hodnoty jednotlivých akcií Společnosti za předpokladu kontinuálního pokračování podnikatelské činnosti Společnosti bez zásadních změn. Pro potřeby ocenění akcií stanovil NSG mimo jiné také hodnotu jmění Společnosti, a to ve výši 4 123 mil. Kč (průměr ocenění metodou tržního porovnání 4 298 mil. Kč a metodou DCF **3 949 mil. Kč**). Výsledek ocenění se liší od výsledku ocenění Části závodu, který Znalec stanovil v tomto znaleckém posudku na úrovni **2 255 mil. Kč**.

V rámci komparace je nutno porovnávat věcně srovnatelné hodnoty, tudíž výsledky výnosového ocenění (označeny tučně).

Je nutno poznamenat, že primárně vycházeli jak Znalec tak NSG ze střednědobého plánu poskytnutého Společností.

Rozdíl ve výsledku ocenění vyplývá zejména z odlišného zadání a účelu vyhotovení obou znaleckých posudků a z rozsahu předmětu ocenění, a je důsledkem níže popsanych odlišností.

Rozdíl ve výsledcích je způsoben zejména následujícími diferencemi mezi postupem Znalce a NSG:

1. Odlišný předmět ocenění:
 - a. Předmětem ocenění v Posudku NSG bylo kompletní jmění Společnosti.
 - b. Předmětem ocenění v tomto znaleckém posudku je Jmění Části závodu, která oproti celkovému jmění Společnosti neobsahuje následující neprovozní majetek:
 - i. 100 % podíl na společnosti Pražský EKOservis, s.r.o. (ani činnosti, které do této dceřiné společnosti budou vyčleněny).
 - ii. Pozemek „Průběžná“, p.č. 3164/1, evidovaný na listu vlastnictví č. 2558 o celkové výměře 11 526 m².
 - iii. Pozemek „Pod Stárkou“, p.č. 2892/2, evidovaný na LV č. 1284 o celkové výměře 1 845 m².
 - iv. Budova na pozemku „Pod Stárkou“, p.č. 2892/2.
 - v. „Činžovní dům Vlkova 35“ – nevyužitý uliční trakt činžovního domu, k.ú. Žižkov na pozemku p.č. 1199 na adrese Vlkova 430/35, Praha 3.
 - vi. Pozemky „Pod Vítkovem“ – nevyužitá pozemky, k.ú. Žižkov, p.č. 503 a 504 v ulici Pod Vítkovem o celkové výměře 388 m².
 - vii. Finanční prostředky Společnosti nad rámec přiměřené okamžité likvidity.

2. Odlišné předpoklady při ocenění:
 - a. Posudek NSG nepředpokládá výrazné změny v rámci tvorby finančního plánu oproti historickému vývoji.
 - b. Znalec v souladu s plány Společnosti a aktuální situací v době zpracování posudku změnil činnosti Společnosti:
 - i. Vyčlenil některé činnosti do dceřiné společnosti Pražský EKOservis s.r.o.
 - ii. Ukončil prodeje PHM externím subjektům.
 - iii. Omezil poskytování služeb myčky cisteren externím subjektům.
3. Zisková marže (nepatrný vliv):
 - a. NSG zvýšil ziskovou marži Společnosti (na úrovni EBIT), a to z cca 17-18 % (dosahováno Společností v letech 2010-2013 a předpokládáno ve střednědobém finančním plánu Společnosti) na cca 21-22 % (dosahováno Společností cca do roku 2009).
 - b. Znalec projektoval ziskovou marži (na úrovni EBIT) cca na úrovni předpokladů Společnosti (cca 17 %). Až po úpravách plánu (z důvodu strategického rozhodnutí ohledně náhrady subdodavatelů) došlo k nárůstu EBIT marže na úroveň cca 22,5 %. Zde je nutné poznamenat, že NSG ve svém ocenění explicitně nepočítá s náhradou subdodavatelů. Počítá nicméně s lepším řízením nákladovosti, kde lze implicitně předpokládat také vyloučení subdodavatelů a zajištění svozu vlastními silami.
4. Investice do dlouhodobého majetku:
 - a. NSG v Posudku NSG paušálně snížilo investice plánované managementem Společnosti do obnovy dlouhodobého majetku, a to bez analýzy jednotlivých položek budoucích investic a jejich potřeby či nutnosti, a bez ohledu na stáří a zastaralosti majetku Společnosti. Průměrnou roční výši investic přitom NSG snížil o cca 150 mil. Kč oproti plánu managementu.
 - b. Znalec převzal investice do dlouhodobého majetku dle plánu Společnosti. Jejich výši považuje za přiměřenou a odůvodněnou z následujících důvodů:
 - i. Nutnost obnovy a modernizace spalovny plánovaná na roky 2016 a dále – důvodem je jednak modernizace zastaralého zařízení a jednak splnění aktuálních a předpokládaných, neustále se zpřísnujících ekologických limitů (investice v letech 2008-2011 se týkaly rozšíření o kogenerační jednotku a rozšíření kapacit, nezahrnovaly obnovu veškerých zastaralých částí spalovny, což je plánováno právě od roku 2016).
 - ii. Nutnost pravidelné obměny vozového parku, který je obecně ve Společnosti podinvestován.
 - iii. Nutnost dalších investic do provozů Společnosti (stavební, strojní), obnovy odpadových nádob, pravidelných investic do informačních systémů, atd.
5. Odlišnosti ve stanovení diskontní míry – náklady na cizí kapitál:
 - a. NSG v Posudku NSG počítá s náklady cizího kapitálu na konstantní úrovni 2,5 %, a to i pro druhou fázi počítající hodnotu podniku do nekonečna. To je aktuální úročení leasingů a úvěru od UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. z důvodu velmi nízkých sazeb mezibankovního trhu (PRIBOR, EURIBOR).
 - b. Znalec projektuje postupný růst nákladů na cizí kapitál z důvodu předpokladu růstu sazeb mezibankovního trhu v důsledku předpokládaného oživení ekonomiky. Znalec projektuje růst sazeb mezibankovního trhu na úroveň desetiletého průměru, což vede k nákladům na cizí kapitál na úrovni cca 3,8 % pro druhou fázi.
6. Odlišnosti ve stanovení diskontní míry – ostatní přírážky na vlastní kapitál:
 - a. NSG v Posudku NSG neaplikuje žádné přírážky k nákladům vlastního kapitálu mimo rizika země. NSG v Posudku NSG nezohledňuje ani likviditu (prodejnost) akcií, ani vliv velikosti oceňované společnosti na náklady vlastního kapitálu.
 - b. Znalec, stejně jako NSG, počítá náklady vlastního kapitálu metodou CAPM a využívá data z kapitálového trhu USA (z důvodu nedostatku relevantních a veřejně dostupných dat z kapitálových trhů v ČR). Vzhledem k tomuto Znalec následně aplikuje následující přírážky k nákladům vlastního kapitálu (navíc oproti Posudku NSG):
 - i. Přírážka plynoucí z velikosti oceňované společnosti – data použitá pro výpočet nákladů vlastního kapitálu USA vycházejí z dat kapitálového trhu USA, na kterém jsou obchodovány společnosti o určité velikosti (dle tržní kapitalizace). Vzhledem

k tomu, že velikost Společnosti je menší, je nutné toto zohlednit ve specifické přírážce k nákladům vlastního kapitálu (vypočtené na základě rozdílů ve výnosnosti společností v různých skupinách dle velikosti tržní kapitalizace).

- ii. Přírážka plynoucí z omezené likvidity akcií – společnosti obchodované na kapitálových trzích v USA jsou veřejně obchodovatelné. Akcie Společnosti veřejně obchodovatelné nejsou, tudíž jejich prodejnost je oproti veřejně obchodovatelným titulům snížena. Toto je nutno reflektovat ve specifické přírážce k nákladům vlastního kapitálu, která se u společností v ČR pohybuje ve výši 1-2 % (u společností s neveřejně obchodovanými obchodními či akciovými podíly na kapitálovém trhu).
- iii. Mimo to Znalec reflektoval v ocenění také specifické riziko plynoucí z toho, že Hl. m. Praha vypíše výběrové řízení na svoz komunálního odpadu, přičemž Společnost tento tendr nevyhraje, tento svoz tudíž nebude realizovat a přijde o velkou část tržeb. Toto specifické riziko NSG nemohl v Posudku NSG zohlednit z důvodu zadání jeho znaleckého úkolu ze strany objednatele, které předpokládalo udržení svozu komunálního odpadu. Znaleckým úkolem Znalce je nicméně stanovení tržní hodnoty Jmění Části závodu, pročež dané riziko plynoucí ze ztráty zakázky na svoz odpadu bylo nutné v ocenění zohlednit.

Rozdíl ve stanovení výše měsíčního pachtovného

Dalším z úkolů bylo stanovení měsíčního pachtovného při propachtování Společnosti. Výši měsíčního pachtovného stanovil NSG v Posudku NSG ve výši **20,4 mil. Kč** (za předpokladu realizace svozu odpadu na celém území Hl. m. Prahy vlastními kapacitami Společnosti bez využití subdodavatelů). Znalec výši pachtovného stanovil ve variantě zajištění svozu odpadu na celém území Hl. m. Prahy vlastními kapacitami Společnosti bez využití subdodavatelů na úrovni **42,2-43,7 mil. Kč** (dle zvolené alternativy náhrady za subdodávky).

Bez ohledu na odlišný přístup ve stanovení výše pachtovného mezi Znalcem a NSG je základní rozdíl v hodnotách měsíčního pachtovného způsoben zejména z důvodu odlišných předpokladů:

1. NSG vyčísluje v Posudku NSG výši měsíčního pachtovného pouze **za část podniku**, a to **závod 11** Společnosti (propachtovaná část závodu je v Posudku NSG specifikována jako závod 11).
2. Znalec kalkuluje měsíční pachtovné za **téměř celý podnik** Společnosti. Část závodu Společnosti, která bude propachtována, je v tomto znaleckém posudku vymezena podstatně obsáhleji a je specifikována jako závod 10 podnikové ředitelství, závod 11 (svoz odpadu), závod 12 (údržba komunikací) a závod 14 (ZEVO).

7.1.2 KOMENTÁŘ K OCENĚNÍ ČÁSTI ZÁVODU – PÉČE ŘÁDNÉHO HOSPODÁŘE

Management Společnosti řeší aktuálně v době zpracování tohoto znaleckého posudku strategické rozhodnutí ohledně způsobu zajištění části zakázek (konkrétně svoz komunálního odpadu v některých městských částech Hl. m. Prahy), které dosud realizoval s využitím subdodavatelů, konkrétně společností AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o., Komwag, podnik čistoty a údržby města, a.s. a IPODEC - ČISTÉ MĚSTO a.s.

Podrobněji Znalec analyzuje alternativy (celkem 3 alternativy označené jako Varianta 1-3) k zajištění činností dosud realizovaných subdodavatelí v kapitole 4.4.2.1 *Předpoklady*, podkapitole *Zohlednění změn v hospodaření Společnosti v souladu s nejlepším a nejefektivnějším využitím majetku Společnosti (princip highest and best use) a péčí řádného hospodáře*.

Znalec ve finančním plánu upustil od dosud využívaných subdodávek, které na základě provedených analýz považuje za nákladnější a méně výhodné pro Společnost oproti nejušpornější variantě, a namísto nich implementoval alternativu nejvýhodnější a nejefektivnější pro Společnost, konkrétně variantu č. 1, která spočívá v náhradě subdodávek vlastními kapacitami, tj. svoz komunálního odpadu v některých městských částech Hl. m. Prahy, ve kterých dosud zajišťovali svoz subdodavatelé, bude zajištěn vozidly, zaměstnanci a ostatními kapacitami Společnosti. Tuto variantu Znalec na základě provedených analýz považuje za nejušpornější.

Odůvodněním zohlednění uvedené strategické změny je jednak princip nejlepšího a nejefektivnějšího využití aktiv Společnosti (highest and best use), kterým by se měl management Společnosti řídit, a jednak obecné zákonné požadavky na management Společnosti jednat s péčí řádného hospodáře.

7.2 STANOVENÍ PACHTOVNÉHO

Pachtovné bylo stanoveno na základě předpokladů uvedených v kapitole 5.1 *Předpoklady stanovení pachtovného* ve třech různých variantách, přičemž zásadním předpokladem je předpoklad týkající se neměnnosti peněžních toků pro Společnost. Tento předpoklad vede k tomu, že výsledné pachtovné pro jednotlivé varianty se liší pouze na základě charakteru pachtu a rozdělení výnosů a nákladů mezi Společnost a TSK. Pro celkové zhodnocení pachtu je proto třeba se podívat na dopady, které budou jednotlivé varianty mít TSK. Odhad vlivu těchto dopadů je uveden ve znaleckém posudku.

7.2.1 VARIANTA 1

Varianta 1 předpokládá **nákup vozidel** se všemi souvisejícími dopady do hospodaření Společnosti i TSK.

<p>VÝSLEDNÁ VÝŠE PACHTOVNÉHO ZA PŘEDPOKLADU SKUTEČNOSTÍ ODPOVÍDAJÍCÍCH VARIANTĚ 1</p>
<p>43 684 TIS. KČ/MĚSÍC</p>
<p>SLOVY: ČTYŘICET TŘI MILIONŮ ŠEST SET OSMDESÁT ČTYŘI TISÍC KORUN ČESKÝCH ZA MĚSÍC</p>

7.2.2 VARIANTA 2

Varianta 2 předpokládá **nájem vozidel** od společnosti Croy s.r.o. se všemi souvisejícími dopady do hospodaření Společnosti i TSK.

<p>VÝSLEDNÁ VÝŠE PACHTOVNÉHO ZA PŘEDPOKLADU SKUTEČNOSTÍ ODPOVÍDAJÍCÍCH VARIANTĚ 2</p>
<p>42 876 TIS. KČ/MĚSÍC</p>
<p>SLOVY: ČTYŘICET DVA MILIONŮ OSM SET SEDMDESÁT ŠEST TISÍC KORUN ČESKÝCH ZA MĚSÍC</p>

7.2.3 VARIANTA 3

Varianta 3 předpokládá **nájem vozidel** od stávajících subdodavatelů Společnosti za podmínek odpovídajících nabídce předložené Společnosti a dle celkových nákladů na tento komplexní pronájem sdělených Společností Znalci v době zpracování znaleckého posudku se všemi souvisejícími dopady do hospodaření Společnosti i TSK.

**VÝSLEDNÁ VÝŠE PACHTOVNÉHO
ZA PŘEDPOKLADU SKUTEČNOSTÍ
ODPOVÍDAJÍCÍCH
VARIANTĚ 3**

42 221 TIS. KČ / MĚSÍC

SLOVY: ČTYŘICET DVA MILIONŮ DVĚ STĚ DVACET JEDNA TISÍC KORUN ČESKÝCH ZA MĚSÍC

7.2.4 POZNÁMKA KE ZPŮSOBU STANOVENÍ VÝŠE PACHTOVNÉHO

Pachtovné bylo stanoveno mimo jiné za předpokladu neměnnosti peněžních toků pro Společnost (tzn., že pachtovné je stanoveno v takové výši, která zajišťuje současnou hodnotu peněžních toků pro Společnost na úrovni současné hodnoty peněžních toků v případě, že by k pachtu nedošlo. Tato skutečnost způsobuje blízkost výše pachtovného stanoveného pro jednotlivé varianty. Rozdíly jednotlivých variant se tak přesouvají na úroveň hospodaření TSK, přičemž za předpokladu Varianty 3 je zřejmé, že TSK by nedokázala generovat dostatečné peněžní toky, aby stanovenou výši pachtovného mohla uhradit.

Pachtovné bylo stanoveno jako částka, která bude placena každý měsíc v rámci každé z variant ve stejné výši. Pachtovné bylo stanoveno jako průměr vypočtený z peněžních toků po celé období pachtu (tedy z peněžních toků očekávaných na konci roku 2014 a peněžních toků očekávaných v roce 2015). Tyto peněžní toky však nejsou proporcčně stejné a může proto dojít k přenesení části zisku Společnosti očekávaného pro rok 2015 do zisku roku 2014. Celkový kumulativní dopad do hospodaření Společnosti a očekávaných peněžních toků po dobu pachtu (14 měsíců) je tak nulový. Možná disproporce je tedy způsobená pouze rozdílem mezi průměrným a stabilním pachtovným a měnicí se peněžními toky.

7.2.5 POZNÁMKA K UPLATNĚNÍ VÝŠE PACHTOVNÉHO

V průběhu pachtu může dojít k tomu, že dojde k využití více variant. Tuto skutečnost můžeme ilustrovat na příkladu Varianty 1 a 2, kdy nejprve po určitou dobu pachtu bude aplikována Varianta 2 (nájem vozů od společnosti Croy s.r.o.) a následně dojde k nákupu vozů, a tedy k přechodu fungování Části závodu na Variantu 1. V takovém případě by po dobu Varianty 2 mělo být hrazeno pachtovné stanovené pro Variantu 2 a v momentě přechodu na Variantu 1 by mělo být hrazeno pachtovné odpovídající Variantě 1.

7.3 OCENĚNÍ OPCE

Znalec analyzoval možnosti stanovení hodnoty Opce. Vzhledem k charakteru Opce však dospěl k závěru, že Opce má **nulovou hodnotu**.

7.3.1 KOMENTÁŘ K OCENĚNÍ OPCE

Opce, která je předmětem ocenění, je svým charakterem v porovnání s klasickými finančními nebo reálnými opcemi nestandardní a běžnými oceňovacími metodami není možné její hodnotu stanovit. Z charakteru Opce vyplývá, že její hodnota je nulová.

Shrnutí znaleckého posudku vyhotovil:

EQUITA Consulting s.r.o.

Znalecký ústav

Truhlářská 3/1108

110 00 Praha 1 - Nové Město

Tel.: +420 224 815 521

E-mail: equita@equita.cz

<http://www.equita.cz>

V Praze dne 9. října 2014



Ing. Leoš Klímt
ředitel

EQUITA Consulting s.r.o.