

ZNALECKÝ POSUDEK Č. P42769/14

STANOVENÍ HODNOTY 1 PRIORITYNÍ AKCIE SPOLEČNOSTI PRAŽSKÉ SLUŽBY, A.S. O NOMINÁLNÍ HODNOTĚ JEDNÉ AKCIE 400,- KČ

OBJEDNATEL:

PRAŽSKÉ SLUŽBY, A.S.

POD ŠANCEMÍ 444/1

190 00 PRAHA 9

IČ: 601 94 120

ZNALECKÝ ÚKOL:

STANOVENÍ HODNOTY 1 PRIORITYNÍ AKCIE SPOLEČNOSTI PRO POTŘEBY ZMĚNY DRUHU AKCIÍ Z PRIORITYNÍCH NA KMENOVÉ DLE § 335 A § 328 ZÁKONA Č. 90/2012 SB., O OBCHODNÍCH SPOLEČNOSTECH A DRUŽSTVECH (ZÁKON O OBCHODNÍCH KORPORACÍCH), VE ZNĚNÍ POZDĚJŠÍCH PŘEDPISŮ

DATUM OCENĚNÍ:

13. 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 PROSINCI 2014

VYHOTOVENÍ PDF

OBSAH

1	ZNALECKÝ ÚKOL	4
1.1	ZADÁNÍ	4
1.2	PŘEDPOKLADY OCENĚNÍ.....	4
2	NÁLEZ.....	7
2.1	SPECIFIKACE PŘEDMĚTU OCENĚNÍ.....	7
2.2	PODKLADY PRO VYPRACOVÁNÍ POSUDKU	9
3	TEORETICKO-METODOLOGICKÁ ČÁST.....	11
3.1	KATEGORIE HODNOTY	11
3.1.1	<i>Tržní hodnota</i>	<i>11</i>
3.1.2	<i>Netržní hodnoty.....</i>	<i>13</i>
3.1.3	<i>Vybraná hodnota.....</i>	<i>13</i>
3.2	PŘÍSTUPY OCENĚNÍ	13
3.2.1	<i>Příjmový (výnosový) přístup</i>	<i>14</i>
3.2.2	<i>Nákladový (majetkový) přístup.....</i>	<i>14</i>
3.2.3	<i>Porovnávací přístup.....</i>	<i>15</i>
3.2.4	<i>Výběr vhodných přístupů</i>	<i>15</i>
3.3	OBECNÉ METODY OCENĚNÍ PODNIKU A JEHO ČÁSTI	15
3.3.1	<i>Příjmové metody</i>	<i>15</i>
3.3.1.1	Metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (FCFF).....	16
3.3.1.2	Metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky (FCFE).....	16
3.3.1.3	Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA.....	17
3.3.1.4	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	17
3.3.1.5	Stanovení diskontní míry pro výnosové ocenění	18
3.3.2	<i>Majetkové metody</i>	<i>19</i>
3.3.2.1	Metoda čistých aktiv (metoda substanční hodnoty).....	19
3.3.2.2	Metoda účetní hodnoty	20
3.3.2.3	Metoda likvidační hodnoty	20
3.3.2.4	Majetkové metody používané pro oceňování majetku	20
3.3.3	<i>Porovnávací metody.....</i>	<i>21</i>
3.3.3.1	Metoda kapitálových trhů	21
3.3.3.2	Metoda srovnatelné transakce	21
3.3.4	<i>Výběr metody ocenění.....</i>	<i>21</i>
4	MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA	22
4.1	DOSAVADNÍ VÝVOJ NÁRODNÍHO HOSPODÁŘSTVÍ	22
4.1.1	<i>Hrubý domácí produkt České republiky.....</i>	<i>22</i>
4.1.2	<i>Inflace.....</i>	<i>24</i>
4.1.3	<i>Rekapitulace</i>	<i>25</i>
4.2	PŘEDPOKLAD VÝVOJE NÁRODNÍHO HOSPODÁŘSTVÍ	25
5	STRATEGICKÁ ANALÝZA	28
5.1	ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU (ANALÝZA ODVĚTVÍ)	28
5.1.1	<i>Charakteristika odvětví.....</i>	<i>28</i>
5.1.2	<i>Historie odvětví.....</i>	<i>28</i>
5.1.3	<i>Definice cílových trhů</i>	<i>29</i>
5.1.4	<i>Velikost trhu a jeho předpokládaný vývoj</i>	<i>29</i>
5.1.4.1	Tržní segment 1 – nakládání s odpady.....	29
5.1.4.2	Tržní segment 2 – místní komunikace.....	30
5.1.4.3	Tržní segment 4, 6 – výroba elektřiny a tepla, prodej PHM, ostatní služby	31
5.1.4.4	Tržní segment 5 – prodej druhotných surovin	31
5.2	ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU	31
5.2.1	<i>Historie postavení společnosti na trhu</i>	<i>31</i>
5.2.2	<i>Konkurence</i>	<i>31</i>
5.2.3	<i>SWOT analýza.....</i>	<i>33</i>

5.2.4	Tržní podíl a jeho předpokládaný vývoj.....	33
6	FINANČNÍ ANALÝZA	35
6.1	TEORETICKÁ ČÁST	35
6.1.1	Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů.....	35
6.1.2	Analýza poměrových ukazatelů.....	35
6.2	ANALÝZA ÚČETNÍCH VÝKAZŮ	37
6.2.1	Rozvaha	37
6.2.2	Výkaz zisku a ztrát.....	41
6.3	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ.....	43
6.4	SHRNUTÍ A VYHODNOCENÍ FINANČNÍ ANALÝZY	45
7	FINANČNÍ PLÁN – PROGNÓZA BUDOUCÍHO VÝVOJE.....	46
7.1	TEORETICKÁ ČÁST – ZPŮSOB SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	46
7.1.1	Plán financování.....	46
7.1.2	Výnosy, náklady.....	46
7.1.3	Rozvaha	46
7.2	SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	47
7.2.1	Předpoklady.....	47
7.2.2	Plán financování.....	48
7.2.3	Plán výnosů, nákladů.....	49
7.2.4	Plán rozvahy	53
7.3	VYHODNOCENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	56
8	OCENĚNÍ JMĚNÍ SPOLEČNOSTI PŘÍJMOVÝM PŘÍSTUPEM	57
8.1	OCENĚNÍ NEPROVOZNÍCH AKTIV SPOLEČNOSTI	57
8.1.1	Krátkodobé finanční prostředky nad rámec okamžité likvidity	57
8.1.2	100% podíl na společnosti Pražský EKOservis, s.r.o.....	57
8.1.3	100% podíl na společnosti AKROP s.r.o.	58
8.1.4	Popelové nádoby nakoupené pro potřeby restrukturalizace.....	59
8.1.5	Nemovitosti	59
8.1.6	Celková tržní hodnota neprovozního majetku.....	60
8.2	OCENĚNÍ PROVOZNÍ ČÁSTI, TJ. HLAVNÍ PODNIKATELSKÉ ČINNOSTI SPOLEČNOSTI, METODOU DCF ENTITY (FCFF).....	60
8.2.1	Postup ocenění	60
8.2.2	Stanovení volných peněžních toků (FCFF).....	60
8.2.3	Stanovení výše diskontní míry	62
8.3	VÝSLEDEK OCENĚNÍ JMĚNÍ SPOLEČNOSTI METODOU DCF ENTITY (FCFF)	64
9	REKAPITULACE, VÝROK ZNALCE	66
9.1	REKAPITULACE ZADÁNÍ	66
9.2	REKAPITULACE OCENĚNÍ JMĚNÍ	66
9.3	TRŽNÍ HODNOTA PRIORITY AKCIE SPOLEČNOSTI.....	66
9.4	VÝSLEDEK OCENĚNÍ PRIORITY AKCIE	67
9.4.1	Komentář k hodnotě.....	67
9.4.2	Komentář k metodám.....	67
	PŘÍLOHY.....	68
	ZNALECKÁ DOLOŽKA	90

1 ZNALECKÝ ÚKOL

1.1 ZADÁNÍ

Úkolem Znalce je stanovení hodnoty jedné prioritní akcie 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**“), o nominální hodnotě jedné akcie 400,- Kč. Ocenění prioritní akcie je provedeno pro potřeby změny druhu všech 1 187 604 ks prioritních akcií Společnosti z prioritních na kmenové dle § 335 a § 328 zákona č. 90/2012 sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů.

Předmět ocenění

Předmětem ocenění je 1 prioritní akcie Společnosti na jméno v zaknihované podobě pod ISIN CZ0009100830 o nominální hodnotě 400,- Kč (dále také jen „**Prioritní akcie**“). Všechny prioritní akcie Společnosti zaknihované pod ISIN CZ0009100830 jsou identické. Pro ocenění Prioritní akcie je nezbytné ocenění jmění, tj. veškerého majetku a dluhů Společnosti (dále také jen „**Jmění**“).

Datum ocenění

Ocenění Prioritní akcie, resp. Jmění Společnosti, je provedeno ke dni předcházejícími dni konání valné hromady, která rozhodla o změně druhu akcií Společnosti z prioritních na kmenové (14. 10. 2014), tj. k 13. 10. 2014. K tomuto datu Společnost nesestavuje účetní výkazy, protože Znalec ocenil Prioritní akcii, resp. Jmění Společnosti, s využitím podkladů z účetnictví Společnosti k 30. 9. 2014.

1.2 PŘEDPOKLADY OCENĚNÍ

Prohlášení

Znalec prohlašuje, že nemá žádný majetkový prospěch, majetkovou účast nebo jiný zájem na Předmětu ocenění ani není majetkově nebo personálně propojen s Objednatelem. Neexistují žádné důvody, které by mohly zpochybnit nezávislost nebo objektivitu Znalce.

Nestrannost a nezávislost

Znalec jedná a vystupuje jako nezávislá strana. Odměny za vypracování ocenění a znaleckého posudku nejsou závislé a ani nevycházejí ze závěrů ocenění. Znalec prohlašuje, že je znalcem nestranným a nezávislým na Společnosti.

Podjatost

Znalec prohlašuje, že není podjatý ve smyslu ustanovení § 11 odst. 1 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů.

Předpoklady

Veškeré informace o Předmětu ocenění byly převzaty od Objednatele a z veřejně dostupných zdrojů. Za přesnost údajů a informací, ze kterých Znalec při ocenění vycházel, nepřebírá odpovědnost a předpokládá jejich pravdivost a úplnost. Znalec neprováděl žádná šetření směřující k ověření pravosti, správnosti a úplnosti předložených dokumentů a informací.

Ocenění vychází z předpokladu, že vlastnická a jiná práva k oceňovanému majetku jsou bezvadná a úplná.

S výslednou hodnotou uvedenou v tomto posudku je kalkulováno pro účely uvedené v kapitole *1.1 Zadání úkolu*. V případě použití výsledné hodnoty pro jiné, než uvedené účely, neodpovídá Znalec za jakékoliv následky nebo škody tímto použitím vzniklé.

Časové omezení a změny mezi datem ocenění a datem vydání posudku

Výsledná hodnota v tomto posudku je stanovena na základě údajů o Předmětu ocenění známých ke dni ocenění a informací o ekonomické a politické situaci a budoucím vývoji v době zpracování posudku.

Mezi datem ocenění 13. 10. 2014 a datem zpracování a vydání posudku došlo k zásadním změnám, které Znalec, vzhledem k tomu, že tyto změny se výrazně promítají do hospodaření Společnosti, zohlednil od ocenění. Jedná se především o následující změny:

- K datu ocenění byla předpokládána restrukturalizace Společnosti v podobě vyčlenění tzv. komerčních aktivit do samostatné společnosti Pražský EKOservis s.r.o. formou vkladu části závodu jakožto nepeněžitý vklad do základního kapitálu (k datu ocenění byly předmětné činnosti a související majetky vyčleněny do závodu 15, viz dále kapitola 2.1 *Specifikace předmětu ocenění, odstavec Činnost Společnosti*) a následného propachtování zbylé části závodu vykonávající tzv. komunální aktivity společnosti Technická správa komunikací hl. m. Prahy, a.s., IČ 03447286. Restrukturalizace Společnosti je aktuálně k datu zpracování tohoto posudku pozastavena z důvodu vydání předběžného opatření ÚOHS ze dne 13. října 2014. Společnost tedy z důvodu úspory nákladů a vzhledem k nemožnosti odhadovat výsledné rozhodnutí ÚOHS a další postup Hl. m. Prahy jakožto majoritního akcionáře prozatím komerční aktivity nevyčlenila a začleňuje je zpět do původních závodů 11 a 12.
- K datu ocenění Společnost zajišťovala na základě smlouvy s Hl. m. Prahou platné do 31. 10. 2014 svoz komunálního odpadu na celém území Hl. m. Prahy. Ve vybraných lokalitách v Praze realizovali svoz komunálního odpadu subdodavatelé Společnosti (AVE CZ odpadové hospodářství, s. r. o., IPODEC - ČISTÉ MĚSTO a.s. a Komwag, podnik čistoty a údržby města, a.s.). Vzhledem k tomu, že do data ocenění nebylo vypsáno výběrové řízení na svoz komunálního odpadu v Praze, předpokládal management Společnosti, že Společnost bude zajišťovat provizorně svoz komunálního odpadu i po skončení platnosti dosavadní smlouvy, přičemž k datu ocenění se připravoval od 1. 11. 2014 ukončit spolupráci s těmito dodavateli a realizovat svoz komunálního odpadu na celém území Hl. m. Prahy svými kapacitami. Tento předpoklad se nicméně nenaplnil, neboť Hl. m. Praha příslušnou veřejnou zakázku rozdělilo na dvě části a v rámci dvou jednacích řízení bez uveřejnění zadalo na 3 měsíce od 1. 11. 2014 do 31. 1. 2015 svoz komunálního odpadu v příslušných lokalitách Prahy a) Společnosti a b) dosavadnímu subdodavateli Společnosti, společnosti AVE CZ odpadové hospodářství, s. r. o. (přičemž AVE CZ odpadové hospodářství, s. r. o. má zajišťovat svoz na těch územích, na kterých byl před 1. 11. 2014 komunální odpad svážen prostřednictvím subdodavatelů Společnosti, tj. na území městských částí Praha 2, Praha 3, Praha 8, Praha 9, Praha 10, Praha 14 a Praha – Troja).

Vzhledem k tomu, že:

- k datu zpracování posudku je plánované propachtování části závodu obsahující komunální aktivity Společnosti pozastavena z důvodu výše uvedeného předběžného opatření ÚOHS, přičemž k datu zpracování posudku nelze predikovat výsledný závěr ÚOHS v dané věci,
- k ukončení platnosti dosavadní smlouvy na svoz komunálního odpadu v Hl. m. Praze došlo k 31. 10. 2014,
- Hl. m. Praha zadalo provizorně na 3 měsíce od 1. 11. 2014 do 31. 1. 2015 svoz komunálního odpadu na území městských částí Praha 2, Praha 3, Praha 8, Praha 9, Praha 10, Praha 14 a Praha – Troja společnosti AVE CZ odpadové hospodářství, s. r. o. a na zbývajícím území Hl. m. Prahy Společnosti,

existuje několik variant vývoje svozu komunálního odpadu v Praze po 31. 1. 2015 (prodloužení dosavadního provizoria, propachtování části závodu poskytující komunálních služeb a zadání zakázky v režimu in house pachtýři, tj. společnosti Technická správa komunikací hl. m. Prahy, a.s., vypsání výběrového řízení na celé území Hl. města Prahy či na jednotlivé její části) a k datu zpracování znaleckého posudku není možné tento vývoj relevantně predikovat a prognózovat jeho vliv na hospodaření Společnosti. Znalec proto v rámci ocenění předpokládá pokračování v dosavadní činnosti Společnosti tak, jak je aktuálně k datu zpracování posudku nastavena (tj. zajišťování svozu komunálního odpadu ve všech lokalitách Hl. m. Prahy s výjimkou lokalit, kde svoz zajišťuje společnost AVE CZ odpadové hospodářství, s. r. o.). Riziko spojené s možným neúspěchem Společnosti ve výběrovém řízení bude v ocenění příjmovým přístupem zohledněno v rámci výpočtu diskontní míry.

Skutečnosti nebo podmínky (možné odchylky v budoucím českém ekonomickém a politickém vývoji), které se vyskytnou po datu zpracování tohoto posudku, změny v tržních podmínkách a změny aktuálního stavu věcí popsaného výše a platného k datu zpracování tohoto posudku nelze k datu vydání posudku prognózovat, a nelze tak za ně převzít odpovědnost.

Za předpokladu, že nedojde od data zpracování posudku k žádným významným změnám vztahujícím se k Předmětu ocenění, makroekonomickému a politickému vývoji v ČR v Hl. m. Praze, či vývoji daného segmentu trhu, lze považovat výslednou hodnotu v tomto posudku za udržitelnou po dobu šesti měsíců od data zpracování tohoto posudku.

Autorská práva

Toto dílo je předmětem autorského práva dle zákona č. 121/2000 Sb. Žádná část tohoto posudku nesmí být žádným způsobem reprodukována, ukládána do vyhledávacích systémů nebo přenášena v jakékoliv formě nebo jakýmkoliv prostředky (elektronickými, mechanizačními, kopírováním, fotografováním, zaznamenáváním nebo jinak) bez předchozího svolení společnosti EQUITA Consulting s.r.o. Výjimku tvoří použití tohoto posudku pro potřeby uvedené v kapitole *1.1 Zadání úkolu*.

2 NÁLEZ

2.1 SPECIFIKACE PŘEDMĚTU OCENĚNÍ

Společnost

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

Statutárním orgánem Společnosti je představenstvo, které je složeno z předsedy, místopředsedy a tří dalších členů:

- **Předseda představenstva:**
JUDr. Patrik Roman, dat. nar. 4. 6. 1974
Praha 9, Satalice, Dany Medřické 612/21, PSČ 190 15
den vzniku funkce: 29. června 2011
den vzniku členství v představenstvu: 20. června 2011
- **Místopředseda představenstva:**
Ing. Petr Čermák, dat. nar. 13. 5. 1953
Praha 4, Antala Staška 1027/67, PSČ 140 00
den vzniku funkce: 13. března 2012
den vzniku členství v představenstvu: 19. ledna 2012
- **Člen představenstva:**
MILAN BUKOLSKÝ, dat. nar. 3. května 1961
Jívanská 1748/28, Horní Počernice, 193 00 Praha 9
den vzniku členství: 14. ledna 2013
- **Člen představenstva:**
KAREL ŠAŠEK, dat. nar. 4. března 1976
U libeňského pivovaru 1140/17, Libeň, 180 00 Praha 8
den vzniku členství: 18. září 2013
- **Člen představenstva:**
Ing. MARTIN TRNKA, dat. nar. 8. března 1968
Hálkova 785, 278 01 Kralupy nad Vltavou
den vzniku členství: 30. ledna 2014

Za společnost jednají dva členové představenstva společně, přičemž jedním z těchto členů představenstva musí být předseda představenstva nebo místopředseda představenstva.

Kontrolním orgánem Společnosti je dozorčí rada, která je složena z předsedy, místopředsedy a dvou dalších členů:

- **Předseda dozorčí rady:**
RADEK VONDRA, dat. nar. 23. června 1972
Šimanovská 55, Kyje, 198 00 Praha 9
den vzniku funkce: 18. září 2013
den vzniku členství: 24. června 2013
- **Místopředseda dozorčí rady:**
Ing. Milan Růžička, dat. nar. 7. března 1975
Praha 10, nám. Přátelství 1518/5, PSČ 102 00
den vzniku funkce: 19. ledna 2012
den vzniku členství: 12. ledna 2012
- **Člen dozorčí rady:**
Ing. Martin Somló, dat. nar. 17. 11. 1958

Praha 8, Libeň, Nad Okrouhlíkem 2294/11, PSČ 182 00
den vzniku členství v dozorčí radě: 17. října 2011

- **Člen dozorčí rady:**
Ing. Luděk Votava, dat. nar. 27. 5. 1947
Praha 4, Brandlova 1565/19, PSČ 149 00
den vzniku členství v dozorčí radě: 17. října 2011
- **Člen dozorčí rady:**
Ing. Zdeněk Matoušek, dat. nar. 25. 6. 1956
Praha 10, Jabloňová 2136/11, PSČ 106 00
den vzniku členství v dozorčí radě: 1. ledna 2012
- **Člen dozorčí rady:**
Jiří Vávra, dat. nar. 20. 2. 1960
Praha 9, Na Pozorce 1502/3, PSČ 193 00
den vzniku členství v dozorčí radě: 12. ledna 2012
- **Člen dozorčí rady:**
PAVEL MAŠEK, dat. nar. 13. června 1974
Za školou 137, Kyje, 198 00 Praha 9
den vzniku členství: 24. června 2013
- **Člen dozorčí rady:**
VLADIMÍR NOVÁK, dat. nar. 6. června 1956
Nučická 1744/5, Strašnice, 100 00 Praha 10
den vzniku členství: 24. června 2013
- **Člen dozorčí rady:**
Ing. PAVEL KOCOUREK, dat. nar. 8. ledna 1968
Snopkova 483/7, Kamýk, 142 00 Praha 4
den vzniku členství: 4. června 2014

Základní kapitál

Celkový základní kapitál Společnosti činí 2 631 166 600,- Kč a je plně splacen. Základní kapitál je tvořen:

- 1 556 125 ks kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč,
- 600 ks kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 000,- Kč,
- 1 187 604 ks Prioritních akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 400,- Kč (Prioritní akcie jsou předmětem změny na kmenové akcie).

Prioritní akcie

S prioritními akciemi jsou spojena práva a povinnosti dle stanov Společnosti uložených ve sbírce listin (článek XXVI stanov), zejména přednostní právo týkající se podílu na zisku. Přednostně mají držitelé Prioritních akcií nárok na 10 % z vypláceného podílu na zisku schváleného valnou hromadou. Zbýlých 90 % z vypláceného podílu na zisku schváleného valnou hromadou se rozděluje mezi všechny akcionáře, tj. mezi všechny kmenové akcie i všechny Prioritní akcie.

S Prioritními akciemi není spojeno hlasovací právo na valné hromadě, kromě případů, kdy právní předpisy stanoví jinak. Zejména vlastníci Prioritní akcie nabývají hlasovací právo ode dne, který následuje po dni, v němž valná hromada rozhodla o tom, že přednostní podíl na zisku nebude vyplacen, nebo ode dne prodlení s výplatou podílu na zisku, a to do doby, kdy valná hromada rozhodne o vyplacení přednostního podílu na zisku nebo do okamžiku jeho vyplacení, byla-li společnost s jeho výplatou v prodlení. Vlastník prioritní akcie, který přechodně nabytí hlasovací právo podle výše uvedených pravidel, má právo hlasovat ještě v rozsahu celého pořadu na valné hromadě, která rozhodne o vyplacení přednostního podílu na zisku.

Předmět podnikání

Předmětem podnikání Společnosti jsou podle výpisu z obchodního rejstříku následující činnosti:

- Opravy silničních vozidel.
- Provádění staveb, jejich změn a odstraňování.
- Montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení.

- Podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady.
- Silniční motorová doprava:
 - nákladní provozovaná vozidla nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí,
 - nákladní provozovaná vozidla nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí.
- Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona.
- Výroba tepelné energie.
- Výroba elektřiny.

Činnost Společnosti

Společnost provádí komerční a komunální činnosti.

Komunální činnosti

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

- Závod 11 (útvary 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 (útvary 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 (útvary 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 – útvary č. 10 000, Úsek marketingu PR a komunikace – útvary č. 10 200, Ekonomický úsek – útvary č. 10 300, Úsek strategického controllingu – útvary č. 10 400, Úsek informačních technologií a vnitřních procesů – útvary č. 10 500, Úsek investic, nákupu, řízení projektů a správy majetku – útvary č. 10 700 a Personální úsek – útvary č. 10 800.

Komerční činnosti

Komerční činnosti Společnosti byly vyčleněny do Závodu 15 (útvary 15 000). K datu zpracování posudku se komerční činnosti zpětně začleňují do původních závodů 11 a 12.

2.2 PODKLADY PRO VYPRACOVÁNÍ POSUDKU

Pro vypracování tohoto posudku Znalec dohledal následující podklady dostupné z veřejných zdrojů:

- Výroční zprávy Společnosti, včetně řádných účetních závěrek a jejich příloh (2009-2013).
- Fotokopie smluv o poskytnutí bankovních záruk, ručení a o zřízení zástavního práva.
- Soupisy majetku v rozdělení na jednotlivé závody 10, 11, 12 a 14 k 31. 7. 2014:
 - dlouhodobý nehmotný majetek,
 - dlouhodobý hmotný majetek,
 - dlouhodobý drobný hmotný majetek.
- Soupis závazků Společnosti k 31. 7. 2014.
- Soupis zahraničních pohledávek Společnosti k 31. 7. 2014.

- Organizační struktura Společnosti.
- Rozvaha a výsledovka závodů 10, 11 a 12 sestavená dle analytických účtů za období let 2011-2013 a za 1. pol. 2014. Rozvaha, výsledovka a předvaha Společnosti a samostatně závodů 10, 11, 12, 14 a 15 sestavená dle analytických účtů k datu 30. 9. 2014.
- Výše daní z nemovitosti za rok 2014.
- Finanční plán Společnosti na rok 2015 (v rozdělení na jednotlivé závody 10, 11, 12 a 14).
- Investiční plán na roky 2014 (celkem a reálný stav čerpání v době zpracování posudku) a 2015.
- Souhrnný investiční plán do roku 2021.
- Přehled plánovaných objednávek majetku na leasing v souvislosti s plánovanými investicemi pro rok 2014
- Střednědobý plán výnosů a nákladů Společnosti (období 2014 – 2018).
- Usnesení Rady hlavního města Prahy číslo 2421 ze dne 4. 9. 2014.
- Fotokopie smlouvy o pronájmu vozidel uzavřené mezi Společností a společností CROY s.r.o. dne 15. 9. 2014
- Specifikace nemovitého majetku určeného k prodeji (neprovozní majetek) včetně dostupných nabídkových cen.

Znalec při zpracování tohoto posudku čerpal informace z následujících podkladů:

- informace o oceňované společnosti z:
 - * obchodního rejstříku a sbírky listin www.justice.cz
 - * firemní prezentace na internetové adrese: www.psas.cz
- informace o úrokových sazbách z:
 - * Evropské centrální banky www.ecb.int
 - * České národní banky www.cnb.cz
 - * Českého statistického úřadu www.czso.cz
- informace o historickém vývoji z:
 - * Českého statistického úřadu www.czso.cz
 - * Patria Online a.s. www.patriaonline.cz
- prognóza budoucího vývoje české ekonomiky z:
 - * Patria Online a.s. www.patriaonline.cz
 - * Českého statistického úřadu www.czso.cz
 - * České národní banky www.cnb.cz
- informace ke stanovení diskontní sazby z:
 - * www.damodaran.com
 - * www.federalreserve.com
 - * www.philadelphiafed.org

3 TEORETICKO-METODOLOGICKÁ ČÁST

3.1 KATEGORIE HODNOTY

Cena

Pojem cena (Price) je výraz používaný pro požadovanou, nabízenou nebo již realizovanou částku za zboží či služby. Je to historický fakt, buď veřejně známý, nebo udržovaný v tajnosti. Z důvodu finančních možností, motivace nebo zájmů daného kupujícího a prodávajícího může nebo nemusí mít cena vztah k hodnotě. Cena je obecným údajem o relativní hodnotě přiřazené danému zboží či službě při konkrétní transakci. Cena je objektivní údaj.

Hodnota

Hodnota (Value) je ekonomickým pojmem vyjadřujícím peněžní vztah mezi zbožím popř. službou určeným k prodeji a těmi kdo je prodávají nebo nakupují. Hodnota není skutečností, ale pouze odhadem ceny konkrétního zboží nebo služby na daném trhu ke konkrétnímu datu. Ekonomický pojem hodnoty odráží hledisko užítka, kterého dosahuje vlastník zboží nebo služby k datu, ke kterému je hodnota stanovena. Hodnota je subjektivní údaj.

Druhy hodnot

Obecně jsou rozlišovány dva druhy hodnot:

1. Tržní hodnota
2. Netržní hodnoty

3.1.1 TRŽNÍ HODNOTA

Tržní hodnota

Tržní hodnota (Market Value, pojem používaný v EU, někdy Fair Market Value, používaný zejména v USA) je mezinárodními oceňovacími standardy definována jako:

Odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným prodávajícím a dobrovolným kupujícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingovém období, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

"Odhadnutá částka..." představuje cenu vyjádřenou v penězích (obvykle v místní měně), která by byla zaplacená za aktivum v nezávislé tržní transakci. Tržní hodnota je měřena jako nejpravděpodobnější cena rozumně dostupná na trhu k datu ocenění v souladu s definicí tržní hodnoty. Je to nejlepší rozumně dostupná cena pro prodávajícího a nejvýhodnější rozumně dostupná cena pro kupujícího. Tento odhad především vylučuje odhad ceny zvýšené nebo snížené zvláštními faktory nebo okolnostmi, jako je atypické financování, prodej a dohoda o zpětném pronájmu, zvláštní hlediska nebo výhody poskytované někým, kdo je s prodejem spojen, nebo jakýkoli prvek zvláštní hodnoty.

"...majetek měl být směněn..." odráží skutečnost, že hodnota majetku je odhadnutá částka, nikoli předem určená částka nebo skutečná prodejní cena. Je to cena, za kterou trh očekává, že by byla provedena transakce ke dni ocenění pro splnění všech ostatních částí definice tržní hodnoty.

"...k datu ocenění..." vyžaduje, aby odhad tržní hodnoty byl časově omezen. Protože se trhy a tržní podmínky mohou změnit, odhadnutá hodnota může být v jiné době nesprávná nebo nevhodná. Ocenění bude odrážet aktuální tržní stav a podmínky existující ke skutečnému datu ocenění. Definice také předpokládá současnou směnu a provedení prodeje bez jakýchkoli cenových variant, které by někdy mohly být prováděny.

"...mezi dobrovolným kupujícím..." odkazuje na toho, kdo je motivován, ale ne nucen ke koupi. Tento kupující není ani příliš dychtivý ani nucen kupovat za každou cenu. Tento kupující je také ten, kdo kupuje podle situace na současném trhu a podle aktuálních tržních očekávání, a ne podle imaginárního nebo hypotetického trhu, u kterého nelze prokázat nebo předpokládat, že existuje. Případný kupující by neměl zaplatit vyšší cenu, než jakou požaduje trh. Současný vlastník majetku je zahrnut mezi ty, kteří tvoří "trh". Odhadce nebo znalec nesmí udělat nerealistické předpoklady ohledně tržních podmínek ani předpokládat úroveň tržní hodnoty vyšší, než jaká je rozumně dostupná.

"...dobrovolný prodávající..." není ani příliš dychtivý ani není nucen k prodeji za jakoukoli cenu, ani není připraven nabízet za cenu, která nepřichází na současném trhu rozumně v úvahu. Dobrovolný prodávající je motivován k prodeji majetku na trhu za nejlepší cenu dosažitelnou na (otevřeném) trhu po náležitém marketingu, ať už je tato cena jakákoli. Skutečná situace stávajícího vlastníka daného aktiva není součástí těchto úvah, protože "dobrovolný prodávající" je hypotetický vlastník.

"...v nezávislé transakci..." je transakce mezi stranami, které nemají mezi sebou blízké nebo zvláštní vztahy (např. mateřská a dceřiná společnost nebo vlastník a nájemce), které by mohly způsobit, že by cena nebyla pro trh typická nebo by byla zvýšená v důsledku prvku zvláštní hodnoty. Transakce za tržní hodnotu se předpokládá mezi nesouvisejícími stranami, z nichž si každá počíná nezávisle.

"...po náležitém marketingovém období..." znamená, že by majetek měl být na trhu vystaven nejvhodnějším způsobem tak, aby za něj byla získána nejlepší cena rozumně přicházející v úvahu při splnění definice tržní hodnoty. Délka doby vystavení se může měnit v závislosti na podmínkách trhu, ale musí být vždy dostatečná k tomu, aby majetek mohl být zaznamenán odpovídajícím počtem potenciálních kupujících.

"...při které každá strana jedná informovaně a racionálně..." předpokládá, že jak dobrovolný kupující, tak dobrovolný prodávající jsou rozumně informováni o podstatě a charakteristikách majetku, jeho skutečném a potenciálním využití a stavu trhu k datu ocenění. Dále se předpokládá, že každý jedná s touto znalostí a rozumně ve vlastním zájmu a usiluje o nejlepší cenu pro svoji pozici v transakci. Rozumnost je dána vztahem ke stavu trhu k datu ocenění a ne výhodami vzniklými tak, že bychom situaci posuzovali někdy později již se znalostí minulého vývoje. Není nezbytně nerozumné, když prodávající prodá majetek na trhu s klesajícími cenami za cenu, která je nižší než předchozí tržní cena. V takovýchto případech, tak jak je tomu v ostatních situacích prodeje a koupě na trzích s měnícími se cenami, bude rozumný kupující nebo prodávající reagovat podle nejlepších tržních informací k danému datu.

"...a bez nátlaku..." stanovuje, že každá strana je motivována k podniknutí transakce, ale ani jedna není nadměrně nucena ji uskutečnit.

Tržní hodnota je chápána jako hodnota aktiva bez zahrnutí nákladů prodeje nebo koupě a bez kompenzace za související daně.

Předpoklad

Tržní hodnota obsahuje základní předpoklad nejvyššího a nejlepšího využití majetku. Nejvyšší a nejlepší využití majetku (Highest and Best Use) je takové využití ze všech přiměřeně pravděpodobných a zákonem povolených využití, které bylo označeno jako fyzicky možné, náležitě oprávněné, finančně uskutečnitelné a jehož výsledkem je nejvyšší tržní hodnota oceňovaných aktiv.

Nejvyšší a nejlepší využití musí splňovat tato čtyři kritéria:

- dodržení právních předpisů,
- fyzická realizovatelnost,
- finanční proveditelnost,
- maximální ziskovost.

Cena obvyklá

V české legislativě je užíván pojem cena obvyklá, která je zákonem č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku definována jako „cena, která by byla dosažena při prodeji stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládána majetku nebo službě vyplývající z osobního vztahu k nim. Obvyklá cena vyjadřuje hodnotu věci a určí se porovnáním.“

Z definice lze dovodit, že obvyklá cena existuje pouze u zboží, resp. majetku, s kterým se běžně obchoduje. Je to cena běžná, pravidelně se opakující a odpovídající zvyku v daném místě a čase. Proto ji analýzou trhu lze odhadnout s poměrně velkou přesností nebo s malým rozptylem od průměrné hodnoty. Existuje však velmi mnoho typů majetků, věcí či práv, kde trh není natolik rozvinutý a s nimiž se běžně neobchoduje a

pak je stanovení ceny obvyklé velmi obtížné. V případě, kdy se v daném místě a čase s obdobným majetkem neobchoduje, a tedy tam neexistuje ani trh s takovým majetkem, nemůže tam existovat ani obvyklá cena, neboť k obvyklé ceně lze dospět pouze na základě analýzy trhu. To ovšem neznamená, že majetek v takovém místě a čase nemá žádnou hodnotu. V zásadě lze konstatovat, že cena obvyklá stanovit nelze, ale je možné provést odhad tržní hodnoty majetku. Kategorie tržní hodnoty je ve své definici nadřazená kategorii ceny obvyklé.

Tržním oceněním se tedy neurčuje absolutní hodnota majetku, ale interpretuje se chování kupujících na trhu ve vztahu k danému majetku. Jde tedy o odborný názor vykonstruovaný na základě dostupných a relevantních informací k datu ocenění.

3.1.2 NETRŽNÍ HODNOTY

Spravedlivá, reálná hodnota

Fair Value (přiměřená, spravedlivá, reálná hodnota) není synonymem k tržní hodnotě, ale je založena na tržních principech. Je zejména užívána v účetnictví a nemusí všemi okolnostmi transakce splňovat definici tržní hodnoty (jedna ze stran je k transakci nucena nebo transakce je pouze fiktivní). Za určitých podmínek může být tato hodnota rovna tržní hodnotě (např. nepeněžité vklady, přeměny společností). Dále uvedené příklady demonstrují použití *fair value*, kdy tato neodpovídá tržní hodnotě - squeeze out, nabídky převzetí atd.

Hodnota využití

Value-in-Use (Hodnota využití) je hodnota daného majetku, kterou má pro své specifické využití pro konkrétního uživatele bez ohledu na nejvyšší a nejlepší využití.

Investiční hodnota

Investment Value (Investiční hodnota) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo skupinu investorů s konkrétním investičním záměrem. Subjektivní hodnota založená na individuálních investičních požadavcích, tím se odlišuje od tržní hodnoty, která je neosobní a nestranná.

Likvidační hodnota

Liquidation; Forced Sale Value (Likvidační hodnota nebo hodnota při nuceném prodeji) je hodnota, za kterou by bylo možné majetek zpeněžit ve velmi krátké době. Také může být některá strana v nevýhodě nebo nucena k transakci.

Speciální hodnota

Special value (speciální hodnota) je používána pro případ mimořádného prvku hodnoty převyšující tržní hodnotu. Tato hodnota může vzrůst nad tržní hodnotu při spojení s jiným majetkem (synergický efekt).

Účetní hodnota

Book value (účetní hodnota) je hodnota, která je určena na základě platných zákonných norem v účetnictví.

3.1.3 VYBRANÁ HODNOTA

Vzhledem k použití ocenění Jmění, resp. Prioritní akcie – změna druhu na kmenové akcie je nutné pro zachování nestranného a nezávislého postavení všech zúčastněných stran aplikovat tržní hodnotu (viz definice výše), která určuje hodnotu Prioritní akcie, resp. Jmění v případě transakce mezi obecnými (neurčitými), nezávislými a plně informovanými subjekty, kteří jednají tržně a bez nátlaku, a která dle názoru Znalce nejlépe vystihuje hodnotu Jmění, resp. Prioritní akcie bez ohledu na strukturu, propojenost a vzájemné vztahy jednotlivých akcionářů.

3.2 PŘÍSTUPY OCENĚNÍ

Oceňovací přístupy

Pro ocenění majetku jsou používány tři základní obecně uznávané přístupy:

- příjmový (výnosový);

- nákladový (majetkový);
- porovnávací.

Majetek

Majetkem se rozumí

- každá jednotlivá složka samostatně, nebo
- soubor více majetkových složek, nebo
- podnik příp. část podniku.

3.2.1 PŘÍJMOVÝ (VÝNOSOVÝ) PŘÍSTUP

Příjmový přístup

Příjmový přístup je založen na stanovení budoucích příjmů, které vlastnictví oceňovaného majetku svému majiteli přináší. Nezbytnou součástí tohoto přístupu ocenění jsou následující analýzy:

- **Analýza příjmů** vychází ze specifické prognózy dané struktury výrobků a služeb, z úvah o cenové politice, z odhadu kapacit a z předpokládaných výnosů, které se získají touto činností;
- **Analýza výdajů** vychází z prognózy nákladů potřebných na realizaci předpokládaných výnosů nebo na vytvoření zisku, kdy se klade zvláštní důraz na fixní a variabilní náklady a na specifické kategorie nákladů;
- **Analýza pracovního kapitálu** zahrnuje odhad příslušné výšky čistých aktiv pracovního kapitálu, které jsou potřebné na financování běžných operací a předpokládaného budoucího růstu podniku;
- **Analýza kapitálových investic** bere do úvahy požadované investice do hmotného majetku, které jsou potřebné na udržení a růst podniku;
- **Analýza kapitálové struktury** zahrnuje úvahy o současných a předpokládaných budoucích finančních nárocích podniku;
- **Analýza diskontních měr** obsahuje posouzení obchodního a finančního rizika společnosti.

Používané metody

Jako aplikace příjmového způsobu ocenění se pro oceňování podniků v praxi používají následující metody:

- ⇒ metoda diskontovaných peněžních toků – hodnotí podnik jako majetek, který je schopný generovat v budoucích letech určité peněžní toky, které jsou diskontovány na současnou hodnotu,
- ⇒ metoda kapitalizovaného zisku – stanovuje hodnotu podniku na základě kapitalizovaných trvale udržitelných zisků stanovených z historických dat,
- ⇒ metoda ekonomické přidané hodnoty, která vychází z výpočtu veličiny, o kterou korigovaný hospodářský výsledek po zdanění převyšuje náklady investovaného kapitálu (tzv. Economic Value Added – EVA).

3.2.2 NÁKLADOVÝ (MAJETKOVÝ) PŘÍSTUP

Majetkový přístup

Majetkový přístup k ocenění používá koncepci reprodukčních obstarávacích nákladů na stanovení hodnoty. Vychází se z premisy, že obezřetný investor by neplatil za aktivum více než částku, za kterou by ho mohl nahradit novým. Ocenění nákladovým přístupem je určeno hodnotou vložené lidské práce, materiálu a tvůrčí energie, nezbytné pro vybudování popř. pořízení obdobných aktiv v současných ekonomických podmínkách a za současného stavu daného odvětví. Tento přístup představuje odhad nákladů spojených s přímou reprodukcí majetku nebo náklady spojené s nahrazením oceňovaného majetku, při tom zohledňuje případný funkční nedostatek a ekonomickou nebo morální zastaralost. Náklady na pořízení nového majetku pro zajištění činnosti podniku jsou náklady spojené s pořízením majetku se stejnou využitelností při současných cenách.

V případě ocenění podniku je používána aplikace nákladového přístupu ocenění jako metoda ocenění čistých aktiv (substanční metoda), která je založena na analýze jednotlivých složek majetku a rozumí se jí souhrn samostatných ocenění jednotlivých hmotných majetkových složek a nehmotných složek podnikání snížený o ocenění všech závazků. Tyto složky jsou oceněny k datu ocenění metodami odpovídajícími charakteru jednotlivých majetkových složek.

Používané metody

Jako aplikace nákladového přístupu se pro oceňování podniků v praxi používají následující metody:

- ⇒ metoda čistých aktiv (metoda substanční hodnoty) – založena na samostatném ocenění veškerých aktiv reálnou hodnotou včetně identifikace goodwillu (badwillu) sníženém o ocenění závazků; respektuje princip going-concern (nepřetržité trvání podniku)
- ⇒ metoda likvidační hodnoty – nepředpokládá další pokračování podniku a předpokládá se samostatný prodej jednotlivých složek majetku
- ⇒ metoda účetní hodnoty – vychází z účetních hodnot majetku (např. na základě auditorem ověřených závěrek podniku)

3.2.3 POROVNÁVACÍ PŘÍSTUP

Porovnávací přístup

Při ocenění za použití porovnávacího přístupu se odhaduje objektivní tržní hodnota majetku na základě v současnosti realizovaných cen při prodeji majetků srovnatelných s oceňovaným majetkem mezi nezávislými partnery.

Porovnávací metoda je založena na soustředění informací o srovnatelných majetcích a na znalosti a analýze trhu se srovnatelnými majetky. Následnou úpravou již realizovaných cen příslušnými multiplikátory, které zohledňují rozdíly mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaných a srovnávaných majetků, se zjistí výsledná hodnota.

Používané metody

Jako aplikace porovnávacího přístupu k ocenění se pro oceňování podniků v praxi používají následující metody:

- ⇒ metoda srovnatelné transakce – je založena na známé realizované transakci s obdobným podnikem,
- ⇒ metoda kapitálových trhů – vychází z tržní kapitalizace (počet emitovaných akcií x cena akcie na veřejných trzích) obdobných podniků a porovnává vybrané charakteristiky a ukazatele těchto podniků s oceňovaným.

3.2.4 VÝBĚR VHODNÝCH PŘÍSTUPŮ

Příjmový přístup

Znalec pro ocenění Jmění zvolil příjmový přístup ocenění, neboť se jedná o nejvhodnější přístup pro ocenění Jmění Společnosti, která dlouhodobě dosahuje zisku, a u které se předpokládá, že bude pokračovat ve své činnosti neomezeně dlouhou dobu. Odvětví, ve kterých Společnost 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 nereflexuje 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 blokády na straně společností.

3.3 OBECNÉ METODY OCENĚNÍ PODNIKU A JEHO ČÁSTI

3.3.1 PŘÍJMOVÉ METODY

Tyto metody ocenění jsou založeny na stanovení budoucího přírůstku peněžních prostředků, který svému majiteli majetek přinese, za předpokladu jeho nepřetržitého trvání. Tyto metody respektují časovou hodnotu peněz a vycházejí z podnikatelského plánu tj. prognózy výnosů a nákladů spojených s vlastnictvím

oceňovaného majetku. Výpočet ocenění modeluje hospodaření oceňované společnosti v jednotlivých letech od data ocenění až po horizont ocenění. Výpočet sleduje jak výnosy a náklady v daném roce (včetně odpisování a zdanění) tak i stav majetku a závazků v jednotlivých letech. Ocenění respektuje platné daňové předpisy a používá nekonstantních a nelineárních průběhů makroekonomických a mikroekonomických ukazatelů reflektujících předpokládaný vývoj české ekonomiky.

3.3.1.1 METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ PRO VLASTNÍKY A VĚŘITELE (FCFF)

Free cash flow to the firm – výsledkem je hodnota podniku jako celku, tedy obchodního jmění. Tato metoda bývá označována také jako metoda DCF Entity.

Výpočet FCFF

$$FCFF_t = EBIT_t * (1 - T_t) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t$$

FCFF _t	peněžní tok pro vlastníky a věřitele v roce t
EBIT _t	zisk před úhradou daní a úroků v roce t
T _t	sazba daně z příjmu v roce t
ODP _t	odpisy v roce t
ΔWC _t	změna čistého pracovního kapitálu v roce t
INV _t	investice v roce t

Stanovení hodnoty

$$HP = \sum_{t=1}^n FCFF_t / (1 + WACC)^t + (FCFF_{n+1} / WACC - g_{n+1}) * (1 + WACC)^{-n}$$

HP	hodnota podniku celkem
FCFF _t	peněžní tok pro vlastníky a věřitele v roce t
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu (diskontní míra)
n	počet období do horizontu hodnocení
g _{n+1}	udržitelné tempo růstu po horizontu hodnocení

Pro zjištění hodnoty vlastního kapitálu na základě této metody je potřeba od výsledné hodnoty podniku jako celku odečíst hodnotu úročených závazků ke dni ocenění.

3.3.1.2 METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ PRO VLASTNÍKY (FCFE)

Free cash flow to the equity – výsledkem je hodnota vlastního kapitálu, tedy čistého obchodního majetku (ČOM).

Výpočet FCFE

$$FCFE_t = EBIT_t * (1 - T_t) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t - SPL_t$$

FCFE _t	peněžní tok pro vlastníky v roce t
EBIT _t	zisk před úhradou daní a úroků v roce t
T _t	sazba daně z příjmu v roce t
ODP _t	odpisy v roce t
ΔWC _t	změna čistého pracovního kapitálu v roce t
INV _t	investice v roce t
SPL _t	splátky věřitelům v roce t

Stanovení hodnoty

$$HVKP = \sum_{t=1}^n FCFE_t / (1 + r_e)^t + (FCFE_{n+1} / r_e - g_{n+1}) * (1 + r_e)^{-n}$$

HVKP	hodnota vlastního kapitálu podniku
FCFE _t	peněžní tok pro vlastníky v roce t
r _e	náklady vlastního kapitálu (diskontní míra)
n	počet období do horizontu hodnocení
g _{n+1}	udržitelné tempo růstu po horizontu hodnocení

3.3.1.3 METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY EVA

Economic value added (EVA) – výsledkem je hodnota vlastního kapitálu tedy čistého obchodního majetku (ČOM).

Výpočet EVA

$$EVA = NOPAT - NOA * WACC$$

EVA	ekonomická přidaná hodnota
NOPAT	zisk z provozní činnosti podniku po zdanění
NOA	čistá provozní aktiva
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu

Stanovení hodnoty

$$HVKP = NOA_0 + \sum_{t=1}^n ((NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}) / (1 + WACC)^t) + (NOPAT_n - WACC * NOA_n) / (1 + WACC)^n - D_0 + A_0$$

HVKP	hodnota vlastního kapitálu
EVA _t	EVA v roce t
NOA ₀	čistá provozní aktiva k datu ocenění
NOA _{t-1}	čistá provozní aktiva ke konci předcházejícího roku tj. na počátku roku t
NOPAT	provozní výsledek hospodaření po zdanění v roce t
n	počet let do horizontu hodnocení
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu
D ₀	hodnota úročených dluhů ke dni ocenění
A ₀	hodnota neprovozních aktiv ke dni ocenění

3.3.1.4 METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ

Stanovení hodnoty

$$H_n = \sum_{t=1}^n \check{C}V_t * (1 + i_k)^{-t} + (T\check{C}V / i_k) * (1 + i_k)^{-n}$$

H _n	hodnota vlastního kapitálu
ČV _t	odhad čistého odnímatelného výnosu pro rok t
n	počet let do horizontu hodnocení
TČV	trvalá velikost čistého odnímatelného výnosu ve druhé fázi
i _k	kalkulovaná diskontní míra

3.3.1.5 STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY PRO VÝNOSOVÉ OCEŇENÍ

Diskontní míra je chápána jako očekávaná míra výnosnosti investice. Diskontní míra je složena z bezrizikové složky, která představuje běžnou úroveň zisku při investici do nákupu státních obligací (nebo při jiné málo rizikové investici) a složky rizika, která představuje podnikatelské riziko běžné pro daný obor činnosti, riziko finanční, plynoucí z různé úrovně zadlužení společnosti a další rizika typická pro oceňovanou společnost. Diskontní míra pro tyto metody výpočtu hodnoty podniku se stanovuje v závislosti na použitém peněžním toku:

- při použití FCFF - na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (Weighted Average Cost of Capital, WACC), kde jednotlivými složkami jsou náklady vlastního kapitálu a náklady cizího kapitálu a jejich váhy.
- při použití FCFE nebo DDM - na úrovni nákladů vlastního kapitálu (r_e).

Náklady vlastního kapitálu

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu se běžně používá model oceňování kapitálových aktiv ve tvaru:

$$n_v = r_o + \text{koeficient beta} \cdot RPT + \text{další přírážky}$$

kde	n_{VK}	náklady vlastního kapitálu (%),
	r_o	výnosnost zcela nerizikových finančních aktiv (státních dluhopisů; %),
	RPT	riziková prémie trhu (%)

Bezriziková sazba

Za základ pro stanovení nákladů vlastního kapitálu se používá hodnota výnosu bezrizikových aktiv, obvykle státních dluhopisů.

Riziková prémie

Rizikovou prémii trhu tvoří rozdíl střední očekávanou výnosností celého kapitálového trhu (výnosností tržního portfolia) a bezrizikové výnosové sazby.

Přirážky za další rizika

Obvykle provedeno expertním odhadem na základě vyhodnocení určitých interních firemních faktorů (např. kvalita výrobků a služeb, kvalita technologií, kvalita managementu aj.) i externích faktorů (situace na trhu, míra diverzifikace dodavatelů a odběratelů aj.). Tento odhad obvykle obsahuje:

- vyhodnocení rizika země původu oceňované společnosti vycházející z analýzy rizik pro obdobné státy v daném regionu
- případnou prémii požadovanou za malou společnost – zohledňuje vliv velikosti společnosti na riziko investora; u menších společností je riziko větší
- vyhodnocení rizika za nejistou budoucnost – přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností
- vyhodnocení rizika za neobchodovatelnost – přírážka za nižší likviditu vlastnických podílů

Koeficient beta

Koeficient beta je relativní vyjádření rizikosti investice do konkrétního subjektu nebo odvětví ve vztahu k riziku celého kapitálového trhu. Budoucí hodnoty tohoto koeficientu je možno stanovit

- z minulého vývoje (historické beta)
- metodou analogie (podle podobných podniků, jejichž beta je publikovaná)
- na základě analýzy faktorů působících na činnost podniku

V případě, že podnik využívá cizí kapitál, je koeficient beta přepočítán podle úrovně zadlužení podle následujícího vztahu:¹

$$\beta_z = \beta_N \left(1 + (1-d) \frac{CK}{VK} \right),$$

kde: β_z = koeficient beta vlastního kapitálu při daném zadlužení společnosti,

¹ Mařík, M. a kol.: Metody oceňování podniku, Ekopress 2003, Praha, str. 224.

β_N = koeficient beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení společnosti,
d = sazba daně z příjmu,
CK = cizí úročený kapitál,
VK = vlastní kapitál.

Náklady cizího kapitálu

Náklady cizího kapitálu se počítají jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, vztahujících se na jednotlivé formy cizího kapitálu, které podnik využívá.

Do cizího kapitálu se zahrnují obvykle:

- bankovní úvěry
- jiné úročené úvěry a přijaté půjčky
- vydané dluhopisy.

Do cizího kapitálu nejsou zahrnuta neúročená pasiva, u nichž se předpokládá, že platby za tyto závazky jsou součástí provozních peněžních toků.

Průměrné vážené náklady kapitálu

Pro potřeby stanovení průměrných vážených nákladů kapitálu jsou vlastnímu a cizímu kapitálu (oceněnému tržním přístupem) přiděleny váhy, které odpovídají jejich podílu na celkovém kapitálu (opět v tržní hodnotě) použitým pro financování podniku.

Iterace

Při výpočtu nákladů vlastního kapitálu a WACC je využívána účetní hodnota vlastního kapitálu, která výši WACC ovlivňuje:

- podílem vlastního kapitálu na celkovém investovaném kapitálu, a
- náklady na vlastní kapitál (ty jsou ovlivňovány přepočtenou výší koeficientu beta podle aktuálního zadlužení.

Vypočtené WACC v jednotlivých letech tedy při diskontování příjmů nereflktuje skutečnou tržní hodnotu vlastního kapitálu vypočtenou z příjmů diskontovaných pomocí WACC. Z toho důvodu jsou po stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu použity iterace, které postupně v jednotlivých letech zpětně (od 2. fáze přes jednotlivé roky 1. fáze) promítají vypočtenou tržní hodnotu vlastního kapitálu do kapitálové struktury použité při výpočtu WACC (při iteraci jednotlivých let dochází ke změnám WACC, a tudíž také ke změnám výsledku ocenění). Právě kapitálová struktura je ve většině případů změněna velmi významně, neboť tržní hodnota vlastního kapitálu se od té účetní většinou výrazně liší.

Tímto postupem tak postupně dochází k diskontování odhadovaného příjmu dosahovaného ve 2. fázi a všech příjmů ze všech let 1. fáze (zpětně) pomocí WACC, které je již přepočteno podle skutečné tržní hodnoty vlastního kapitálu vypočtené v rámci ocenění.

Podstatou iterací je tak nahrazení kapitálové struktury počítané z účetní hodnoty vlastního kapitálu reálnou kapitálovou strukturou (počítanou z tržní hodnoty vlastního kapitálu) a promítnutí reálné kapitálové struktury do výsledku ocenění.

3.3.2 MAJETKOVÉ METODY

3.3.2.1 METODA ČISTÝCH AKTIV (METODA SUBSTANČNÍ HODNOTY)

V případě ocenění podniku je používána aplikace nákladového přístupu metoda ocenění čistých aktiv (substanční metoda), která je založena na analýze jednotlivých složek majetku a rozumí se jí souhrn samostatných ocenění jednotlivých majetkových složek snížený o ocenění všech závazků. Tyto složky jsou oceněny k datu ocenění metodami odpovídajícími charakteru jednotlivých majetkových složek a za předpokladu, že podnik bude pokračovat v dosavadní činnosti (going - concern princip). Jedná se o souhrn nákladů na znovupořízení veškerého majetku sloužícího k realizaci výnosů podniku.

3.3.2.2 METODA ÚČETNÍ HODNOTY

Metoda účetní hodnoty vychází z účetní evidence majetku a závazků Společnosti. Jednotlivá aktiva i pasiva Společnosti jsou oceněna na úrovni jejich účetních cen vykázaných v účetní evidenci Podniku ke dni ocenění. Ocenění je provedeno v souladu s právními předpisy zejména zákonem č.563/1991 Sb. o účetnictví ve znění pozdějších a prováděcích předpisů.

3.3.2.3 METODA LIKVIDAČNÍ HODNOTY

Pro ocenění metodou likvidační hodnoty je předpokladem rozprodej majetku podniku v rámci řízené likvidace. Základním předpokladem řízené likvidace je rozprodej majetku za cenu odpovídající jeho tržní hodnotě. Realizace prodeje veškerého majetku podniku vyžaduje přiměřenou dobu, aby bylo možné dosažení maximalizace výnosu z likvidace. Pro jednotlivé položky se stanovuje tržní hodnota, nikoli likvidační hodnota. Předpokládaná doba realizace řízené likvidace se zohledňuje dodatečným diskontem z tržní hodnoty. Pro stanovení výše diskontu se používá diskontní míra na úrovni bezrizikové složky diskontní míry k datu ocenění – pouze časový faktor. Výsledná hodnota jednotlivých aktiv zohledňuje dále veškeré výdaje spojené s realizací prodeje (provize realitní kanceláře, odměna dražebníkovi, znalecké posudky, právní služby, náklady na logistiku, atd.). Od hodnoty majetku je nutné dále odečíst případné náklady spojené s vyplacením odstupného zaměstnancům a odměnu likvidátora.

3.3.2.4 MAJETKOVÉ METODY POUŽÍVANÉ PRO OCEŇOVÁNÍ MAJETKU

Nákladová metoda

Nákladová metoda zohledňuje náklady spojené s reprodukcí nebo nahrazením oceňovaného majetku. Z této hodnoty nákladů se odečítají případné odpisy nebo znehodnocení vzniklé fyzickým opotřebením, funkčním nedostatkem a ekonomickou zastaralostí. Nákladová metoda je založena na předpokladu, že informovaný kupec by za majetek nezaplatil více, než jsou náklady na pořízení majetku nahrazující se stejnou využitelností oceňovaný majetek.

Náklady na pořízení nového majetku jsou náklady spojené s pořízením majetku se stejnou využitelností při současných cenách, při použití stejných materiálů, stavebních a výrobních norem, projektu, celkového uspořádání a kvality provedení.

Fyzický odpis

Fyzický odpis je snížení hodnoty vyplývající z provozního opotřebením a působení vnějšího prostředí.

Funkční nedostatek

Funkční nedostatek je snížení hodnoty způsobené obvykle zdokonalením metod, projektů, celkového uspořádání, materiálů nebo technologií, jehož důsledkem je nepřiměřenost, nadbytečná kapacita, nadměrná konstrukce, nedostatečné využití nebo nadměrné provozní náklady části daného majetku.

Ekonomický nedostatek

Ekonomický nedostatek je neodstranitelné snížení hodnoty v důsledku působení vnějších negativních vlivů na daný majetek, jako jsou všeobecné ekonomické podmínky, dostupnost financování nebo neharmonické využití majetku. Příčinami mohou být snížená poptávka po daných produktech, problémy s dodávkami surovin, zvýšení materiálových a mzdových nákladů, nákladů na služby a dopravu při nezměněné nebo méně zvýšené prodejní ceně produktů, změny legislativních předpisů, zohlednění dopadů na životní prostředí.

Porovnávací metoda

Při oceňování majetku porovnávací metodou jsou analyzovány podobné majetky nedávno prodané nebo nabídnuté k prodeji. Tyto majetky jsou porovnány s oceňovaným majetkem a následně jsou provedeny úpravy na základě zjištěných rozdílů, jako jsou datum prodeje, lokalita, typ, stáří, technický stav a pravděpodobné budoucí využití. Pokud je tržní hodnota stanovena pro majetek s předpokladem nepřetržitého užívání v oceňovaném podniku, pak tato metoda zahrnuje nabídkové ceny na trhu použitého majetku včetně nákladů spojených s jeho pořízením (včetně nákladů na dopravu, instalaci, uvedení do provozu a dalších účelně a nezbytně nutných nákladů).

Výnosová metoda

Princip výnosové metody, viz předchozí text.

3.3.3 POROVNÁVACÍ METODY

3.3.3.1 METODA KAPITÁLOVÝCH TRHŮ

Metoda kapitálových trhů srovnává oceňovanou společnost se společnostmi obchodovanými na veřejných kapitálových trzích, tj. společnostmi, u kterých je známá cena jejich obchodovaných akcií. Při této metodě ocenění jsou z cen na kapitálových trzích a historických účetních výkazů srovnávaných společností získány poměrové ukazatele, které jsou dále upraveny dle srovnání silných a slabých stránek oceňované společnosti ve srovnání s porovnávanými společnostmi. Uplatněním těchto upravených poměrových ukazatelů a údajů z účetních výkazů oceňované společnosti je dále získána indikace tržní hodnoty oceňované společnosti.

Poměrové ukazatele odvozené od srovnávaných společností poskytují informaci o tom, kolik je současný investor ochoten na trhu zaplatit za akcie společnosti ve stejném (nebo podobném) oboru podnikání jako oceňovaná společnost a se stejnými (nebo podobnými) historickými a očekávanými výsledky hospodaření. Metoda tržního srovnání s veřejně obchodovanými společnostmi je nejvhodnější metodou ocenění, jestliže jsou srovnávané společnosti dostatečně podobné s oceňovanou společností. Podobnost přitom může být mimo jiné ovlivněna druhem vyráběného a prodáváného výrobku nebo nabízených služeb, geografickým položením cílových trhů, konkurenční pozicí, ziskovostí, perspektivami růstu, velikostí, vnímaným rizikem a kapitálovou strukturou. Tato metoda poskytuje indikaci hodnoty oceňované společnosti vztahem poměru hodnoty vlastního kapitálu nebo investovaného kapitálu (vlastního kapitálu plus úročených cizích zdrojů) srovnávaných společností na různé ukazatele jejich tržeb, zisků, cash flow a účetní hodnoty. Takto získané poměry jsou potom aplikovány na oceňovanou společnost.

3.3.3.2 METODA SROVNATELNÉ TRANSAKCE

Jednou z porovnávacích metod ocenění podniků je srovnání s transakcemi s podíly ve srovnatelných společnostech. Prostřednictvím této metody jsou z transakčních dat a údajů o prodané společnosti z předmětného nebo blízkého odvětví získány poměrové ukazatele, které jsou dále spolu s údaji o oceňované společnosti uplatněny k získání indikace její tržní hodnoty. Metoda tržního srovnání s transakcemi s obdobnými společnostmi je nejvíce relevantní metodou ocenění, jestliže obsahuje údaje o prodaných společnostech, které jsou dostatečně podobné oceňované společnosti. V této metodě může být podobnost mimo jiné ovlivněna druhem vyráběného a prodáváného výrobku nebo nabízených služeb, geografickým položením cílových trhů, konkurenční pozicí, ziskovostí, perspektivami růstu, velikostí, vnímaným rizikem a kapitálovou strukturou.

3.3.4 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 byla stanovena metodou DCF ve variantě Entity. Hodnota Jmění kvantifikovaná touto metodou je určena užitekem 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 Společnosti. Byl zvolen dvoufázový způsob ocenění:

- v první fázi v délce od 1. 10. 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 MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA

4.1 DOSAVADNÍ VÝVOJ NÁRODNÍHO HOSPODÁŘSTVÍ

Zdrojem analýzy i některých textových popisů je především Český statistický úřad, Ministerstvo financí ČR a Česká národní banka.

4.1.1 HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT ČESKÉ REPUBLIKY

Historická analýza vychází z dat po revizi národních účtů provedené Českým statistickým úřadem v září roku 2011.

Vývoj v letech 1994 – 2002

Léta 1994 až 1996 (především 1995 a 1996) byla obdobími poměrně výrazných růstů HDP. V prvním pololetí roku 1997 došlo k silné měnové restrikcí. Vláda ve spolupráci s ČNB zavedla dva tzv. úsporné balíčky, které měly napravit vnější nerovnováhu země vyjádřenou vysokým deficitem obchodní bilance respektive deficitem běžného účtu platební bilance. Důsledkem těchto restriktivních kroků však bylo oslabení celé domácí ekonomiky a hospodářství tak upadlo do recese trvající bezmála dva roky. Z recese se domácí ekonomika vymanila v roce 1999 (růst reálného HDP o 1,7 %). V roce 2000 vzrostl reálný HDP o 4,2 %, tato dynamika byla vyšší, než jaké v průměru dosahovaly země Evropské unie. V roce 2001 došlo k 3,1% růstu HDP ve stálých cenách a v roce 2002 rostl HDP meziročně reálně o 2,1 %, přičemž tempo jeho růstu se v průběhu roku postupně zpomalovalo.

Vývoj v letech 2003 – 2007

Relativně úspěšné období z hlediska růstu HDP české ekonomiky s rostoucí tendencí hospodářského růstu:

Tabulka č. 1 - Historický vývoj reálného HDP ČR (2003-2007)

	2003	2004	2005	2006	2007
Reálný vývoj HDP (%)	3,8	4,7	6,8	7,0	5,7

Zdroj: Patria Finance

Za růstem stála ve všech sledovaných letech především spotřeba domácností, za níž stálo zejména výrazné zvýšení reálných mezd. Přispěl i pokles spotřebitelských cen, nízké úrokové sazby spotřebitelských a hypotečních úvěrů i leasingových služeb a dále ochota domácností více se zadlužit. Od roku 2004 byl růst HDP podpořen celoevropským posílením hospodářského růstu, který měl pozitivní vliv na růst exportu. To se projevilo jak růstem investic (ukazatele "výdaje na tvorbu hrubého kapitálu"), tak posilováním obchodní bilance zahraničního obchodu. Růst českého exportu nezastavila ani silná pokračující apreciacie domácí měny. Ty byla vyrovnávána zvyšováním kvality exportovaných produktů a růstem produktivity práce. Období hospodářského růstu ve sledovaných letech se projevilo poklesem nezaměstnanost, reálným růstem mezd (i díky stabilní inflaci kolem 2 %) a vedlo k růstu investic podnikového sektoru.

Vývoj v letech 2008 – 2012

Hypoteční krize, která vyvrcholila v USA v roce 2007 a volně přešla do finanční krize v roce 2008, se na vývoji české ekonomiky výrazně neprojevila, resp. silný růst do roku 2007 zastavil až následně důsledek finanční krize, celosvětová hospodářská krize. Růst HDP ČR, jakožto proexportně orientované ekonomiky, se ve 3. čtvrtletí 2008 de facto zastavil a v posledním čtvrtletí klesl o 0,9 %. Za celý rok 2008 si nicméně česká ekonomika udržela jeden z nejvyšších růstů HDP v Evropě (3,1 %).

V roce 2009 se HDP české ekonomiky reálně propadl o -4,7 % a jednalo se tak o nejhorší rok pro český průmysl a celou ekonomiku v posledních 10 letech. Kritické bylo především 1. pololetí, kdy na jeho konci dosáhl meziroční propad HDP téměř -5 % (zpracovatelský průmysl za 1. čtvrtletí klesl o více jak 10 %). Na začátku 2. pololetí došlo nicméně k obratu a zastavení propadu a 2. pololetí již vykazovalo sice mírné, ale růstové hodnoty. Český průmysl byl podpořen především stabilizací zpracovatelského průmyslu díky státním subvencím některých evropských ekonomik (zejména Německo). Růst zaznamenalo také odvětví stavebnictví a na straně poptávky především výdaje na konečnou spotřebu. Naopak terciární sféra (obchod a služby) klesala po celý rok.

Rok 2010 lze charakterizovat jako rok obnovy. Celkový reálný růst HDP za rok 2010 činil 2,7 % (výrazný růst zpracovatelského průmyslu, služeb a obchodu byl dán především částečným návratem na úroveň před ekonomickou krizí z pokleslého objemu výroby v roce 2009 a aktivního využití konjunktury na zahraničních trzích) a výrazný růst zásob v ekonomice.

Z růstu HDP v roce 2011 (1,7 %), a především z rozložení růstu lze vyzorovat negativní trend oslabení růstu. 2. pololetí roku již ekonomika ČR víceméně stagnovala. Citelně bylo zasaženo zejména stavebnictví a poptávka všech hlavních subjektů ekonomiky (stát, domácnosti). Ekonomický růst tak byl zajištěn výhradně zahraničním obchodem, resp. jeho přebytkem.

Oslabení výkonu české ekonomiky se plně projevilo v roce 2012, kdy HDP ČR klesl o -1,3 %. Jednalo se zejména o důsledek oslabení domácí poptávky na všech úrovních (státní, korporátní, domácnosti), částečně způsobené výrazným růstem daňového zatížení (DPH, spotřební daně). Negativní vliv slabé domácí poptávky částečně vyrovnával relativně silný zahraniční export. Mezi nejvíce postižená odvětví české ekonomiky lze zařadit stavebnictví a zemědělství. V posledním čtvrtletí došlo k poklesu objemu výroby také ve zpracovatelském průmyslu, především v automobilové výrobě.

Přehled vývoje HDP v krizových letech 2008-2012 je zachycen v tabulce:

Tabulka č. 2 - Historický vývoj reálného HDP ČR (2008-2012)

	2008	2009	2010	2011	2012
Reálný vývoj HDP (%)	3,1	-4,7	2,7	1,7	-1,3

Zdroj: MFCR

Zdrojem růstu výkonnosti české ekonomiky ve většině posledních let byl dle ČSÚ výhradně růst produktivity práce (růst zaměstnanosti byl minimální, podniky ve snaze obnovy ziskové marže intenzivněji využívaly stávající zaměstnance).

Rok 2013

Hrubý domácí produkt očištěný o cenové, sezónní a kalendářní vlivy meziročně klesl v roce 2013 o 0,9 %. Čtvrtletní vývoj HDP je zachycen v následující tabulce:

Tabulka č. 3 - Čtvrtletní vývoj reálného HDP ČR (2013)

	1Q	2Q	3Q	4Q
Ke stejnému čtvrtletí 2012	-2,3	-1,6	-1,0	1,2
K předchozímu čtvrtletí	-1,3	0,3	0,3	1,8

Zdroj: ČSÚ

Ze čtvrtletního vývoje lze vyvodit stabilizaci české ekonomiky v polovině roku a výrazné posílení růstu v posledním čtvrtletí. Hlavní podíl na obnově růstu české ekonomiky mají zejména silná odvětví zpracovatelského průmyslu (výroba motorových vozidel, výroba strojů a zařízení, výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků a výroba pryžových a plastových výrobků) a peněžnictví a bankovníctví. Naopak zemědělství, stavebnictví ani většina odvětví tržních služeb úrovně úhrnu roku 2012 nedosáhla, a to ani přes dílčí zotavení koncem roku.

Vývoj poptávky byl:

- negativně ovlivněn trvajícím poklesem investic do fixního kapitálu,
- pozitivně ovlivněn nárůstem spotřeby (domácnosti, vláda) ve 2. pololetí roku,
- téměř neovlivněn vývojem a přínosem zahraničního obchodu.

V nominálním vyjádření se HDP ČR v roce 2013 zvýšil o 1 %.

Rok 2014

Hrubý domácí produkt se v 1. pololetí 2014 meziročně zvýšil o 2,5-2,9 %. V mezičtvrtletním srovnání je pak patrný výraznější nárůst v 1. čtvrtletí (+0,8 %) a oslabení růstu ve 2. čtvrtletí (+0,3 %). Meziroční růst celkové poptávky po zboží a službách zaznamenaly všechny klíčové výdajové složky (konečná spotřeba domácností, tvorba kapitálu, zahraniční obchod). Výrazný byl zejména nárůst výdajů na investice, který násobně převyšoval průměr EU.

4.1.2 INFLACE

Vývoj v letech 1994-2002

Inflace dosahovala v letech 1994 – 1998 relativně vysokých hodnot (8,5% - 10,7%). V prosinci 1997 se proto bankovní rada České národní banky rozhodla o změně režimu měnové politiky a počínaje rokem 1998 přešla k cílování inflace. Výsledky této měnové politiky se projeví v roce 1999, kdy došlo k mimořádnému průlomem v dezinflačním procesu a snížení míry inflace na 2,1%. Hlavním důvodem bylo přibrždění deregulace cen usměrňovaných státem a pokles cen potravin. V roce 2000 dezinflační proces pokračoval a inflace se pohybovala na úrovni téměř srovnatelné se zeměmi Evropské unie. Průměrná míra inflace za rok 2002 činila 1,8%.

Vývoj v letech 2003-2007

Změna přístupu ČNB k měnové politice se v letech 2003-2007 projevila velmi dobře řízenou inflací, které se držela ve vymezeném inflačním pásmu:

Tabulka č. 4 - Historický vývoj inflace v ČR (2003-2007)

	2003	2004	2005	2006	2007
Inflace (%)	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8

Zdroj: ČSU

I přes poměrně významné cenové pohyby jednotlivých druhů zboží a služeb došlo v roce 2003 díky oběma směrům pohybu cenové hladiny u různých položek spotřebního koše k celkově téměř nulové inflaci. Akcelerujícím faktorem růstu spotřebitelských cen na počátku roku 2004 bylo především promítnutí dopadu zvýšení nepřímých daní v rámci reformy veřejných financí a harmonizačních daňových úprav souvisejících se vstupem České republiky do EU. V roce 2005 inflace opět zpomalila, především pak díky posílení směnného kurzu domácí koruny (v průměru meziročně o 7,1 % vůči EUR a 7,3 % vůči USD), jakož i zpomalení cenového pohybu na světovém i domácím komoditním trhu surovin a výrobků s výjimkou ropy. Právě růst cen ropy se v roce 2006 promítl do růstu cen pohonných hmot v ČR a vedl k inflaci cca 2,5 %. V roce 2007 se na růstu cen podílely především potraviny, náklady na bydlení a produkty podléhající spotřební dani, která v roce 2007 vzrostla.

Vývoj v letech 2008-2012

Mimo let 2008 a 2012 se vývoj cenové hladiny držel pod úrovní inflačního pásma stanoveného ČNB (2 %).

Tabulka č. 5 - Historický vývoj inflace v ČR (2008-2012)

	2008	2009	2010	2011	2012
Inflace (%)	6,3	1,0	1,5	1,9	2,8

Zdroj: ČSU

Významný růst cen v roce 2008 byl způsoben jednak domácími vlivy (daňová reforma, deregulace nájemného, růst spotřební daně) a jednak situací na světových trzích (růsty cen ropy a zemního plynu). Průměrná meziroční inflace v dalším roce 2009 pak dosáhla cca 1 % zásluhou pokračujícího růstu administrativních cen.

Průměrná meziroční míra inflace za rok 2010 byla obdobná a dosáhla 1,5 % (růst cen služeb, potravin, PHM, bydlení – deregulace nájmu, růst cen médií; pokles cen aut a elektroniky). Obdobně, s mírně vyšší intenzitou, se inflace vyvíjela v roce 2011. Stejnou míru inflace by ČR vykazala také v roce 2012, nicméně v tomto roce byla inflace ovlivněna skokovým růstem DPH a spotřebních daní (především růst nižší sazby DPH z 10 na 14 %) a dosáhla tak 3,3 %. Bez vlivu zvýšení uvedených daní by se míra roční inflace v roce 2013 pohybovala kolem 2,2 %.

Rok 2013

Průměrná míra inflace v roce 2013 dosáhla **1,4 %**, což je o 1,9 procentního bodu méně než v roce 2012 a nejméně od roku 2009. Vývoj inflace v roce 2013 ovlivnil zejména měsíc leden, ve kterém vzrostly spotřebitelské ceny meziměsíčně o 1,3 % (o 0,5 p.b. méně oproti lednu 2012). Vývoj cen v lednu 2013 ovlivnilo zvýšení základní i snížené sazby DPH o 1 procentní bod. Dopad této změny na meziměsíční úhrný přírůstek indexu spotřebitelských cen v lednu představoval podle orientačního propočtu ČSÚ zvýšení o 0,8 procentního bodu.

Nejvyšší vliv na růst cenové hladiny v roce 2013 měly oddíly potraviny, nealkoholické a alkoholické nápoje, bydlení, voda, energie, paliva a tabák. Opačně pak na celkovou inflaci působily oddíly pošty a telekomunikace (změny u mobilních operátorů) a dopravy (pokles cen pohonných hmot).

Rok 2014

Celková hladina spotřebitelských cen vzrostla v 1. čtvrtletí 2014 proti 4. čtvrtletí 2013 o 0,4 %. Meziročně vzrostly spotřebitelské ceny v 1. čtvrtletí 2014 o 0,2 %, což bylo o 0,9 procentního bodu méně než ve 4. čtvrtletí 2013. Mezičtvrtletní zvýšení cenové hladiny v 1. čtvrtletí 2014 ovlivnilo především zvýšení cen potravin, nealkoholických nápojů a částečně alkoholických nápojů. Mírně dále vzrostly ceny pohonných hmot, nových automobilů a dopravních služeb. Oproti tomu nejvíce klesly ceny u odívání a obuvi v důsledku výprodejových cen v lednu a únoru. Propad cen v oddíle bydlení způsobilo snížení cen zemního plynu a elektřiny. Příčinou cenového poklesu v oddíle zdraví bylo zrušení regulačního poplatku za pobyt v nemocničních zařízeních. V oddíle pošty a telekomunikace pokračoval pokles cen mobilních telefonů a telefonických a telefaxových služeb.

Ve 2. čtvrtletí 2014 vzrostla celková hladina spotřebitelských cen proti 1. čtvrtletí 2014 o 0,2 %. Meziročně vzrostly spotřebitelské ceny ve 2. čtvrtletí 2014 stejně jako v 1. čtvrtletí, tj. o 0,2 %. Cenové mezičtvrtletní změny jednotlivých oddílů spotřebního koše byly nicméně rozdílné a pohybovaly se v rozmezí od -1,0 % do +5,0 %. Nejvíce se zvýšily ceny v oddílech odívání a obuvi, ubytovací služby, stravování, ubytování a zdraví. Naopak nižší ve 2. čtvrtletí 2014, než v 1. čtvrtletí 2014, byly zejména ceny potravin a nealkoholických nápojů.

Ve 3. čtvrtletí spotřebitelské ceny stagnovaly (mezičtvrtletní růst +0,1 %), přesto došlo ke zvýšení meziročního růstu oproti 2. čtvrtletí na 0,6 %. Pozitivně se na spotřebitelské cenové hladině (mezičtvrtletní srovnání) projeví nárůsty cen v rekreaci a kultuře (sezónní výkyv i meziroční nárůst o cca +4 %), bydlení (nárůst cen plynu), dopravy (pohonné hmoty), léků, finančních služeb a vybraných potravin (citrusy, kakao). Negativně pak působilo snížení cen alkoholických nápojů (meziročně i přesto ceny alkoholu vzrostly o 2,7 %), ovoce a zeleniny a řady dalších potravin, odívání, obuvi (odívání a obuv meziročně i tak vzrostly o cca 3,2 %) a telekomunikačních služeb. Meziroční posílení růstu cenové hladiny bylo způsobeno zejména růstem cen ostatních služeb a zboží a snížení tempa poklesu cen v oddíle bydlení a telekomunikací.

Tabulka č. 6 - Měsíční inflace ČR v roce 2014

	I/14	II/14	III/14	IV/14	V/14	VI/14	VII/14	VIII/14	IX/14	X/14	XI/14	XII/14
Meziměsíční změna %	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2			
Meziroční změna %	0,2	0,2	0,2	0,1	0,4	0,0	0,5	0,6	0,7			

Zdroj: ČSÚ

4.1.3 REKAPITULACE

Následující tabulka zachycuje vývoj nejdůležitějších makroekonomických ukazatelů v ČR v předchozích 5 letech včetně prognózy na rok 2014.

Tabulka č. 7 - Historický vývoj základních makroekonomických ukazatelů ČR (2009-2014F)

Makroekonomický vývoj	2009	2010	2011	2012	2013	2014F
HDP, reálný růst %	-4,5	2,5	1,8	-1,0	-0,9	1,8
Inflace %	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	1,1
Nezaměstnanost (VŠPS) %	6,7	7,3	6,7	7,0	7,0	6,9
Směnný kurs CZK/EUR průměr	26,5	25,3	24,6	25,1	26,0	27,3

Zdroj: Kolokvia Ministerstva financí ČR

4.2 PŘEDPOKLAD VÝVOJE NÁRODNÍHO HOSPODÁŘSTVÍ

Následující prognóza vývoje makroekonomických ukazatelů ČR byla převzata z průzkumu Ministerstva financí ČR (MFČR). MFČR provádí dvakrát ročně průzkum (tzv. Kolokvium), jehož cílem je zjistit názor relevantních institucí na budoucí vývoj české ekonomiky a vyhodnotit základní tendence, s nimiž zúčastněné instituce ve svých předpovědích počítají. S výsledky příslušného Kolokvia bývá také srovnáván makroekonomický rámec státního rozpočtu a rozpočtového výhledu, makroekonomický scénář Konvergenčního programu a predikce MFČR. Výsledky 37. Kolokvia, které se konalo v dubnu 2014,

vycházejí z předpovědí 17 institucí (MF ČR, MPO, MPSV, ČNB, CERGE-EI, Citibank, Česká spořitelna, ČSOB, Generali PPF Asset Management, Hospodářská komora ČR, Institut ekonomických studií FSV UK, Komerční banka, Liberální institut, Next Finance, Patria Finance, Svaz průmyslu a dopravy ČR, UniCredit Bank Czech Republic & Slovakia). Pro větší reprezentativnost průzkumu k nim byly přiřazeny prognózy EK (European Economic Forecast z února 2014), MMF (World Economic Outlook z dubna 2014) a OECD (Economic Outlook Czech Republic z března 2014).

Číselné predikce české ekonomiky jsou uvedeny v souhrnné tabulce za jejich textovým popisem, který je uveden v následujících odstavcích.

HDP

Po relativně silném růstu většiny evropských ekonomik v roce 2010 z důvodu návratu výkonu a produkce těchto ekonomik včetně ekonomiky ČR na předkrizovou úroveň došlo v roce 2011 k mírnému ochlazení růstu a v roce 2012 k opětovnému propadu ekonomiky většiny zemí i ekonomiky EU jako celku, přičemž propad HDP u některých zemí pokračoval také v roce 2013, zejména pak v 1. polovině roku. Na konci roku 2013 již bylo patrné (na základě vývoje v posledních čtvrtletích a současných prognóz), že celoroční oživení výkonu české ekonomiky lze očekávat již v roce 2014, přičemž růstová tendence by měla posilovat i v dalších letech. Roky 2012 a 2013 tak lze dle dosavadního vývoje a analýz označit jako opětovně krizové. Nadto se v letech 2012 a 2013 projevovaly důsledky dosavadního poklesu, především pak růst nezaměstnanosti (2012) a jeho následná stabilizace v roce 2013 doprovázená však poklesem objemu mezd a platů.

Aktuální faktory podstatně ovlivňující vývoj ekonomiky ČR lze rozdělit do dvou skupin:

- **Interní (domácí)** – předchozí politické vedení země se v letech 2010-2012 jednostranně zaměřilo na stabilizaci deficitních rozpočtů ve formě, která je nejsnáze prosaditelná, s čímž jsou spojeny především útlumy státních výdajů a růsty daní (DPH, spotřební daně) – tyto skutečnosti vedly v letech 2011 až 1. pol. 2013 k útlumu domácí poptávky, což se negativně odrazilo na výkonu těch segmentů české ekonomiky, jejichž odbytištěm jsou české subjekty. Naopak pro-růstové státní zásahy doposud realizovány nebyly. V roce 2014 a v dalších letech lze nicméně očekávat částečnou stabilizaci deficitních rozpočtů. Současná politická reprezentace v souladu s doporučeními MMF již další restriktce neplánuje a naopak předpokládá aplikaci některých prorůstových opatření (zejména investice státu do infrastruktury, vědy a výzkumu) a navyšování spotřeby (státní správa, školství, obrana). Základním dosud fakticky neřešeným problémem pak zůstávají slabé či žádné strukturální změny v hospodaření státu, které by vedly k omezení korupce a k úsporám v oblastech, které by naopak fungování ekonomiky podpořily. Mezi základní opatření v této oblasti patří zejména zprůhlednění systému veřejných zakázek a využívání evropských fondů (vyšší konkurenční prostředí, snížení míry korupce, vyšší transparentnost a funkční kontrola) a komplexní dořešení reformy důchodového systému a dořešení reformy zdravotnictví (soukromé versus veřejné financování).
- **Externí (zahraniční)** – částečná stabilizace očekávání vývoje měnové unie EUR a výhledů v souvislosti s řešením zadlužení evropských zemí a vysokých ročních schodků jejich státního rozpočtu a pomalu posilující poptávka v zemích Eurozóny i v krizových zemích dávají předpoklady k opětovnému růstu českého exportu a posílení relevantnosti makroekonomických prognóz. Negativně pak nadále na celoevropský, a v návaznosti na to na český růst, působí vysoké zadlužení některých, resp. většiny zemí EU, vysoké sociálně výdaje ve vztahu k oslabenému HDP a vysoká nezaměstnanost, především pak mladých lidí do 25 let v některých zemích (jih Evropy). Jako dlouhodobější hrozbu, která může nicméně relativně rychle eskalovat, lze pak označit růst napětí v jihovýchodní Asii a ve východní Evropě.

Inflace

V dalších letech Znalec neočekává významné odloučení růstu cenové hladiny od inflačního cíle ČNB (2 %). Výjimkou byl rok 2012, kdy došlo na počátku roku (v 1. měsíci) k přechodnému zesílení inflace z důvodu navýšení nepřímých daní a růstu cen elektřiny a jiných surovin, viz data z ČSU a prognóza MFČR. Dlouhodobě lze nicméně očekávat udržení inflace kolem úrovně inflačního cíle stanoveného ČNB za předpokladu, že Česká republika zavede účinná opatření, která povedou k lepšímu řízení státního dluhu, který se bude v obdobích prosperity snižovat a v období oslabení ekonomiky zvyšovat za účelem podpory ekonomiky vládními zásahy (viz výše).

Nezaměstnanost ČR

Po poklesu nezaměstnanosti v roce 2011 došlo v průběhu let 2012 a 2013 k jejímu opětovnému navýšení. Ke konci roku 2013 se nezaměstnanost v ČR blížil historicky rekordním úrovním (počet nezaměstnaných obyvatel se pohyboval kolem hranice 600 tis.). Již v průběhu roku 2014 předpokládají aktuální prognózy stabilizaci. V dalších letech pak lze, pokud dojde k obnovení růstu HDP v souladu s prognózou, počítat s jejím opětovným, ovšem spíše pozvolným snižováním.

Směnný kurz CZK/EUR

Po zřetelném oslabení domácí měny v posledním čtvrtletí roku 2011 (projevilo se v průměrném kurzu od roku 2012) z důvodu negativního očekávání ve vztahu k EUR došlo v roce 2012 k určité stabilizaci, kdy kurz osciloval kolem hodnoty mírně nad 25,- Kč / EUR. V průběhu roku 2013 byla patrná další depreciace české měny, která v průběhu tohoto roku oslabila až na úroveň kolem 27,5 Kč / EUR. Výrazně negativně se na kurzu české měny následně promítl zásah České národní banky za účelem dosažení inflačního cíle cca 2 %, která formou devizové intervence (prodejem cca 200 mld. Kč a nákupem EUR), provedené na začátku listopadu, oslabila českou korunu o cca 2,- Kč / EUR. Tuto úroveň kurzu ČNB plánuje držet (tj. pokračovat v intervencích) až do doby naplnění inflačního cíle, což lze předpokládat v průběhu roku 2014. Následně je možné počítat s opětovnou postupnou apreciací domácí měny.

Znalec tak na základě prognózovaného vývoje české, evropské a americké ekonomiky očekává v souladu opětovné navázání trendu mírného posilování české měny až od roku 2014/2015. I tak však intenzita/síla apreciacie domácí měny CZK pravděpodobně nebude dosahovat vysokých hodnot dosahovaných v letech 2005-2008.

Souhrnný přehled ukazatelů

Tabulka č. 8 - Historický vývoj a prognóza makroekonomických ukazatelů ČR (2010-2019F)

Meziroční růst, pokud není uvedeno jinak	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
HDP zemí EU12 (reálný růst v %)	1,9	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,4	1,7	1,5	-	-
Cena ropy Brent (USD/barel)	80	111	112	109	108	106	105	106	-	-
3M PRIBOR (průměr v %)	1,3	1,2	1,0	0,5	0,4	0,7	1,2	1,9	2,0	2,0
Výnos do splatnosti 10R státních dluhopisů (maastrichtské kritérium; průměr v %)	3,7	3,7	2,8	2,1	2,3	2,7	2,8	3,0	3,4	3,8
Měnový kurz CZK/EUR (průměr)	25,3	24,6	25,1	26,0	27,3	26,8	26,0	25,6	25,2	24,8
Měnový kurz USD/EUR (průměr)	1,32	1,39	1,28	1,33	1,35	1,33	1,29	1,28	1,27	1,26
Měnový kurz CZK/USD (průměr)	19,1	17,7	19,6	19,6	20,2	20,2	20,2	20,0	19,8	19,7
HDP ČR (reálný růst v %)	2,5	1,8	-1,0	-0,9	1,8	2,4	2,6	2,5	3,0	3,5
Příspěvek změny zásob (p.b.)	1,0	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	-	-
Příspěvek zahraničního obchodu (p.b.)	0,6	1,9	1,7	-0,3	0,9	0,8	0,7	0,3	-	-
Spotřeba domácností (reálný růst v %)	0,9	0,5	-2,1	0,1	0,7	1,5	2,0	2,3	-	-
Spotřeba vlády (reálný růst v %)	0,2	-2,7	-1,9	1,6	1,0	1,1	1,1	1,4	-	-
Tvorba fixního kapitálu (reálný růst v %)	1,0	0,4	-4,5	-3,5	1,5	3,1	3,7	4,0	-	-
Deflátor HDP (růst v %)	-1,6	-0,9	1,6	1,9	1,6	1,7	1,7	1,9	2,0	2,0
Průměrná míra inflace (%)	1,5	1,9	3,3	1,4	1,1	2,1	1,8	2,1	2,0	2,0
Zaměstnanost (růst v %)	-1,0	0,4	0,4	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3	-	-
Míra nezaměstnanosti VŠPS (%)	7,3	6,7	7,0	7,0	6,9	6,7	6,3	6,0	-	-
Objem mezd a platů (nom. růst v %)	0,8	2,2	1,8	-0,9	1,9	3,2	3,5	3,7	3,7	3,7
Běžný účet platební bilance (v % HDP)	-3,9	-2,7	-1,3	-1,4	-0,6	-0,5	-0,4	-0,6	-	-

Zdroj: Roky 2010-2017F MFČR (kolokvia). Tendence vývoje klíčových ukazatelů v letech 2018F až 2019F jsou nastaveny dle dlouhodobých prognóz z jiných zdrojů (články na internetových stránkách renomovaných ekonomických periodik, bankovní domy, ČNB, instituce EU, analytické společnosti) či kopírují trend z předchozích let.

5 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Strategická analýza slouží k odhadu vývoje tržeb Společnosti v období 1. a 2. fáze finančního plánu. Dělí se na dvě základní části:

- Analýza vnějšího potenciálu analyzuje vývoj trhů (odvětví), ve kterých Společnost působí a v rámci kterých generuje tržby. Její součástí je také již provedená makroekonomická analýza.
- Analýza vnitřního potencionálu analyzuje blízké prostředí Společnosti (definuje konkurenci a postavení Společnosti vzhledem ke konkurenci a cílovým trhům).

Závěrem strategické analýzy jsou informace k prognóze tržeb, případně potvrzení či úprava plánu tržeb sestaveného Společností.

5.1 ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU (ANALÝZA ODVĚTVÍ)

5.1.1 CHARAKTERISTIKA ODVĚTVÍ

Na základě třídění dle odvětvové klasifikace ekonomických činností (NACE Rev. 2) lze Společnost zařadit do následujících odvětví:

- 38110: Shromáždování a sběr odpadů, kromě nebezpečných
- 016: Podpůrné činnosti pro zemědělství a posklizňové činnosti
- 35110: Výroba elektřiny
- 35301: Výroba tepla
- 38: Shromáždování, sběr a odstraňování odpadů, úprava odpadů k dalšímu využití
- 42990: Výstavba ostatních staveb j. n.
- 43210: Elektrické instalace
- 45200: Opravy a údržba motorových vozidel, kromě motocyklů
- 47300: Maloobchod s pohonnými hmotami ve specializovaných prodejnách
- 49410: Silniční nákladní doprava
- 63: Informační činnosti
- 711: Architektonické a inženýrské činnosti a související technické poradenství
- 77110: Pronájem a leasing automobilů a jiných lehkých motorových vozidel, kromě motocyklů
- 772: Pronájem a leasing výrobků pro osobní potřebu a převážně pro domácnost

Mezi hlavní činnosti z hlediska tržeb pak patří:

1. **Sběr a zpracování odpadů.**
2. **Správa a údržba komunikací a veřejných ploch.**
3. **Výroba tepla a elektrické energie spalováním odpadů.**

5.1.2 HISTORIE ODVĚTVÍ²

Odvoz domovních odpadků byl za první světové války a ještě krátce po ní (1914 - 1918) prováděn systémem "vyzváňka".

15. dubna 1949 vznikly "Technické služby hl. m. Prahy", jež se staly pražským komunálním podnikem. Roku 1951 vznikl další nový podnik, nazvaný "Čištění města". Dohromady vznikly tři základní provozy:

- čištění města a odvoz odpadu,
- provoz speciálních dílen,
- závod Spalovny v Praze Vysočanech.

Jednotlivé provozy byly v jednotlivých letech převáděny mezi různými podniky (Pražské teplárny, Technická správa komunikací, apod.). Nakonec vznikl podnik „Pražské komunikace“ s více než 2 600 zaměstnanci, který se dělil na šest závodů. V roce 1977 byl podnik "Pražské komunikace" zařazen do koncernu Dopravních podniků hlavního města Prahy.

² Viz webová prezentace Společnosti: O společnosti – Představení společnosti – Historie. Informace dostupné dne 22. 9. 2014 na [<http://www.psas.cz/index.cfm/o-spolecnosti/predstaveni-spolecnosti/historie/>].

Roku 1994 vznikla nová akciová společnost "Pražské služby", zabývající se komunální problematikou. Od doby svého vzniku se stala tato akciová společnost (Společnost) hlavním operátorem městského systému komplexního sběru, třídění, využívání a zneškodňování odpadu na celém území hl. města Prahy. Lze tak konstatovat, že přestože část činností Společnost nechává realizovat subdodavatele, měla v rámci výše uvedených činností ohledně zpracování odpadu na území Hl. m. Prahy monopolní postavení a utvářela tak odvětví.

Mimo této činnosti se další závod (č. 12) Společnosti zabývá správou a údržbou komunikací v Praze (zimní, letní údržba, dopravní značení) a další závod (č. 14) provozuje zařízení ZEVO v Malešicích pro energetické využití odpadů, v rámci kterého likviduje odpady z území Hl. m. Prahy a vyrábí teplo a od února 2011 elektřinu.

Mimo Společnosti působí na trhu v ČR i v Praze několik dalších konkurenčních soukromých subjektů (viz dále kapitola 5.2.2 *Konkurence*), z nichž někteří fungují mimo jiné také jako subdodavatelé Společnosti.

5.1.3 DEFINICE CÍLOVÝCH TRHŮ

Cílovým trhem pro všechny tržní segmenty je z geografického hlediska území Hl. m. Prahy, případně blízké okolí. Z toho důvodu bude Znalec, pokud to bude možné a data budou dohátelná, vycházet ze statistických a jiných údajů platných pro tento kraj.

Z hlediska předmětu činnosti lze dále cílové trhy Společnosti rozdělit na 6 tržních segmentů podle činnosti jednotlivých závodů Společnosti (tučně zachycené položky představovaly v roce 2013 cca 82 % tržeb):

1. **nakládání s odpady (48,1 % tržeb)**
2. **komunikace – čištění a sjízdnost, opravy a údržba (34,4 % tržeb)**
3. výroba elektřiny a tepla – spalovna (4,1 % tržeb)
4. prodej zboží, především pohonných hmot PHM (3,7 % tržeb)
5. sběr, zpracování a prodej druhotných surovin, především papíru (3,4 % tržeb)
6. ostatní výnosy, subdodávky (6,3 % tržeb)

5.1.4 VELIKOST TRHU A JEHO PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

5.1.4.1 TRŽNÍ SEGMENT 1 – NAKLÁDÁNÍ S ODPADY

Vývoj objemu odpadů v celé ČR zachycuje následující tabulka:

Tabulka č. 9 - Vývoj objemu odpadů v ČR (2002-2012)

Odpady - ČR (mil. t)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Odpady celkem	28,0	29,3	24,8	24,3	24,6	25,4	23,8	23,7	23,6	23,4
- index ročního růstu (poklesu)	0,72%	4,64%	-15,36%	-2,02%	1,23%	3,25%	-6,30%	-0,42%	-0,42%	-0,85%
Podnikové odpady	25,1	26,5	21,8	21,3	21,6	22,2	20,5	20,4	20,2	19,9
- index ročního růstu (poklesu)	0,40%	5,58%	-17,74%	-2,29%	1,41%	2,78%	-7,66%	-0,49%	-0,98%	-1,49%
Komunální odpady	2,9	2,8	3,0	3,0	3,0	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5
- index ročního růstu (poklesu)	0,42%	-0,56%	3,98%	2,88%	-0,46%	4,99%	4,22%	0,73%	0,72%	4,23%

Zdroj: ČSÚ (publikace Produkce, využití a odstranění odpadů 2012 a dřívější).

Celkový objem produkce odpadů za posledních 10 let klesl o více než -15 %. Jednotlivé základní skupiny odpadů se nicméně vyvíjely zcela opačným tempem.

Podnikové odpady ve sledovaném období vykazovaly spíše klesající tendenci a za celé období klesla jejich produkce o cca -20 %. Největšími producenty odpadů jsou odvětví stavebnictví (43% podíl s klesajícím trendem), zpracovatelský průmysl (22% stabilní podíl) a činností související s odpady, odpadními vodami a sanacemi (14% podíl s rostoucím trendem).

Naopak komunální odpady vykazují mírný, nicméně dlouhodobý růst a za celé období vzrostla jejich produkce o více než 22 %. Z výše uvedeného důvodu také vzrostl podíl komunálních odpadů na celkovém objemu produkce odpadů z 10 % (2003) na 15 % (2012). Z komunálních odpadů zaujímá největší podíl běžný svoz (75 %), dále tříděný odpad (15 %) a velkoobjemový odpad (10 %). Objem tříděného odpadu i

přes nízký podíl na celkovém objemu komunálního odpadu v posledním desetiletí výrazně rostl z 16 kg / os. / rok v roce 2002 na 50 kg / os. / rok v roce 2010.

Co se týče nakládání s odpady, 37 % odpadů se dále využívá, 20 % se odstraňuje a s 43 % se nakládá jinak.

Důležité z hlediska dalších trendů je také porovnání se zahraničím. Z něj vyplývá jeden z nejnižších objemů komunálních odpadů na obyvatele za rok (spolu s Polskem, Slovenskem a pobaltskými státy), který se v případě ČR pohybuje na úrovni mírně nad 300 kg / os. / rok. V západních zemích (Německo, Rakousko) se daný objem pohybuje na cca dvojnásobné výši kolem 600 kg / os. / rok. Objem všech odpadů (tj. komunální, podnikové, nebezpečné, atd.) na jednoho obyvatele činil v roce 2012 v ČR cca 2 tuny na osobu a ve výše zmíněných západních zemích cca 4 tuny na osobu.

Vývoj objemu komunálního odpadu v Hl. městě Praze je pak zachycen v následující tabulce.

Tabulka č. 10 - Vývoj objemu odpadů v Praze (2006-2012)

Odpady - Praha (tis. t)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Odpady celkem	5 459,0	6 640,5	7 381,4	6 667,6	7 477,3	6 131,8	6 381,0
- index ročního růstu (poklesu)	x	21,64%	11,16%	-9,67%	12,14%	-17,99%	4,06%
Podnikové odpady	5 129,0	6 296,5	7 015,4	6 292,6	7 105,3	5 751,8	6 003,0
- index ročního růstu (poklesu)	x	22,76%	11,42%	-10,30%	12,92%	-19,05%	4,37%
Komunální odpady	330,0	344,0	366,0	375,0	372,0	380,0	378,0
- index ročního růstu (poklesu)	x	4,24%	6,40%	2,46%	-0,80%	2,15%	-0,53%

Zdroj: ČSÚ (publikace Produkce, využití a odstranění odpadů 2012 a dřívější).

V případě Prahy vývoj i přes částečnou kolísavost indikuje relativní stabilitu podílů komunálního a podnikového odpadu v posledních 7 letech (statistická data pro objem komunálního odpadu produkovaného v Praze nejsou před rokem 2006 k dispozici). Podíl komunálních odpadů v Praze na celkových odpadech se ve sledovaných letech pohyboval mezi 5 a 6 %. Celkový objem odpadů ve sledovaném období vzrostl o cca 17 %, nicméně zásadní růst u podnikového odpadu proběhl v roce 2007 sledovaného období, v dalších letech pak kolísal objem podnikového odpadu mezi 6,1 a 7,5 tis. tun, přičemž v posledních 2 letech objem klesl na úroveň mezi 6,1 a 6,4. Objem komunálního odpadu rostl do roku 2009, v dalších letech byl pak spíše stabilní. Objem vyprodukovaného komunálního odpadu na 1 obyvatele za rok (304 kg) víceméně odpovídá celorepublikovému průměru.

Pro potřeby prognózy tržeb Společnosti, který bude mimo jiné zahrnovat odvoz komunálních odpadů zajišťovaných Hl. m. Prahou, je podstatný právě vývoj komunálních odpadů. Z výše analyzovaného vývoje vyplývá růst objemu vyprodukovaných komunálních odpadů do roku 2009 a následný pokles intenzity růstu. Pro potřeby plánu Znalec předpokládá růst na úrovni průměrného růstu v posledních 10 letech, tj. na úrovni 3,22 % ročně. Růst je obhajitelný také v porovnání se západními ekonomikami EU, kde celkový objem odpadů vyprodukovaných za rok přepočtený na 1 osobu je výrazně vyšší. Do růstu budoucích tržeb následně vstupuje také inflační nárůst cen za odvoz odpadů.

U živnostenských a ostatních odpadů lze počítat s vývojem dle ekonomické situace, z čeho vyplývá plánovaný růst na úrovni prognózy nominálního růstu HDP.

5.1.4.2 TRŽNÍ SEGMENT 2 – MÍSTNÍ KOMUNIKACE

Společnost provádí následující činnosti související s místními komunikacemi na území hlavního města Prahy:

- čištění,
- zajištění sjízdnosti,
- údržba,
- opravy,
- dopravní značení.

Tyto činnosti jsou na ekonomickém vývoji závislé až zprostředkovaně. Zásadním vlivem na tržby v tomto segmentu má politická situace v Praze a stav veřejných prostředků určených do obnovy a údržby městské infrastruktury.

Všechny výše uvedené činnosti, které Společnost provádí, je nicméně nutné zajišťovat, a to pravidelně, a lze tudíž předpokládat zhruba konstantní objem služeb a vývoj pouze na úrovni změn cenové hladiny.

Pouze v případě oprav a údržby komunikací, které jsou více závislé na stavu rozpočtu města (opravy lze odsunout na rozdíl od zajištění sjízdnosti, úklidu městských částí či odvozu odpadů z městských košů), nelze vývoj tržeb predikovat pouze s využitím ekonomických dat a prognóz.

Pro potřeby prognózy bude Znalec předpokládat inflační nárůst tržeb daného trhu.

5.1.4.3 TRŽNÍ SEGMENT 4, 6 – VÝROBA ELEKTŘINY A TEPLA, PRODEJ PHM, OSTATNÍ SLUŽBY

Kapacita spalovny ZEVO v Malešicích je již vyčerpána. Spalovna je sama o sobě lokálním odvětvím, Znalec předpokládá vývoj tržeb na úrovni inflace.

5.1.4.4 TRŽNÍ SEGMENT 5 – PRODEJ DRUHOTNÝCH SUROVIN

Znalec vycházel z vývoje objemu sběru vyříděného odpadu (papír, plasty, kartonové obaly, sklo, bioodpad, apod.) v Hl. m. Praze za posledních 8 let 2003-2010:

Vyříděný odpad (tis. t)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Hl. m. Praha	7	13	20	22	26	30	33	35	41	45	51	61	55	61	59
- index ročního růstu (poklesu)	x	86%	54%	10%	18%	15%	10%	6%	17%	10%	13%	20%	-10%	11%	-3%

* Zdroj: Publikace Hl. m. Prahy (Praha - životní prostředí 2007-2012).

V posledních čtyřech letech je patrné určité ustálení objemu vyříděného odpadu. Průměrný roční nárůst objemu vyříděného odpadu za celé sledované období činil cca 16,4 %, za posledních 10 let cca 8,5 % a za posledních 5 let cca 5,6 %. Lze tak konstatovat snižující tempo růstu objemu vyříděného odpadu v Praze. V rámci projekce tržeb tak Znalec bude předpokládat postupný pokles intenzity ročního růstu objemu tříděného odpadu z 5,6 % na 3 % a inflační nárůst (vývoj tržeb za vyříděný odpad tak dlouhodobě bude konvergovat k nominálnímu růstu HDP).

5.2 ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU

5.2.1 HISTORIE POSTAVENÍ SPOLEČNOSTI NA TRHU

Vzhledem k dominanci Společnosti na trhu s komunálním odpadem v Praze byla historie postavení Společnosti popsána v kapitole 5.1.2 *Historie odvětví*. V roce 2011 skončila Společnosti smlouva o svozu komunálních odpadů v Praze. Nový tendr na svoz komunálního odpadu v Praze na dalších 10 let byl sice vypsán již sice v červenci 2011, ovšem z důvodu podezření z korupce byl tendr zrušen a nový nebyl doposud vypsán. Smlouva Hl. města Prahy s PSAS tak byla již několikrát prodloužena. Doba platnosti aktuálně platné smlouvy vyprší 31. října 2014. Hl. m. Praha dle informací dostupných k datu ocenění chystá vypsání výběrového řízení na svoz komunálního odpadu na další 4 roky. Je nepravděpodobné, že výběrové řízení bude ukončeno do konce platnosti aktuální smlouvy a smlouva tak bude muset být prodloužena (případně bude vyhlášena nová zakázka na svoz odpadu na krátkou dobu několika měsíců, která bude zadána bez výběrového řízení přímo).

5.2.2 KONKURENCE

Společnost zajišťuje 3 základní činnosti:

- plošný svoz odpadů v Hl. m. Praha (komunální, živnostenské),
- opravy, údržbu, čištění a zajištění sjízdnosti komunikací,
- energetické zpracování odpadu v ZEVO.

Plošný svoz odpadů v Hl. m. Praha a údržba a čištění komunikací a zeleně

Společnost zajišťuje svoz komunálního odpadu na celém území Hl. m. Prahy. Vzhledem k rozsáhlému území a s tím souvisejícími požadavky na kapitálovou vybavenost a vybavenost potřebnou technikou nicméně zajišťují v některých částech Prahy svoz odpadu smluvní partneři Společnosti, subdodavatelé, viz níže.

Rozdělení odvozu odpadů v Praze je zachyceno v následující tabulce:

ROZDĚLENÍ OBLASTÍ SVOZU KOMUNÁLNÍHO ODPADU	
Praha 1	Pražské služby, a. s.
Praha 2	KOMWAG, a. s.
Praha 3	AVE CZ, s. r. o.
Praha 4	Pražské služby, a. s.
Praha 5	Pražské služby, a. s.
Praha 6	Pražské služby, a. s.
Praha 7-Troja	IPODEC, a. s.
Praha 7 – zbytek	Pražské služby, a. s.
Praha 8-Březiněves, Dáblice, Dolní Chabry	Pražské služby, a. s.
Praha 8 – zbytek	IPODEC, a. s.
Praha 9	AVE CZ, s. r. o.
Praha 10	AVE CZ, s. r. o.
Praha 11-Háje, Chodov	Pražské služby, a. s.
Praha 11 – zbytek	Pražské služby, a. s.
Praha 12	Pražské služby, a. s.
Praha 13	Pražské služby, a. s.
Praha 14-Dolní Počernice	Pražské služby, a. s.
Praha 14 – zbytek	AVE CZ, s. r. o.
Praha 15	Pražské služby, a. s.
Praha 16	Pražské služby, a. s.
Praha 17	Pražské služby, a. s.
Praha 18	Pražské služby, a. s.
Praha 19	Pražské služby, a. s.
Praha 20	Pražské služby, a. s.
Praha 21	Pražské služby, a. s.
Praha 22	Pražské služby, a. s.

Konkurenty Společnosti v oblastech nakládání s odpady jsou následující společnosti:

- AVE CZ odpadové hospodářství, s. r. o. – zajišťuje nakládání s odpady po celé ČR, provozuje skládky a logistická centra pro manipulaci s odpady (subdodavatel Společnosti pro Prahu 3, Prahu 9, Prahu 10 a část Prahy 14). Tržby v roce 2013 dosáhly cca 2,2 mld. Kč, zaměstnává cca 920 lidí.
- .A.S.A., spol. s r.o. – zajišťuje provoz skládky v Praze – Dáblicích. V jiných městech ČR zajišťuje svoz komunálního odpadu a další činnosti spojené s odpadovým hospodářstvím včetně sanací. Jedná se o největší společnost působící ve svazu odpadu v ČR s tržbami cca 4,5 mld. Kč a cca 1,7 tis. zaměstnanci. Obsluhuje cca 1,2 mil. obyvatel ČR.
- Marius Pedersen a.s. (skupina Veolia) – zajišťuje svoz komunálního odpadu a další činnosti spojené s odpadovým hospodářstvím. Zajišťuje dále technické služby ve městech a obcích (údržba zeleně, opravy a údržba komunikací, údržba veřejného osvětlení). V ČR zaměstnává cca 2,5 tis. zaměstnanců. Roční tržby cca 2,4 mld. Kč (2013).
- IPODEC - ČISTÉ MĚSTO a.s. – náleží do skupiny Marius Pedersen a.s., částečným akcionářem je Praha 8 (subdodavatel Společnosti v Praze 7 – Troja a v části Prahy 8). Působí zejména na pražském trhu. Zaměstnává cca 210 zaměstnanců. Roční tržby cca 263 mil. Kč (2013).
- Komwag, podnik čistoty a údržby města, a.s. (subdodavatel Společnosti). Provádí svoz komunálního odpadu, čištění komunikací a údržbu zeleně. Působí zejména na pražském trhu. Zaměstnává cca 120 zaměstnanců. Roční tržby cca 237 mil. Kč (2013).
- SITA CZ a.s. – komplexní služby v odpadovém hospodářství včetně kompostování a jiných způsobů zpracování odpadů. V ČR zaměstnává cca 1 tis. zaměstnanců. Roční tržby cca 1,25 mld. Kč (2013).
- RUMPOLD s.r.o. – značně expandující společnost (meziroční nárůst tržeb v roce 2013 téměř 75 % (470 mil. Kč), zaměstnává cca 146 zaměstnanců. Působí po celé ČR v oblasti komplexního nakládání s odpady (svoz, skládky, spalování, atd.).

Lze konstatovat, že v oblasti nakládání s odpady v ČR i v Praze je konkurence značná. Jak v oblasti živnostenských odpadů a dalších činností, tak v dlouhodobém měřítku také v oblasti svazu komunálních odpadů v Praze (potenciální účastníci výběrového řízení vypisovaného Hl. m. Praha).

Z výše uvedených činností lze dále konstatovat, že většina společností konkuruje také v oblasti údržby, čištění a zajištění sjízdnosti komunikací a v údržbě zeleně.

Spalovna Malešice – zařízení na energetické využití odpadu

Konkurenční lze označit zejména aktuálně fungující skládky v Praze a okolí. Obdobná spalovna se v dosahu Prahy aktuálně nevyskytuje, ani není ve výstavbě. V dlouhodobém horizontu lze nicméně uvést riziko výstavby spaloven v blízkých městech (diskutuje se o spalovně v rámci elektrárny a teplárny v Mělníku; před cca 15 lety se projektovala spalovna v Mladé Boleslavi, jejíž výstavba nikdy nezačala).

5.2.3 SWOT ANALÝZA

Silné stránky

- Dlouhodobé a stabilní působení na trhu.
- Činnost Společnosti je spojena s povědomím o zpracování a odvozu odpadů v Praze obecně (ve většině městských částí).
- Kapitálové, technické a personální zázemí umožňující provádět svoz komunálního odpadu, údržbu komunikací a ostatní činnosti téměř na celém území Hl. m. Prahy (po vynaložení investic na celém území v řádu měsíců).
- Postavení spalovny Společnosti využívající spalování odpadu na produkci tepla i elektrické energie (jedinečná co do kapacity 300 tis. tun ročně i komplexního energetického využití).
- Certifikace Společnosti:
 - certifikát systému managementu bezpečnosti informací podle ISO 27001 od certifikačního orgánu CQS,
 - certifikát systému managementu bezpečnosti a ochrany zdraví při práci podle OHSAS 18001 od certifikačního orgánu TÜV NORD,
 - certifikát „Odborný podnik pro nakládání s odpady“ dle norem Entsorgungsfachbetrieb na základě odborného auditu certifikačního orgánu TÜV NORD,
 - certifikát environmentálního systému řízení podle ISO 14001 od certifikačního orgánu TÜV NORD,
 - certifikát systému jakosti podle ISO 9001 od certifikačního orgánu TÜV NORD.

Slabé stránky

- Možnost ovlivnění činnosti a rozhodnutí managementu Společnosti politickým tlakem plynoucím z akcionářské struktury, což se může projevit následovně:
 - nestálé strategické vedení,
 - častější obměny TOP managementu a představenstva odvislé spíše od vnějších vlivů, ne od zásluh na vedení Společnosti.

Příležitosti

- Zajišťování veškerého svozu vlastními silami, propojení svozových tras (úspory z rozsahu, komplexnější organizace svozu).

Ohrožení

- Neúspěch ve výběrovém řízení na zajištění svozu komunálního odpadu v ČR a ztráta podstatné části tržního podílu a tržeb.

5.2.4 TRŽNÍ PODÍL A JEHO PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Pro potřeby ocenění je nutno vycházet ze stavu k datu ocenění. Ten zejména reflektuje skutečnost, resp. hrozbu, že Společnost nemá zajištěnu zakázku na svoz odpadu na území Hl. m. Prahy na další roky dopředu. Na zajištění takovéto zakázky bude vypsáno výběrové řízení, jehož vítěze nelze předjímat. Hlavním kritériem bude pravděpodobně cena, za kterou vítěz veřejné zakázky bude předmětnou činnost zajišťovat. Výsledek tendru na zajištění svozu odpadu na území Hl. m. Prahy je přitom zásadní a může podstatně změnit tržní podíl Společnosti, výši jejích tržeb a ziskovost.

Vzhledem k výše uvedenému (tj. nejistota a nemožnost predikovat strukturu a objem vypisovaných tendrů, konkurenční nabídky, skutečnost, že majoritním akcionářem Společnosti, a tedy příjemcem případných

dividend, je Hl. m. Praha, které zároveň vypisuje daný tendr), kdy vývoj tržního podílu nelze na základě analýzy trhu, odvětví a konkurenční pozice predikovat a odvodit, předpokládá Znalec pro účely ocenění neměnný tržní podíl Společnosti podle stavu k datu zpracování ocenění.

Riziko, které by bylo spojené s budoucím výběrovým řízením (potenciální dopady výsledků řízení do objemu a hodnoty zakázky), Znalec promítne do ocenění v rámci kalkulací diskontní míry.

6 FINANČNÍ ANALÝZA

6.1 TEORETICKÁ ČÁST

Finanční analýza slouží ke zjištění celkového finančního zdraví a síly podniku. Pro účely ocenění je důležitá především z hlediska volby metody ocenění. Pokud se na základě finanční a strategické analýzy dojde k závěru, že podnik je finančně zdravý a předpokládá se jeho pokračování v následujících letech (tzv. předpoklad trvalého fungování podniku = on-going concern), využije se s největší pravděpodobností ocenění na bázi příjmového přístupu. Pokud se ze závěrů finanční a strategické analýzy (nebo na základě informací od vlastníků či manažerů podniku, případně zadavatele ocenění) dojde k závěru, že podnik nemá předpoklady pro pokračování své činnosti, zvolí se jiná metoda ocenění (např. likvidační hodnota).

Výstupy finanční analýzy se dále používají pro tvorbu finančního plánu na další roky fungování společnosti, pokud tyto údaje nejsou poskytnuty zadavatelem ocenění, případně se použijí pro kontrolu finančního plánu poskytnutého zadavatelem ocenění.

6.1.1 HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ÚČETNÍCH VÝKAZŮ

Obecně slouží horizontální a vertikální analýza účetních výkazů k porovnání vývoje jednotlivých položek výkazů.

Horizontální analýza rozvahy či výkazu zisku a ztrát zobrazuje vývoj jednotlivých položek výkazu v letech. Změny mohou být zaznamenány jak absolutními přírůstky (úbytky), tak i relativními změnami položek (vyjádřených v procentech). Relativní vyjádření v procentech je pro účely finanční analýzy vhodnější, neboť při absolutním vyjádření nevidíme jak velká je změna v porovnání s výchozí hodnotou.

Vertikální analýza rozvahy zobrazuje vývoj podílu jednotlivých položek rozvahy na celkové bilanční sumě, neboli na celkových aktivech, případně pasivech společnosti. U výkazu zisku a ztrát se jednotlivé položky vztahují k celkovým tržbám (nákladovost tržeb), případně se výnosové položky vztahují k celkovým výnosům a nákladové položky se vztahují k celkovým nákladům.

6.1.2 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ

Tato část finanční analýzy obecně porovnává jednotlivé ukazatele. Rozlišuje se na několik částí.

Ukazatele zadluženosti a krytí stálých aktiv

Zkoumají strukturu zadlužení podniku, porovnávají, jak je podnik schopen splácet úroky z úvěrů a kontrolují dodržování zásad financování podniku (bilanční pravidla). Hlavní ukazatele jsou uvedeny v následující tabulce:

Tabulka č. 11 - Definice ukazatelů zadluženosti a ukazatelů krytí stálých aktiv

Popis ukazatele	Vzorec
Stupeň finanční nezávislosti	$100 \cdot \text{VK} / \text{K}$
Stupeň zadluženosti	$100 \cdot \text{CK} / \text{K}$
Stupeň samofinancování	$100 \cdot (\text{NZ} + \text{FZ}) / (\text{ZK} + \text{KF})$
Úrokové krytí	$100 \cdot (\text{HZ} + \text{Ú}) / \text{U}$
Stupeň krytí stálých aktiv dlouhodobým kapitálem	$100 \cdot \text{DK} / \text{DM}$
Poměr odpisů k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku	$100 \cdot \text{Odpisy} / \text{ZH_DM}$
Míra reprodukce dlouhodobého majetku	$\text{Přírůstek_DM} / \text{Odpisy}$

Stupeň finanční nezávislosti vyjadřuje poměr vlastního kapitálu (VK) na celkovém kapitálu (K). Stejně tak stupeň zadluženosti vyjadřuje podíl cizího kapitálu (CK) na celkovém kapitálu.

Stupeň samofinancování zobrazuje podíl nerozděleného zisku (NZ) a fondů ze zisku (FZ) k základnímu kapitálu (ZK) a kapitálovým fondům (KF), neboli kolikrát je část vlastního kapitálu (vlastních zdrojů), kterou společnost vytvořila svou činností (a která slouží k dalšímu financování rozvoje Společnosti) vyšší (nebo nižší) než ta část vlastního kapitálu, která je do podniku vložena vlastníky.

Ukazatel úrokového krytí ukazuje, kolikrát je Společnost schopna ze svého hospodářského výsledku (HZ) zvýšeného o úroky (Ú) zaplatit tyto úroky. Doporučená hodnota je 500 – 600%.

Stupeň krytí stálých aktiv dl. kapitálem vychází z bilančních pravidel, která říkají, že úroveň dlouhodobého kapitálu (DK) by měla být vyšší než hodnota stálých aktiv (DM), neboli dlouhodobý kapitál by měl financovat stálá aktiva a část oběžných aktiv za účelem snížení rizika. Tento ukazatel tedy porovnává dlouhodobý kapitál a stálá aktiva.

Poměr odpisů k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku (odepisovatelná část stálých aktiv ZH_DM) vyjadřuje průměrný podíl ročních odpisů k celkovému odepisovatelnému majetku. Pokud číslo 1 vydělíme tímto ukazatelem, získáme teoretický počet let, kdy hodnota odepisovatelného majetku klesne na nulu (pokud nedojde k žádným investicím do tohoto majetku).

Míra reprodukce dlouhodobého majetku vyjadřuje, kolikrát jsou investice do odepisovatelného majetku (Přírůstek_DM) vyšší, než odpisy tohoto majetku. Pokud je hodnota ukazatele jedna, investice jsou rovny odpisům a zkoumaná společnost udržuje substanci (neklesá hodnota dlouhodobého majetku). Aby však dlouhodobě neklesala reálná hodnota substance, je třeba, aby ukazatel dosáhl alespoň indexu inflace. Pokud je hodnota ukazatele nula, investice jsou nulové.

Ukazatele likvidity

Kontrolují, jak je Společnost schopna splácet včas a v plné výši své splatné závazky, tedy krátkodobé cizí zdroje (KCK) jednotlivými různě likvidními složkami oběžného majetku (OA). Hlavní ukazatele jsou uvedeny v následující tabulce:

Tabulka č. 12 - Definice ukazatelů likvidity

Popis ukazatele	Vzorec
Okamžitá likvidita	$100 \cdot FM / KCK$
Rychlá likvidita	$100 \cdot (FM + POHLK) / KCK$
Běžná likvidita	$100 \cdot OA / KCK$

Jednotlivé stupně likvidity se liší pouze čitatelem – neboli částí oběžného majetku, kterou bereme při placení KCK v potaz. Okamžitá likvidita ukazuje, kolikrát je Společnost schopna splatit své KCK nejlíhvidnější částí OA, a to krátkodobým finančním majetkem (FM). Doporučené hodnoty pro tento ukazatel jsou 15% - 50%. Rychlá likvidita k FM přičítá ještě krátkodobé pohledávky (doporučené hodnoty 40% - 150%) a běžná likvidita bere v potaz celá OA (doporučené hodnoty 160% - 250%). Konkrétní doporučené hodnoty závisejí na odvětví, fázi vospělosti firmy, apod.

Ukazatele obratu

Ukazují, jak podnik využívá jednotlivé položky (aktiv – ukazatele aktivity, i pasiv), kolikrát se během roku „obráť“ jednotlivé zkoumané položky, neboli, kolikrát v roce se jednotlivé položky obmění, neboli kolikrát jsou tržby větší než jednotlivé zkoumané položky. Pozitivní je meziroční růst ukazatelů, které poměřují aktivní položky a meziroční pokles ukazatelů, které poměřují pasivní položky. Jednotlivé položky se tedy vztahují k celkovým tržbám (T). Konkrétní poměřované položky jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka č. 13 - Definice ukazatelů obratu

Popis ukazatele	Vzorec
Obrat zásob	T / ZAS
Obrat celkových pohledávek	$T / POHL$
Obrat celkových závazků	T / ZAV
Obrat vlastního kapitálu	T / VK
Obrat celkového kapitálu	T / K

Ukazatele rentability

Zkoumají ziskovost jednotlivých položek majetku, případně tržeb. U rentability tržeb a vlastního kapitálu se položky poměřují k čistému zisku (Z), u rentability celkového kapitálu (K) se K poměřuje k EBIT (zisk před zdaněním a úroky HZ+Ú). EBIT se u rentability K používá, jelikož nezahrnuje ani náklady na cizí kapitál (úroky) ani náklady na vlastní kapitál (daň, dividendy). Čistý zisk nezahrnuje část nákladů na vlastní kapitál (daň) a tudíž není jeho použití u rentability celkového kapitálu vhodné. Ukazatele jsou uvedeny v následující tabulce:

Tabulka č. 14 - Definice ukazatelů rentability

Popis ukazatele	Vzorec
Rentabilita tržeb	$100 \cdot Z/T$
Rentabilita vlastního kapitálu	$100 \cdot Z/VK$
Rentabilita celkového kapitálu	$100 \cdot (HZ+U)/K$

Ukazatele produktivity práce

Sledují produktivitu pracovníků Společnosti. Produktivita z výkonů ukazuje, kolik z celkových výkonů (V) připadá průměrně na jednoho pracovníka. Produktivita z přidané hodnoty ukazuje, kolik z přidané hodnoty (PH) připadá průměrně na jednoho pracovníka, neboli jak se jeden pracovník průměrně podílí na přidané hodnotě (případně na tržbách). Ukazatele jsou uvedeny v tis. Kč.

Tabulka č. 15 - Definice ukazatelů produktivity práce

Popis ukazatele	Vzorec
Produktivita z výkonů (tis. Kč / prac.)	$V/\text{počet prac.}$
Produktivita z přidané hodnoty (tis. Kč / prac.)	$PH/\text{počet prac.}$

Ukazatele kapitálového trhu

Tyto ukazatele jsou relevantní u akciových společností. Porovnávají především výkonnost akciového kapitálu vloženého akcionáři do podniku. Zisk na 1000 Kč akciového kapitálu udává poměr zisku (Z) na 1000 Kč základního akciového kapitálu ($ZK/1000$). Pro akcionáře je však více relevantní ukazatel dividendy na 1000 Kč akciového kapitálu, který zobrazuje, kolik dividend (DIV) „vyprodukuje“ 1000 Kč akciového kapitálu, neboli udávají výnosnost kapitálu pro akcionáře. Ukazatel podíl dividend na zisku, neboli aktivační poměr, udává, jaká část zisku připadne na výplatu dividend.

Tabulka č. 16 - Definice ukazatelů kapitálového trhu

Popis ukazatele	Vzorec
Zisk na 1000 Kč akciového kapitálu	$Z/(ZK/1000)$
Dividendy na 1000 Kč akciového kapitálu	$DIV/(ZK/1000)$
Podíl dividend ze zisku	$100 \cdot DIV/Z$

6.2 ANALÝZA ÚČETNÍCH VÝKAZŮ

Rozvahy a výkazy zisku a ztrát Společnosti za roky 2008 až 2013, z nichž je v rámci celé této kapitoly čerpáno, jsou součástí přílohy č. 2. Finanční analýza těchto výkazů je pro lepší přehlednost uvedena ve zkrácené formě přímo v textu.

6.2.1 ROZVAHA**Tabulka č. 17 - Zkrácená forma rozvah (2008-2013; tis. Kč)**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKTIVA CELKEM	4 071 115	4 482 757	5 288 384	4 850 114	4 767 057	4 638 731
Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0	0	0	0	0	0
Stálá aktiva	3 517 394	4 107 079	4 347 919	4 345 934	4 009 218	3 960 670
Dlouhodobý nehmotný majetek	92 386	89 206	73 163	60 811	38 000	21 702
Dlouhodobý hmotný majetek	3 330 173	3 923 922	4 183 458	4 208 125	3 901 220	3 874 670
Dlouhodobý finanční majetek	94 835	93 951	91 298	76 998	69 998	64 298
Oběžná aktiva	545 772	366 113	932 282	501 408	752 248	673 951
Zásoby	24 594	21 929	19 800	45 089	43 216	25 291
Dlouhodobé pohledávky	74	58	857	843	808	862
Krátkodobé pohledávky	207 718	262 754	442 167	284 275	287 965	314 431
Finanční majetek	313 386	81 372	469 458	171 201	420 259	333 367
Ostatní aktiva - přechod.účty aktiv	7 949	9 565	8 183	2 772	5 591	4 110
Časové rozlišení	7 949	9 565	8 183	2 772	5 591	4 110
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0
PASIVA CELKEM	4 071 116	4 482 757	5 288 384	4 850 114	4 767 057	4 638 731
Vlastní kapitál	3 553 119	3 635 960	3 724 948	3 648 324	3 690 524	3 748 186
Základní kapitál	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	588 885	593 409	598 049	602 956	607 087	609 671
Výsledek hospodaření minulých let	242 588	318 588	397 588	331 590	400 590	440 590
Výsledek hospodaření běžného obd. (+-)	90 479	92 796	98 144	82 611	51 680	66 758

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Cizí zdroje	515 360	845 640	1 562 149	1 200 581	1 076 201	890 272
Rezervy	86 489	114 229	130 328	152 703	158 559	166 568
Dlouhodobé závazky	10 500	60 172	53 714	105 670	85 450	64 128
Krátkodobé závazky	205 345	320 843	628 107	342 208	382 192	359 576
Bankovní úvěry a výpomoci	213 026	350 396	750 000	600 000	450 000	300 000
Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	2 637	1 157	1 287	1 209	332	273
Časové rozlišení	2 637	1 157	1 287	1 209	332	273
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0

Tabulka č. 18 - Zkrácená forma vertikální analýzy rozvahy (2008-2013)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKTIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Pohledávky za upsany vlastní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stálá aktiva	86,4%	91,6%	82,2%	89,6%	84,1%	85,4%
Dlouhodobý nehmotný majetek	2,3%	2,0%	1,4%	1,3%	0,8%	0,5%
Dlouhodobý hmotný majetek	81,8%	87,5%	79,1%	86,8%	81,8%	83,5%
Dlouhodobý finanční majetek	2,3%	2,1%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%
Oběžná aktiva	13,4%	8,2%	17,6%	10,3%	15,8%	14,5%
Zásoby	0,6%	0,5%	0,4%	0,9%	0,9%	0,5%
Dlouhodobé pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Krátkodobé pohledávky	5,1%	5,9%	8,4%	5,9%	6,0%	6,8%
Finanční majetek	7,7%	1,8%	8,9%	3,5%	8,8%	7,2%
Ostatní aktiva - přechod.účty aktiv	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Časové rozlišení	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Dohadné účty aktivní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
PASIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vlastní kapitál	87,3%	81,1%	70,4%	75,2%	77,4%	80,8%
Základní kapitál	64,6%	58,7%	49,8%	54,2%	55,2%	56,7%
Kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Fondy ze zisku	14,5%	13,2%	11,3%	12,4%	12,7%	13,1%
Výsledek hospodaření minulých let	6,0%	7,1%	7,5%	6,8%	8,4%	9,5%
Výsledek hospodaření běžného obd. (+-)	2,2%	2,1%	1,9%	1,7%	1,1%	1,4%
Cizí zdroje	12,7%	18,9%	29,5%	24,8%	22,6%	19,2%
Rezervy	2,1%	2,5%	2,5%	3,1%	3,3%	3,6%
Dlouhodobé závazky	0,3%	1,3%	1,0%	2,2%	1,8%	1,4%
Krátkodobé závazky	5,0%	7,2%	11,9%	7,1%	8,0%	7,8%
Bankovní úvěry a výpomoci	5,2%	7,8%	14,2%	12,4%	9,4%	6,5%
Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Časové rozlišení	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dohadné účty pasivní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Tabulka č. 19 - Zkrácená forma horizontální analýzy rozvahy (2008-2013)

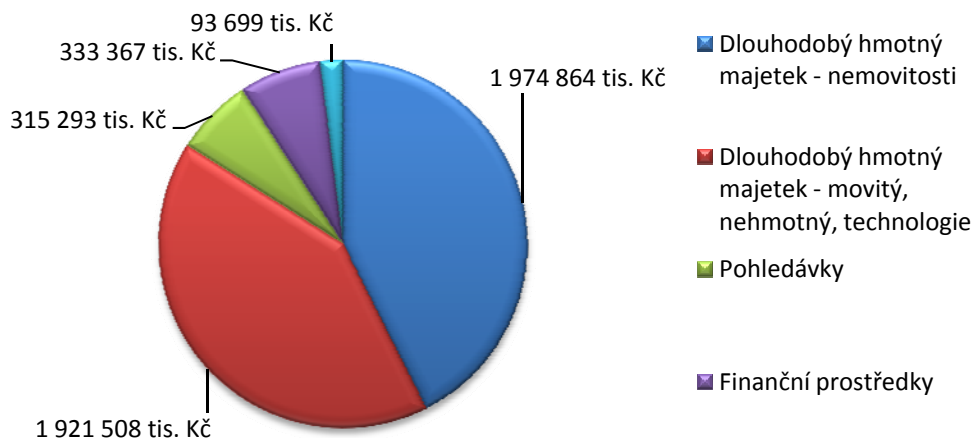
	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2013/2012
AKTIVA CELKEM	10,1%	18,0%	-8,3%	-1,7%	-2,7%
Pohledávky za upsany vlastní kapitál	x	x	x	x	x
Stálá aktiva	16,8%	5,9%	0,0%	-7,7%	-1,2%
Dlouhodobý nehmotný majetek	-3,4%	-18,0%	-16,9%	-37,5%	-42,9%
Dlouhodobý hmotný majetek	17,8%	6,6%	0,6%	-7,3%	-0,7%
Dlouhodobý finanční majetek	-0,9%	-2,8%	-15,7%	-9,1%	-8,1%
Oběžná aktiva	-32,9%	154,6%	-46,2%	50,0%	-10,4%
Zásoby	-10,8%	-9,7%	127,7%	-4,2%	-41,5%
Dlouhodobé pohledávky	-21,6%	1 377,6%	-1,6%	-4,2%	6,7%
Krátkodobé pohledávky	26,5%	68,3%	-35,7%	1,3%	9,2%
Finanční majetek	-74,0%	476,9%	-63,5%	145,5%	-20,7%
Ostatní aktiva - přechod.účty aktiv	20,3%	-14,4%	-66,1%	101,7%	-26,5%
Časové rozlišení	20,3%	-14,4%	-66,1%	101,7%	-26,5%
Dohadné účty aktivní	x	x	x	x	x
PASIVA CELKEM	10,1%	18,0%	-8,3%	-1,7%	-2,7%
Vlastní kapitál	2,3%	2,4%	-2,1%	1,2%	1,6%
Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitálové fondy	x	x	x	x	x
Fondy ze zisku	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,4%
Výsledek hospodaření minulých let	31,3%	24,8%	-16,6%	20,8%	10,0%
Výsledek hospodaření běžného obd. (+-)	2,6%	5,8%	-15,8%	-37,4%	29,2%
Cizí zdroje	64,1%	84,7%	-23,1%	-10,4%	-17,3%
Rezervy	32,1%	14,1%	17,2%	3,8%	5,1%
Dlouhodobé závazky	473,1%	-10,7%	96,7%	-19,1%	-25,0%

	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2013/2012
Krátkodobé závazky	56,2%	95,8%	-45,5%	11,7%	-5,9%
Bankovní úvěry a výpomoci	64,5%	114,0%	-20,0%	-25,0%	-33,3%
Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	-56,1%	11,2%	-6,1%	-72,5%	-17,8%
Časové rozlišení	-56,1%	11,2%	-6,1%	-72,5%	-17,8%
Dohadné účty pasivní	x	x	x	x	x

Aktiva

Celková bilanční suma Společnosti za sledované období vzrostla o cca 0,6 mld. Kč ze 4,1 mld. Kč na 4,6 mld. Kč. Struktura aktiv k 31. 12. 2013 je zachycena v následujícím grafu:

Graf č. 1 - Struktura aktiv k datu 31. 12. 2013



Relevantní jsou pro Společnosti především stálá aktiva. Činnost společnosti je vysoce kapitálově a investičně náročná. Podíl stálých aktiv se na celkových aktivech za sledované období pohyboval v rozmezí cca 82 % až 92 %. Podíl staveb a pozemků a movitého majetku (technologie, dopravní prostředky pro nakládání s odpadem a správu komunikací) byl víceméně vyrovnaný. Nehmotný majetek dosahoval ve sledovaných letech maximálně 2% podílu na aktivech a jeho podíl klesal.

Vývoj dlouhodobého majetku byl ovlivněn zejména investicemi do zařízení pro ekonomické využití odpadu ZEVO v pražských Malešicích (spalovna odpadu) s cílem zvýšit efektivitu a ekologii produkce tepla a zajistit souběžně s tímto také produkci elektrické energie. Investice zahrnovaly zejména instalaci energetické turbíny, filtrů proti vypouštění zplodin a další modernizační i obnovovací investice. Celkové investice včetně obnovovacích investic spalovny, kotlů, rozvodů (horkovody, kolektory, apod.) dosáhly 1,4 mld. Kč. Mimo to Společnost pravidelně investovala do obnovy movitého majetku (zejména vozového parku – komunální techniky a nákladních vozidel), vynakládala další investice do obnovy ZEVO, rekonstruovala sídlo, atd.

V následující tabulce je zachycena výše celkových investic (nezohledňuje prodeje majetků):

Tabulka č. 20 – Vývoj investic do dlouhodobého majetku (historie 2008-2013; tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CAPEX	744	837	486	276	76	315

Celková výše investic CAPEX ve sledovaném období dosáhla 2,7 mld. Kč (pro porovnání objem odpisů za stejné období činil 2 248 mil. Kč), z čehož:

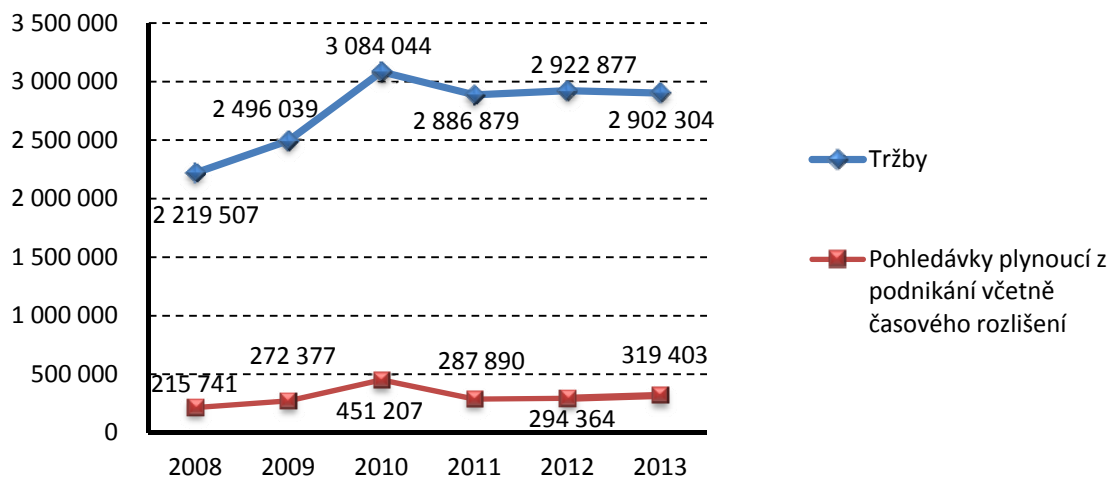
- do ZEVO (výše uvedená modernizace i další investice menšího rozsahu včetně investic do rozvodů) 1,4 mld. Kč
- do komunální techniky a nákladních aut 620 mil. Kč,
- investice do třídící linky v Chrástanech u Prahy včetně nákupu pozemků dosáhly 150 mil. Kč,
- stavební investice v provozech Společnosti činily 148 mil. Kč,
- investice do rekonstrukce sídla činily 131 mil. Kč,
- software a výpočetní technika 107 mil. Kč.

Lze tak tvrdit, že ve vztahu k vynaloženým investicím a odpisům Společnost za sledované období navýšila hodnotu svého dlouhodobého majetku. Pozitivní vliv investic na růst tržeb není ve sledovaném období

zřejmý (zdrojem růstu tržeb v roce 2010 byla údržba komunikací), nicméně je zřejmý růst provozního zisku závodu 14 a výrazný nárůst ziskovosti tohoto závodu.

Oběžný majetek zahrnuje především krátkodobé pohledávky a finanční prostředky. Celkový objem oběžného majetku za sledované období vzrostl o necelých 130 mil. Kč. Za růstem pak stojí zejména nárůst objemu krátkodobých pohledávek z obchodního styku (zejména v období 2010-2013) vyplývající z nárůstu objemu tržeb, jak je patrné z následujícího grafu:

Graf č. 2 – Porovnání vývoje pohledávek a tržeb (2008-2013; tis. Kč)



Z grafu dále vyplývá jednak provázanost vývoje objemu tržeb a objemu obchodních pohledávek a jednak stabilní (až na výkyv v roce 2010) vývoj obchodních pohledávek ve sledovaných letech.

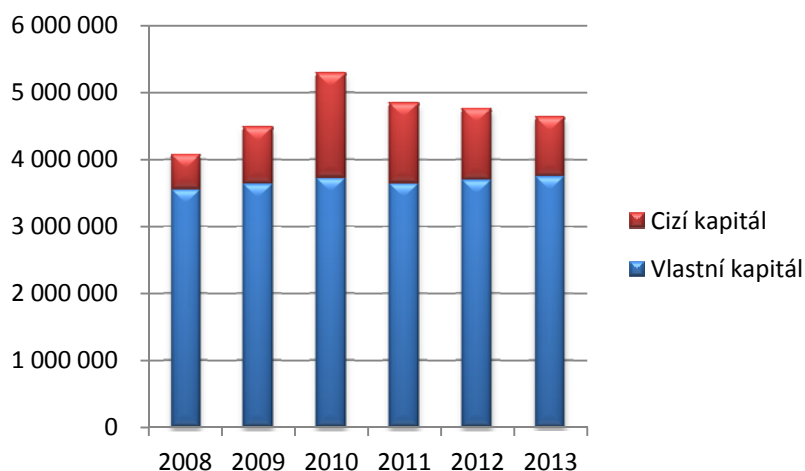
Finanční majetek sice za celé období vzrostl pouze mírně z 313 mil. Kč na 333 mil. Kč, nicméně volatilita jeho objemu byla výrazně vyšší (v porovnání s ostatními oběžnými aktivy).

Pasiva

Růst bilanční sumy (viz výše) je na straně pasiv zachycen jednak růstem vlastního kapitálu, který za sledované období vzrostl díky kumulaci zisků o necelých 200 mil. Kč (z 3,55 na 3,75 mld. Kč), a jednak, a to především, růstem téměř všech podstatných složek cizích zdrojů.

Vývoj vlastního a cizího kapitálu Společnosti ve sledovaných letech je zachycen v následujícím grafu:

Graf č. 3 - Vývoj vlastního a cizího kapitálu (2008-2013; tis. Kč)

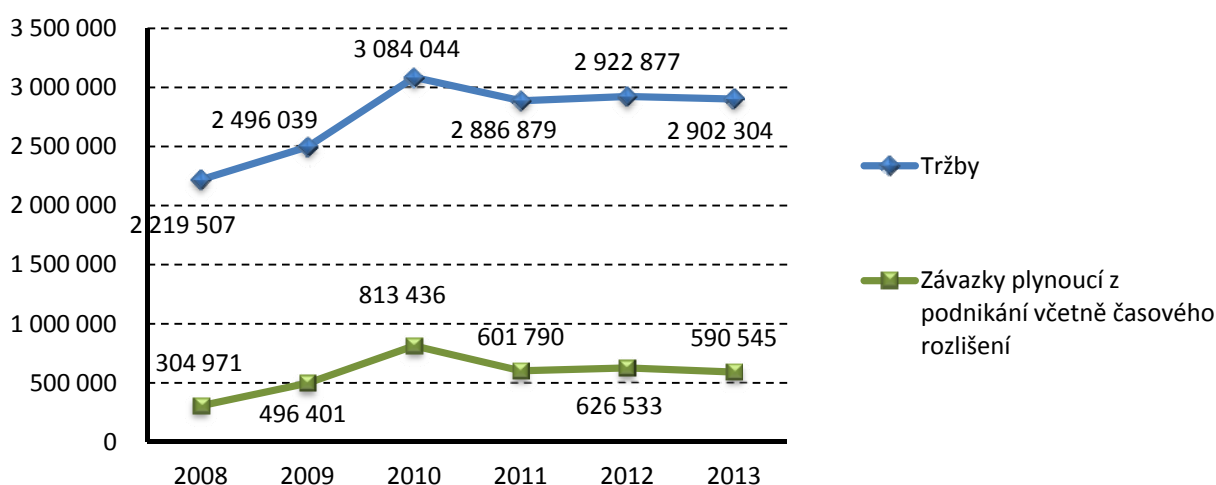


Bankovní úvěry Společnost na začátku sledovaného období evidovala ve výši 213 mil. Kč, přičemž se jednalo výhradně o provozní krátkodobé úvěry. Výše běžných úvěrů se i přes přechodné navýšení v roce 2009 ustálila od roku 2010 na úrovni 150 mil. Kč (jedná se nicméně o část dlouhodobého investičního

úvěru, viz dále, splatnou v následujícím roce). V souvislosti s modernizací a rekonstrukcí zařízení ZEVO nicméně Společnost v roce 2010 čerpala 750 mil. Kč od UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. Ty splácí pravidelnými měsíčními splátkami ve výši 12,5 mil. Kč (150 mil. Kč ročně). Úročení je nastaveno na úrovni 1M PRIBOR + 0,82 % bankovní marže. Celkové zadlužení včetně položek pracovního kapitálu dosáhlo v roce 2013 necelých 20 % a od roku 2010, kdy Společnost čerpala předmětný dlouhodobý úvěr, se tak pravidelně snižuje. Celková výše ročních úroků a splátek jistiny dosahovala cca 155 mil. Kč, což zpravidla přesahovalo výši disponibilního EBIT, nicméně na druhou stranu bylo výrazně pod úrovní EBITDA, tudíž finanční řízení likvidity Společnosti nebylo ohroženo. Dlouhodobý úvěr bude splacen ke konci roku 2015.

Objem provozních závazků (včetně rezerv) se za sledované období téměř zdvojnásobil z 305 mil. Kč na 590 mil. Kč, tedy významně více, než činil nárůst tržeb včetně ostatních výnosů (31 %). Z hlediska tendence vývoje se nicméně objem těchto závazků vyvíjí obdobně jako tržby a v posledních 3 letech je obdobně jako výše tržeb stabilní, viz následující graf:

Graf č. 4 – Porovnání vývoje provozních závazků a tržeb (2008-2013; tis. Kč)



6.2.2 VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT

Tabulka č. 21 - Zkrácená forma výkazů zisku a ztráty (2008-2013; tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Obchodní marže	4 418	4 187	4 059	4 407	4 390	4 447
Výkony	2 127 615	2 426 349	3 004 328	2 793 495	2 819 767	2 794 232
Výkonová spotřeba	1 027 533	1 205 026	1 697 218	1 546 224	1 531 833	1 523 477
Přidaná hodnota	1 104 500	1 225 510	1 311 169	1 251 678	1 292 324	1 275 202
Osobní náklady	643 581	682 502	746 433	732 704	715 201	713 790
Odpisy dlouhodobého majetku (DM)	307 705	353 922	356 274	357 910	455 964	416 629
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu (především prodej druhotných surovin)	1 569	3 206	4 375	4 349	3 310	2 335
Zůstatková cena prod. dlouh. majetku a mat.	1 294	3 180	9 508	3 399	2 113	631
Ostatní provozní náklady (včetně OP, daní)	47 343	41 787	61 156	28 547	26 706	56 573
Provozní výsledek hospodaření	106 146	147 325	142 173	133 467	95 650	89 914
Nákladové úroky	534	1 871	4 388	3 958	18 783	7 582
Ostatní finanční náklady	-3 032	23 362	10 683	14 553	7 762	-5 310
Finanční výsledek hospodaření	2 498	-25 233	-15 071	-18 511	-26 545	-2 272
Daň z příjmů za běžnou činnost	18 165	29 296	28 958	32 345	17 425	20 884
Výsledek hospodářský za běžnou činnost	90 479	92 796	98 144	82 611	51 680	66 758
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období	90 479	92 796	98 144	82 611	51 680	66 758
Výsledek hospodaření před zdaněním	108 644	122 092	127 102	114 956	69 105	87 642

Tabulka č. 22 - Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty (2008-2013)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Výnosy celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Tržby za prodej zboží	4,1%	2,8%	2,6%	3,2%	3,5%	3,7%
Tržby z vl. výkonů a služeb	95,7%	97,0%	97,2%	96,5%	96,3%	96,1%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ostatní výkony	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%
Ostatní provozní výnosy	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%
Finanční výnosy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mimořádné výnosy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Náklady celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Náklady na prodané zboží	4,1%	2,8%	2,6%	3,2%	3,5%	3,7%
Spotřeba materiálu a energie	12,5%	11,4%	9,8%	8,6%	8,3%	8,8%
Služby	36,1%	39,3%	47,5%	47,1%	45,3%	45,3%
Osobní náklady	30,5%	28,7%	25,2%	26,4%	25,0%	25,3%
Daně a poplatky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odpisy	14,6%	14,9%	12,0%	12,9%	16,0%	14,8%
Změna stavu rezerv, OP a KNPO	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatní provozní náklady	2,3%	1,9%	2,4%	1,2%	1,0%	2,0%
Úroky	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,7%	0,3%
Ostatní finanční náklady	-0,1%	1,0%	0,4%	0,5%	0,3%	-0,2%
Mimořádné náklady	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nákladovost tržeb [(náklady / tržby) * 100%]	95,32%	96,11%	96,26%	97,80%	97,12%	95,32%
Náročnost tržeb na výkonovou spotřebu	48,32%	55,08%	53,61%	52,43%	52,52%	48,32%
Náročnost tržeb na materiál a energii	10,87%	9,43%	8,29%	8,09%	8,50%	10,87%
Náročnost tržeb na služby	37,45%	45,66%	45,32%	44,35%	44,03%	37,45%
Náročnost tržeb na osobní náklady	27,37%	24,23%	25,40%	24,48%	24,61%	27,37%
Náročnost tržeb na odpisy	14,19%	11,56%	12,41%	15,61%	14,36%	14,19%
Náročnost tržeb na úroky	0,08%	0,14%	0,14%	0,64%	0,26%	0,08%
Náročnost tržeb na ostatní náklady	5,37%	5,10%	4,70%	4,63%	5,36%	5,37%

Tabulka č. 23 - Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (2008-2013)

	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2013/2012
Výnosy celkem	12,5%	23,6%	-6,4%	1,2%	-0,7%
Náklady celkem	12,5%	24,6%	-6,2%	2,9%	-1,4%
Přidaná hodnota	11,0%	7,0%	-4,5%	3,2%	-1,3%
Provozní hospodářský výsledek	38,8%	-3,5%	-6,1%	-28,3%	-6,0%
Hospodářský výsledek z fin. operací	-1 110,1%	40,3%	-22,8%	-43,4%	91,4%
Zisk před zdaněním	12,4%	4,1%	-9,6%	-39,9%	26,8%
Zisk po zdanění	2,6%	5,8%	-15,8%	-37,4%	29,2%
Tržby za prodej zboží	-24,2%	14,4%	17,1%	10,4%	4,8%
Tržby z vl. výkonů a služeb	14,1%	23,8%	-7,0%	1,0%	-0,9%
Náklady na prodané zboží	-25,1%	15,5%	17,6%	11,0%	5,0%
Spotřeba materiálu a energie	2,5%	7,2%	-17,7%	-1,2%	4,3%
Služby	22,4%	50,6%	-7,1%	-0,9%	-1,4%
Osobní náklady	6,0%	9,4%	-1,8%	-2,4%	-0,2%
Daně a poplatky	x	x	x	x	x
Odpisy	15,0%	0,7%	0,5%	27,4%	-8,6%
Změna stavu rezerv, OP a KNPO	x	x	x	x	x
Ostatní provozní náklady	-7,5%	57,1%	-54,8%	-9,8%	98,5%
Finanční výnosy	x	x	x	x	x
Finanční náklady	1 110,1%	-40,3%	22,8%	43,4%	-91,4%
z toho úroky	250,4%	134,5%	-9,8%	374,6%	-59,6%

Celkové výnosy Společnosti výrazně rostly do roku 2010 včetně, kdy dosáhly maximální úrovně a přesáhly 3 mld. Kč. V dalších letech klesly v roce 2011 a následně byl jejich objem spíše konstantní, byť s mírnou oscilací. Za celé období každopádně narostly celkové výnosy o 31 % (z cca 2,1 na 2,8 mld. Kč), což udává průměrný roční růst výnosů o 5,6 %. Tento růst výrazně předčil nominální růst české ekonomiky za dané období. Vývoj zisku již nicméně vlivem růstu nákladovosti, zejména u služeb a odpisů, růstu nedosáhl. Zisk po zdanění se ve sledovaných letech do roku 2011 včetně držel na obdobné úrovni (kolem průměrné úrovně 90 mil. Kč), v roce 2012 výrazně klesl na 52 mil. Kč a v dalším roce vzrostl na 67 mil. Kč. Za celé sledované období tak i přes růst celkových výnosů o 31 % klesl zisk o -26 %.

Je nutné zmínit, že celková nákladovost tržeb rostla od roku 2010 včetně, tzn., růst zisku v roce 2010 nedosáhl tempa růstu tržeb. Růst celkové nákladovosti pokračoval až do roku 2012 (růst z 95,32 % na 97,8 %) a klesl až v roce 2013 na 97,12 %.

Růst tržeb do roku 2010 tak doprovázel nárůst nákladů, zejména výkonové spotřeby, která zásadně vzrostla právě v roce 2010 (nákladovost se navýšila z 48,3 % na 55,1 %; v absolutním vyjádření z 1,2 na 1,5 mld. Kč).

1,7 mld. Kč). Navýšily se přitom výhradně náklady na služby. Lze odhadovat, že primárním zdrojem růstu nákladovosti byl závod 12, kde došlo k růstu výnosů z 0,9 mld. Kč na 1,4 mld. Kč, přičemž zisk závodu klesl z 145 mil. Kč na 143 mil. Kč. Naopak pozitivně v roce 2010 působil nárůst ziskovosti závodu 14 (ZEVO), kde i přes pokles tržeb z 380 na 363 mil. Kč vzrostl zisk z necelých 22 mil. Kč na více než 36 mil. Kč (úspora v nákupu el. energie).

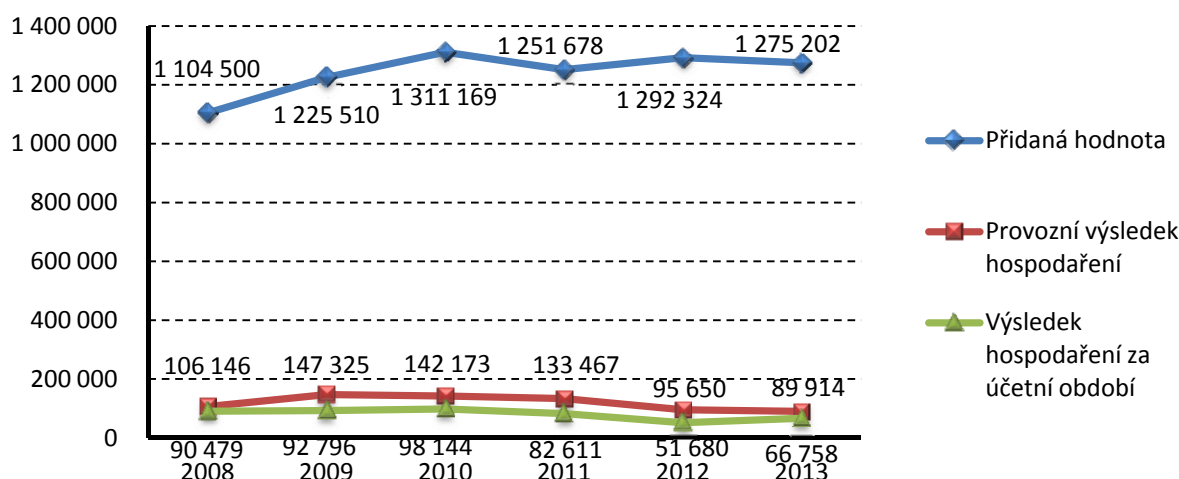
Od roku 2011 se Společnosti dařilo nákladovost výkonové spotřeby mírně snižovat, resp. od roku 2012 a 2013 ustálit, ovšem v těchto letech se v hospodaření Společnosti projevily investice vynaložené zejména v souvislosti s modernizací ZEVO a související nárůst objemu odpisů (nákladovost odpisů vzrostla v roce 2012 z 12,4 % na 15,6 % a v následujícím roce klesla na 14,36 %).

V rámci celého sledovaného období tak lze konstatovat, že nárůst nákladovosti byl zapříčiněn růstem nákladovosti služeb z 37,5 % na 44 %. Z vývoje zisku jednotlivých závodů lze odhadovat, že hlavním zdrojem nárůstu nákladovosti byl závod 12 (údržba komunikací), jehož ziskovost ve sledovaném období od roku 2009, kdy závod dosáhl rekordního zisku, klesala. Naopak ziskovost závodů 11 a 14 ve většině sledovaných let rostla.

Nákladovost ostatních co do objemu podstatných složek nákladů mimo odpisů (materiál a energie, osobní náklady) pak ve sledovaném období klesla (jedná o převážně o vliv nárůstu outsourcingu, a tedy nákladů na služby).

Vývoj výsledku hospodaření a ostatních základních ukazatelů výsledovky v 2008 – 2013 je zachycen v následujícím grafu:

Graf č. 5 - Vývoj hlavních ukazatelů výkazu zisku a ztráty (2008-2013; tis. Kč)



6.3 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ

Ukazatele poměrové analýzy jsou zpravidla počítány z průměrných stavů.

Analýza zadluženosti a krytí stálých aktiv

Zadlužení podniku ve sledovaných letech kolísalo. Na konci a začátku období se pohybuje kolem 20 %. Nárůst zadlužení v letech 2010-2012 souvisel s investičním úvěrem na modernizaci a rozšíření ZEVO.

Stupeň samofinancování vykazuje růstovou tendenci, což souvisí se zadržováním zisků ve Společnosti.

Úrokové krytí přesahuje doporučené hodnoty, byť i přes pokles placených úroků klesalo (důsledek poklesu zisku).

Stupeň krytí stálých aktiv od roku 2010 přesahuje 100 % a v posledních 2 letech je relativně stabilní na úrovni 104-106 %. Důvodem je zejména omezení objemů investic po roce 2010 a zadržování zisků, které částečně kompenzují splácení dlouhodobého úvěru.

Poměr odpisů k dlouhodobému odepisovatelnému majetku byl do roku 2011 relativně stabilní a vzrostl až v posledních dvou letech z důvodu začátku odepisování investice do ZEVO.

Míra reprodukce dlouhodobého majetku byla díky vysokým investicím do tohoto majetku do roku 2010 značná, a to jednak z důvodu obnovy stávajících technologických celků na hranici své životnosti, tak z důvodu instalace nových technologií v oblasti energetiky a výroby elektřiny (ZEVO). V dalších letech nicméně ukazatel klesl pod hodnotu 1. Vzhledem k obrovským investicím do ZEVO, která o cca 1 mld. navýšily netto hodnotu dlouhodobého majetku a zejména úroveň odpisů, nelze nicméně uvedený vývoj považovat za ohrožující (při stabilním vývoji dojde postupně k jeho ustálení).

Tabulka č. 24 - Analýza zadluženosti a krytí stálých aktiv (2009-2013)

	2009	2010	2011	2012	2013
Stupeň finanční nezávislosti	81,11%	70,44%	75,22%	77,42%	80,80%
Stupeň zadluženosti	18,86%	29,54%	24,75%	22,58%	19,19%
Stupeň samofinancování	34,66%	37,84%	35,52%	38,30%	39,92%
Úrokové krytí	6 625,49%	2 996,58%	3 004,40%	467,91%	1 255,92%
Stupeň krytí stálých aktiv dlouhodobým kapitálem	92,78%	103,70%	100,25%	105,62%	104,25%
Poměr odpisů k dlouh. hmotnému a nehmotnému majetku	8,82	8,37	8,38	11,57	10,69
Míra reprodukce dlouhodobého majetku	2,68	1,71	1,04	0,28	0,90

Analýza likvidity

Úrovně okamžité a rychlé likvidity dosahované Společností v jednotlivých letech jsou až na výjimku v roce 2009 v doporučených mezích.

Pod spodní hranici doporučených hodnot se nachází pouze ukazatel běžné likvidity, kterého negativně ovlivnilo splácení dlouhodobého investičního úvěru, jehož splátky, které budou uhrazeny v následujícím roce, jsou účtovány jako krátkodobý úvěr. Stabilizaci lze při současném vývoji hospodaření a investic očekávat až po splacení úvěru.

Tabulka č. 25 - Analýza likvidity (2009-2013)

	2009	2010	2011	2012	2013
Okamžitá likvidita	12,12%	60,33%	34,78%	78,97%	65,42%
Rychlá likvidita	51,27%	117,16%	92,54%	133,08%	127,12%
Běžná likvidita	54,54%	119,81%	101,87%	141,35%	132,26%

Analýza obratu

Ukazatele obratu jsou v posledních letech stabilní.

Tabulka č. 26 - Analýza obratu (2009-2013)

	2009	2010	2011	2012	2013
Obrat zásob	107,21	147,67	88,90	66,17	84,68
Obrat celkových pohledávek	10,60	8,73	7,92	10,18	9,60
Obrat celkových závazků	6,25	4,71	4,08	4,76	4,77
Obrat vlastního kapitálu	0,69	0,84	0,78	0,80	0,78
Obrat celkového kapitálu	0,58	0,63	0,57	0,61	0,62

Analýza rentability

Pokles rentability na všech úrovních souvisí s poklesem zisku a ziskovosti závodu 12. Rentabilita ostatních závodů je rostoucí.

Tabulka č. 27 - Analýza rentability (2009-2013)

	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita tržeb	3,72%	3,19%	2,86%	1,77%	2,30%
Rentabilita vlastního kapitálu	2,58%	2,67%	2,24%	1,41%	1,79%
Rentabilita celkového kapitálu	2,90%	2,69%	2,35%	1,83%	2,02%

Analýza produktivity práce

Produktivita práce vykazovala v rámci celého sledovaného období i přes krátkodobou a spíše jednorázovou oscilaci mírný nárůst.

Tabulka č. 28 - Analýza produktivity práce (2009-2013)

	2009	2010	2011	2012	2013
Produktivita z výkonů (tis. CZK / prac.)	1 463,42	1 738,62	1 629,81	1 735,24	1 810,91
Produktivita z přidané hodnoty (tis. CZK / prac.)	739,15	758,78	730,27	795,28	826,44

6.4 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, výše vyjmenované 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 je tedy vhodné použít příjmový přístup ocenění.

7 FINANČNÍ PLÁN – PROGNÓZA BUDOUCÍHO VÝVOJE

Finanční plán Znalec sestavil pro potřeby ocenění Jmění Společnosti výnosovou metodou DCF Entity (FCFF).

Finanční plán Společnosti byl sestaven ve dvou fázích.

V 1. fázi pro následujících 5 let (2014 – 2018) byly jednotlivé ukazatele odhadnuty pro každý rok samostatně.

V 2. fázi plánu, kdy se počítají finanční toky generované Společností od roku 2019 dále, byly jednotlivé položky použité pro výpočet finančních toků převzaty z posledního roku 1. fáze, tedy z roku 2018. Znalec projektoval ustálení většiny základních parametrů finančního plánu během 1. fáze a ve 2. fázi tak dochází pouze ke změnám na úrovni stanoveného tempa růstu FCFF, viz dále kapitola *8 Ocenění Jmění Společnosti příjmovým přístupem*. Parametry neustálené v průběhu 1. fáze byly pro 2. fázi upraveny na dlouhodobě udržitelnou úroveň.

7.1 TEORETICKÁ ČÁST – ZPŮSOB SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

7.1.1 PLÁN FINANCOVÁNÍ

Plán financování zahrnuje především plán splácení úvěrů, vypočtenou výši úroků a změny ve vlastním kapitálu.

7.1.2 VÝNOSY, NÁKLADY

Tržby byly odhadnuty ve strategické analýze na základě předpokládaného vývoje trhu v dalších letech.

Ostatní položky budou odhadnuty a naprognózovány podle různých přístupů:

- Většina položek bude naprognózována podle vývoje a odhadu jejich podílu na tržbách.
- Některé položky (úroky, odpisy) jsou odhadnuty na základě plánu rozvahových položek (plán investic, plán financování).
- Některé položky (často položky, které nejsou významné a nedosahují vysokých hodnot) jsou převzaty z posledního známého roku, případně je vypočítán jejich průměr (aritmetický, vážený) z několika posledních let.

Existují i další způsoby plánování nákladů a výnosů, konkrétně jsou jednotlivé položky popsány dále v plánu výkazu zisku a ztrát.

7.1.3 ROZVAHA

Vývoj rozvahových položek bude prognózován následovně. Stálá aktiva se naprognózují podle plánu investic na další roky. Pokud Znalec nemá tento plán k dispozici a nezná žádné další informace o investicích do stálých aktiv, naplánuje pouze udržovací investice, k nimž se připočítá inflace, neboli investice, které se rovnají odpisům v daném roce zvýšených o úroveň inflace, aby hodnota stálých aktiv neklesala (zdánlivé mírné zvyšování stálých aktiv o úroveň inflace pouze udržuje jejich hodnotu v čase).

Položky oběžného majetku mimo krátkodobého finančního majetku budou vypočítány na základě odhadů dob obrátů jednotlivých položek. Doby obrátů budou odhadnuty podle jejich historického vývoje. Krátkodobý finanční majetek bude převzat z cash-flow daného roku.

Položky vlastního kapitálu se, pokud nejsou známy konkrétní informace o jeho změnách, nemění a zůstanou na úrovni posledního známého roku (samozřejmě mimo výsledku hospodaření za účetní období a

nerozděleného výsledku hospodaření z minulých let, které se převezmou z naplánovaného výkazu zisku a ztrát).

V případě cizího kapitálu se v případě úrokovaného cizího kapitálu postupuje na základě plánu financování a plánu úvěrů. Krátkodobé závazky z obchodního styku budou vypočítány pomocí odhadnutých dob obratu, ostatní krátkodobé neúročené závazky budou naplánovány jinak, konkrétně viz dále kapitola *7.2 Sestavení finančního plánu*.

Časové rozlišení se neplánuje nebo se odhaduje na základě růstu tržeb (záleží na povaze položek časového rozlišení).

7.2 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

7.2.1 PŘEDPOKLADY

Rok 2014 a část roku říjen-prosinec 2014

Vývoj výnosových a nákladových položek za období říjen-prosinec 2014 vychází z dosavadního vývoje v prvních třech čtvrtletích tohoto roku, přičemž zohledňuje nižší tržby za údržbu komunikací v zimě 1-3/2014 z důvodu slabé zimy (oproti průměru) a vyšší objem osobních nákladů v posledním čtvrtletí 2014 z důvodu předpokládaných odměn a bonusů souvisejících s koncem roku.

Finanční plány sestavené Společností

Znalci byly předloženy krátkodobý finanční plán na rok 2015 a střednědobý finanční plán na období let 2014-2018. Mimo to byly Znalci předloženy plány investic do dlouhodobého majetku. Uvedené plány Znalec přezkoumal a analyzoval a dílčí parametry či závěry těchto plánů použil do finančního plánu na období 2014-2018 sestaveného Znalcem pro potřeby ocenění Jména Společnosti v rámci tohoto znaleckého posudku.

Účtování dle IFRS

Společnost účtuje dle IFRS, což se ve výkazech Společnosti 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.

Zvýšení nákladů v souvislosti s účastí na výběrovém řízení

Do finančního plánu Znalec dále oproti finančnímu plánu sestavenému Společností kalkuloval zvýšení nákladů, které by s sebou nutně přinesla účast Společnosti na výběrovém řízení souvisejícím se svozem komunálního odpadu. Pro získání zakázky lze předpokládat sestavení projektového týmu složeného z interních zaměstnanců Společnosti a externích poradců zejména z právní a ekonomické oblasti. Náklady by byly vynaloženy především s:

- zvýšenými osobními náklady členů projektového týmu a zaměstnanců zastupujících projektový tým v rámci běžné agendy,
- přípravou dokumentace,
- souvisejícím právním a ekonomickým poradenstvím,
- právní náklady a soudní výlohy související se spory vyplývajícími z výsledků výběrového řízení, apod.

Výši nákladů stanovil Znalec odborným odhadem vycházejícím z nákladů u obdobných nabídek, a to s ohledem na celkovou hodnotu zakázky a předpoklad, že tato zakázka by byla s největší pravděpodobností vypsána na delší časové období (několik let). Celkový finanční objem zakázky lze dle informací aktuálně dostupných k datu ocenění odhadovat na cca 1 mld. Kč / rok. 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.

7.2.2 PLÁN FINANCOVÁNÍ

Základní kapitál spolu s kapitálovými fondy se nebude v období plánu měnit a zůstane na úrovni k datu 30. 9. 2014.

Společnost drží dlouhodobý bankovní úvěr od UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s., jehož nesplacený zůstatek ke konci roku 2013 činil 300 mil. Kč, k datu 30. 9. 2014 pak 187,5 mil. Kč. Úvěr společnost splácí v pravidelných měsíčních splátkách 12,5 mil. Kč (roční výše splátek anuity činí 150 mil. Kč). Úvěr je úročen plovoucí úrokovou sazbou složenou ze sazby 1M PRIBOR a 0,82 % bankovní marže. Výše úroků v jednotlivých letech je počítána vždy z průměrné hodnoty úvěru v daném roce. Výše sazby 1M PRIBOR je projektována jako rostoucí v souladu s předpokládaným oživením ekonomiky Eurozóny.

Dále Společnost eviduje závazky z finančních pronájmů (z finančních leasingů). Ke konci roku 2013 Společnost evidovala finanční závazky ve výši 63 011 tis. Kč (reálná, nikoliv nominální hodnota budoucích splátek jistiny), k 30. 9. 2014 pak ve výši 98 816 tis. Kč. Úroková sazba aplikovaná na finanční leasingy Společnosti činí cca 2,5 %. Objem závazků z finančního pronájmu v projektovaných letech 2014-2018 plyne z objemu investic pořizovaných na finanční leasing. Tento objem se od roku 2014 výrazně navýšil (změnil se poměr investic financovaných jednorázově Společností a investic financovaných finančním leasingem ve prospěch investic financovaných finančním leasingem), v důsledku čehož dochází v plánu k nárůstu objemu závazků z finančního pronájmu, viz dále kapitola 7.2.4 Plán rozvahy.³

Přehled projekce externích zdrojů financování je uvedena v následujících dvou tabulkách.

Tabulka č. 29 - Plán financování (2013-2018; tis. Kč)

Běžný úvěr v tis. Kč	2013	1-9/2014	10-12/2014	2015	2016	2017	2018
Roční splátka (+) / navýšení (-) úvěru	150 000	112 500	37 500	150 000	0	0	0
Zůstatek úvěru ke konci roku	300 000	187 500	150 000	0	0	0	0
3M EURIBOR	0,2%	0,3%	0,3%	0,8%			
Marže	1,4%	0,8%	0,8%	0,8%			
Úroková míra	1,6%	1,1%	1,1%	1,6%			
Úroky	7 582	2 214	307	1 193	0	0	0

Závazky z finančního pronájmu tis. Kč	2013	1-9/2014	10-12/2014	2015	2016	2017	2018
Zůstatek závazků ke konci roku	63 011	98 816	156 656	284 445	302 151	318 056	312 561
Úroková míra		2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Úroky		1 686	532	5 514	7 332	7 753	7 883

³ Vzhledem k tomu, že management Společnosti nedisponoval k datu zpracování posudku přesnými informacemi o rozdělení financování budoucích investic, projektoval Znalec u investic do komunální techniky financování finančním leasingem a u ostatních investic jednorázové financování z prostředků Společnosti na začátku investice.

7.2.3 PLÁN VÝNOSŮ, NÁKLADŮ

Kompletní plán výkazu zisku a ztrát pro roky 2014 – 2018 je uveden v příloze č. 3. Postup jeho prognózy je popsán v následujících podkapitolách.

Tržby za výkony, ostatní výnosy

Prognózu tržeb Znalec provedl v členění na jednotlivé tržní segmenty s využitím následujících informací:

- strategická analýza,
- informace uvedené ve výročních zprávách,
- minulý vývoj tržeb.

V následující tabulce je uveden historický vývoj tržeb za různé činnosti:

Tabulka č. 30 – Historický vývoj tržeb (2008-2013; tis. Kč)

Položky v tis. CZK	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby - prodej zboží,	91 892	69 690	79 716	93 384	103 110	108 073
Tržby - výkony	2 094 786	2 419 325	2 994 389	2 768 343	2 795 201	2 767 020
Tržby - ostatní	32 219	7 984	11 395	26 829	26 434	27 738
Tržby - CELKEM	2 218 897	2 496 999	3 085 500	2 888 556	2 924 746	2 902 830
- index ročního růstu (poklesu)	x	1,1253	1,2357	0,9362	1,0125	0,9925
Nakládání s odpady - komunální	955 085	1 003 438	1 029 814	1 047 962	1 049 364	1 036 464
- index ročního růstu (poklesu)	x	1,0506	1,0263	1,0176	1,0013	0,9877
Nakládání s odpady - živnost	196 965	227 349	226 550	224 399	222 647	220 216
- index ročního růstu (poklesu)	x	1,1543	0,9965	0,9905	0,9922	0,9891
Nakládání s odpady - ostatní	0	135 180	146 579	170 294	142 878	147 152
- index ročního růstu (poklesu)	x	x	1,0843	1,1618	0,8390	1,0299
Komunikace (čištění, sjízdnost)	413 199	602 734	989 939	784 695	809 122	833 204
- index ročního růstu (poklesu)	x	1,4587	1,6424	0,7927	1,0311	1,0298
Komunikace (opravy a údržba)	192 706	155 568	211 512	206 364	168 062	173 037
- index ročního růstu (poklesu)	x	0,8073	1,3596	0,9757	0,8144	1,0296
Výroba páry, elektřiny, teplé vody	92 161	109 518	66 751	56 185	106 280	118 560
- index ročního růstu (poklesu)	x	1,1883	0,6095	0,8417	1,8916	1,1155
Subdodávky	0	72 420	114 462	115 274	131 852	83 451
- index ročního růstu (poklesu)	x	x	1,5805	1,0071	1,1438	0,6329
Prodej zboží (PHM)	91 892	69 690	79 716	93 384	103 110	108 073
- index ročního růstu (poklesu)	x	0,7584	1,1439	1,1715	1,1042	1,0481
Prodej materiálu - vytríděný materiál	75 850	57 202	134 120	126 038	94 836	98 653
- index ročního růstu (poklesu)	x	0,7541	2,3447	0,9397	0,7524	1,0402
Pronájem	0	0	20 509	19 826	21 942	22 520
- index ročního růstu (poklesu)	x	x	x	0,9667	1,1067	1,0263
Ostatní služby	168 820	55 916	54 153	17 306	48 219	33 762
- index ročního růstu (poklesu)	x	0,3312	0,9685	0,3196	2,7863	0,7002
Ostatní výnosy	32 219	7 984	11 395	26 829	26 434	27 738
- index ročního růstu (poklesu)	x	0,2478	1,4272	2,3545	0,9853	1,0493

Růst tržeb vybraných činností (nakládání s odpady, tržby z čištění a zajištění sjízdnosti komunikací, oprava a údržba komunikací, prodej vytríděného materiálu, ostatní výnosy) v letech 2014 a 2015 je odvozen z rozpočtů Společnosti sestavených dle konkrétních smluvních vztahů dojednaných či dojednávaných v době zpracování znaleckého posudku. Od roku 2016 je již vývoj nastaven dle závěrů strategické analýzy.

Komentář k prognóze tržeb z jednotlivých činností dle závěrů strategické analýzy:

- Nakládání s komunálními odpady – v souladu se závěry strategické analýzy Znalec předpokládá růst o tempo růstu objemu komunálních odpadů (viz strategická analýza) a předpokládanou inflaci.
- Nakládání s odpady ze živností a ostatními odpady – více závislé na vývoji ekonomiky, růst navázán na nominální HDP.
- Komunikace (čištění, sjízdnost) – nelze predikovat vzhledem k neurčitosti zimních období, prognózovány jako rostoucí o inflaci.
- Komunikace (údržba, opravy) – růst tržeb o inflaci.

- Výroba páry, elektřiny a teplé vody – činnost spalovny a kogenerační jednotky je již stabilizována, tudíž tržby jsou projektovány jako rostoucí o inflaci.
- Subdodávky – vzhledem k významným investicím do movitého majetku Znalec nepředpokládá navýšení podílu subdodávek na úkor vlastních výkonů. Prognóza tak počítá pouze s růstem cenové hladiny.
- Prodej zboží (PHM) – růst tržeb v roce 2014 klesl (projektován dle dosavadního vývoje) a od roku 2015 je projektován na úrovni prognózovaného růstu nominálního HDP.
- Prodej vyříděného materiálu – Znalec vycházel ze závěrů strategické analýzy a růst tržeb navázal na předpokládaný růst objemu vyříděného odpadu a na růst cenové hladiny. Tento vývoj postupně konverguje k nominálnímu růstu HDP.
- Pronájem, ostatní služby – do dalších let jsou naplánovány jako rostoucí o inflaci.
- Ostatní výnosy – nepodstatná položka, odhad na rok 2014 a 2015 převzat dle předpokládané skutečnosti známé v době zpracování posudku (pokles v roce 2014). V dalších letech je projektován inflační nárůst.

Tabulka č. 31 – Prognóza tržeb (2014-2018; tis. Kč)

Položky v tis. CZK	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Tržby - prodej zboží	91 217	94 994	99 121	103 530	108 768
Tržby - výkony	2 748 368	2 779 327	2 876 306	2 984 714	3 097 722
Tržby - ostatní	25 761	17 775	18 095	18 475	18 845
Tržby - CELKEM	2 865 347	2 892 097	2 993 522	3 106 719	3 225 335
- index ročního růstu (poklesu)	0,9871	1,0093	1,0351	1,0378	1,0382
Nakládání s odpady - komunální*	1 036 464	1 036 464	1 089 109	1 147 800	1 208 470
- index ročního růstu (poklesu)	1,0000	1,0000	1,0508	1,0539	1,0529
Nakládání s odpady - živnost	220 216	220 216	229 783	240 002	252 146
- index ročního růstu (poklesu)	1,0000	1,0000	1,0434	1,0445	1,0506
Nakládání s odpady - ostatní	147 152	147 152	153 545	160 373	168 488
- index ročního růstu (poklesu)	1,0000	1,0000	1,0434	1,0445	1,0506
Komunikace (čištění, sjízdnost)	824 872	842 194	857 354	875 358	892 865
- index ročního růstu (poklesu)	0,9900	1,0210	1,0180	1,0210	1,0200
Komunikace (opravy a údržba)	173 037	173 037	176 152	179 851	183 448
- index ročního růstu (poklesu)	1,0000	1,0000	1,0180	1,0210	1,0200
Výroba páry, elektřiny, teplé vody	106 704	117 374	119 487	121 996	124 436
- index ročního růstu (poklesu)	0,9000	1,1000	1,0180	1,0210	1,0200
Subdodávky	84 369	86 141	87 691	89 533	91 323
- index ročního růstu (poklesu)	1,0110	1,0210	1,0180	1,0210	1,0200
Prodej zboží (PHM)	91 217	94 994	99 121	103 530	108 768
- index ročního růstu (poklesu)	0,8440	1,0414	1,0434	1,0445	1,0506
Prodej materiálu - vyříděný materiál	98 653	98 653	104 044	109 416	114 952
- index ročního růstu (poklesu)	1,0000	1,0000	1,0546	1,0516	1,0506
Pronájem	22 768	23 246	23 664	24 161	24 644
- index ročního růstu (poklesu)	1,0110	1,0210	1,0180	1,0210	1,0200
Ostatní služby	34 133	34 850	35 477	36 223	36 947
- index ročního růstu (poklesu)	1,0110	1,0210	1,0180	1,0210	1,0200
Ostatní výnosy	25 761	17 775	18 095	18 475	18 845
- index ročního růstu (poklesu)	0,9287	0,6900	1,0180	1,0210	1,0200

* Bude dále sníženo o tržby za výkony, které Společnost inkasovala do 31. 10. 2014 za zajištění svozu komunálního území na územích, které obsluhovali subdodavatelé, a kde k datu zpracování posudku zajišťuje svoz společnost AVE CZ odpadové hospodářství, s. r. o. (Praha 2, Praha 3, Praha 8, Praha 9, Praha 10, Praha 14 a Praha – Troja), a tržby za výkony, které Společnost inkasovala od subdodavatelů – 4 % z tržeb za svoz komunálního odpadu na územích, kde svoz zajišťovali subdodavatelé, a kde svoz zajišťuje společnost AVE CZ odpadové hospodářství, s. r. o. (viz první odrážka).

Náklady

Většina nákladů je odhadnuta podle prognózy jejich náročnosti (nákladovosti) na tržbách (podíl jednotlivých položek na celkových tržbách či jejich vybraných složkách), viz následující dvě tabulky:

Tabulka č. 32 - Ostatní náklady (historie 2009-2013; tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	1-9/2014
Tržby za prodané zboží	69 690	79 716	93 384	103 110	108 073	68 413
Tržby za výkony	2 419 325	2 994 389	2 768 343	2 795 201	2 767 020	2 037 818
Ostatní výnosy	7 984	11 395	26 829	26 434	27 738	19 321
Změna stavu zásob nedokončené výroby	0	134	1 022	53	352	0
Aktivace	2 246	2 785	1 650	1 495	1 457	757
Náklady na prodané zboží	65 503	75 657	88 977	98 720	103 625	65 565
Náklady na prodané zboží / Tržby za zboží	0,94	0,95	0,95	0,96	0,96	95,8%
Náklady - materiál a energie	271 102	290 521	239 226	236 244	246 509	170 331
Náklady - materiál a energie / Tržby za výkony	0,11	0,10	0,09	0,08	0,09	8,3%
Náklady - služby	933 924	1 406 697	1 306 998	1 295 589	1 276 968	925 175
Náklady - služby / Tržby za výkony	0,38	0,47	0,47	0,46	0,46	45,0%
Osobní náklady	682 502	746 433	732 704	715 201	713 790	527 147
Index růstu/poklesu	x	1,094	0,982	0,976	0,998	x
Odpisy	353 922	356 274	357 910	455 964	416 629	306 021
Ostatní provozní náklady	44 967	70 664	31 946	28 819	57 204	27 969
Ostatní provozní náklady / Tržby za výkony	0,02	0,02	0,01	0,01	0,02	1,4%
Ostatní finanční náklady - výnosy	25 233	15 071	18 511	26 545	2 272	4 491
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	122 092	127 102	114 956	69 105	87 643	99 610

Nákladovost většiny položek byla v případě stabilní výše v letech 2009-2013, resp. do 3. kvartálu 2014, stanovena na úrovni průměru těchto let (s vyloučením extrémů), v případně zřetelného trendu na úrovni posledního období.

Výjimkou jsou:

- Aktivace – nepodstatná položka. Odhad převzat z krátkodobého plánu Společnosti na rok 2015 a z jejího střednědobého plánu.
- Změna stavu zásob nedokončené výroby není vzhledem k náplni podnikatelské činnosti Společnosti (poskytování služeb, prodej zboží) plánována.
- Služby – projektovány dle nákladovosti. Výjimku představuje rok 2015, kdy jsou navíc předpokládány dodatečné náklady související s výběrovým řízením na svoz komunálního odpadu v Hl. m. Praze.
- Osobní náklady – v rámci plánu je počítáno s mírným růstem tržeb bez zásadního rozšíření podnikatelské činnosti. Růst osobních nákladů je tak nastaven jako rostoucí (ze základní v roce 2013) o prognózané tempo růst mezd v ČR.
- Odpisy – odpisy byly převzaty z krátkodobého plánu Společnosti na rok 2015 a z jejího střednědobého plánu. Tento plán reflektuje jednak odpisy majetků držných do roku 2013 dle odpisového plánu a jednak odpisy z majetků pořízených nově od roku 2014 dle plánu investic na období 2014-2018 (plán investic viz dále).
- Ostatní finanční výnosy a náklady – nepodstatné položky. Odhad převzat z krátkodobého plánu Společnosti na rok 2015 a z jejího střednědobého plánu. Část tvoří úroky z úvěrů a finančních leasingů, jejichž výše je projektována v rámci předchozí kapitoly 7.2.2 Plán financování. Do plánu ostatních finančních nákladů a výnosů převzatého z plánů Společnosti je dále promítnuto navýšení úroků z důvodu vyššího plánovaného využití finančních leasingů (blíže viz kapitoly 7.2.2 Plán financování a 7.2.4 Plán rozvahy).
- Daň z příjmů – aplikována sazba 19 % po celou dobu plánu.

Náklady na období říjen – prosinec 2014 byly odvozeny z dosavadního vývoje jednotlivých položek nákladů za první 3 čtvrtletí 2014, přičemž Znalec:

- zohlednil nižší tržby (a související nižší náklady) na začátku roku 2014 ze zimní údržby komunikací z důvodu slabé zimy (oproti průměru),
- zvýšení osobních nákladů v posledním čtvrtletí v souvislosti s vyplácením odměn a bonusů na konci roku,

- zohlednil mimořádné a jednorázové náklady vynaložené do 30. 9. 2014 a plánované od 30. 9. 2014 související s restrukturalizací Společnosti prováděnou ve 2. pololetí 2014, která byla po datu ocenění zastavena (tyto náklady jsou v ocenění zohledněny, nicméně pro potřeby projekce nákladů od roku 2015 včetně je jejich vliv z důvodu jednorázového a mimořádného charakteru eliminován).

Následující tabulka zachycuje finanční plán nákladů a výnosů Společnosti:

Tabulka č. 33 - Náklady (plán 2014-2018; tis. Kč)

	2014F	10-12/2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Tržby za prodané zboží	91 217	22 804	94 994	99 121	103 530	108 768
Tržby za výkony	2 748 368	710 550	2 779 327	2 876 306	2 984 714	3 097 722
Ostatní výnosy	25 761	6 440	17 775	18 095	18 475	18 845
Změna stavu zásob nedokončené výroby	0	0	0	0	0	0
Aktivace	1 009	252	1 550	1 550	1 600	1 600
Náklady – prodané zboží	87 415	21 850	91 017	94 971	99 195	104 214
Náklady - materiál a energie / Tržby za zboží	95,8%	95,8%	95,8%	95,8%	95,8%	95,8%
Náklady – materiál a energie	242 108	71 777	240 099	248 451	257 789	267 521
Náklady - materiál a energie / Tržby za výkony	8,7%	10,0%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Náklady - služby	1 266 052	340 877	1 265 981	1 289 323	1 337 783	1 388 287
Náklady - služby / Tržby za výkony	45,6%	47,5%	44,5%	44,5%	44,5%	44,5%
Osobní náklady	707 863	180 716	730 514	756 082	784 057	813 067
Index růstu/poklesu	0,992		1,032	1,035	1,037	1,037
Odpisy	408 649	102 628	404 353	408 770	404 916	410 275
Ostatní provozní náklady	37 292	9 323	47 073	48 710	50 541	52 449
Ostatní provozní náklady / Tržby za výkony	1,3%	1,3%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Ostatní finanční náklady - výnosy	5 988	1 497	10 514	12 432	13 953	14 983
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	110 990	11 380	104 096	136 333	160 085	176 138

V dalším kroku Znalec zohlednil následující změny oproti dosavadnímu stavu popsané blíže v kapitole 1.2 *Předpoklady ocenění*:

- snížení tržeb za výkony o tržby, které Společnost inkasovala do 31. 10. 2014 za zajištění svozu komunálního území na územích, které obsluhovali subdodavatelé, a kde k datu zpracování posudku zajišťuje svoz společnost AVE CZ odpadové hospodářství, s. r. o. (Praha 2, Praha 3, Praha 8, Praha 9, Praha 10, Praha 14 a Praha – Troja) – v roce 2015 230,4 mil. Kč (pro zbytek roku 2014 1/6 z této částky; v dalších letech růst dle tempa růstu tržeb),
- snížení tržeb za výkony o tržby, které Společnost inkasovala od subdodavatelů – 4 % z tržeb za svoz komunálního odpadu na územích, kde svoz zajišťovali subdodavatelé, a kde svoz zajišťuje společnost AVE CZ odpadové hospodářství, s. r. o. (viz první odrážka),
- snížení nákladů na služby na zajištění svozu komunálního odpadu na těchto územích subdodavateli (odpovídají tržbám, viz první odrážka).

Následující tabulka zachycuje finanční plán nákladů a výnosů Společnosti po uvedených změnách:

Tabulka č. 34 – Náklady po změnách mezi datem ocenění a datem vydání (plán 2014-2018; tis. Kč)

	2014F	10-12/2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Tržby za prodané zboží	91 217	22 804	94 994	99 121	103 530	108 768
Tržby za výkony	2 708 432	670 614	2 539 711	2 624 519	2 719 359	2 818 340
Ostatní výnosy	25 761	6 440	17 775	18 095	18 475	18 845
Změna stavu zásob nedokončené výroby	0	0	0	0	0	0
Aktivace	1 009	252	1 550	1 550	1 600	1 600
Náklady – prodané zboží	87 415	21 850	91 017	94 971	99 195	104 214
Náklady - materiál a energie / Tržby za zboží	95,8%	95,8%	95,8%	95,8%	95,8%	95,8%
Náklady – materiál a energie	242 108	71 777	240 099	248 451	257 789	267 521
Náklady - materiál a energie / Tržby za výkony	8,7%	10,0%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Náklady - služby	1 227 652	302 477	1 035 581	1 047 220	1 082 633	1 119 651
Náklady - služby / Tržby za výkony	45,6%	47,5%	44,5%	44,5%	44,5%	44,5%
Osobní náklady	707 863	180 716	730 514	756 082	784 057	813 067
Index růstu/poklesu	0,992	0,000	1,032	1,035	1,037	1,037
Odpisy	408 649	102 628	404 353	408 770	404 916	410 275
Ostatní provozní náklady	37 292	9 323	47 073	48 710	50 541	52 449
Ostatní provozní náklady / Tržby za výkony	1,3%	1,3%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Ostatní finanční náklady - výnosy	5 988	1 497	10 514	12 432	13 953	14 983
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	109 454	9 844	94 880	126 648	149 879	165 392

7.2.4 PLÁN ROZVAHY

Kompletní plán rozvahy pro roky 2014 – 2018 je uveden v příloze č. 3. Postup její prognózy je popsán v následujících podkapitolách.

Dlouhodobá aktiva

Společnost držela k 30. 9. 2014 dlouhodobá aktiva v celkové netto hodnotě 3 827 mil. Kč v tomto složení (netto hodnota):

- pozemky, budovy, zařízení – 3 698 mil. Kč:
 - pozemky – 162 mil. Kč,
 - budovy a stavby – 1 711 mil. Kč,
 - stroje a technická zařízení – 1 762 mil. Kč (včetně majetku pořízeného na finanční leasing a aktivovaného do rozvahy),
 - drobný majetek – 55 mil. Kč,
 - nedokončený majetek, zálohy – 8 mil. Kč;
- investice do nemovitostí – 51 mil. Kč,
- nehmotná aktiva – 14 mil. Kč,
 - software – 14 mil. Kč,
 - ocenitelná práva – 0,- Kč (odepsáno v roce 2014);
- dlouhodobý finanční majetek – 64 mil. Kč (AKROP s.r.o.).

Společnost vynakládala v minulých letech relativně vysoké částky na investice do dlouhodobého majetku (za posledních 5 let přes 2,4 mld. Kč, viz následující tabulka). Většina investic (0,7 mld. Kč, celkově i před rokem 2009 1,1 mld. Kč) byla použita na modernizaci závodu 14 ZEVO o kogenerační jednotku. Další významná část 0,5 mld. Kč byla použita na obnovu vozového parku. Přesto je stav komunální techniky Společnosti spíše podinvestovaný a bude vyžadovat v dalších letech relativně vysoké částky investic. Obdobně je silně opotřebená také spalovna Malešice (závod ZEVO 14), jejíž rekonstrukce je plánována od roku 2016. Přehled investic vynaložených Společností v letech 2009-2013 prezentuje následující tabulka:

Tabulka č. 35 - CAPEX (historie 2009-2013; tis. Kč)

CAPEX, tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013
ZEVO malešice - kogenerace	440 000	230 500	42 800	0	0
ZEVO malešice - ostatní	0	96 700	89 300	26 100	96 200
Komunální technika, nákladní automobily	93 400	114 800	121 300	40 700	142 500
Informační technologie	43 800	17 100	9 900	0	0
Ostatní stavební investice	20 200	0	0	8 700	9 600
Rekonstrukce administrativní budovy	104 200	26 400	0	0	0
Třídící linka Chrášťany	115 000	0	0	0	0
Investice - pozemky Štěrboholy	0	0	0	0	66 600
Ostatní (odpadové nádoby, podnikové ředitelství)	63 652	153 116	115 523	69 039	65 329
CELKEM	880 252	638 616	378 823	144 539	380 229

Znalci byl předložen střednědobý finanční plán Společnosti na roky 2014-2018 obsahující také plán investic (celková částka, ne v rozdělení na jednotlivé investice). Ze střednědobého plánu Znalec pro potřeby sestavení plánu investic využil zejména údaje od roku 2016. Roky 2014 a 2015 nicméně projektoval dle aktuálních předpokladů Společnosti ohledně investic v těchto letech a dle skutečně vynaložených investic cca do konce září 2014.

Společnost zhruba do konce září 2014 vynaložila na investice cca 148 mil. Kč (z toho 50 mil. Kč na odpadové nádoby pořízené pro potřeby restrukturalizace), z toho majetky za cca 136,5 mil. Kč financovala z vlastních prostředků a majetky za cca 11,5 mil. Kč pořídila na finanční leasing. Celková výše investic na rok 2014 je stanovena na 219 mil. Kč (včetně 50,2 mil. Kč na popelové nádoby). Dle předpokladů platných k datu 30. 9. 2014 bude tedy ve zbytku roku 2014 (říjen – prosinec) proinvestováno cca 70,5 mil. Kč, z čehož 3 mil. Kč tvoří ostatní investice financované vlastními prostředky a cca 67,5 mil. Kč bude pořízeno na finanční leasing (bude využito zejména na nákup komunální techniky).

Pro rok 2015 je celkový investiční plán stanoven na cca 440 mil. Kč (plus obnovovací investice počítané Znalcem pro potřeby ocenění). Větší část z těchto investic, nákup komunální techniky, bude financována finančním leasingem (cca 182,5 mil. Kč) a část ve výši 257,5 mil. Kč (plus obnovovací investice) bude financována z vlastních zdrojů Společnosti.

Následující tabulka prezentuje plán části investic na roky 2014-2018, které budou financovány z vlastních zdrojů:

Tabulka č. 36 - CAPEX – financováno z vlastních zdrojů (plán 2014-2018; tis. Kč)

Tis. Kč	2014 celkem	10-12/2014	2015	2016	2017	2018	2. fáze*
ZEVO malešice - kogenerace	0	0	0	0	0	0	43 820
ZEVO malešice - ostatní	10 941	3 199	134 360	225 000	260 000	230 000	76 395
Komunální technika, nákl. automobily	0	0	75 952	40 632	41 394	49 161	153 994
Komunální technika, nákl. automobily**	0	0	17 024	31 147	41 047	50 747	
Informační technologie	18 200	0	15 145	15 417	15 741	16 056	16 377
Ostatní stavební investice	28 500	0	11 167	11 368	11 606	11 839	12 075
Rekonstrukce administrativní budovy	0	0	0	0	0	0	0
Třídící linka Chrášťany	0	0	0	0	0	0	0
Investice - pozemky Štěrboholy	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní (odp. nádoby, podn. ředitelství)	82 100	0	20 855	20 583	20 259	19 944	20 343
CELKEM	139 741	3 199	274 502	344 147	390 047	377 747	309 815

* Dlouhodobě udržitelné, tj. stabilizované pravidelné roční investice vstupující do výpočtu hodnoty 2. fáze.

** Obnovovací investice do majetku pořízeného na finanční leasing. Tyto investice nebudou skutečně vynaloženy, ovšem reflektují opotřebení majetku pořízeného na finanční leasing v daném roce. Z jiného pohledu (dle českých účetních standardů) lze tyto obnovovací investice považovat za leasingové splátky v jednotlivých letech, které vynakládány reálně budou.

Další tabulka pak kvantifikuje část investic pořízených na finanční leasing.⁴

Tabulka č. 37 - CAPEX – finanční leasing (plán 2014-2018; tis. Kč)

Tis. Kč	2014 celkem	10-12/2014	2015	2016	2017	2018
CELKEM	79 000	67 384	182 475	100 000	98 000	96 000

Leasingy jsou v souladu s účtováním Společnosti aktivovány do majetku a závazků, tj. o majetek pořízený na leasing je navýšena netto hodnota movitých majetků a tento majetek je odepisován, a dále jsou navýšeny závazky z finančního pronájmu, které jsou postupně spláceny, a náklady na úroky.

Plán odpisů byl převzat od Společnosti, kde zohledňuje odpisy stávajícího majetku ke konci roku 2013 a odpisy nově pořízených majetků dle plánů investic.

Dlouhodobé pohledávky jsou vzhledem ke své podstatě projektovány spolu s pracovním kapitálem.

Dlouhodobý finanční majetek je projektován od data ocenění beze změn.

Plán rozvahy Společnosti je uveden v příloze č. 3.

Pracovní kapitál

Většina položek pracovního kapitálu se plánuje podle dob obrátů jednotlivých položek, přičemž Znalec bere v potaz především vývoj ukazatele v minulých letech 2009-2013, případně informace uvedené ve výročních zprávách a logické souvislosti. Plán rozvahy nebyl Společností Znalci poskytnut. Historický vývoj je zachycen v následující tabulce:

Tabulka č. 38 – Pracovní kapitál (historie 2009-2013; tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Tržby za zboží</i>	69 690	79 716	93 384	103 110	108 072
<i>Tržby za výkony</i>	2 419 325	2 994 389	2 768 343	2 795 201	2 767 020
<i>Tržby celkem</i>	2 489 015	3 074 105	2 861 727	2 898 311	2 875 092
Dlouhodobé pohledávky	58	857	843	808	862
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)	0,01	0,10	0,11	0,10	0,11
Zásoby	21 929	19 800	45 089	43 216	25 291
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)	3,17	2,32	5,67	5,37	3,17
Pohledávky z obchodních vztahů	247 601	396 574	282 563	284 697	307 033
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)	35,81	46,44	35,55	35,36	38,44
Splatné daňové pohledávky	12 846	35 380	0	447	0
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)	1,86	4,14	0,00	0,06	0,00
Ostatní pohledávky	2 307	1 636	1 712	2 821	0

⁴ Mimo to Společnost uvažuje zpětně leasovat část majetků pořízených na začátku roku z vlastních prostředků. Zpětný leasing Znalec do ocenění nezohledňuje z důvodu neznatelného vlivu na výsledky ocenění.

	2009	2010	2011	2012	2013
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)	0,33	0,19	0,22	0,35	0,00
Ostatní krátkodobá aktiva	9 565	16 760	2 772	5 591	11 508
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)	1,38	1,96	0,35	0,69	1,44
Ostatní dlouhodobé závazky	686	734	794	1 094	1 117
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)	0,10	0,09	0,10	0,14	0,14
Odložený daňový závazek	114 229	130 328	152 703	158 559	166 568
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)	16,52	15,26	19,21	19,69	20,86
Závazky z obchodního styku	234 572	496 594	95 309	149 292	145 241
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)	33,93	58,15	11,99	18,54	18,19
Splatné daňové závazky	8 678	17 996	27 830	20 449	15 499
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)	1,26	2,11	3,50	2,54	1,94
Ostatní závazky	77 998	114 371	220 262	212 769	199 109
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)	11,28	13,39	27,71	26,43	24,93
Výnosy příštích období	752	433	16	14	0
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)	0,11	0,05	0,00	0,00	0,00
Rezervní a kapitálové fondy	593 409	598 049	602 956	607 087	609 671
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)	85,83	70,04	75,85	75,41	76,34

Doby obrátů pro jednotlivé položky pracovního kapitálu byly prognózovány následovně:

- průměr celého historického sledovaného období 2009-2013 – u položek bez jednoznačného trendu, s oscilací s nízkým rozptylem kolem průměru, případně s vyššími rozptyly kolem průměru u položek, kde nelze specifikovat abnormálně nízké či vysoké hodnoty ukazatele,
- průměr celého historického sledovaného období 2009-2013 s vyloučením některých let s abnormálně nízkým či vysokým ukazatelem doby obratu,
- průměr posledních 2-3 let – u položek, kde lze pozorovat stabilizaci ukazatele v posledních letech,
- dle doby obratu z posledního roku – v případě velkých meziročních rozdílů.

Přehled prognóz dob obratu rozvahových položek pracovního kapitálu je uveden v následující tabulce:

Tabulka č. 39 - Pracovní kapitál (plán 11/2014-2018; tis. Kč)

	9/2014F	12/2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
<i>Tržby za zboží</i>		91 217	94 994	99 121	103 530	108 768
<i>Tržby za výkony</i>		2 734 193	2 557 487	2 642 614	2 737 834	2 837 185
<i>Tržby celkem</i>		2 825 411	2 652 481	2 741 736	2 841 364	2 945 953
Dlouhodobé pohledávky	0	814	764	790	818	848
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)		0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Zásoby	29 309	30 918	29 026	30 002	31 093	32 237
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)		3,94	3,94	3,94	3,94	3,94
Pohledávky z obchodních vztahů	415 692	284 826	267 394	276 391	286 435	296 978
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)		36,29	36,29	36,29	36,29	36,29
Splatné daňové pohledávky	8 928	0	0	0	0	0
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ostatní pohledávky	6 338	1 713	1 608	1 662	1 722	1 786
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)		0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
Ostatní krátkodobá aktiva	3 411	9 152	8 592	8 881	9 203	9 542
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)		1,17	1,17	1,17	1,17	1,17
Ostatní dlouhodobé závazky	0	1 082	1 016	1 050	1 088	1 128
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)		0,14	0,14	0,14	0,14	0,14
Odložený daňový závazek	166 568	163 690	153 671	158 842	164 614	170 673
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)		20,86	20,86	20,86	20,86	20,86
Závazky z obchodního styku	107 328	144 134	135 312	139 865	144 948	150 283
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)		18,36	18,36	18,36	18,36	18,36
Splatné daňové závazky	32 382	17 807	16 717	17 279	17 907	18 566
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)		2,27	2,27	2,27	2,27	2,27
Ostatní závazky	217 660	206 851	194 190	200 725	208 019	215 676
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)		26,36	26,36	26,36	26,36	26,36
Výnosy příštích období	0	10	9	10	10	10
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rezervní a kapitálové fondy	540 307	595 419	558 976	577 786	598 781	620 822
- doba obratu (z tržeb celkem ve dnech)		75,87	75,87	75,87	75,87	75,87

Závazky z finančního pronájmu jsou projektovány dle čerpaných a aktivovaných leasingů, viz kapitola 7.2.2 *Plán financování*.

Plán rozvahy Společnosti je uveden v příloze č. 3.

Provozně nutný investovaný kapitál

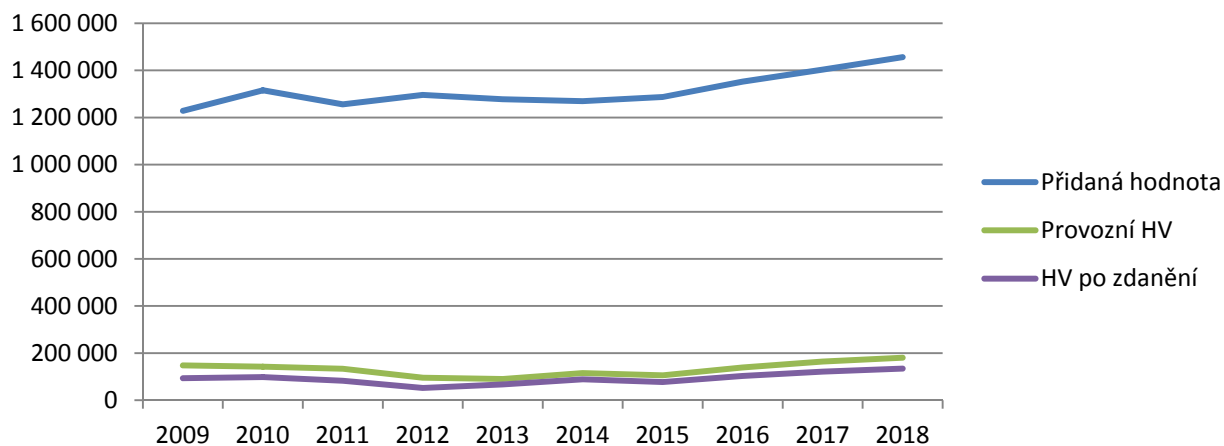
Veškerý kapitál mimo dlouhodobých finančních investic a majetku určeného k odprodeji (viz kapitola 8.1 *Ocenění neprovozních aktiv*) je považován za provozně nutný investovaný kapitál.

7.3 VYHODNOCENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

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

Hlavní položky výkazu zisku a ztrát v minulých letech a v letech 1. fáze finančního plánu (2014 – 2018) jsou zobrazeny v následujícím grafu:

Graf č. 6 - Vývoj ukazatelů VZZ (plán 2009-2018; tis. Kč)



8 OCENĚNÍ JMĚNÍ SPOLEČNOSTI PŘÍJMOVÝM PŘÍSTUPEM

8.1 OCENĚNÍ NEPROVOZNÍCH AKTIV SPOLEČNOSTI

Neprovozní aktiva jsou aktiva, která Společnost vlastní, ale nejsou nutná pro hlavní činnost podniku. 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 zvláště 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 30. 9. 2014 vlastní majetek, který je možné označit za neprovozní. Jedná se o následující položky majetku:

- Finanční prostředky Společnosti nad rámec přiměřené okamžité likvidity.
- 100% podíl na společnosti Pražský EKOServis, s.r.o.
- 100% podíl na společnosti AKROP s.r.o.
- Popelové nádoby nakoupené pro potřeby restrukturalizace.
- 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.

8.1.1 KRÁTKODOBÉ FINANČNÍ PROSTŘEDKY NAD RÁMEC OKAMŽITÉ LIKVIDITY

Za provozně nutný objem finančního majetku lze považovat částku, která odpovídá potřebám pro financování běžného provozu Společnosti. Tuto částku Znalec stanovil omezením ukazatele okamžité likvidity.

Společnost k 30. 9. 2014 vykazuje celkovou hodnotu krátkodobého disponibilního finančního majetku (hotovost a prostředky na bankovních účtech) ve výši 285 mil. Kč.

Objem krátkodobých závazků Společnosti činil k 30. 9. 2014 cca 507 mil. Kč. Znalec minimální okamžitou likviditu stanovil zhruba na úrovni středu doporučených hodnot, tj. na úrovni 30 % (ukazatel okamžité likvidity Znalec stejnou hodnotou omezil pro potřeby projekce investic do pracovního kapitálu i v budoucích obdobích plánu).

Na základě výše uvedeného Znalec stanovil výši provozně potřebných finančních prostředků k datu 30. 9. 2014 na úrovni 152 mil. Kč. Zbývající krátkodobé finanční prostředky ve výši cca **133 mil. Kč** pak lze označit jako provozně nepotřebné.

8.1.2 100% PODÍL NA SPOLEČNOSTI PRAŽSKÝ EKOSERVIS, S.R.O.

Společnost je vlastníkem 100% podílu na 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 (dále také jen „**Pražský ekoservis**“).

Jedná se o čerstvě založenou společnost bez činnosti s majetkem 200 tis. Kč na bankovním účtu (vklad do základního kapitálu) a bez závazků. Vzhledem k tomu Znalec ocenil 100% podíl na Společnosti částkou **200 tis. Kč**.

Aby Společnost dosáhla na uvedenou tržní hodnotu (jakožto předpokládanou prodejní cenu) 100% podílu na společnosti Pražský Ekoservis a realizovala příjem z prodeje tohoto zbytného majetku, je nutné vynaložit následující výdaje související s jeho zpeněžením:

- náklady na prodej (právní služby, ekonomické poradenství, marketing) – 2 % z tržní hodnoty,
- daň z příjmů právnických osob z transakce prodeje 100% podílu na společnosti Pražský Ekoservis na úrovni sazby daně (19 %) aplikované na rozdíl mezi tržní hodnotou a zůstatkovou hodnotou snížený o náklady na prodej (záporná výše daně z příjmů právnických osob snižuje daňovou povinnost z prodeje ostatní zbytných majetků).

Výtěžek z prodeje 100% podílu na společnosti Pražský Znalec výše uvedeným postupem kvantifikoval ve výši **197 tis. Kč**.

8.1.3 100% PODÍL NA SPOLEČNOSTI AKROP S.R.O.

Společnost je vlastníkem 100% podílu na 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 (dále také jen „**Akrop**“).

Znalci byly předloženy účetní závěrky za poslední 3 roky (vždy k 30. 6.) a dále účetní výkazy za fiskální pololetí k 31. 12. 2013 (poslední výkazy jsou uvedeny v příloze č. 3.2; výkazy k 30. 6. 2014 nebyly Znalci poskytnuty). Z analýzy předložených podkladů vyplývá následující:

- společnost Akrop je dlouhodobě zisková,
- převážná většina majetku (přes 80 % účetní netto hodnoty) tvoří finanční prostředky na účtech a pohledávky, kdy většina pohledávek je ve splatnosti či po splatnosti do 30 dnů – účetní hodnota (netto) majetku by tak více méně odpovídala jeho tržnímu ocenění, z čehož lze usoudit, že tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti Akrop (tj. 100% podílu na společnosti Akrop) se bude blížit jeho účetní hodnotě (46,8 mil. Kč k 31. 12. 2013),
- předběžné ocenění výnosovým přístupem indikuje obdobný výsledek ocenění na úrovni cca 44 mil. Kč, kdy:
 - čistý zisk po dani v posledních 4 letech činil:
 - 2013 - 2,7 mil. Kč,
 - 2012 - 1,2 mil. Kč,
 - 2011 - 2,6 mil. Kč,
 - 2010 - 6,3 mil. Kč
 - tj. průměr 3,2 mil. Kč;
 - při prosté kapitalizaci s diskontní mírou 14,1 % (dlouhodobá průměrná míra nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení), sníženou o inflaci 2 % na kapitalizační míru 12,1 %, je indikována hodnota provozní části podniku společnosti Akrop na úrovni cca 26,5 mil. Kč,
 - k provozní části je nutno připočíst provozně nepotřebný majetek – krátkodobé finanční prostředky na bankovních účtech a v pokladně nad minimální okamžitou likviditu (30 %) na úrovni cca 17,3 mil. Kč.

Na základě výše uvedené analýzy Znalec 100% podíl na společnosti Akrop ocenil tržní hodnotou na úrovni účetní hodnoty vlastního kapitálu k 31. 12. 2013 ve výši **46,8 mil. Kč**.

Aby Společnost dosáhla na uvedenou tržní hodnotu (jakožto předpokládanou prodejní cenu) 100% podílu na společnosti Akrop a realizovala příjem z prodeje tohoto zbytného majetku, je nutné vynaložit následující výdaje související s jeho zpeněžením:

- náklady na prodej (právní služby, ekonomické poradenství, marketing) – 2 % z tržní hodnoty,
- daň z příjmů právnických osob z transakce prodeje 100% podílu na společnosti Akrop na úrovni sazby daně (19 %) aplikované na rozdíl mezi tržní hodnotou a zůstatkovou hodnotou snížený o náklady na prodej (záporná výše daně z příjmů právnických osob snižuje daňovou povinnost z prodeje ostatní zbytných majetků).

Výtěžek z prodeje 100% podílu na společnosti Akrop Znalec výše uvedeným postupem kvantifikoval ve výši **49,3 mil. Kč** (pozitivní vliv vyšší účetní netto hodnoty oproti tržní hodnotě má za následek vyšší reálnou hodnotu výtěžku oproti tržní hodnotě – reálně tato skutečnost nebude zohledněna vyšším příjmem z prodeje zbytného majetku, ale snížením daňové povinnosti z prodeje zbytných nemovitých majetků).

8.1.4 POPELOVÉ NÁDOBY NAKOUPENÉ PRO POTŘEBY RESTRUKTURALIZACE

Popelové nádoby v pořizovací ceně cca 50,2 mil. Kč byly nakoupeny v roce 2014 pro potřeby plánované restrukturalizace. Jedná se o zcela nové a z většiny dosud nepoužité odpadové nádoby pro tříděný i směsný odpad od malých plastových nádob pro smíšený a tříděný odpad po velké kovové nádoby (tzv. zvony) na tříděný odpad. Vzhledem k této skutečnosti je možné předpokládat jejich prodej, ovšem vzhledem k množství nádob (cca 20 tis. ks) a skutečnosti, že již budou prodány z „druhé ruky“, je nutné v rámci ocenění i přesto, že se jedná o nově pořízené majetky, aplikovat koeficient zohledňující tyto vlivy. Znalec vzhledem k výše uvedenému aplikoval na pořizovací cenu nádob koeficient 0,7 a popelové nádoby ocenil ve výši 35,2 mil. Kč.

Aby Společnost dosáhla na uvedenou tržní hodnotu (jakožto předpokládanou prodejní cenu) popelových nádob a realizovala příjem z prodeje tohoto zbytného majetku, je nutné vynaložit následující výdaje související s jeho zpeněžením:

- náklady na prodej (právní služby, ekonomické poradenství, marketing) – 2 % z tržní hodnoty,
- daň z příjmů právnických osob z transakce prodeje popelových nádob na úrovni sazby daně (19 %) aplikované na rozdíl mezi tržní hodnotou a zůstatkovou hodnotou snížený o náklady na prodej (záporná výše daně z příjmů právnických osob snižuje daňovou povinnost z prodeje ostatní zbytných majetků).

Výtěžek z prodeje popelových nádob Znalec výše uvedeným postupem kvantifikoval ve výši **37,4 mil. Kč** (pozitivní vliv vyšší účetní netto hodnoty oproti tržní hodnotě má za následek vyšší reálnou hodnotu výtěžku oproti tržní hodnotě – reálně tato skutečnost nebude zohledněna vyšším příjmem z prodeje zbytného majetku, ale snížením daňové povinnosti z prodeje zbytných nemovitých majetků).

8.1.5 NEMOVITOSTI

Pozemek Průběžná

Jedná se o pozemek v ulici Průběžná, Praha 10, p.č. 3164/1, zapsaný na LV č. 16550, k.ú. Strašnice, o celkové výměře 11 526 m². Pozemek je dotčen změnou právního vztahu (převod pozemku na nabyvatele, kterým je Společnost). Dle územního plánu se jedná o pozemek VV (veřejné vybavení). Jednotkovou tržní hodnotu Znalec stanovil na v intervalu 3 500,- až 4 000,- Kč/m². Při průměru hraničních hodnot lze tržní hodnotu předmětného pozemku stanovit na úrovni 43,4 mil. Kč.

Pozemek Pod Stárkou s budovou

Jedná se o pozemek s budovami v ulici Pod Stárkou, Praha 4, p.č. 2892/2, zapsaný na LV č. 1284, k.ú. Michle, o celkové výměře 1 845 m². Dle územního plánu se jedná o pozemek SV-C (plochy všeobecné smíšené). Jednotkovou tržní hodnotu Znalec stanovil na v intervalu 5 000,- až 6 000,- Kč/m². Při průměru hraničních hodnot lze tržní hodnotu předmětného pozemku stanovit na úrovni 10,1 mil. Kč. Hodnota staveb na pozemku je vzhledem k jejich proporcím, rozmístění na pozemku, stáří a stavebnětechnickému stavu nevýznamná a spíše omezuje efektivní využitelnost pozemku. Lze tak konstatovat, že při výše uvedené tržní hodnotě pozemku se hodnota staveb limitně blíží nule.

Činžovní dům Vlkova 35

Znalci byla předložena zpráva pro představenstvo *Prodej nevyužívané části (uliční trakt) činžovního domu Vlkova 35* ze dne 24. 9. 2014, ze které vyplývá, že byly podány 4 nabídky na odkup nemovitostí – nevyužitého uličního traktu činžovního domu, k.ú. Žižkov, na pozemku p.č. 1199, na adrese Vlkova 430/35, Praha 3. Nejvyšší nabídka činila 13,7 mil. Kč. Znalecký posudek, který si Společnost nechala zpracovat na ocenění předmětných nemovitostí, dospěl k tržní hodnotě v intervalu 13-15 mil. Kč. Znalec stanovil tržní hodnotu na úrovni nejvyšší podané nabídky, tj. ve výši 13,7 mil. Kč.

Pozemky pod Vítkovem

Znalci byla předložena zpráva pro představenstvo *Prodej nevyužívaných pozemků pod Vítkovem* ze dne 24. 9. 2014, ze které vyplývá, že byly podány 4 nabídky na odkup nemovitostí – nevyužitých pozemků, k.ú. Žižkov, p.č. 503 a 504, v ulici Pod Vítkovem, o celkové výměře 388 m². Nejvyšší nabídka činila 6,3 mil. Kč. Znalecký posudek, který si Společnost nechala zpracovat na ocenění předmětných nemovitostí, dospěl k tržní hodnotě 3,9 mil. Kč. Znalec stanovil tržní hodnotu na úrovni nejvyšší podané nabídky, tj. ve výši 6,3 mil. Kč.

Rekapitulace ocenění a stanovení výtěžku z prodeje zbytných nemovitostí

Celkovou hodnotu zbytného nemovitého majetku Znalec stanovil ve výši 73,5 mil. Kč. Aby Společnost dosáhla na uvedenou tržní hodnotu (jakožto předpokládanou prodejní cenu) a realizovala příjem z prodeje zbytných nemovitostí, je nutné vynaložit následující výdaje související s jejich zpeněžením:

- náklady na prodej (právní služby, poplatky, odměna realitní kanceláře) – 3 % z tržní hodnoty,
- daň z převodu nemovitostí – 4 % z tržní hodnoty,
- daň z příjmů právnických osob z transakcí prodeje nemovitostí na úrovni sazby daně (19 %) aplikované na rozdíl mezi tržní hodnotou a zůstatkovou hodnotou nemovitostí (7,8 mil. Kč) snížený o náklady na daň z převodu nemovitostí a náklady na prodej.

Výtěžek z prodeje nemovitostí Znalec výše uvedeným postupem kvantifikoval ve výši **56,8 mil. Kč**.

8.1.6 CELKOVÁ TRŽNÍ HODNOTA NEPROVOZNIHO MAJETKU

Provozně nepotřebný majetek je oceněn samostatně a jeho hodnota je přičtena k hodnotě provozní části podniku Společnosti. Souhrn ocenění jednotlivých položek provozně nepotřebného majetku je uveden v následující tabulce:

Tabulka č. 40 - Souhrn samostatného ocenění provozně nepotřebného majetku (tis. Kč)

POLOŽKA	VÝTĚZEK ZPENĚŽENÍ (TIS. Kč)
Provozně nepotřebné finanční prostředky	132 856
100% podíl na společnosti Pražský Ekoservis	197
100% podíl na společnosti Akrop	49 308
Popelové nádoby pořízené pro potřeby restrukturalizace	37 447
Zbytné nemovitosti	56 849
HODNOTA NEPROVOZNIHO MAJETKU	276 657

8.2 OCENĚNÍ PROVOZNÍ ČÁSTI, TJ. HLAVNÍ PODNIKATELSKÉ ČINNOSTI SPOLEČNOSTI, METODOU DCF ENTITY (FCFF)

Ocenění Společnosti metodou DCF Entity (FCFF) je uvedeno v příloze č. 4.

8.2.1 POSTUP OCENĚNÍ

Dvoufázové ocenění

Pro stanovení hodnoty Společnosti bylo použito dvoufázové ocenění. První fáze vychází z finančního plánu Společnosti a zabývá se prognózou peněžních toků z provozování podnikatelské činnosti (core business) Společnosti 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 Společnosti a sestavil plán výnosů, nákladů, dlouhodobého majetku, pracovního kapitálu a financování v jednotlivých sledovaných letech. Období první fáze pro ocenění Společnosti bylo v souladu s nejbližším předchozím datem datu ocenění, ke kterému byly vyhotoveny účetní výkazy (30. 9. 2014), stanoveno od 1. 10. 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 (viz kapitola 3.3.1.1 *Metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (FCFF)*).

8.2.2 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 Společnosti. 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. 41 - 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. daň. 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 Společnosti 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 viz kapitola 7.2.4 Plán rozvahy.

Datum hodnocení

Jako datum, ke kterému budou diskontovány peněžní toky, bylo stanoveno datum, ke kterému byly sestaveny účetní výkazy vstupující do ocenění, tj. 30. 9. 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 30. 9. 2014.

Rok 2014 je pro potřeby ocenění rozdělen na dvě části:

- Historie – období od 1. 1. 2014 do 30. 9. 2014 je z hlediska ocenění Společnosti historickou skutečností, a peněžní toky tohoto období tak nevstupují do ocenění.
- Budoucnost – období od 1. 10. 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. 42 - Stanovení FCFF (plán 2014* – 2018; tis. Kč)

	2014*	2015	2016	2017	2018
Korigovaný provozní HV před zdaněním	10 682	101 587	133 981	157 632	173 275
Zdanění korigovaného zisku	2 030	19 301	25 456	29 950	32 922
Korigovaný provozní HV po zdanění	8 653	82 285	108 524	127 682	140 353
Úpravy o nepeněžní operace - odpisy	102 628	404 353	408 770	404 916	410 275
Změny pracovního kapitálu	-122 602	-28 397	-3 017	2 512	865
Změna provozně nutných stálých aktiv	3 199	274 502	344 147	390 047	377 747
FCFF (volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele)	230 684	240 533	176 164	140 038	172 015
Vážené průměrné náklady kapitálu WACC	11,6%	13,7%	14,2%	15,5%	15,5%
Diskontní faktor	0,973	0,856	0,749	0,649	0,562
Diskontovaný FCFF	224 428	205 888	132 009	90 843	96 639

*Peněžní toky za období od 1. 10. 2014 do 31. 12. 2014.

Vliv leasingu na peněžní toky

Majetek Společnosti byl z části historicky pořízován 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 pořízovaný 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 7.2.4 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.

8.2.3 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 vlastního kapitálu

Náklady na vlastní kapitál jsou stanoveny s využitím modelu CAPM.

- Bezriziková sazba byla určena odděleně pro jednotlivé roky 1. fáze ocenění na základě 1 – 5letých swapových úrokových měr kapitálového trhu USA, které byly pro potřeby metodiky diskontování přepočteny na termínové úrokové míry.

- Riziková prémie trhu byla Znalcem převzata z webových stránek profesora Damodarana, na nichž je stanovena hodnota rizikové prémie trhu na úrovni **4,62 %**⁵. Riziková prémie trhu je vypočítána jako rozdíl mezi dlouhodobou výnosností tržního portfolia (kapitálového trhu) a dlouhodobou výnosností státních dluhopisů. Pro nedostatek údajů z kapitálového trhu v České republice jsou pro rizikovou premii trhu použita data z kapitálového trhu USA.
- Koeficient beta při nulovém zadlužení byl rovněž získán z výše uvedeného zdroje profesora Damodarana, kde je pro evropské společnosti působící v odvětví Environmental & Waste Services stanovena hodnota koeficientu **0,86**.
- Riziková prémie země je převzata z webových stránek profesora Damodarana, a to ve výši **1,38 %**. Riziková prémie země vychází z ratingu České republiky k datu ocenění. K datu ocenění byl rating ČR podle agentury Moody's na úrovni A1.
- Z dalších přírážek Znalec stanovil a v rámci ocenění uplatnil následující:
 - Přírážka za velikost – **3,30 %** (přírážka zohledňuje rozdíl ve velikosti Společnosti a velikosti společností operujících v daném oboru a obchodovaných na kapitálovém trhu, velikost je měřena tržní kapitalizací, přírážka byla stanovena na základě dat publikovaných v rámci IBBOTSON Valuation Yearbook).
 - Přírážka za omezenou likviditu – **1,00 %** (přírážka zohledňuje skutečnost, že Společnost vykazuje v porovnání s podíly obchodovanými na kapitálových trzích nižší obchodovatelnost).
 - Přírážka **3,00 %** zohledňující specifické riziko plynoucí ze zásadních dopadů na ziskovost Společnosti za předpokladu, kdy by Hl. m. Praha vypsalo výběrové řízení na svoz komunálního odpadu, přičemž Společnost by tento tendr nevyhrála, tento svoz by následně nerealizovala a přišla by o velkou část tržeb.

Náklady na vlastní kapitál byly dále přepočteny o rozdíl mezi očekávanou mírou inflace v ČR a USA. Tento přepočtení zohledňuje translační riziko vyplývající z použití dat z kapitálových trhů USA a jejich aplikaci prostřednictvím diskontní míry na peněžní toky denominované v CZK. Přepočtení bylo provedeno na základě následujícího vztahu:

$$n_{VK(local)} = \left\{ \left(1 + n_{VK(USA)} \right) * \left(\frac{(1 + \inf lace_{local})}{(1 + \inf lace_{USA})} \right) \right\} - 1$$

Náklady vlastního kapitálu jsou dále z důvodu využití nezadluženého beta koeficientu stanoveny s předpokladem nulového zadlužení. Vzhledem k tomu, že Společnost pro své financování využívá i cizí úročený kapitál, je nutné výsledné náklady vlastního kapitálu stanovené modelem CAPM přepočíst dle skutečné míry zadlužení Společnosti v jednotlivých letech, a to s využitím následujících reagenčních funkcí vhodných pro podniky s neustálenou kapitálovou strukturou:⁶

Reagenční funkce pro jednotlivé roky 1. fáze:

$$n_{VK(z)t} = n_{VK(n)} + (n_{VK(n)} - n_{CKt}) * \frac{CK_{t-1} - DS_{t-1}}{VK_{t-1}}$$

Reagenční funkce pro druhou fázi:

$$n_{VK(z)t} = n_{VK(n)} + (n_{VK(n)} - n_{CK}) * \frac{CK_{t-1}}{VK_{t-1}} * \left(1 - \frac{n_{CK} * d}{n_{CK} - g} \right)$$

Výpočet současné hodnoty řady budoucích daňových štítů k počátku roku t (DS_{t-1}):

$$DS_{t-1} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{n_{CKt} * d_t * CK_{t-1}}{(1 + n_{CKt})^t}$$

⁵ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

⁶ Mařík, M. a kol.: Metody oceňování podniku pro pokročilé, Ekopress 2011, Praha, str. 160.

kde:	$n_{VK(z)t}$	náklady vlastního kapitálu při zadlužení dle tržních hodnot
	$n_{VK(n)}$	náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
	n_{CKt}	náklady cizího kapitálu v roce t, pro 2. fázi
	d_t, d	sazba daně z příjmů v roce t, pro 2. fázi
	DS_{t-1}	současná hodnota řady budoucích daňových štítů k počátku roku t
	CK_{t-1}	cizí kapitál v tržních hodnotách k počátku roku t
	VK_{t-1}	vlastní kapitál v tržních hodnotách k počátku roku t

Pro přepočítání budou využity výsledné tržní hodnoty vlastního v jednotlivých letech, přičemž s pomocí zpětných iterativních výpočtů bude sladěna kapitálová struktura dle tržních hodnot.

Náklady cizího úročeného kapitálu

Náklady cizího úročeného kapitálu byly stanoveny na základě informací poskytnutých Společností ohledně nákladů na stávající bankovní úvěry a finanční náklady spojené s leasingovým financováním. Dle dostupných informací je úroková míra související s bankovním úvěrem tvořena prostřednictvím variabilní složky (1M PRIBOR) a fixní složky (marže 0,82 %). Úrokovou míru související s bankovním úvěrem Znalec stanovil na základě uvedené marže a očekávaného vývoje úrokové míry 1M PRIBOR. Úroková míra v rámci leasingového financování činí dle dostupných informací v případě Společnosti 2,5 %. Výsledné náklady na cizí kapitál byly v jednotlivých letech stanoveny jako vážený průměr.

Do druhé fáze jsou náklady na cizí kapitál stanoveny na úrovni 10letého průměru sazby 1M PRIBOR a bankovní marže 2,0 % (dlouhodobě udržitelná bankovní marže).

WACC

Výsledné vážené průměrné náklady kapitálu byly vypočteny dle podílu hlavních kapitálových složek (vlastní kapitál a úročený cizí kapitál) v jednotlivých letech a stanovených nákladů na tyto složky kapitálu. Následující tabulka zachycuje finální výpočet WACC:

Tabulka č. 43 - Podíly vlastního a cizího úročeného kapitálu a výsledné WACC v jednotlivých letech

POLOŽKA (%)	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2. FÁZE
Podíl vlastního kapitálu	89,7%	88,3%	89,7%	89,8%	90,3%	54,5%
Náklady vlastního kapitálu	12,8%	15,2%	15,6%	17,0%	16,9%	15,9%
Podíl cizího kapitálu	10,3%	11,7%	10,3%	10,2%	9,7%	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	11,6%	13,7%	14,2%	15,5%	15,5%	10,0%

* Údaje v tabulce jsou uvedeny po provedeném sladění kapitálové struktury Společnosti na úroveň tržní hodnoty.

8.3 VÝSLEDEK OCENĚNÍ JMĚNÍ SPOLEČNOSTI METODOU DCF ENTITY (FCFF)

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

Provozní hodnota Společnosti

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

Celková hodnota Jmění Společnosti

Diskontované hodnoty FCFF budou generovány pouze provozní částí Společnosti, proto celková hodnota Společnosti je rovna provozní hodnotě Společnosti zvýšené o hodnotu neprovozního majetku.

Celková netto hodnota Jmění Společnosti

Výsledná hodnota Jmění Společnosti stanovená metodou DCF Entity (FCFF) je rovna celkové hodnotě Společnosti snížené o hodnotu cizího úročeného kapitálu Společnosti k datu 30. 9. 2014.

Tabulka č. 44 - Výsledek ocenění Jmění Společnosti metodou DCF Entity (FCFF; tis. Kč)

POLOŽKA	OPERACE	HODNOTA
Hodnota 1. fáze	+	749 808
Hodnota 2. fáze	+	2 035 061
Provozní hodnota Společnosti	=	2 784 868
Hodnota neprovozního majetku	+	276 657
Celková hodnota Jmění Společnosti	=	3 061 526
Hodnota cizího úročeného kapitálu	-	286 316
Celková netto hodnota Jmění Společnosti	=	2 775 210

9 REKAPITULACE, VÝROK ZNALCE

9.1 REKAPITULACE ZADÁNÍ

Úkolem Znalce bylo stanovení hodnoty jedné Prioritní akcie Společnosti Pražské služby, a.s. o nominální hodnotě jedné akcie 400,- Kč. Ocenění prioritní akcie je provedeno pro potřeby změny druhu všech 1 187 604 ks prioritních akcií Společnosti z prioritních na kmenové.

9.2 REKAPITULACE OCENĚNÍ JMĚNÍ

Pro potřeby ocenění Prioritní akcie bylo nutné ocenit Jmění, tj. veškeré majetky a dluhy Společnosti.

Výsledná hodnota Jmění Společnosti byla stanovena na úrovni tržní hodnoty na základě příjmového přístupu. Příjmový přístup Znalec považuje pro ocenění Jmění Společnosti (stabilní odvětví, dlouhodobě zisková) za nejvhodnější. Využití nákladového přístupu Znalec po analýze podnikatelské činnosti Společnosti zavrhl (činnosti Společnosti je obecně kapitálově a investičně velmi náročná, nicméně samotná hodnota majetku Společnosti nereflktuje schopnost tohoto majetku generovat příjmy akcionářům). Využití porovnávacího přístupu nebylo možné realizovat z důvodu nedostatečné datové základny ohledně realizovaných prodejů obdobných společností na trhu, která je pro takovéto ocenění nezbytná.

Výslednou hodnotu Jmění Znalec stanovil metodou DCF FCFF na úrovni **2 775 mil. Kč**.

9.3 TRŽNÍ HODNOTA PRIORITNÍ AKCIE SPOLEČNOSTI

Z hodnoty Jmění Společnosti Znalec dále vyjádřil hodnotu jedné Prioritní akcie o nominální hodnotě 400,- Kč.

Znalec při ocenění Prioritní akcie vycházel jednak z hodnoty Jmění Společnosti a jednak z alikvotního poměru jednotlivých oceňovaných akcií na celkovém základním kapitálu Společnosti zapsaném v obchodním rejstříku. Znalec při ocenění Prioritní akcie z důvodu účelu ocenění (změna druhu na kmenové akcie) nezohledňoval akcionářskou strukturu Společnosti. V rámci ocenění Prioritní akcie byl zohledněn přednostní podíl na zisku ve výši 10 %. Vzhledem k metodě ocenění Jmění založené na budoucích volných finančních tocích, které lze distribuovat mezi akcionáře Společnosti (po odečtení cizích úročených zdrojů), a které definují tržní hodnotu Jmění Společnosti, Znalec tržní hodnotu kmenových akcií odvodil z 90 % tržní hodnoty Jmění Společnosti (tj. podíl nominální hodnoty jednotlivých kmenových akcií na výši upsaného základního kapitálu aplikovaný na 90 % tržní hodnoty Jmění Společnosti). Tržní hodnotu Prioritních akcií pak Znalec odvodil obdobně, ovšem nadto přičetl 10 % z tržní hodnoty Jmění reflektující prioritní právo na 10 % ze zisku určenému na výplatu dividend (tj. podíl nominální hodnoty všech Prioritních akcií na výši upsaného základního kapitálu aplikovaný na 90 % tržní hodnoty Jmění Společnosti a navýšený o 10 % z tržní hodnoty Jmění Společnosti).

Souhrn ocenění akcií je zachycen v následující tabulce:

Tabulka č. 45 - Stanovení hodnoty jednotlivých druhů akcií Společnosti o jednotlivých nominálních hodnotách

Druh akcií	Nominální hodnota 1 akcie (CZK)	Počet akcií	Nominální hodnota akcií (CZK)	Tržní hodnota akcií (CZK)*	Tržní hodnota 1 akcie (CZK)	Podíl tržní / nominální
Kmenové	1 000	1 556 125	1 556 125 000	1 477 183 655	949,27	94,9%
Kmenové	1 000 000	600	600 000 000	569 562 338	949 270,56	94,9%
Prioritní	400	1 187 604	475 041 600	728 464 007	613,39	153,3%
CELKEM			2 631 166 600	2 775 210 000		

* Hodnota celkem udává tržní hodnotu Jmění Společnosti.

9.4 VÝSLEDEK OCENĚNÍ PRIORITYNÍ AKCIE

<p style="text-align: center;">VÝSLEDNÁ TRŽNÍ HODNOTA JEDNÉ PRIORITYNÍ AKCIE SPOLEČNOSTI PRAŽSKÉ SLUŽBY, A.S. O NOMINÁLNÍ HODNOTĚ 400,- Kč ČINÍ KE DNI OCENĚNÍ 13. ŘÍJNA 2014 PO ZAOKROUHLENÍ</p>
<p style="text-align: center;">613,39 Kč</p> <p style="text-align: center;">SLOVY: ŠEST SET TŘINÁCT KORUN ČESKÝCH A TŘICET DEVĚT HALÉŘŮ</p>

Upozornění: Součet tržních hodnot všech jednotlivých akcií Společnosti po zaokrouhlení na dvě desetinná čísla není z důvodu zokrouhlení roven tržní hodnotě Jmění Společnosti.

9.4.1 KOMENTÁŘ K HODNOTĚ

S ohledem na obecně uznávanou a běžně používanou metodiku oceňování podniků (Mařík 2007) a vzhledem k množství parametrů, které vstupují do výpočtu hodnoty Společnosti, konstatuje Znalec, že jí stanovená hodnota se může krátkodobě odchýlit od dlouhodobějšího trendu tržní hodnoty Společnosti v řádu procent. Tato skutečnost může být zapříčiněna dočasným odchýlením odhadu některých reálných ekonomických veličin Znalcem od odhadu těchto veličin běžnými tržními subjekty, jejichž rozhodování je míň elastické ve vztahu ke krátkodobým výkyvům. Posudek vypracovaný Znalcem ovšem musí v souladu s uznávanou metodikou pracovat se zcela aktuálními parametry a Znalec se přiklání k názoru, že tento metodický postup je vzhledem k účelům, pro který se ocenění používá, správný.

9.4.2 KOMENTÁŘ K METODÁM

Znalec pro stanovení hodnoty Jmění použil příjmový přístup ocenění, konkrétně víceúrovňovou iterační metodou diskontovaných volných peněžních toků, která je založena na analýze finančního plánu a odvození parametrů pro diskontování ze srovnatelných hodnot.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu stanovená příjmovým přístupem, zvýšená o nominální výši všech závazků, může být chápána jako celková bilanční suma Společnosti, stanovená na základě příjmového přístupu ocenění.

PŘÍLOHY

- Příloha č. 1:** VÝPIS Z OBCHODNÍHO REJSTRÁŘÍKU SPOLEČNOSTI, SPOLEČNOSTI PRAŽSKÝ EKOSERVIS, SPOLEČNOSTI AKROP A SPOLEČNOSTI NEPŘEKONATELNÝ SERVIS S.R.O.
- Příloha č. 2:** ÚČETNÍ VÝKAZY SPOLEČNOSTI ZA ROKY 2008-2013 A K 30. 9. 2014
- Příloha č. 3:** FINANČNÍ PLÁN SPOLEČNOSTI PRO ROKY 2014-2018
- Příloha č. 4:** OCENĚNÍ JMĚNÍ SPOLEČNOSTI PŘÍJMOVOU METODOU DCF ENTITY

PŘÍLOHA Č. 1

**VÝPIS Z OBCHODNÍHO REJSTŘÍKU SPOLEČNOSTI,
SPOLEČNOSTI PRAŽSKÝ EKOSERVIS, SPOLEČNOSTI AKROP
A SPOLEČNOSTI NEPŘEKONATELNÝ SERVIS S.R.O.**

Výpis platných

z obchodního rejstříku, vedeného
Městským soudem v Praze
oddíl B, vložka 2432

Datum zápisu:	1. února 1994
Spisová značka:	B 2432 vedená u Městského soudu v Praze
Obchodní firma:	Pražské služby, a.s.
Sídlo:	Praha 9, Pod Šancemi 444/1
Identifikační číslo:	601 94 120
Právní forma:	Akciová společnost
Předmět podnikání:	
	Opravy silničních vozidel
	Provádění staveb, jejich změn a odstraňování
	Montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení
	Podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady
	Silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí
	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
	Výroba tepelné energie
	Výroba elektřiny

**Statutární orgán -
představenstvo:****předseda představenstva:**

JUDr. PATRIK ROMAN, dat. nar. 4. června 1974
Praha 9 - Satalice, Dany Medřické 612/21, PSČ 19015
Den vzniku funkce: 29. června 2011
Den vzniku členství: 20. června 2011

místopředseda představenstva:

Ing. PETR ČERMÁK, dat. nar. 13. května 1953
Praha 4, Antala Staška 1027/67, PSČ 14000
Den vzniku funkce: 13. března 2012
Den vzniku členství: 19. ledna 2012

člen představenstva:

MILAN BUKOLSKÝ, dat. nar. 3. května 1961
Jívanská 1748/28, Horní Počernice, 193 00 Praha 9
Den vzniku členství: 14. ledna 2013

člen:

KAREL ŠAŠEK, dat. nar. 4. března 1976
U libeňského pivovaru 1140/17, Libeň, 180 00 Praha 8
Den vzniku členství: 18. září 2013

člen představenstva:

Ing. MARTIN TRNKA, dat. nar. 8. března 1968
Hálkova 785, 278 01 Kralupy nad Vltavou
Den vzniku členství: 30. ledna 2014

Způsob jednání:

Za společnost jednají dva členové představenstva společně, přičemž jedním z těchto členů představenstva musí být předseda představenstva nebo místopředseda představenstva.

Dozorčí rada:**místopředseda dozorčí rady:**

Ing. MILAN RŮŽIČKA, dat. nar. 7. března 1975
 Praha 10, nám. Přátelství 1518/5, PSČ 10200
 Den vzniku funkce: 19. ledna 2012
 Den vzniku členství: 12. ledna 2012

člen dozorčí rady:

Ing. MARTIN SOMLÓ, dat. nar. 17. listopadu 1958
 Nad Okrouhlíkem 2294/11, Libeň, 180 00 Praha 8
 Den vzniku členství: 17. října 2011

člen dozorčí rady:

Ing. LUDĚK VOTAVA, dat. nar. 27. května 1947
 Praha 4, Brandlova 1565/19, PSČ 14900
 Den vzniku členství: 17. října 2011

člen:

Ing. ZDENĚK MATOUŠEK, dat. nar. 25. června 1956
 Jabloňová 2136/11, Záběhlice, 106 00 Praha 10
 Den vzniku členství: 1. ledna 2012

člen dozorčí rady:

JIŘÍ VÁVRA, dat. nar. 20. února 1960
 Praha 9, Na pozorce 1502/3, PSČ 19300
 Den vzniku členství: 12. ledna 2012

předseda:

RADEK VONDRA, dat. nar. 23. června 1972
 Šimanovská 55, Kyje, 198 00 Praha 9
 Den vzniku funkce: 18. září 2013
 Den vzniku členství: 24. června 2013

člen:

PAVEL MAŠEK, dat. nar. 13. června 1974
 Za školou 137, Kyje, 198 00 Praha 9
 Den vzniku členství: 24. června 2013

člen:

VLADIMÍR NOVÁK, dat. nar. 6. června 1956
 Nučická 1744/5, Strašnice, 100 00 Praha 10
 Den vzniku členství: 24. června 2013

člen dozorčí rady:

Ing. PAVEL KOCOUREK, dat. nar. 8. ledna 1968
 Snopkova 483/7, Kamýk, 142 00 Praha 4
 Den vzniku členství: 4. června 2014

Akcie:

1556125 ks kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1000,- Kč

600 ks kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1000000,- Kč

1187604 ks prioritní akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 400,- Kč

S prioritními akciemi jsou spojena práva a povinnosti dle stanov společnosti uložených ve sbírce listin.

Základní kapitál:

2 631 166 600,- Kč

Splaceno: 100%

Ostatní skutečnosti:

Akciová společnost byla založena podle § 172 obchodního zákoníku. Jediným zakladatelem společnosti je Fond národního majetku České republiky se sídlem v Praze 2, Rašínovo nábřeží 42, na který přešel majetek státního podniku Pražské komunikace se sídlem Praha 9, Pod šancemi 444/1, IČO: 00063274 ve smyslu § 11 odst.2 zák.č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby, ve znění zákona č. 210/1993 Sb..

V zakladatelské listině učiněné ve formě notářského zápisu ze dne 20.12.1993 bylo rozhodnuto o schválení jejich stanov jmenování členů představenstva a dozorčí rady. Privatizační projekt č. 26759 schválený Ministerstvem pro správu národního majetku a jeho privatizaci ČR dne 30.9.1993 čj. 422/1650/93.

Počet členů statutárního orgánu: 5

Počet členů dozorčí rady: 9

Obchodní korporace se podřídila zákonu jako celku postupem podle § 777 odst. 5 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech.

Výpis platných

z obchodního rejstříku, vedeného
Městským soudem v Praze
oddíl C, vložka 81758

Datum zápisu:	2. února 2001
Spisová značka:	C 81758 vedená u Městského soudu v Praze
Obchodní firma:	AKROP s.r.o.
Sídlo:	Tuchoměřice, Ke Špejcharu 392, PSČ 25267
Identifikační číslo:	264 32 331
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Předmět podnikání:	opravy silničních vozidel podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Statutární orgán:	
jednatel:	JUDr. PATRIK ROMAN, dat. nar. 4. června 1974 Praha 9 - Satalice, Dany Medřické 612/21, PSČ 19015 Den vzniku funkce: 14. února 2008
Způsob jednání:	Jménem společnosti jednájí jednatelé společně. Jednatel JUDr. Patrik Roman je oprávněn jednat vždy samostatně.
Prokura:	Ing. PETR MACHANSKÝ, dat. nar. 12. října 1977 Praha 4, Jaurisova 15/1482, PSČ 14000 Prokurista je oprávněn zastupovat společnost samostatně.
Společníci:	
Společník:	Pražské služby, a.s., IČ: 601 94 120 Praha 9 - Vysočany, Pod Šancemi 444/1, PSČ 19000
Podíl:	Vklad: 100 000,- Kč Splaceno: 100% Obchodní podíl: 100%
Základní kapitál:	100 000,- Kč

Výpis platných

z obchodního rejstříku, vedeného
Městským soudem v Praze
oddíl C, vložka 229808

Datum zápisu:	14. srpna 2014
Spisová značka:	C 229808 vedená u Městského soudu v Praze
Obchodní firma:	Pražský EKOservis, s.r.o.
Sídlo:	Na křečku 365, Horní Měcholupy, 109 00 Praha 10
Identifikační číslo:	032 98 973
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Předmět činnosti:	Pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor
Statutární orgán:	
jednatel:	Ing. PETR MACHANSKÝ, dat. nar. 12. října 1977 Jaurisova 1482/15, Nusle, 140 00 Praha 4 Den vzniku funkce: 14. srpna 2014
Způsob jednání:	Společnost zastupuje jednatel.
Společníci:	
Společník:	Pražské služby, a.s., IČ: 601 94 120 Pod šancemi 444/1, Vysočany, 190 00 Praha 9
Podíl:	Vklad: 200 000,- Kč Splaceno: 100% Obchodní podíl: 100% Druh podílu: základní Kmenový list: nevydán
Základní kapitál:	200 000,- Kč
Ostatní skutečnosti:	Počet členů statutárního orgánu: 1

Výpis platných

z obchodního rejstříku, vedeného
Městským soudem v Praze
oddíl C, vložka 108141

Datum zápisu:	22. června 2005
Spisová značka:	C 108141 vedená u Městského soudu v Praze
Obchodní firma:	Nepřekonatelný servis s.r.o. v likvidaci
Sídlo:	Praha 9, Pod šancemi 444/1, PSČ 18077
Identifikační číslo:	272 57 452
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Předmět podnikání:	zprostředkování obchodu a služeb poskytování technických služeb nakládání s odpady (vyjma nebezpečných) přípravné práce pro stavby pronájem a půjčování věcí movitých specializovaný maloobchod a maloobchod se smíšeným zbožím podnikání v oblasti s nakládání s nebezpečnými odpady
Statutární orgán:	
jednatel:	Ing. PETR ZVEJŠKA, dat. nar. 30. září 1954 Praha 4 - Chodov, Zdiměřická 1425/5, PSČ 14900 Den vzniku funkce: 6. března 2008
Způsob jednání:	Jednatel jedná jménem společnosti samostatně.
Likvidátor:	Ing. PETR ZVEJŠKA, dat. nar. 30. září 1954 Zdiměřická 1425/5, Chodov, 149 00 Praha 11
Společníci:	
Společník:	Pražské služby, a.s., IČ: 601 94 120 Praha 9, Pod šancemi 444/1
Podíl:	Vklad: 200 000,- Kč Splaceno: 100% Obchodní podíl: 100%
Základní kapitál:	200 000,- Kč Splaceno: 100%
Ostatní skutečnosti:	Jediný společník společnosti při výkonu působnosti valné hromady společnosti rozhodl, že společnost se ke dni 31. 12. 2013 zrušuje s likvidací.

PŘÍLOHA Č. 2

ÚČETNÍ VÝKAZY SPOLEČNOSTI ZA ROKY 2008-2013 A K 30. 9. 2014

I.2. Výkaz zisků a ztrát - met. 2010
Pražské služby, a.s.

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	
1	I.	Tržby za prodej zboží	91 892	69 690	79 716	93 384	103 110	108 072
2	A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	87 474	65 503	75 657	88 977	98 720	103 625
3	+	Obchodní marže	4 418	4 187	4 059	4 407	4 390	4 447
4	II.	Výkony	2 127 615	2 426 349	3 004 328	2 793 495	2 819 767	2 794 232
5	II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 125 436	2 424 103	3 001 409	2 790 823	2 818 325	2 792 423
6	II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	134	1 022	-53	352
7	II.3.	Aktivace	2 179	2 246	2 785	1 650	1 495	1 457
8	B.	Výkonová spotřeba	1 027 533	1 205 026	1 697 218	1 546 224	1 531 833	1 523 477
9	B.1.	Spotřeba materiálu a energie	264 452	271 102	290 521	239 226	236 244	246 509
10	B.2.	Služby	763 081	933 924	1 406 697	1 306 998	1 295 589	1 276 968
11	+	Přidaná hodnota	1 104 500	1 225 510	1 311 169	1 251 678	1 292 324	1 275 202
12	C.	Osobní náklady	643 581	682 502	746 433	732 704	715 201	713 790
13	C.1.	Mzdové náklady	643 581	682 502	746 433	732 704	715 201	713 790
14	C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0	0
15	C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0
16	C.4.	Sociální náklady	0	0	0	0	0	0
17	D.	Daně a poplatky	0	0	0	0	0	0
18	E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	307 705	353 922	356 274	357 910	455 964	416 629
19	III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1 569	3 206	4 375	4 349	3 310	2 335
22	F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	1 294	3 180	9 508	3 399	2 113	631
25	G.	Změna stavu rezerv, OP v provozní oblasti a KNPO (+/-)	0	0	0	0	0	0
26	IV.	Ostatní provozní výnosy	0	0	0	0	0	0
27	H.	Ostatní provozní náklady	47 343	41 787	61 156	28 547	26 706	56 573
28	V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0
29	I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0
30	*	Provozní výsledek hospodaření	106 146	147 325	142 173	133 467	95 650	89 914
31	VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0
32	J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
33	VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
37	VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
38	K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0
39	IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0
40	L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0
41	M.	Změna stavu rezerv a OP ve finanční oblasti	0	0	0	0	0	0
42	X.	Výnosové úroky	0	0	0	0	0	0
43	N.	Nákladové úroky	534	1 871	4 388	3 958	18 783	7 582
44	XI.	Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0	0	0
45	O.	Ostatní finanční náklady	-3 032	23 362	10 683	14 553	7 762	-5 310
46	XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0
47	P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0
48	*	Finanční výsledek hospodaření	2 498	-25 233	-15 071	-18 511	-26 545	-2 272
49	Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	18 165	29 296	28 958	32 345	17 425	20 884
50	Q.1.	- splatná	18 165	29 296	28 958	32 345	11 569	12 875
51	Q.2.	- odložená	0	0	0	0	5 856	8 009
52	**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	90 479	92 796	98 144	82 611	51 680	66 758
53	XIII.	Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0
54	R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0
55	S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0
58	*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0
59	T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	0	0	0	0	0	0
60	***	Výsledek hospodaření za účetní období	90 479	92 796	98 144	82 611	51 680	66 758
61	****	Výsledek hospodaření před zdaněním	108 644	122 092	127 102	114 956	69 105	87 642

I.9. Rozvaha - met.2010 Pražské služby, a.s.		2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	AKTIVA CELKEM	4 071 115	4 482 757	5 288 384	4 850 114	4 767 057	4 638 731
2	A. Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0	0
3	B. Dlouhodobý majetek	3 517 394	4 107 079	4 347 919	4 345 934	4 009 218	3 960 670
4	B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	93 356	89 206	73 163	60 811	38 000	21 702
5	B.I.1. Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0	0
6	B.I.2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	0
7	B.I.3. Software	55 937	54 402	46 890	46 986	29 857	20 157
8	B.I.4. Ocenitelná práva	30 823	24 824	19 208	13 825	8 143	1 545
9	B.I.5. Goodwill (+/-)	970	0	0	0	0	0
10	B.I.6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
11	B.I.7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	5 626	9 980	7 065	0	0	0
12	B.I.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
13	B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	3 329 203	3 923 922	4 183 458	4 208 125	3 901 220	3 874 670
14	B.II.1. Pozemky	98 983	99 388	92 649	95 324	95 280	162 018
15	B.II.2. Stavby	1 359 498	1 334 610	1 525 658	1 867 704	1 840 888	1 812 846
16	B.II.3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1 417 766	1 363 904	1 368 418	2 193 395	1 944 383	1 890 784
17	B.II.4. Pěstičské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0
18	B.II.5. Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0
19	B.II.6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0
20	B.II.7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	452 956	1 126 020	1 196 733	51 702	20 669	9 022
21	B.II.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0
22	B.II.9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0	0
23	B.III. Dlouhodobý finanční majetek	94 835	93 951	91 298	76 998	69 998	64 298
24	B.III.1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	94 835	93 951	91 298	76 998	69 998	64 298
25	B.III.2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
26	B.III.3. Ostatní dlouhodobé CP a podíly	0	0	0	0	0	0
27	B.III.4. Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
28	B.III.5. Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
29	B.III.6. Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
30	B.III.7. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
31	C. Oběžná aktiva	545 772	366 113	932 282	501 408	752 248	673 951
32	C.I. Zásoby	24 594	21 929	19 800	45 089	43 216	25 291
33	C.I.1. Materiál	24 594	21 929	19 800	45 089	43 216	25 291
34	C.I.2. Nedokončená výroba a polotovary	0	0	0	0	0	0
35	C.I.3. Výrobky	0	0	0	0	0	0
36	C.I.4. Mladá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0
37	C.I.5. Zboží	0	0	0	0	0	0
38	C.I.6. Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0
39	C.II. Dlouhodobé pohledávky	74	58	857	843	808	862
48	C.III. Krátkodobé pohledávky	207 718	262 754	442 167	284 275	287 965	314 431
49	C.III.1. Pohledávky z obchodního styku	197 272	247 601	395 704	271 336	280 566	301 312
50	C.III.2. Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0	0
51	C.III.3. Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
52	C.III.4. Pohledávky za společníky, členy družstva a účastníky sdružení	0	0	0	0	0	0
53	C.III.5. Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0
54	C.III.6. Stát - daňové pohledávky	2 925	12 846	35 380	0	447	0
55	C.III.7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	2 572	1 262	870	11 227	4 131	5 721
56	C.III.8. Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0
57	C.III.9. Jiné pohledávky	4 949	1 045	10 213	1 712	2 821	7 398
58	C.IV. Krátkodobý finanční majetek	313 386	81 372	469 458	171 201	420 259	333 367
59	C.IV.1. Peníze	0	0	0	0	0	0
60	C.IV.2. Účty v bankách	313 386	81 372	469 458	171 201	420 259	333 367
61	C.IV.3. Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
62	C.IV.4. Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
63	D. Časové rozlišení	7 949	9 565	8 183	2 772	5 591	4 110
64	D.I.1. Náklady příštích období	7 949	9 565	8 183	2 772	5 591	4 110
65	D.I.2. Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0	0
66	D.I.3. Příjmy příštích období	0	0	0	0	0	0

I.9. Rozvaha - met.2010 Pražské služby, a.s.		2008	2009	2010	2011	2012	2013
67	PASIVA CELKEM	4 071 116	4 482 757	5 288 384	4 850 114	4 767 057	4 638 731
68 A.	Vlastní kapitál	3 553 119	3 635 960	3 724 948	3 648 324	3 690 524	3 748 186
69 A.I.	Základní kapitál	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167
70 A.I.1.	Základní kapitál	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167
71 A.I.2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0	0	0	0	0
72 A.I.3.	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0
73 A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
79 A.III.	Fondy ze zisku	588 885	593 409	598 049	602 956	607 087	609 671
80 A.III.1.	Zákonný rezervní fond a nedělitelný fond	551 755	556 279	560 919	565 826	569 957	572 541
81 A.III.2.	Statutární a ostatní fondy	37 130	37 130	37 130	37 130	37 130	37 130
82 A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	242 588	318 588	397 588	331 590	400 590	440 590
83 A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	242 588	318 588	397 588	331 590	400 590	440 590
84 A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0	0
85 A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	90 479	92 796	98 144	82 611	51 680	66 758
86 B.	Cizí zdroje	515 360	845 640	1 562 149	1 200 581	1 076 201	890 272
87 B.I.	Rezervy	0	0	0	0	0	0
88 B.I.1.	Rezervy podle zvláštních předpisů	0	0	0	0	0	0
89 B.I.2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0	0
90 B.I.3.	Rezerva na daň z příjmu	0	0	0	0	0	0
91 B.I.4.	Ostatní rezervy	0	0	0	0	0	0
92 B.II.	Dlouhodobé závazky	96 989	174 401	184 042	258 373	244 009	230 696
93 B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0
94 B.II.2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0	0
95 B.II.3.	Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
96 B.II.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0	0
97 B.II.5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0
98 B.II.6.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
99 B.II.7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0
100 B.II.8.	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0
101 B.II.9.	Jiné dlouhodobé závazky	10 500	60 172	53 714	105 670	85 450	64 128
102 B.II.10.	Odložený daňový závazek	86 489	114 229	130 328	152 703	158 559	166 568
103 B.III.	Krátkodobé závazky	205 345	320 843	628 107	342 208	382 192	359 576
104 B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	139 250	244 362	537 514	243 651	293 447	276 856
105 B.III.2.	Závazky - ovládající a řízené osoby	0	0	0	0	0	0
106 B.III.3.	Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
107 B.III.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0	0
108 B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	39 506	43 502	46 534	44 652	42 720	41 047
109 B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	20 025	22 344	23 298	21 832	21 104	21 702
110 B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	6 129	8 678	17 996	27 830	20 449	15 499
111 B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	121	28
112 B.III.9.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
113 B.III.10.	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0
114 B.III.11.	Jiné závazky	435	1 957	2 765	4 243	4 351	4 444
115 B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	213 026	350 396	750 000	600 000	450 000	300 000
116 B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	600 000	450 000	300 000	150 000
117 B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	213 026	350 396	150 000	150 000	150 000	150 000
118 B.IV.3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0
119 C.	Časové rozlišení	2 637	1 157	1 287	1 209	332	273
120 C.I.1.	Výdaje příštích období	2 637	1 157	854	1 193	318	223
121 C.I.2.	Výnosy příštích období	0	0	433	16	14	50
Aktiva - pasiva		-1	0	0	0	0	0

Pražské služby, a.s.

IČ: 60194120

Pod Šancemi 444/1
180 77 Praha 9

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY
k 30.09.2014
v tis. Kč

	k 30.09.2014	k 30.09.2013
Tržby za prodej zboží	68 413	80 535
Náklady vynaložené na prodané zboží	65 565	77 257
Obchodní marže	2 848	3 278
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 037 818	2 038 925
Ostatní provozní výnosy	19 321	19 933
Změna stavu zásob nedokončené výroby	0	0
Aktivace	757	740
Spotřeba materiálu a energie	170 331	166 709
Služby	925 175	927 916
Osobní náklady	527 147	515 366
Odpisy	306 021	310 517
Ostatní provozní náklady	27 969	36 760
Provozní zisk	104 101	105 608
Finanční náklady /výnosy	4 491	6 172
Zisk před zdaněním	99 610	99 436
Daň z příjmů - splatná+ odložená		
Zisk (ztráta) za účetní období	99 610	99 436
Zisk připadající na akcii (Kč)		
Zředěný zisk připadající na akcii (Kč)		
Sestaveno dne: 22.10.2014	Ing. Martin Somló Ekonomický ředitel	
Právní forma účetní jednotky: akciová společnost	Předmět podnikání nakládání s odpady	

ROZVAHA
k 30.09.2014
v tis. Kč

	k 30.09.2014	k 30.09.2013
AKTIVA CELKEM	4 575 928	4 665 986
<i>Dlouhodobá aktiva celkem</i>	3 827 183	3 889 538
Pozemky, budovy a zařízení	3 748 894	3 795 293
Investice do nemovitostí	0	0
Nehmotná aktiva	14 122	24 939
Dlouhodobý finanční majetek	64 167	69 306
Dlouhodobé pohledávky	0	0
<i>Krátkodobá aktiva celkem</i>	748 745	776 448
Zásoby	29 309	41 952
Pohledávky z obchodního styku	415 692	349 059
Splatné daňové pohledávky	8 928	9 040
Ostatní pohledávky	6 338	9 064
Peníze a peněžní ekvivalenty	285 067	364 892
Ostatní krátkodobá aktiva	3 411	2 441
VLASTNÍ KAPITÁL A ZAVAZKY CELKEM	4 575 928	4 665 986
<i>Vlastní kapitál celkem</i>	3 765 674	3 780 864
Základní kapitál	2 631 167	2 631 167
Rezervní a ostatní fondy	540 307	609 671
Nerozdělený zisk minulých let	494 590	440 590
Zisk běžného roku	99 610	99 436
<i>Dlouhodobé závazky celkem</i>	302 884	392 390
Bankovní úvěry	37 500	187 500
Ostatní závazky	0	0
Závazky z finančního pronájmu	98 816	46 331
Odložený daňový závazek	166 568	158 559
<i>Krátkodobé závazky celkem</i>	507 370	492 732
Bankovní úvěry	150 000	150 000
Závazky z obchodního styku	107 328	126 559
Závazky z finančního pronájmu	0	22 111
Závazky vůči zaměstnancům	31 992	30 949
Splatné daňové závazky	32 382	14 121
Ostatní závazky	152 898	119 912
Ostatní cizí zdroje	32 770	29 080
Sestaveno dne: 22.10.2014	Ing. Martin Somló Ekonomický ředitel	
Právní forma účetní jednotky: akciová společnost	Předmět podnikání nakládání s odpady	

PŘÍLOHA Č. 3

FINANČNÍ PLÁN SPOLEČNOSTI PRO ROKY 2014-2018

VZZ, tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	1-9/2014	2014	10-12/2014	2015	2016	2017	2018
Tržby za prodej zboží	69 690	79 716	93 384	103 110	108 073	68 413	91 217	22 804	94 994	99 121	103 530	108 768
<i>index</i>		1,144	1,171	1,104	1,048	x	0,844	x	1,041	1,043	1,044	1,051
Náklady na prodané zboží	65 503	75 657	88 977	98 720	103 625	65 565	87 415	21 850	91 017	94 971	99 195	104 214
<i>poměr</i>	94,0%	94,9%	95,3%	95,7%	95,9%	95,8%	95,8%	95,8%	95,8%	95,8%	95,8%	95,8%
Obchodní marže	4 187	4 059	4 407	4 390	4 448	2 848	3 803	955	3 977	4 150	4 334	4 554
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 419 325	2 994 389	2 768 343	2 795 201	2 767 020	2 037 818	2 708 432	670 614	2 539 711	2 624 519	2 719 359	2 818 340
<i>index</i>		1,238	0,925	1,010	0,990	x	0,993	x	1,011	1,035	1,038	1,038
Ostatní provozní výnosy (bez prodeje papíru)	7 984	11 395	26 829	26 434	27 738	19 321	25 761	6 440	17 775	18 095	18 475	18 845
Změna stavu zásob nedokončené výroby	0	134	1 022	53	352	0	0	0	0	0	0	0
Aktivace	2 246	2 785	1 650	1 495	1 457	757	1 009	252	1 550	1 550	1 600	1 600
Spotřeba materiálu a energie	271 102	290 521	239 226	236 244	246 509	170 331	242 108	71 777	240 099	248 451	257 789	267 521
<i>poměr</i>	11,2%	9,7%	8,6%	8,4%	8,8%	8,3%	8,7%	10,0%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Služby	933 924	1 406 697	1 306 998	1 295 589	1 276 968	925 175	1 227 652	302 477	1 035 581	1 047 220	1 082 633	1 119 651
<i>poměr</i>	38,5%	46,8%	46,8%	45,9%	45,7%	45,0%	45,6%	47,5%	44,5%	44,5%	44,5%	44,5%
Osobní náklady	682 502	746 433	732 704	715 201	713 790	527 147	707 863	180 716	730 514	756 082	784 057	813 067
<i>index</i>		1,094	0,982	0,976	0,998	x	0,992	0,000	1,032	1,035	1,037	1,037
Odpisy	353 922	356 274	357 910	455 964	416 629	306 021	408 649	102 628	404 353	408 770	404 916	410 275
Ostatní provozní náklady	44 967	70 664	31 946	28 819	57 204	27 969	37 292	9 323	47 073	48 710	50 541	52 449
<i>poměr</i>	1,9%	2,4%	1,1%	1,0%	2,0%	1,4%	1,3%	1,3%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Provozní zisk	147 325	142 173	133 467	95 650	89 915	104 101	115 442	11 341	105 394	139 081	163 832	180 375
Finanční náklady - výnosy	25 233	15 071	18 511	26 545	2 272	4 491	5 988	1 497	10 514	12 432	13 953	14 983
Finanční výnosy			2 669	1 343	14 059	820	1 093	273	800	700	500	500
Finanční náklady			21 180	27 888	16 331	5 311	7 081	1 770	11 314	13 132	14 453	15 483
Zisk před zdaněním	122 092	127 102	114 956	69 105	87 643	99 610	109 454	9 844	94 880	126 648	149 879	165 392
DPP0	29 296	28 958	32 345	17 425	20 884	18 926	20 796	1 870	18 027	24 063	28 477	31 425
<i>poměr</i>	24,0%	22,8%	28,1%	25,2%	23,8%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Zisk za účetní období	92 796	98 144	82 611	51 680	66 759	80 684	88 657	7 973	76 853	102 585	121 402	133 968
Tržby celkem - provozní	2 496 999	3 085 500	2 888 556	2 924 745	2 902 831	2 125 552	2 825 411	699 859	2 652 481	2 741 736	2 841 364	2 945 953
EBITDA	501 247	498 447	491 377	551 614	506 544	410 122	524 091	113 969	509 747	547 851	568 748	590 650
<i>20,0%</i>		16,15%	17,01%	18,86%	17,45%	19,29%	18,55%	16,28%	19,22%	19,98%	20,02%	20,05%
EBIT	147 325	142 173	133 467	95 650	89 915	104 101	115 442	11 341	105 394	139 081	163 832	180 375
<i>5,90%</i>		4,61%	4,62%	3,27%	3,10%	4,90%	4,09%	1,62%	3,97%	5,07%	5,77%	6,12%

Pražské služby a.s.

Finanční plán (2014-2018; tis. Kč)

ROZVAHA, tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	IX.14	XII.14	2015	2016	2017	2018
AKTIVA CELKEM	4 482 757	5 288 384	4 850 114	4 767 057	4 638 731	4 575 928	4 596 195	4 625 645	4 770 635	4 935 023	5 091 951
Dlouhodobá aktiva	4 107 137	4 348 776	4 346 777	4 010 026	3 961 532	3 827 183	3 795 876	3 848 149	3 883 251	3 966 110	4 029 311
Pozemky budovy a zařízení	3 866 076	4 128 455	4 154 325	3 848 860	3 823 903	3 698 353	3 668 944	3 718 351	3 749 861	3 829 592	3 891 643
Investice do nemovitostí					42 813	42 813	42 813	42 813	42 813	42 813	42 813
Investice do nemovitostí (neprovozní)	57 846	55 003	53 800	52 360	7 954	7 729	7 653	7 352	7 051	6 750	6 449
Ostatní nehmotná aktiva	89 206	73 163	60 811	38 000	21 702	14 122	11 485	14 702	18 569	21 970	23 392
Dlouhodobý finanční majetek	93 951	91 298	76 998	69 998	64 298	64 167	64 167	64 167	64 167	64 167	64 167
Dlouhodobé pohledávky	58	857	843	808	862	0	814	764	790	818	848
Krátkodobá aktiva	375 620	939 608	503 337	757 031	677 199	748 745	800 319	777 496	887 384	968 913	1 062 640
Zásoby	21 929	19 800	45 089	43 216	25 291	29 309	30 918	29 026	30 002	31 093	32 237
Pohledávky z obchodního styku	247 601	396 574	282 563	284 697	307 033	415 692	284 826	267 394	276 391	286 435	296 978
Splatné daňové pohledávky	12 846	35 380	0	447	0	8 928	0	0	0	0	0
Ostatní pohledávky	2 307	1 636	1 712	2 821	0	6 338	1 713	1 608	1 662	1 722	1 786
Hotovost a peníze na účtech	81 372	469 458	171 201	420 259	333 367	285 067	473 711	470 878	570 448	640 461	722 097
Ostatní krátkodobá aktiva	9 565	16 760	2 772	5 591	11 508	3 411	9 152	8 592	8 881	9 203	9 542
PASIVA CELKEM	4 482 757	5 288 384	4 850 114	4 767 057	4 638 731	4 575 928	4 596 195	4 625 645	4 770 635	4 935 023	5 091 951
Vlastní kapitál	3 635 960	3 724 948	3 648 324	3 690 524	3 748 186	3 765 674	3 755 966	3 840 284	3 950 713	4 080 382	4 223 053
Základní kapitál	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167	2 631 167
Rezervní a ostatní fondy	593 409	598 049	602 956	607 087	609 671	540 307	595 419	558 976	577 786	598 781	620 822
Nerozdělený zisk minulých let	318 588	397 588	331 590	400 590	440 590	494 590	539 088	565 822	631 331	720 765	828 393
Zisk běžného roku	92 796	98 144	82 611	51 680	66 758	99 610	-9 708	84 318	110 429	129 669	142 671
Dlouhodobé závazky celkem	162 997	773 533	687 854	522 664	358 323	302 884	284 990	366 837	389 748	391 863	377 798
Bankovní úvěry		600 000	450 000	300 000	150 000	37 500	0	0	0	0	0
Ostatní závazky	686	734	794	1 094	1 117	0	1 082	1 016	1 050	1 088	1 128
Závazky z finančního pronájmu	48 082	42 471	84 357	63 011	40 638	98 816	120 218	212 151	229 856	226 161	205 997
Odložený daňový závazek	114 229	130 328	152 703	158 559	166 568	166 568	163 690	153 671	158 842	164 614	170 673
Krátkodobé závazky celkem	683 800	789 903	513 936	553 869	532 222	507 370	555 239	418 524	430 174	462 779	491 100
Bankovní úvěry	350 396	150 000	150 000	150 000	150 000	150 000	150 000	0	0	0	0
Závazky z obchodního styku	234 572	496 594	95 309	149 292	145 241	107 328	144 134	135 312	139 865	144 948	150 283
Závazky z finančního pronájmu	11 404	10 509	20 519	21 345	22 373	0	36 438	72 295	72 295	91 895	106 564
Splatné daňové závazky	8 678	17 996	27 830	20 449	15 499	32 382	17 807	16 717	17 279	17 907	18 566
Ostatní závazky	77 998	114 371	220 262	212 769	199 109	217 660	206 851	194 190	200 725	208 019	215 676
Výnosy příštích období	752	433	16	14	0	0	10	9	10	10	10

Pražské služby a.s.

Finanční plán (2014-2018; tis. Kč)

PŘÍLOHA Č. 4

OCENĚNÍ JMĚNÍ SPOLEČNOSTI PŘÍJMOVOU METODOU DCF ENTITY

tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018	PH
Risk Free	0,36%	1,21%	2,22%	2,82%	3,11%	3,52%
ERP	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%
Beta	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86
CRP	1,38%	1,38%	1,38%	1,38%	1,38%	1,38%
Other	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%
size	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%
liquidity	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
other	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Inflace CZ	1,10%	2,10%	1,80%	2,10%	2,00%	2,00%
Inflace USA	2,30%	2,20%	2,30%	2,00%	2,20%	2,20%
Nvk (nezadlužené)	11,68%	13,74%	14,30%	15,59%	15,53%	15,94%
VK (k počátku období)	2 498 552	2 325 156	2 466 312	2 663 797	2 968 024	
CK (k počátku období)	286 316	306 656	284 445	302 151	318 056	312 561
DS (k počátku období)	7 942	7 284	6 128	4 930	3 618	2 197
Nck	1,4%	2,3%	2,5%	2,5%	2,5%	3,7%
Nvk (zadlužené)	12,8%	15,2%	15,6%	17,0%	16,9%	15,9%
WACC	11,6%	13,7%	14,2%	15,5%	15,5%	10,0%

tis. Kč	IX.14	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby	29 309	30 918	29 026	30 002	31 093	32 237
Krátkodobé pohledávky	422 030	287 353	269 765	278 843	288 975	299 612
Peníze - rozvaha	285 067	473 711	470 878	570 448	640 461	722 097
OL - rozvaha	56,19%	85,32%	112,51%	132,61%	138,39%	147,04%
OL - požadovaná	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Peníze - provozní	152 211	166 572	125 557	129 052	138 834	147 330
Ostatní aktiva	3 411	9 152	8 592	8 881	9 203	9 542
Krátkodobé závazky	523 938	533 563	500 907	517 762	536 576	556 327
Ostatní pasiva	0	10	9	10	10	10
Pracovní kapitál	83 023	-39 579	-67 976	-70 993	-68 481	-67 616
<i>- změna pracovního kap.</i>		<i>-122 602</i>	<i>-28 397</i>	<i>-3 017</i>	<i>2 512</i>	<i>865</i>

tis. Kč	2014*	2015	2016	2017	2018	PH
Provozní VH	10 682	101 587	133 981	157 632	173 275	176 473
Upravená daň	2 030	19 301	25 456	29 950	32 922	33 530
Provozní VH po dani	8 653	82 285	108 524	127 682	140 353	142 943
Odpisy	102 628	404 353	408 770	404 916	410 275	422 583
WCAP	-122 602	-28 397	-3 017	2 512	865	891
CAPEX	3 199	274 502	344 147	390 047	377 747	309 815
FCFF	230 684	240 533	176 164	140 038	172 015	3 622 354
Diskontní míra	11,6%	13,7%	14,2%	15,5%	15,5%	10,0%
Hb (počátek období)	2 784 868	2 631 812	2 750 757	2 965 948	3 286 080	3 622 354
CK	286 316	306 656	284 445	302 151	318 056	312 561
Hn (počátek období)	2 498 552	2 325 156	2 466 312	2 663 797	2 968 024	3 309 794
Diskontní faktor	0,973	0,856	0,749	0,649	0,562	
Diskontované FCFF	224 428	205 888	132 009	90 843	96 639	2 035 061

Hodnota VK (provozní část)	2 498 552
-----------------------------------	------------------

* Rok 2014 zahrnuje pouze období říjen - prosinec 2014.

Přehled výsledků	Tis. Kč
Hodnota 1. fáze	749 808
Hodnota 2. fáze	2 035 061
Provozní hodnota Společnosti	2 784 868
Hodnota neprovozního majetku	276 657
Celková hodnota Jména Společnosti	3 061 526
Hodnota cizího úročeného kapitálu	286 316
Celková netto hodnota Jména Společnosti	2 775 210

ZNALECKÁ DOLOŽKA

Tento znalecký posudek byl vypracován společností EQUITA Consulting s.r.o. jako znaleckým ústavem v souladu s ustanovením § 21 odst. 3 zákona č. 36/1967 Sb. o znalcích a tlumočnících, a ustanovením § 6 odst. 1 vyhlášky č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů, zapsaným rozhodnutím Ministerstva spravedlnosti České republiky ze dne 23.7.2008, č.j. 91/2008-OD-ZN/11 do prvního oddílu seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění oceňování nehmotného majetku, majetkových a průmyslových práv, know-how, oceňování podniků, obchodních podílů, obchodního jmění společností, oceňování finančního majetku včetně cenných papírů a jejich derivátů, oceňování nemovitostí a staveb, oceňování movitého majetku, oceňování pohledávek a závazků, posuzování a přezkoumávání vztahů, smluv, cen, péče řádného hospodáře a dalších skutečností podle obchodního zákoníku, posuzování a přezkoumávání transferových cen účetní evidence ekonomické a finanční analýzy, rozpočtování, kalkulace a v oboru stavebnictví s rozsahem znaleckého oprávnění vady a poruchy staveb.

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem P42769/14 znaleckého deníku a obsahuje 90 listů.

Posudek 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>

Posudek připravili:

Ing. Kateřina Minsterová
Ing. Jan Sekanina
Ing. Roman Čibera

V Praze dne 8. prosince 2014



Ing. Leoš Klimt
ředitel
EQUITA Consulting s.r.o.