

SHRUTÍ

ZNALECKÉHO POSUDKU Č. P42694/14

STANOVENÍ HODNOTY NEPENĚŽITÉHO VKLADU - ČÁSTI ZÁVODU SPOLEČNOSTI PRAŽSKÉ SLUŽBY, A.S.

OBJEDNATEL:

PRAŽSKÉ SLUŽBY, A.S.

POD ŠANCEMÍ 444/1

190 00 PRAHA 9

IČ: 601 94 120

ZNALECKÝ ÚKOL:

OCENĚNÍ ČÁSTI ZÁVODU SPOLEČNOSTI PRO POTŘEBY JEHO NEPENĚŽITÉHO VKLADU NA DCEŘINÉ SPOLEČNOSTI DLE POŽADAVKU § 223 ZÁKONA Č. 90/2012 SB., O OBCHODNÍCH SPOLEČNOSTECH A DRUŽSTVECH (ZÁKON O OBCHODNÍCH KORPORACÍCH)

DATUM OCENĚNÍ:

30. ČERVNA 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 SRPNU AŽ ŘÍJNU 2014

VYHOTOVENÍ Č. 1

OBSAH

OBSAH	2
SHRnutí	3
1 ZNALECKÝ ÚKOL	3
2 NÁLEZ	3
2.1 SPOLEČNOST	3
2.2 SPV.....	4
2.3 POPIS A STRUKTURA NEPENĚŽITÉHO VKLADU	4
3 TEORETICKO-METODOLOGICKÁ ČÁST	5
3.1 VÝBĚR KATEGORIE HODNOTY	5
3.2 VÝBĚR VHODNÝCH PŘÍSTUPŮ OCENĚNÍ	5
3.3 VÝBĚR METODY OCENĚNÍ	6
4 FINANČNÍ ANALÝZA	6
5 FINANČNÍ PLÁN - PROGNÓZA BUDOUCÍHO VÝVOJE	6
5.1 VYHODNOCENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	7
6 OCENĚNÍ JMĚNÍ PŘÍJMOVÝM PŘÍSTUPEM	8
6.1 OCENĚNÍ NEPROVOZNÍCH AKTIV	8
6.2 OCENĚNÍ PROVOZNÍ ČÁSTI PODNIKU ČÁSTI ZÁVODU METODOU DCF EQUITY (FCFE)	9
6.2.1 <i>Postup ocenění</i>	9
6.2.2 <i>Stanovení výše diskontní míry</i>	9
6.2.3 <i>Stanovení volných peněžních toků FCFE</i>	10
6.2.4 <i>Výsledek ocenění Jmění Části závodu metodou DCF Equity (FCFE)</i>	11
7 OCENĚNÍ JMĚNÍ NÁKLADOVÝM PŘÍSTUPEM	11
7.1 OCENĚNÍ METODOU SUBSTANČNÍ HODNOTY	11
7.1.1 <i>Dlouhodobý hmotný movitý majetek</i>	11
7.1.2 <i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	12
7.1.3 <i>Krátkodobé pohledávky</i>	12
7.1.4 <i>Krátkodobý finanční majetek</i>	12
7.1.5 <i>Aktiva neevidovaná v účetnictví</i>	13
7.1.5.1 Práva a povinnosti ze smluv o finančním leasingu	13
7.1.5.2 Majetek pořízený dodatečně po datu ocenění	13
7.1.5.3 Práva a povinnosti vyplývající z dodavatelských a odběratelských smluv	13
7.1.6 <i>Krátkodobé závazky</i>	13
7.1.7 <i>Výsledek ocenění Jmění Části závodu metodou substanční hodnoty</i>	13
8 VÝSLEDEK OCENĚNÍ	14
8.1 REKAPITULACE ZADÁNÍ	14
8.2 REKAPITULACE METOD A VÝSLEDNÝCH HODNOT	14
8.3 VÝSLEDEK OCENĚNÍ	15
8.4 KOMENTÁŘ K HODNOTĚ.....	15

SHRUTÍ

Znalec vydal dne 9. 10. 2014 znalecký posudek č. P42694/14. Tento dokument je pouze stručným shrnutím znaleckého posudku. V případě potřeby detailnějších informací o metodologii ocenění a jeho vstupech je nutné vycházet ze znaleckého posudku. V případě rozporu mezi tímto shrnutím a znaleckým posudkem má znalecký posudek přednost.

1 ZNALECKÝ ÚKOL

Zadání

Úkolem Znalce je stanovení hodnoty nepeněžitého vkladu tvořeného částí závodu společnosti Pražské služby, a.s., IČ 601 94 120, se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 444/1, zapsané v obchodním rejstříku, vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 2432 (dále také jen „**Společnost**“ nebo „**PSAS**“), který bude vložen do nově vzniklé dceřiné společnosti Pražský EKOservis, s.r.o., IČ 03298973, se sídlem Na Křečku 365, Horní Měcholupy, 109 00 Praha 10, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka 229808 (dále také jen „**SPV**“), ve které drží PSAS 100% obchodní podíl. Ocenění je provedeno pro potřeby § 223 zákona č. 90/2012 sb., o obchodních společnostech a družstvech – zákon o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů (dále také jen „**ZOK**“).

Předmět ocenění

Předmětem ocenění je jmění, tj. veškerý majetek a závazky (dále také jen „**Jmění**“) části závodu Společnosti, která bude předmětem nepeněžitého vkladu do SPV, a která je definována a popsána v kapitole 2 *Nález* (dále také jen „**Část závodu**“).

Datum ocenění

Ocenění Části závodu je provedeno ke dni 30. června 2014.

Předpoklady ocenění

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

2 NÁLEZ

2.1 SPOLEČNOST

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

Základní kapitál

Celkový základní kapitál Společnosti činí 2 631 166 600,- Kč. Tento základní kapitál je tvořen:

- 1 556 125 ks kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě jedné akcie 1 000,- Kč,
- 600 ks kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě jedné akcie 1 000 000,- Kč,
- 1 187 604 ks prioritních akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě jedné akcie 400,- Kč.

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

Činnost Společnosti

Společnost poskytuje služby zejména v oblastech odpadového hospodářství, komplexní údržby komunikací a veřejných prostranství a výroby tepla a elektrické energie. Mimo to Společnost poskytuje doplňkové služby (některé výhradně pro vlastní potřebu – prodej PHM, atd.).

Činnost Společnosti je rozdělena do 3 závodů:

- závod 11 000 – odvoz a recyklace odpadu,

- závod 12 000 – údržba komunikací, ostatních veřejných prostor a zelených ploch,
- závod 14 000 – zařízení na energetické využití odpadu (ZEVO) – produkuje teplo a elektrickou energii.

Mimo to je činnosti Společnosti organizována závodem 10 000 (ředitelství společnosti) zajišťujícím centrální nákup a investice, marketing, komunikaci, PR a obchodní činnost.

Společnost výše uvedené činnosti poskytuje jednak majoritnímu akcionáři (Hl. město Praha), a jednak jednotlivým městským částem a soukromým subjektům (soukromé osoby i organizace).

2.2 SPV

Podle výpisu z obchodního rejstříku vedeného Městským soudem v Praze, oddíl C, vložky 229808, vznikla SPV dne 14. 8. 2014. Statutárním orgánem SPV je jednatel Ing. Petr Machanský, dat. nar. 12. října 1977, Jaurisova 1482/15, Nusle, 140 00 Praha 4, který SPV zastupuje samostatně.

Základní kapitál

Celkový základní kapitál SPV činí 200 000,- Kč a je tvořen vkladem jediného 100% společníka SPV, kterým je Společnost.

Činnost SPV

SPV aktuálně nevykonává žádnou činnost, nicméně na ni bude formou nepeněžitého vkladu provedeného Společností převedena Část závodu Společnosti (část závodu 11 000 a část závodu 12 000), z čehož lze odvodit budoucí základní činnosti SPV:

- odvoz a recyklace odpadu,
- údržba komunikací, ostatních veřejných prostor a zelených ploch.

2.3 POPIS A STRUKTURA NEPENĚŽITÉHO VKLADU

Popis

Nepeněžitý vklad bude tvořen Částí závodu Společnosti.

Část závodu, která bude předmětem nepeněžitého vkladu, lze definovat následovně:

- zahrnuje část činností dosud zajišťovaných závody 11 000 a 12 000 Společnosti,
- jedná se o soubor činností / služeb z uvedených dvou závodů, které Společnost dosud poskytovala soukromým subjektům (fyzické i právnické osoby) a jednotlivým městským částem,
- tj. součástí Části závodu (nepeněžitého vkladu) nebudou činnosti / služby, které Společnost dosud poskytovala a nadále bude poskytovat Hl. městu Praha.

Společností bylo vytvořeno středisko Závod 15 000 (závod komerčních zakázek), do kterého byly vyčleněny všechny činnosti související s Částí závodu. Předmětem nepeněžitého vkladu a tudíž i ocenění je tedy Závod 15 000 – Závod komerčních zakázek (včetně podřízených útvarů).

Struktura

Část závodu, která bude tvořit nepeněžitý vklad Společnosti do SPV, bude zahrnovat následující majetkové hodnoty a závazky:

1. Dlouhodobý hmotný movitý majetek:
 - a. nákladní a osobní vozy, dodávky, popelářské vozy, valníky, lisy, přívěsy, čisticí technika, apod. – celkem 83 ks,
 - b. koše rozmístěné po Praze (plastové, mramřité, betonové, atd.) – 2 135 ks,
 - c. pořizovací cena majetku 155,4 mil. Kč, zůstatková netto hodnota 46,2 mil. Kč,
 - d. popelové nádoby (28 762 ks)
 - e. 24 ks vozidel nakoupených Společností
 - f. Informační technologie (software a hardware) nakoupený Společností

2. Dlouhodobý finanční majetek – 100% podíl 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**“).
3. Provozní pohledávky vztahující se k předmětu podnikání SPV.
4. Krátkodobé finanční prostředky na bankovních účtech ve výši 30 mil. Kč.
5. Pracovněprávní smlouvy – 168 zaměstnanců přecházejících z PSAS.
6. Smlouvy o finančním leasingu – 3 ks.
7. Smlouvy odběratelské (v případě závodu 11 byly v roce 2013 poskytnuty služby téměř 10 400 soukromým subjektům za více než 264 mil. Kč, v případě závodu 12 byly v roce 2013 poskytnuty služby 5 městským částem a dvěma soukromým subjektům v celkové výši tržeb včetně subdodávek 83,6 mil. Kč).
8. Smlouvy dodavatelské nutné k zajištění činnosti SPV a činností vyplývajících z odběratelských smluv, které budou do SPV vloženy jako součást Části závodu.
9. Provozní závazky vztahující se k předmětu podnikání SPV.

3 TEORETICKO-METODOLOGICKÁ ČÁST

3.1 VÝBĚR KATEGORIE HODNOTY

Účelem posudku je stanovení hodnoty nepeněžitěho vkladu – Části závodu Společnosti, který bude vložen do SPV. Z tohoto důvodu Znalec ocení Jmění Části závodu, a to na úrovni tržní hodnoty, která určuje hodnotu v případě transakce mezi obecnými (neurčitými), nezávislými a plně informovanými subjekty, kteří jednájí tržně a bez nátlaku, a která tak dle názoru Znalce nejlépe vystihuje hodnotu nepeněžitěho vkladu Společnosti do SPV, na základě kterého dojde k navýšení vkladu Společnosti v SPV zapsaném v obchodním rejstříku.

3.2 VÝBĚR VHODNÝCH PŘÍSTUPŮ OCENĚNÍ

Znalec pro ocenění Části závodu využil dvou přístupů ocenění.

Příjmový přístup

Znalec pro ocenění Jmění Části závodu zvolil příjmový přístup ocenění. Jedná se o nejvhodnější přístup pro ocenění Části závodu, u které se předpokládá, že bude pokračovat ve své činnosti (dané uzavřenými dodavatelskými a odběratelskými smlouvami) neomezeně dlouhou dobu (going concern). Odvětví, ve kterém Část závodu podniká (údržba a správa komunikací, odvoz, třídění a zpracování odpadu), zaručuje stabilní výnosy. Přístup ocenění zohledňuje komplexně hodnotu veškerých majetkových práv a závazků včetně uzavřených smluv. Neumožňuje naopak stanovení hodnoty jednotlivých položek majetků, majetkových práv a závazků.

Nákladový přístup

Pro ocenění Jmění Části závodu byla dále použita aplikace nákladového (majetkového) přístupu. Daný přístup ze své podstaty umožňuje stanovit samostatně hodnotu jednotlivých majetkových položek a závazků. Není nicméně schopen bez použití jiných přístupů (porovnávací, výnosový) plně zohlednit hodnotu všech položek majetkových práv Části závodu (obecně uzavřené smlouvy, nehmotné majetky, apod.).

Porovnávací přístup

Stanovení hodnoty Jmění Části závodu porovnáním s hodnotou srovnatelných společností nebylo možno aplikovat pro nedostatek srovnatelných údajů z již realizovaných prodejů společností s obdobným

předmětem podnikání a podílem na českém trhu z důvodů jejich malého počtu a informačních blokad na straně společností.

3.3 VÝBĚR METODY OCENĚNÍ

1. metoda ocenění: DCF Entity (FCFE) – příjmový přístup

Nejčastěji používanou metodou příjmového přístupu je metoda diskontovaných peněžních toků (DCF). Znalec z důvodu pravděpodobných výrazných změn v kapitálové struktuře zvolil variantu výpočtu na úrovni volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE).

Hodnota Jmění Části závodu kvantifikovaná touto metodou je určena užtkem plynoucím pro jeho vlastníky ve formě budoucích volných peněžních toků (FCFE – free cash flow to the equity), které jsou diskontovány na současnou hodnotu k datu ocenění.

Předpoklady:

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

- v první fázi od 1. 7. 2014 do 31. 12. 2018 Znalec na základě finančního plánu dodaného Společností (revidovaného a upraveného Znalcem dle vlastních analýz) projektoval peněžní toky a pomocí vhodné diskontní míry stanovil současnou hodnotu těchto peněžních toků,
- ve druhé fázi začínající v roce 2019, kdy už je předpokládáno ustálení základních parametrů plánu a ocenění (generátory hodnoty), 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).

2. metoda ocenění: Metoda substanční hodnoty (metoda čistých aktiv) – nákladový přístup

Jako druhá metoda bude použita metoda substanční hodnoty, která je založena na analýze jednotlivých složek majetku a závazků 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 za předpokladu, že podnik bude pokračovat v dosavadní činnosti neomezeně dlouhou dobu (going concern princip).

Z jiného pohledu lze říci, že se jedná o souhrn nákladů na znovupořízení veškerého majetku sloužícího k realizaci výnosů podniku.

Daňové dopady

Při ocenění jednotlivých složek majetku a závazků při ocenění podniku metodou čistých aktiv (nákladový přístup) není zohledněno jakékoli budoucí daňové zatížení vyplývající z transakcí, které nastanou po datu ocenění (např. přepočítání odložené daně dle výsledků ocenění).

4 FINANČNÍ ANALÝZA

Vzhledem ke skutečnosti, že Část závodu vznikla vyčleněním vybraných aktivit ze závodů 11 000 a 12 000 Společnosti, a Společnost tak nemohla dodat Znalci informace a podklady o vývoji nákladů těchto vyčleněných aktivit za historické období, neměl Znalec dostatek relevantních dat pro provedení finanční analýzy.

5 FINANČNÍ PLÁN - PROGNÓZA BUDOUCÍHO VÝVOJE

Předpoklady

Finanční plán Znalec sestavoval pro potřeby ocenění Části závodu výnosovou metodou DCF Equity (FCFE).

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

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

Finanční plán vycházel z podkladů, které měl Znalec k dispozici od objednatele. Především se jednalo o následující data:

- Historické a očekávané výnosy činností souvisejících s Částí závodu
- Odhad nákladů souvisejících s výkonem činností prováděných Částí závodu

5.1 VYHODNOCENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

Znalec provedl vyhodnocení finančního plánu sestaveného dle výše uvedených předpokladů. Výsledky potvrzují, že v období plánu bude Část závodu dostatečně finančně zdravá, což splňuje předpoklad pro použití ocenění na bázi příjmového přístupu.

Hrubá marže Části závodu (tj. tržby snížení o přímé náklady, ale ne o režijní náklady) se bude pohybovat kolem 9 %, což odpovídá historické hrubé marži dosahované závodu 11 000 a 12 000 v rámci působení v PSAS v letech 2011-6/2014, viz tabulka níže.

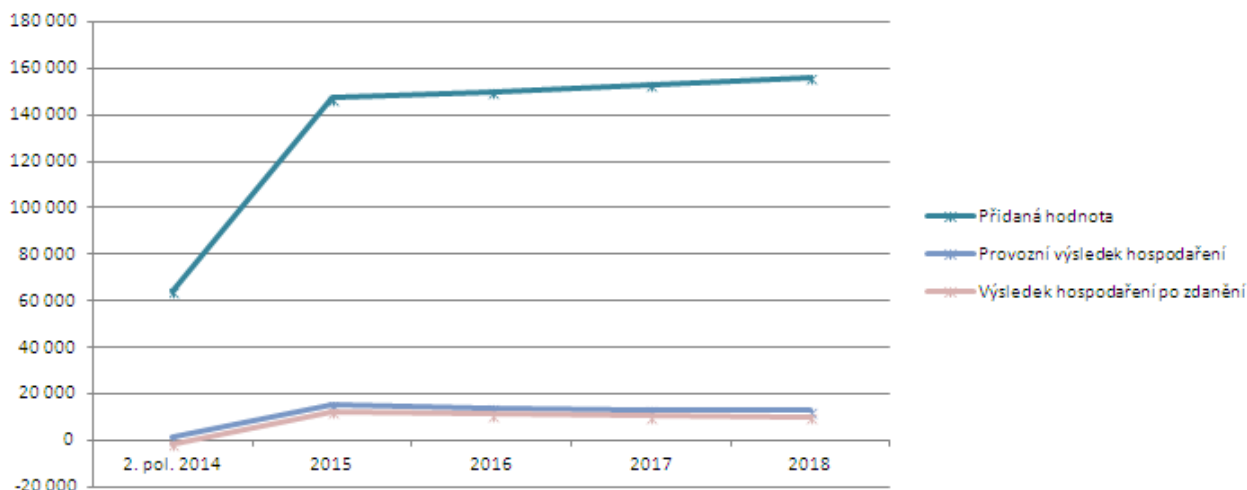
Tabulka č. 1 - Nákladovost závodů 11 a 12 Společnosti bez zohlednění režijních nákladů (2011-6/2014; Kč)

	2011	2012	2013	1. pol. 2014
Náklady Z11	836 365 229	793 594 891	778 635 030	367 851 099
Náklady Z12	1 178 672 896	1 196 218 864	1 210 079 850	588 538 249
Výnosy Z11	982 577 476	928 905 950	919 508 438	447 101 433
Výnosy Z12	1 242 708 117	1 276 490 453	1 271 022 424	633 673 843
Hrubý zisk (bez odpočtu režie)	210 247 468	215 582 648	201 815 983	124 385 928
Hrubá zisková marže	9,4%	9,8%	9,2%	11,5%

Hlavní položky výkazu zisku a ztrát v letech 1. fáze finančního plánu (2013 – 2018) jsou zobrazeny v následující tabulce a grafu.

Tabulka č. 2 - Výkaz zisku a ztráty Části závodu (prognóza 2014-2018; tis. Kč)

	2. pol. 2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Tržby (zboží, výkony)	163 859	375 320	382 075	390 099	397 901
Výkonová spotřeba	99 608	228 153	232 260	237 137	241 880
z toho materiál	26 495	60 687	61 779	63 077	64 338
z toho služby	73 113	167 466	170 480	174 060	177 542
Přidaná hodnota	64 251	147 167	149 816	152 962	156 021
Osobní náklady	49 796	102 712	104 776	107 644	110 195
z toho mzdové náklady	36 354	74 986	76 493	78 586	80 449
z toho SZZP	12 360	25 495	26 008	26 719	27 353
z toho sociální náklady	1 082	2 231	2 276	2 338	2 393
Daně a poplatky	992	2 272	2 312	2 361	2 408
Odpisy	11 317	24 504	26 456	27 410	28 299
Ostatní provozní náklady	933	2 136	2 175	2 220	2 265
Provozní výsledek hospodaření	1 214	15 543	14 096	13 327	12 855
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	134	306	312	318	325
Finanční výsledek hospodaření	-134	-306	-312	-318	-325
Výsledek hospodaření z běžné činnosti	1 080	15 237	13 784	13 008	12 530
DPPO	2 674	2 895	2 619	2 472	2 381
Výsledek hospodaření po zdanění	-1 594	12 342	11 165	10 537	10 149

Graf č. 1 - Vývoj ukazatelů VZZ (plán 2014-2018; tis. Kč)

Na základě provedené analýzy majetku a závazků Společnosti ke dni ocenění lze konstatovat, že Jmění Části závodu tvoří:

- Neprovozní aktiva:
 - Dlouhodobý finanční majetek – 100% podíl na společnosti Akrop.
 - Část vkládaných hotovostních finančních prostředků, která je považována za provozně nepotřebnou (dle okamžité likvidity ve výši 80 %).
- Provozní část Části závodu – podnik.

6 OCENĚNÍ JMĚNÍ PŘÍJMOVÝM PŘÍSTUPEM

6.1 OCENĚNÍ NEPROVOZNÍCH AKTIV

Neprovozní aktiva jsou aktiva, která Část závodu vlastní, ale nejsou nutná pro hlavní činnost podniku. Pro účely ocenění se tato aktiva oddělují od majetku, který slouží k hlavní činnosti Části závodu, 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 Části závodu, Znalec předpokládá jejich prodej) a na závěr se přičtou k provozní hodnotě vlastního kapitálu, získané oceněním na bázi příjmového přístupu.

Dlouhodobý finanční majetek (100% podíl na společnosti Akrop)

Do Části závodu byl zahrnut také 100% podíl 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 (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. 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 u SPV), 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 **46 758 tis. Kč**.

Finanční prostředky

Finanční prostředky jsou považovány za provozně nepotřebné v takovém rozsahu, ve kterém přesahují stanovenou okamžitou likviditu (80 %). Výše okamžité likvidity byla stanovena spíše vyšší, také s ohledem na objem majetku, který je jako Část závodu předmětem vkladu. Provozně nutné finanční prostředky tak byly prostřednictvím okamžité likvidity a krátkodobých provozních závazků (12 401 tis. Kč) k datu ocenění stanoveny na úrovni 9 921 tis. Kč. Zbývá část z celkových finančních prostředků (30 mil. Kč), která činí **20 079 tis. Kč**, představuje neprovozní majetek.

Shrnutí

Celková hodnota neprovozního majetku Části závodu je dána součtem hodnoty 100% podílu na společnosti Akrop a neprovozních finančních prostředků.

VÝSLEDNÁ HODNOTA NEPROVOZNÍCH AKTIV

66 837 TIS. Kč

6.2 OCENĚNÍ PROVOZNÍ ČÁSTI PODNIKU ČÁSTI ZÁVODU METODOU DCF EQUITY (FCFE)

6.2.1 POSTUP OCENĚNÍ

Dvoufázové ocenění

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

Období první fáze pro ocenění Části závodu bylo stanoveno od 1. 7. 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.

6.2.2 STANOVENÍ VÝŠE DISKONTNÍ MÍRY

Diskontní míra je v případě ocenění metodou DCF Equity (FCFE) rovna nákladům na vlastní kapitál, které jsou Znalcem stanoveny za použití metody CAPM.

Propočet diskontní míry (náklady na vlastní kapitál) je uveden v následující tabulce.

Tabulka č. 3 – Stanovení nákladů vlastního kapitálu v jednotlivých letech (2014-2018 a 2. fáze)

	2. pol. 2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019 a dále
Bezriziková sazba (10-leté dluhopisy USA)	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	5,8%
Riziko trhu	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Beta koeficient nezadlužené	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86
Riziková premie země	0,6%	1,4%	1,0%	1,5%	1,0%	1,0%

Riziko vyplývající z velikosti podniku	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Náklady vlastního kapitálu (VK) nezadlužené	11,2%	12,0%	11,6%	12,1%	11,6%	14,6%

6.2.3 STANOVENÍ VOLNÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ FCFE

FCFE je získán úpravou výsledku hospodaření z běžné činnosti po zdanění, kdy úpravy zahrnují zejména:

- vyloučení vlivu položek, které ve skutečnosti nepředstavují změnu cash-flow (odpisy),
- zahrnutí těch výdajů a příjmů, které nejsou zohledněny ve výpočtu výsledku hospodaření z běžné činnosti (CAPEX, OPEX),
- zohlednění splátek / čerpání cizích zdrojů kapitálu (úvěry).

Datum hodnocení

Jako datum ocenění (okamžik, ke kterému budou diskontovány peněžní toky) bylo stanoveno datum 1. 7. 2014.

V každém roce první fáze tj. v období od roku 1. 7. 2014 do roku 2018 jsou vypočtené peněžní toky pro vlastníky diskontovány diskontní mírou na úrovni nákladů na vlastní kapitál na současnou hodnotu k datu hodnocení.

Rok 2014

Rok 2014 je prvním rokem plánu, ale pro potřeby ocenění je rozdělen na dvě části:

- historická skutečnost období 1. 1. 2014 - 30. 6. 2014,
- očekávaná skutečnost období 1. 7. 2014 – 31. 12. 2014.

Historické skutečnosti za první období roku nevstupují do ocenění. Do ocenění vstupuje pouze FCFE za 2. pol. 2014.

Výpočet volného cash-flow pro vlastníky od roku 2014* do roku 2018 je uveden v následující tabulce (rok 2014* zahrnuje pouze FCFE od 1. 7. 2014 – 31. 12. 2014):

Tabulka č. 4 - Stanovení FCFE (plán 2014*-2018; tis. Kč)

	2. pol. 2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Provozní výsledek hospodaření	1 214	15 543	14 096	13 327	12 855
DPPO (upravená)	231	2 953	2 678	2 532	2 442
Provozní výsledek hospodaření po zdanění	983	12 590	11 418	10 795	10 412
Očištění výsledku hospodaření o nepeněžní operace - odpisy	11 317	24 504	26 456	27 410	28 299
OPEX	-1 639	-3 374	-1 169	-1 389	-1 350
CAPEX	0	-30 777	-31 330	-31 988	-32 628
FCFF	10 661	2 944	5 374	4 828	4 733
Splátky (-) / čerpání (+) cizího kapitálu	0	0	0	0	0
Nákladové úroky upravené o daň	0	0	0	0	0
FCFE	10 661	2 944	5 374	4 828	4 733
Diskontní sazba	11,18%	11,98%	11,58%	12,14%	11,58%
Diskontní faktor	0,9480	0,8465	0,7587	0,6765	0,6063
FCFE diskontované	10 107	2 492	4 077	3 266	2 869

Druhá fáze

Jako peněžní tok pro vlastníky (FCFE) pro druhou fázi byla použita odpovídající výše peněžního toku v posledním roce hodnoceného období, tj. velikost peněžního toku v roce 2018, zvýšená o očekávané tempo růstu. Kalkulace FCFE pro druhou fázi ocenění je provedena přes mezivýpočet FCFF a úpravu cizího kapitálu, kdy v souladu s předpokladem zachování konstantní kapitálové struktury ve druhé fázi je také úroveň cizího kapitálu zvýšena o tempo růstu. Tempo růstu pro výpočet perpetuity bylo v souladu se závěry strategické analýzy stanoveno mírně nad úrovní dlouhodobě předpokládané inflace (inflační cíl ČNB činí 2 %) ve výši 3 %.

6.2.4 VÝSLEDEK OCENĚNÍ JMĚNÍ ČÁSTI ZÁVODU METODOU DCF EQUITY (FCFE)

Část hodnoty Jmění – provozní část podniku Části závodu

Část hodnoty Jmění definovaná provozní částí podniku Části závodu byla stanovena na základě dvoufázového ocenění metodou volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele DCF Entity (FCFF).

Celková hodnota Jmění Části závodu

Diskontované hodnoty FCFF budou generovány pouze provozní částí podniku Části závodu, proto celková hodnota Jmění Části závodu je rovna hodnotě části Jmění definované provozní částí podniku Části závodu zvýšené o hodnotu neprovozního majetku Části závodu.

Tabulka č. 5 - Výsledek ocenění Jmění metodou DCF Equity (FCFE; tis. Kč)

POLOŽKA	OPERACE	HODNOTA
Hodnota 1. fáze	+	22 811
Hodnota 2. fáze	+	25 408
Část hodnoty Jmění – provozní část podniku Části závodu	=	48 219
Hodnota neprovozního majetku Části závodu	+	66 837
Hodnota Jmění Části závodu	=	115 057

7 OCENĚNÍ JMĚNÍ NÁKLADOVÝM PŘÍSTUPEM

7.1 OCENĚNÍ METODOU SUBSTANČNÍ HODNOTY

Předpoklady

Ocenění metodou substanční hodnoty je provedeno za předpokladu going-concern, tj. nepřetržitého trvání podniku, tedy není předpokládán rozprodej jednotlivých položek majetku Části závodu, ale naopak jejich spolupůsobení při tvorbě hodnoty.

Jednotlivé položky majetku a závazků jsou oceněny metodami odpovídajícími jejich charakteru.

V rámci ocenění aktiv jsou zahrnuty také majetky, které k datu ocenění fakticky nejsou součástí soupisu majetku Části závodu, ale k jejich nákupu dojde před ještě před datem vkladu, a ve skutečnosti tak součástí nepeněžitěho vkladu budou. Jedná se o majetky, které budou nakoupeny Společností a následně vloženy do SPV jakožto součást Části závodu:

- Vozidla – 23 ks v očekávané pořizovací ceně 86 431 tis. Kč
- IT (software a hardware) – v očekávané pořizovací ceně 5 917 tis. Kč

Tyto majetky byly oceněny na úrovni očekávané pořizovací ceny.

Daňové dopady

Při ocenění jednotlivých složek majetku a závazků při ocenění podniku metodou substanční hodnoty není zohledněno jakékoli budoucí daňové zatížení vyplývající z reálných transakcí nebo účetních operací, které nastanou po datu ocenění.

7.1.1 DLOUHODOBÝ H MOTNÝ MOVITÝ MAJETEK

Část závodu eviduje ve svém účetnictví dlouhodobý hmotný movitý majetek následujícím způsobem:

Tabulka č. 6 - Dlouhodobý hmotný movitý majetek Části závodu dle účetnictví Společnosti

Položka /tis. Kč/	Brutto hodnota	Oprávký	Netto hodnota
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	155 383	109 178	46 205

Popis

Do Části závodu budou převedeny nákladní a osobní vozy, dodávky, popelářské vozy, valníky, lisy, přívěsy, čisticí technika, apod., celkem 94 ks, a dále koše rozmístěné po Praze (plastové, mmcité, betonové, atd.), celkem 2 135 ks. Majetek obsahuje také 28 762 ks popelových nádob o různých objemech. Stáří majetku je různé a většinou se pohybuje v rozmezí posledních 10 let. Jeho stav vesměs odpovídá stáří.

Ocenění

Hodnota movitého majetku je stanovena s použitím nákladového a porovnávacího přístupu.

VÝSLEDNÁ HODNOTA DLOUHODOBÉHO HMTNÉHO MOVITÉHO MAJETKU

69 993 TIS. KČ

7.1.2 DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK

Část závodu eviduje ve svém účetnictví k datu ocenění dlouhodobý finanční majetek následujícím způsobem:

Tabulka č. 7 - Dlouhodobý finanční majetek Části závodu dle účetnictví Společnosti k 31. 12. 2013

POLOŽKA /TIS. KČ/	BRUTTO HODNOTA	OPRÁVKY	NETTO HODNOTA
Podíly v ovládaných a řízených osobách	91 298	22 000	69 298

Jedná se o 100% podíl na společnosti Akrop. Ocenění tržní hodnotou bylo provedeno v rámci výnosového ocenění.

VÝSLEDNÁ HODNOTA KRÁTKODOBÝCH POHLEDÁVEK

46 758 TIS. KČ

7.1.3 KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY

Část závodu eviduje ve svém účetnictví k datu ocenění krátkodobé pohledávky následujícím způsobem:

Tabulka č. 8 - Krátkodobé pohledávky Části závodu dle účetnictví Společnosti

POLOŽKA /TIS. KČ/	BRUTTO HODNOTA	OPRÁVKY	NETTO HODNOTA
Pohledávky z obchodních vztahů	62 429	-	62 429

Provozní pohledávky Znalec přecenoil koeficienty stanovenými podle data splatnosti pohledávek ve vztahu k datu ocenění podle následující tabulky (koeficienty upravují nominální hodnotu pohledávek):

Tabulka č. 9 - Koeficienty pro ocenění pohledávek dle doby splatnosti

DOBA PO SPLATNOSTI	KOEFICIENT PRO ZJIŠTĚNÍ CENY OBVYKLÉ
Stále ve splatnosti	0,97
do 1 měsíce	0,91
do 2 měsíců	0,81
do 3 měsíců	0,71
do 6 měsíců	0,61
do 12 měsíců	0,32
nad 12 měsíců	0,04

VÝSLEDNÁ HODNOTA KRÁTKODOBÝCH POHLEDÁVEK

54 246 TIS. KČ

7.1.4 KRÁTKODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK

Část závodu eviduje ve svém účetnictví k datu ocenění krátkodobý finanční majetek následujícím způsobem:

Tabulka č. 10 - Krátkodobý finanční majetek Části závodu dle účetnictví Společnosti

POLOŽKA /TIS. KČ/	BRUTTO HODNOTA	OPRÁVKY	NETTO HODNOTA
Účty v bankách	30 000	0	30 000

Tento majetek byl vzhledem ke svému charakteru oceněn svou nominální hodnotou.

VÝSLEDNÁ HODNOTA FINANČNÍHO MAJETKU

30 000 TIS. KČ

7.1.5 AKTIVA NEEVIDOVANÁ V ÚČETNICTVÍ

7.1.5.1 PRÁVA A POVINNOSTI ZE SMLUV O FINANČNÍM LEASINGU

Jedná se o soubor majetku – 3 nákladní automobily s nástavbou pro svoz odpadů, který má Části závodu pořízen na finanční leasing.

Ocenění

Majetek na leasing byl oceněn následovně:

1. Byla stanovena tržní hodnota jednotlivých majetků pořízených na finanční leasing.
2. Byly určeny zbytkové náklady, které u jednotlivých majetků musejí být zaplacený, aby byl majetek plně splacen a byl převeden do majetku Části závodu.
3. Rozdíl mezi tržní hodnotu a zbývajícími náklady na doplacení leasingových splátek určují tržní hodnotu práv a povinností vyplývajících z leasingových smluv.

VÝSLEDNÁ HODNOTA PRÁV A POVINNOSTÍ ZE SMLUV O FINANČNÍM LEASINGU	2 827 TIS. KČ
---	----------------------

7.1.5.2 MAJETEK POŘÍZENÝ DODATEČNĚ PO DATU OCENĚNÍ

Jedná se o následující majetek:

- 23 ks vozidel v očekávané pořizovací ceně 86 431 tis. Kč
- IT vybavení v očekávané pořizovací ceně 5 917 tis. Kč

Tento majetek byl oceněn na úrovni očekávané pořizovací ceny.

VÝSLEDNÁ HODNOTA DODATEČNĚ POŘÍZENÉHO MAJETKU	92 348 TIS. KČ
--	-----------------------

7.1.5.3 PRÁVA A POVINNOSTI VYPLÝVAJÍCÍ Z DODAVATELSKÝCH A ODBĚRATELSKÝCH SMLUV

Jedná se o soubor odběratelských a dodavatelských smluv vkládaných do SPV spolu s Částí závodu. Smlouvy byly uzavřeny mezi nezávislými stranami, jsou uzavřeny buď na dobu určitou (v řádu 1 až několik let), případně na dobu neurčitou s možností výpovědi. Vzhledem k těmto parametrům Znalec uzavřené smlouvy považuje za obvyklé v místě a čase, kdy práva (u Části závodu výnosy) a povinnosti (u Části závodu náklady na dosažení výnosů) jednotlivých stran jsou vyvážené a obvyklé na trhu. Z toho důvodu smlouvy ocenil nulovou hodnotou.

VÝSLEDNÁ HODNOTA PRÁV A POVINNOSTÍ VYPLÝVAJÍCÍCH Z DODAVATELSKÝCH A ODBĚRATELSKÝCH SMLUV	0 TIS. KČ
---	------------------

7.1.6 KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY

Část závodu eviduje ve svém účetnictví k datu ocenění krátkodobé závazky následujícím způsobem:

Tabulka č. 11 - Krátkodobé závazky Části závodu dle účetnictví Společnosti

POLOŽKA / TIS. KČ /	ÚČETNÍ HODNOTA
Závazky z obchodních vztahů	4 351
Závazky k zaměstnancům	6 069
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 991

Veškeré krátkodobé závazky byly vzhledem k jejich krátkodobému charakteru oceněny nominální hodnotou, neboť Znalec předpokládá jejich řádné a včasné uhrazení.

VÝSLEDNÁ HODNOTA KRÁTKODOBÝCH ZÁVAZKŮ	12 401 TIS. KČ
--	-----------------------

7.1.7 VÝSLEDEK OCENĚNÍ JMĚNÍ ČÁSTI ZÁVODU METODOU SUBSTANČNÍ HODNOTY

Výsledná hodnota Jmění Části závodu byla stanovena jako rozdíl mezi oceněním majetku a oceněním závazků ke dni ocenění.

Tabulka č. 12 - Výsledek ocenění Jmění Části závodu metodou substanční hodnoty (tis. Kč)

HODNOTA MAJETKU	296 172
HODNOTA ZÁVAZKŮ	12 401
HODNOTA JMĚNÍ ČÁSTI ZÁVODU (PO ZAOKROUHLENÍ)	283 771

8 VÝSLEDEK OCENĚNÍ

8.1 REKAPITULACE ZADÁNÍ

Úkolem Znalce bylo stanovení hodnoty nepeněžitěho vkladu tvořeného Částí závodu společnosti PSAS, který bude vložen do nově vzniklé dceřiné společnosti Pražský EKOservis, s.r.o (SPV), na které drží PSAS 100% podíl. Ocenění je provedeno pro potřeby § 223 ZOK.

Pro ocenění Části závodu bylo nutné ocenění jeho Jmění. Znalec stanovil tržní hodnotou Jmění Části závodu.

8.2 REKAPITULACE METOD A VÝLEDNÝCH HODNOT

Znalec provedl ocenění Části závodu výnosovým a nákladovým přístupem. Výsledky ocenění rekapituluje následující tabulka:

Tabulka č. 13 - Rekapitulace ocenění Jmění Části závodu jednotlivými metodami

POUŽITÝ PŘÍSTUP	POUŽITÁ METODA	VÝLEDNÁ HODNOTA (TIS. KČ)
Příjmový	DCF FCFE	115 057
Nákladový	Substanční hodnota	283 771

Výslednou hodnotu Znalec stanovil na úrovni metody substanční hodnoty, která oceňuje jednotlivé položky majetku a závazků, které tvoří Část závodu na úrovni tržní hodnoty a předpokládá jejich spolupůsobení v rámci plnění činností Části závodu. Metodu DCF FCFE Znalec jako výslednou ne zvolil, protože je založena na předpokladu, že Část závodu bude vykonávat pouze úkoly dosud vykonávané v rámci Společnosti. Část závodu však nikdy dříve tyto činnosti samostatně nevykonávala, a je tak možné očekávat, že skutečnost se bude od předpokladu a očekávání odlišovat, a Část závodu se bude muset adaptovat na nově vzniklé podmínky. Z tohoto důvodu dle názoru Znalce substanční hodnota lépe vystihuje hodnotu Části závodu jakožto nepeněžitěho vkladu.

Hodnota vkladu byla tedy stanovena na úrovni substanční hodnoty aktiv snížené o závazky, protože budoucí výnosnost závisí na tom, jakým způsobem SPV vklad využítuje. K datu ocenění je prognóza budoucího vývoje obtížná.

8.3 VÝSLEDEK OCENĚNÍ

<p style="text-align: center;">VÝSLEDNÁ HODNOTA NEPENĚŽITÉHO VKLADU TVOŘENÉHO ČÁSTÍ ZÁVODU SPOLEČNOSTI PSAS, KTERÝ BUDE VLOŽEN DO SPV, ČINÍ KE DNI OCENĚNÍ 30. ČERVNA 2014</p>
<p style="text-align: center;">283 771 TIS. KČ</p>

Slovy: Dvě stě osmdesát tři milionů sedm set sedmdesát jedna tisíc Korun českých

8.4 KOMENTÁŘ K HODNOTĚ

S ohledem na obecně uznávanou a běžně používanou metodiku oceňování podniků a vzhledem k množství parametrů, které vstupují do výpočtu hodnoty Části závodu, konstatuje Znalec, že jím stanovená hodnota se může krátkodobě odchýlit od dlouhodobějšího trendu tržní hodnoty Části závodu v řádu procent. Tato skutečnost může být zapříčiněná 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.

Shrnutí znaleckého posudku vyhotovil:

EQUITA Consulting s.r.o.

Znalecký ústav

Truhlářská 3/1108

110 00 Praha 1 - Nové Město

Tel.: +420 224 815 521

E-mail: equita@equita.cz

<http://www.equita.cz>

V Praze dne 9. října 2014



Ing. Leoš Klímt

ředitel

EQUITA Consulting s.r.o.