

* materiál obsahuje osobní údaje

zasedání Zastupitelstva hl. m. Prahy
dne:



MHMPXP7HTFFV

Materiál k projednání

Z-5880

k návrhu na koupi 19,32 % akcií společnosti Pražské služby, a.s. hl. m. Prahou od společnosti AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. za současného prodeje 51 % akcií společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. ve vlastnictví hl. m. Prahy společnosti PT-Holding Investment B.V.

Obsah materiálu:

1. Návrh usnesení
2. Příloha č.1 k usnesení Zastupitelstva HMP
3. Důvodová zpráva
4. Příloha č.1 k důvodové zprávě
5. Příloha č.2 k důvodové zprávě
6. Příloha č.3 k důvodové zprávě
7. Příloha č.4 k důvodové zprávě
8. Příloha č.5 k důvodové zprávě
9. Příloha č.6 k důvodové zprávě

Překlad na základě:

usnesení RHMP č. 2844 ze dne 21.11. 2017

Zpracoval:

Ing. Zdena Javornická, zástupkyně ředitele MHMP pro Sekci finanční a správy majetku

Úvod provádí:

radní Grabein Procházka

Předkládá:

Rada HMP

Hlavní město Praha
ZASTUPITELSTVO HLAVNÍHO MĚSTA PRAHY
U S N E S E N Í

Zastupitelstva hlavního města Prahy

číslo
ze dne

k návrhu na koupi 19,32 % akcií společnosti Pražské služby, a.s. hl. m. Prahou od společnosti AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. za současného prodeje 51 % akcií společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. ve vlastnictví hl. m. Prahy společnosti PT-Holding Investment B.V.

Zastupitelstvo hlavního města Prahy

I. s c h v a l u j e

koupi 508.413 kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1.000 Kč každá a 100 kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 400 Kč každá představujících cca 19,32 % základního kapitálu společnosti Pražské služby, a.s., IČO 60194120, se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 444/1, hl. m. Prahou od společnosti AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o., IČO 49356089, se sídlem Praha 10, Pražská 1321/38a, za cenu 1 475 mil. Kč

a prodej 988.222 kmenových akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1.000 Kč každá představujících cca 51 % základního kapitálu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., IČO 26416808, se sídlem Praha 7, Partyzánská 1, ve vlastnictví hl. m. Prahy společnosti PT-Holding Investment B.V., se statutárním sídlem Schiphol Boulevard 403, Tower C-4, 1118BK Schiphol, Nizozemské království, za cenu 3 102 mil. Kč s tím, že

1. vypořádání obou smluv o převodu akcií, které budou uzavřeny za účelem realizace převodu výše uvedených akcií, proběhne současně, avšak po skončení vypořádání budou obě transakce na sobě již nezávislé a zánik jedné ze smluv nezpůsobí zánik druhé smlouvy a

2. součástí smlouvy o převodu akcií se společností AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. bude i závazek hl. m. Prahy odkoupit od společnosti AV CZ odpadové hospodářství s.r.o. v případě ukončení Smlouvy o poskytování služeb uzavřené dne 19.7. 2016 mezi hl. m. Prahou a společností "Pražské odpady 2016-2025" na veřejnou zakázku „Zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy v období 2016-2025" před uplynutím sjednané doby jejího trvání část závodu společnosti AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. (Provozovna C20 Praha), prostřednictvím které je část Smlouvy o poskytování služeb zajišťována, za cenu a podmínek uvedených v příloze č. 1 k tomuto usnesení

II. ukládá

1. Radě HMP

1. zajistit realizaci bodu I. tohoto usnesení

Kontrolní termín: 31.12.2017

Předkladatel: Rada HMP
Tisk: Z-5880
Provede: Rada HMP
Na vědomí: odborům MHMP

Příloha č. 1 k usnesení Zastupitelstva hl. m. Prahy č. ze dne 30.11. 2017

Informace o ceně a podmínkách odkoupení Části závodu Praha (Provozovna C20 Praha)

Součástí smlouvy o převodu akcií společnosti Pražské služby, a.s. (dále také „**Smlouva PSAS**“) bude i smlouva o smlouvě budoucí kupní, na jejímž základě bude mít hl. m. Praha za předpokladu vymezeného v bodě I. usnesení povinnost koupit všechny akcie společnosti (dále také „Dceřiná společnost“), jejímž závodem se stane dosavadní část závodu společnosti AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. vymezená jako Provozovna C20 Praha (dále také „**Část závodu Praha**“).

•

Principy smlouvy o smlouvě budoucí kupní

Prodávající (tj. společnost AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o.) je oprávněn požadovat uzavření budoucí smlouvy pouze v případě, že dojde k předčasnému ukončení smlouvy, jež byla uzavřena se společností „Pražské odpady 2016-2025“, na veřejnou zakázku „Zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy v období 2016-2025“ (dále také „**Smlouva o zakázce**“) vyjma vyjmenovaných případů, kdyby k zániku Smlouvy o zakázce došlo v důsledku jejího podstatného porušení ze strany prodávajícího.

Podmínkou uzavření budoucí smlouvy je splnění povinnosti prodávajícího vložit Část závodu Praha do Dceřiné společnosti.

Prodávající je oprávněn vyzvat hl. m. Prahu k uzavření budoucí smlouvy do 6 měsíců po zániku Smlouvy o zakázce, tato lhůta však neskončí dříve než 30 měsíců po vypořádání Smlouvy PSAS. Lhůta k uzavření budoucí smlouvy bude uvedena ve výzvě, nepřesáhne však 2 měsíce od doručení výzvy.

V případě porušení povinnosti hl. m. Prahy uzavřít budoucí smlouvu bude hl. m. Praha povinno uhradit prodávajícímu smluvní pokutu ve výši 250.000 Kč za každý den prodlení.

Prodávající se zavazuje zachovat Část závodu Praha (ať už nejprve jako součást prodávajícího, nebo později jako závod Dceřiné společnosti) ve stavu odpovídajícímu současnemu stavu, který je popsán ve znaleckém posudku společnosti ESTIMATES Consulting s.r.o. č. 3/353/2017 ze dne 17.1.2017, oceňujícím Část závodu Praha, na jehož základě byla stanovena cena za akcie Dceřiné společnosti s tím, že ve Smlouvě PSAS bude obsažena další bližší specifikace Části závodu Praha včetně smluvně zakotvené maximální přípustné odchylky jednotlivých ukazatelů.

V případě, že do 3 měsíců po úplném vypořádání transakce dle budoucí smlouvy hlavní město Praha jako nabyvatel akcií Dceřiné společnosti zjistí, že Část závodu Praha nebyla ve vybraných parametrech zachována v požadovaném stavu (v mezích smluvené odchylky), bude oprávněno zadat znalecký posudek zpracovaný znaleckým ústavem. Znalecký ústav ocení dopad vlivu porušení povinnosti zachovat Část závodu Praha v mezích smluvené odchylky na hodnotu akcií Dceřiné společnosti (dále jen „**Negativní dopad**“) a zároveň ocení případné dopady vybočení z mezí sjednané odchylky vedoucí ke zvýšení hodnoty akcií Dceřiné společnosti (dále jen „**Pozitivní dopad**“). Pokud Negativní dopad bude vyšší než Pozitivní dopad, bude hlavní město Praha moci požadovat slevu z kupní ceny za akcie Dceřiné společnosti ve výši rozdílu mezi Negativním dopadem a Pozitivním dopadem. Pokud naopak

Pozitivní dopad bude vyšší než Negativní dopad, bude hlavní město Praha povinno uhradit doplatek kupní ceny ve výši rozdílu mezi Pozitivním dopadem a Negativním dopadem.

Ujednání o ceně za akcie Dceřiné společnosti

Cena za akcie Dceřiné společnosti se bude lišit podle toho, ve kterém kalendářním měsíci dojde k předčasnému zániku Smlouvy o zakázce. Změna bude spočívat v postupném snižování ceny, a to především s ohledem na blížící se konec doby, na kterou je Smlouva o zakázce sjednána.

Na základě výše uvedeného principu je cena za akcie Dceřiné společnosti stanovena následovně:

Datum (úplného či částečného) zániku Smlouvy o poskytování služeb	Kupní cena za akcie představující 100 % podíl na základním kapitálu a hlasovacích právech Dceřiné společnosti
prosinec 2019	1 248 000 000 Kč
leden 2020	1 240 166 667 Kč
únor 2020	1 232 333 333 Kč
březen 2020	1 224 500 000 Kč
duben 2020	1 216 666 667 Kč
květen 2020	1 208 833 333 Kč
červen 2020	1 201 000 000 Kč
červenec 2020	1 193 166 667 Kč
srpen 2020	1 185 333 333 Kč
září 2020	1 177 500 000 Kč
říjen 2020	1 169 666 667 Kč
listopad 2020	1 161 833 333 Kč
prosinec 2020	1 154 000 000 Kč
leden 2021	1 146 833 333 Kč
únor 2021	1 139 666 667 Kč
březen 2021	1 132 500 000 Kč
duben 2021	1 125 333 333 Kč
květen 2021	1 118 166 667 Kč

červen 2021	1 111 000 000 Kč
červenec 2021	1 103 833 333 Kč
srpen 2021	1 096 666 667 Kč
září 2021	1 089 500 000 Kč
říjen 2021	1 082 333 333 Kč
listopad 2021	1 075 166 667 Kč
prosinec 2021	1 068 000 000 Kč
leden 2022	1 061 416 667 Kč
únor 2022	1 054 833 333 Kč
březen 2022	1 048 250 000 Kč
duben 2022	1 041 666 667 Kč
květen 2022	1 035 083 333 Kč
červen 2022	1 028 500 000 Kč
červenec 2022	1 021 916 667 Kč
srpen 2022	1 015 333 333 Kč
září 2022	1 008 750 000 Kč
říjen 2022	1 002 166 667 Kč
listopad 2022	995 583 333 Kč
prosinec 2022	989 000 000 Kč
leden 2023	982 916 667 Kč
únor 2023	976 833 333 Kč
březen 2023	970 750 000 Kč
duben 2023	964 666 667 Kč
květen 2023	958 583 333 Kč
červen 2023	952 500 000 Kč
červenec 2023	946 416 667 Kč

srpen 2023	940 333 333 Kč
září 2023	934 250 000 Kč
říjen 2023	928 166 667 Kč
listopad 2023	922 083 333 Kč
prosinec 2023	916 000 000 Kč
leden 2024	910 583 333 Kč
únor 2024	905 166 667 Kč
březen 2024	899 750 000 Kč
duben 2024	894 333 333 Kč
květen 2024	888 916 667 Kč
červen 2024	883 500 000 Kč
červenec 2024	878 083 333 Kč
srpen 2024	872 666 667 Kč
září 2024	867 250 000 Kč
říjen 2024	861 833 333 Kč
listopad 2024	856 416 667 Kč
prosinec 2024	851 000 000 Kč
leden 2025	845 916 667 Kč
únor 2025	840 833 333 Kč
březen 2025	835 750 000 Kč
duben 2025	830 666 667 Kč
květen 2025	825 583 333 Kč
červen 2025	820 500 000 Kč
červenec 2025	815 416 667 Kč
srpen 2025	810 333 333 Kč
září 2025	805 250 000 Kč

říjen 2025	800 166 667 Kč
listopad 2025	795 083 333 Kč
prosinec 2025	790 000 000 Kč
leden 2026	785 500 000 Kč
únor 2026	781 000 000 Kč
březen 2026	776 500 000 Kč
duben 2026	772 000 000 Kč
květen 2026	767 500 000 Kč
červen 2026	763 000 000 Kč
červenec 2026	758 500 000 Kč
srpen 2026	754 000 000 Kč
září 2026	749 500 000 Kč
říjen 2026	745 000 000 Kč
listopad 2026	740 500 000 Kč
prosinec 2026	736 000 000 Kč

Další principy budoucí smlouvy

Budou-li to smluvní strany vyžadovat, proběhne vypořádání budoucí smlouvy prostřednictvím úschovy u smluvně zavázaného schovatele.

Budoucí smlouva bude obsahovat ujednání o zveřejnění v Centrální evidenci smluv a v Registru smluv.

Od budoucí smlouvy nebude možné odstoupit po vypořádání transakce z žádného důvodu.

Povinnost uzavřít budoucí smlouvu bude moci za hlavní město Prahu splnit společnost Pražské služby, a.s., čímž bude možné ušetřit transakční náklady spojené se začleněním pražského závodu AVE do společnosti Pražské služby, a.s.

Důvodová zpráva

Již v minulém volebním období učinilo vedení HMP několik pokusů získat ve společnosti Pražské služby, a.s. (PS) 100 % akciový podíl. Tuto snahu ilustrují v minulém volebním období přijatá usnesení uvedená v **příloze č. 1** k důvodové zprávě. Tyto snahy však nebyly úspěšné a jednání s ostatními vlastníky akcií nebyla ukončena.

V tomto volebním období byla jednání obnovena, byla vytvořena pracovní skupina složená ze zástupců koalice a MHMP (Krnáčová, Grabein Procházka, Březina, Štěpánek, Javornická). Druhou stranu zastupoval Daniel Křetínský, který je vlastníkem zapojen v PS prostřednictvím společnosti AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. (AVE).

Jednání byla vedena řadu měsíců a projednávalo se několik více či méně přijatelných variant postupu. Pracovní skupina na základě výsledků jednání připravila a prostřednictvím radního Grabein Procházky předkládá návrh spočívající v odkupu akcií PS od společnosti AVE za současného prodeje akcií HMP ve společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. (PTH) společnosti PT-Holding Investment B.V. (PT-HI).

Podrobný popis navrhovaných transakcí včetně cen a základních smluvních parametrů je uveden níže.

1. Koupě akcií PS od společnosti AVE

Aktuální akcionářská struktura PS:

Akcionáři	v %
Hlavní město Praha	76,92
AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o.	19,32
PS – vlastní akcie	1,69
Ostatní akcionáři	2,07

Podrobné informace o společnosti jsou uvedeny na www.psas.cz.

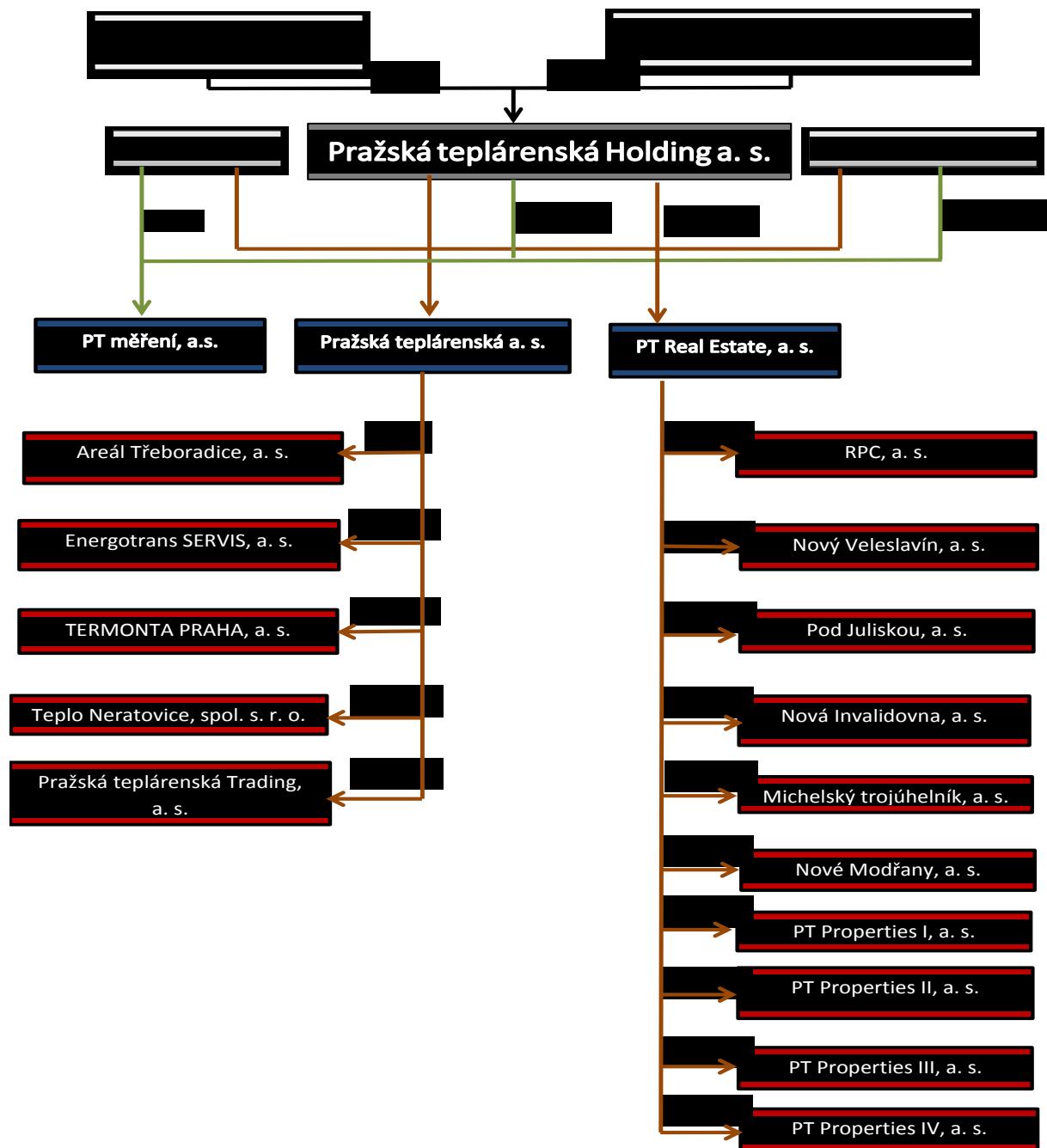
Základní parametry odkupu:

- **cena za cca 19,32 % akcií 1 475 mil. Kč** vzešla z jednání a je podložena znaleckým posudkem č. 1344-124/2016 „Stanovení hodnoty majetkové podílu odpovídajícího 19,3% akcií společnosti Pražské služby, a.s.“ ze dne 20.12. 2016 zpracovaným znaleckým ústavem APOGEO Esteem, a.s. a navazujícím Odborným stanoviskem znaleckého ústavu APOGEO Esteem, a.s. ze dne 30.5. 2017, z nichž vyplývá, že hodnota 19,3 % podílu společnosti PS k **datu ocenění** 30.4. 2017 činí **1 489 539 tis. Kč**. Objednatelem ocenění bylo HMP. Znalecký posudek a navazující Odborné stanovisko jsou uvedeny v **příloze č. 2** k důvodové zprávě.

- V současné době připravovaný návrh Smlouvy o koupi akcií mezi HMP a AVE obsahuje tato základní ujednání:
 - obě smluvní strany poskytují při uzavření smlouvy prohlášení, která budou obnovena při vypořádání transakce, obsahem prohlášení je především oprávnění uzavřít smlouvu a v případě prodávajícího také potvrzení vlastnictví akcií, jedná se o relativně úzký katalog prohlášení vzhledem k tomu, že hl. m. Praha má nad společností Pražské služby, a.s., aktuální kontrolu prostřednictvím svého většinového podílu a zástupců v orgánech společnosti; pro případ porušení nebo nepravdivosti prohlášení je zaveden závazek nahradit druhé straně újmu
 - průběh a bezpečnost vypořádání transakce budou zajištěny díky úschově u schovatele (renomované instituce, s níž bude uzavřena vícestranná smlouva týkající se obou transakcí, tj. PSAS i PTH), který bude zároveň obchodníkem s cennými papíry, a bude tedy oprávněn zadat na základě zmocnění smluvních stran příkazy Centrálnímu depozitáři cenných papírů
 - vypořádání je spojeno s odstoupením stávajících zástupců prodávajícího v orgánech Pražských služeb, a.s., z funkcí
 - Smlouva bude nezávislá na smlouvě o koupi akcií společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., a to od okamžiku završení vypořádání, to naopak proběhne současně a ve vzájemné souvislosti
 - ujednání obsahující smlouvu o smlouvě budoucí kupní, která bude uzavřena v případě, že dojde k předčasnemu ukončení smlouvy, jež byla uzavřena se společností „Pražské odpady 2016-2025“, na veřejnou zakázku „Zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy v období 2016-2025“, a na jejímž základě by hl. m. Praha koupilo akcie dceřiné společnosti AVE, do níž bude vyčleněna část závodu AVE, jež působí převážně na území hl. m. Prahy, a to za cenu uvedenou v příloze a snižující se v čase podle toho, kdy dojde k ukončení smlouvy o výše uvedené veřejné zakázce; s tím souvisí i závazek AVE provést vyčlenění části závodu do dceřiné společnosti a udržovat její stav (popsaný v příloze smlouvy) v podobě nevybočující ze stanovené přípustné odchylky; vzor budoucí smlouvy je obsažen v příloze
 - ujednání potvrzující v zájmu dodržení požadavků na transparentnost, že smlouva bude zveřejněna Centrální evidenci smluv a v Registru smluv
 - je vyloučena jakákoli možnost odstoupit od smlouvy po vypořádání transakce
 - výše uvedený znalecký posudek APOGEO Esteem, a.s., je obsažen v příloze smlouvy, přiložen je také znalecký posudek použity k určení hodnoty části závodu AVE, jíž se týká ujednání o smlouvě o smlouvě budoucí

2. Prodej akcií HMP ve společnosti PTH společnosti PT-HI

Aкционářská struktura PTH



Poznámka: společnosti Nový Veleslavín, a.s., Pod Juliskou, a.s. a Nová Invalidovna, a.s. byly v průběhu roku 2017 prodány.

Základní parametry prodeje:

- cena za 51 % akcií HMP **3 102 mil. Kč** vzešla z jednání a je podložena znaleckým posudkem č. 1343-123/2016 „Stanovení tržní hodnoty 51 % podílu ve společnosti Pražská teplárenská Holding a.s.“ ze dne 20.12. 2016 zpracovaným znaleckým ústavem APOGEO Esteem, a.s., navazujícím Odborným stanoviskem znaleckého ústavu APOGEO Esteem, a.s. ze dne 30.5. 2017 a Doplňením č. 1 odborného stanoviska znaleckého ústavu APOGEO Esteem, a.s. ze dne 20.9. 2017, z nichž vyplývá, že hodnota 51,0 % podílu společnosti PTH k **datu ocenění** 30.4. 2017 činí **3 091 311 tis. Kč**. Objednatelem ocenění bylo HMP. Znalecký posudek, navazující Odborné stanovisko a Doplňení č. 1 odborného stanoviska jsou uvedeny v **příloze č. 3** k důvodové zprávě.
- v současné době připravovaný návrh Smlouvy o prodeji akcií mezi HMP a PT-HI obsahuje tato základní ujednání:
 - obě smluvní strany poskytují při uzavření smlouvy prohlášení, která budou obnovena při vypořádání transakce, obsahem prohlášení je především oprávnění uzavřít smlouvu a v případě prodávajícího také potvrzení vlastnictví akcií, jedná se o relativně úzký katalog prohlášení vzhledem k tomu, že PT-HI jako kupující má již nyní nad společností Pražská teplárenská Holding a.s., aktuální kontrolu díky akcionářské dohodě a svým zástupcům v orgánech společnosti; pro případ porušení nebo nepravdivosti prohlášení je zaveden závazek nahradit druhé straně újmu
 - Smlouva bude nezávislá na smlouvě o koupi akcií společnosti Pražské služby, a.s., a to od okamžiku završení vypořádání, to naopak proběhne současně a ve vzájemné souvislosti
 - průběh a bezpečnost vypořádání transakce budou zajištěny díky úschově u schovatele (renomované instituce, s níž bude uzavřena vícestranná smlouva týkající se obou transakcí, tj. PSAS i PTH)
 - vypořádání je spojeno s odstoupením stávajících zástupců hl. m. Prahy v orgánech Pražské teplárenské Holding a.s. i v orgánech dceřiných společností z funkcí, avšak s výjimkou jednoho zástupce v dozorčí radě společnosti Pražská teplárenská, a.s., kterého si hl. m. Praha může ponechat po celou dobu, kdy bude přímo či nepřímo ovládající osobou této společnosti Energetický a průmyslový holding a.s. (ovládající osoba kupujícího)
 - ujednání potvrzující v zájmu dodržení požadavků na transparentnost, že smlouva bude zveřejněna Centrální evidenci smluv a v Registru smluv
 - je vyloučena jakákoli možnost odstoupit od smlouvy po vypořádání transakce
 - výše uvedený znalecký posudek APOGEO Esteem, a.s., je obsažen v příloze smlouvy

Závěr

Oba znalecké posudky zpracované společností APOGEO Esteem s.r.o. včetně odborných stanovisek a doplnění byly posouzeny společností Deloitte Advisory s.r.o. ohledně nároků na znalecký posudek a na odborné stanovisko z ekonomického pohledu a zda ocenění vypracované v souladu s IVS splňuje i nároky na ocenění ve formě znaleckého posudku – stanovisko je uvedeno v **příloze č. 4** k důvodové zprávě. Součástí této přílohy je i prohlášení společnosti APOGEO Esteem, a.s. , že jimi předané odborné výstupy byly zpracovány v souladu s Mezinárodními oceňovacími standardy (IVS) v aktuálním znění z roku 2017.

Přílohu č. 5 k důvodové zprávě tvoří Znalecký posudek č. 3/353/2017 „Na stanovení hodnoty části závodu společnosti AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. (Provozovna C20 Praha), ze dne 17.1. 2017, který zpracovala společnost ESTIMATES Consulting s.r.o. ve spolupráci s BDO Advisory s.r.o.. Objednatelem ocenění byla společnost EP Industries, a.s..

V **příloze č. 6** je uvedeno schválené usnesení Rady HMP k této problematice ze dne 21.11. 2017.

Cílem navrhovaných transakcí je učinit zásadní krok ve snaze získat 100 % majetkového podílu ve společnosti PS, na tento krok bude muset dále navázat řada dalších činností – squeeze-out (právo výkupu účastnických cenných papírů, které znamená oprávnění hlavního akcionáře akciové společnosti domoci se vůči menšinovým akcionářům nuceného přechodu jejich vlastnického práva k ostatním účastnickým cenným papírům na svou osobu, a to výměnou za přiměřené protiplnění, jež je hlavní akcionář menšinovým akcionářům povinen poskytnout), vypořádání vlastních akcií PS a změny fungování PS tak, aby HMP jako 100 % vlastník mohlo využít výjimku in-house při zadávání veřejných zakázek vůči této společnosti.

Hlavní město Praha
RADA HLAVNÍHO MĚSTA PRAHY
U S N E S E N Í
Rady hlavního města Prahy

číslo 867
ze dne 12.6.2012

k záměru hl.m. Prahy získat akciový podíl ve společnosti Pražské služby, a.s.

Rada hlavního města Prahy

I. s o u h l a s í

se záměrem získat akciový podíl ve společnosti Pražské služby, a.s. (PSAS) formou případného odkupu akciového podílu od společnosti Soranus Limited

II. u k l á d á

1. náměstkovi primátora Richterovi, radnímu Lohynskému

1. jednat a zajistit ve spolupráci s odborem OMU MHMP realizaci potřebných aktivit vedoucích k zajištění bodu I. tohoto usnesení

Kontrolní termín: 31.7.2012

2. předložit Radě HMP zprávu o stavu přípravy případného získání akciového podílu HMP ve společnosti PSAS

Kontrolní termín: 31.7.2012

Doc. MUDr. Bohuslav Svoboda, CSc.
primátor hl.m. Prahy

RNDr. Tomáš Hudeček, Ph.D.
I. náměstek primátora hl.m. Prahy

Předkladatel: I. náměstek primátora Hudeček

Tisk: R-07126

Provede: náměstek primátora Richter, radní Lohynský

Na vědomí: odborům MHMP

Důvodová zpráva

Pražské služby, a.s. (PSAS) je společnost, která v současné době zajišťuje systém nakládání se směsným a tříděným komunálním odpadem na území hl. m. Prahy.

V současné době existuje možnost posílit vliv hl. m. Prahy v této společnosti prostřednictvím odkupu akciového podílu druhého významného akcionáře – společnosti Soranus Limited

Navrhujeme vstoupit v jednání s tímto akcionářem ohledně možnosti odkupu jeho podílu ve společnosti za účelem navýšení podílu hl. m. Prahy a posílení pozice ve společnosti.

Hlavní město Praha
RADA HLAVNÍHO MĚSTA PRAHY
U S N E S E N Í
Rady hlavního města Prahy

číslo 2276
ze dne 18.12.2012

k záměru hl.m. Prahy nabýt akciový podíl ve společnosti Pražské služby, a.s.

Rada hlavního města Prahy

I. b e r e n a v ě d o m í

zprávu člena Rady hl.m. Prahy Radka Lohynského k dosavadnímu stavu jednání s akcionáři společnosti Pražské služby, a.s. ve věci záměru nabytí akciového podílu ve společnosti Pražské služby, a.s

II. u k l á d á

1. radnímu Lohynskému

1. předložit Zastupitelstvu hl.m. Prahy záměr nabytí akciového podílu ve společnosti Pražské služby, a.s

Termín: 24.1.2013

2. předložit Radě hl.m. Prahy návrh memoranda ohledně struktury a postupu hl.m. Prahy za účelem realizace potřebných úkonů a činností vedoucích k zajištění realizace záměru dle bodu I. tohoto usnesení

Kontrolní termín: 5.2.2013

III. žádá

předsedu Výboru finančního ZHMP Jiřího Vávru, aby společně s pověřeným členem Rady hl.m. Prahy dle bodu II. tohoto usnesení, spolupracoval v realizaci záměru dle bodu I. tohoto usnesení

Doc. MUDr. Bohuslav Svoboda, CSc.
primátor hl.m. Prahy

RNDr. Tomáš Hudeček, Ph.D.
I. náměstek primátora hl.m. Prahy

Překladatel: radní Lohynský
Tisk: R-08631
Provede: radní Lohynský
Na vědomí: odborům MHMP

Důvodová zpráva

Usnesením Rady HMP číslo 867 ze dne 12.6.2012 bylo pověřeným členům Rady HMP uloženo zahájit jednání za účelem nabytí akcií emitovaných společnosti Pražské služby, a.s., souvisejících se záměrem hl. m. Prahy odkoupit akciový podíl ve společnosti Pražské služby, a.s. Záměr transakce byl Radou HMP schválen, přičemž důvodem transakce je možnost posilit vliv hl. m. Prahy v této společnosti, jež zajišťuje systém nakládání se směsným a tříděným komunálním odpadem na území hl. m. Prahy.

Jednání bylo v souladu s výše uvedeným usnesením Rady HMP zahájeno, a ze strany stávajícího akcionáře, společnosti NORTHWARD HOLDINGS LIMITED, bylo deklarováno, že tato společnost má zájem v jednáních pokračovat a realizovat prodej akcií emitovaných společnosti Pražské služby, a.s. ve prospěch hl. m. Prahy.

Za účelem realizace výše uvedené transakce je třeba předložit návrh memoranda, které bude obsahovat konkrétní návrh postupu a struktury transakce – nabytí akcií emitovaných společnosti Pražské služby, a.s. od akcionáře NORTHWARD HOLDINGS LIMITED.

Z výše uvedených důvodů navrhujeme schválit předložené usnesení, kterým bude radnímu Radku Lohynskému uloženo předložit Radě HMP v součinnosti s přesedou Finančního výboru ZHMP Jiřím Vávrou návrh memoranda ohledně struktury a postupu HMP za účelem nabytí akcií emitovaných společnosti Pražské služby, a.s. od akcionáře NORTHWARD HOLDINGS LIMITED.

Hlavní město Praha
ZASTUPITELSTVO HLAVNÍHO MĚSTA PRAHY

U S N E S E N Í

Zastupitelstva hlavního města Prahy

číslo 23/23
ze dne 24.1.2013

k záměru hl.m. Prahy nabýt akciový podíl ve společnosti Pražské služby, a.s.

Zastupitelstvo hlavního města Prahy

I. bere na vědomí

zprávu člena Rady hl.m. Prahy Radka Lohynského k dosavadnímu stavu jednání s akcionáři společnosti Pražské služby, a.s. ve věci záměru nabytí akciového podílu ve společnosti Pražské služby, a.s

Předkladatel: Rada HMP
Tisk: Z-1442
Provede:
Na vědomí: odborům MHMP

Hlavní město Praha
ZASTUPITELSTVO HLAVNÍHO MĚSTA PRAHY
U S N E S E N Í

Zastupitelstva hlavního města Prahy

číslo 39/30
ze dne 29.5.2014

k záměru vybudovat subjekt zajišťující svoz komunálního odpadu a další související služby a provést restrukturalizaci společnosti Pražské služby, a.s.

Zastupitelstvo hlavního města Prahy

I. schvaluje

záměr vybudovat subjekt zajišťující svoz komunálního odpadu a další související služby a provést restrukturalizaci společnosti Pražské služby, a.s., jak je uvedeno v důvodové zprávě

II. bere na vědomí, že

součástí tisku je jako příloha č. 2 důvodové zprávy dopis předsedy představenstva a místopředsedy představenstva Pražských služeb, a.s. ze dne 22.5.2014

III. ukládá

1. Radě HMP

1. zajistit realizaci bodu I. tohoto usnesení tak, že:

- a) v případě bude-li záměr realizován odkupem vlastních akcií do majetku společnosti Pražské služby, a.s., pak cena kmenové akcie znějící na jméno o jmenovité hodnotě 1.000 Kč nepřevýší částku 1.567 Kč a v případě prioritních akcií znějících na jméno o jmenovité hodnotě 400 Kč nepřevýší částku 627 Kč, jak tyto ceny byly stanoveny znaleckými posudky, které si nechala zpracovat společnost Pražské služby, a.s. a

- b) finanční prostředky, které případně vynaloží hl.m. Praha v souvislosti s realizací záměru dle bodu I. tohoto usnesení (např. odkup vlastních akcií, zvýšení základního kapitálu společnosti Pražské služby, a.s.) nepřevýší částku 300 mil. Kč v letech 2014-2019

Termín: 3.6.2014

Překladatel: Rada HMP

Tisk: Z-2668

Provede: Rada HMP

Na vědomí: odborům MHMP

Hlavní město Praha
ZASTUPITELSTVO HLAVNÍHO MĚSTA PRAHY
U S N E S E N Í

Zastupitelstva hlavního města Prahy

číslo 40/13
ze dne 19.6.2014

k návrhu dalšího postupu ve věci společnosti Pražské služby, a.s.

Zastupitelstvo hlavního města Prahy

I. revokuje

1. usnesení Zastupitelstva HMP č. 39/30 ze dne 29.5.2014 v bodě I. tak, že se namísto pachtu části závodu bude postupovat dle důvodové zprávy tisku k tomuto usnesení
2. usnesení Zastupitelstva HMP č. 39/30 ze dne 29.5.2014 tak, že se ruší bod III. tohoto usnesení

II. schvaluje

1. aby za dále uvedených podmínek byly učiněny kterékoliv z následujících jednání směřujících v jejich souhrnu k tomu, aby nejpozději k 31.10.2014 bylo hl.m. Praha jediným akcionářem společnosti Pražské služby, a.s., tzn. aby byl navýšen podíl na základním kapitálu společnosti Pražské služby, a.s. ve výši 76,92 % na 100 %:

i.

Uzavření mezi hl.m. Prahou jako nabivatelem a jakoukoliv třetí osobou jako převodcem smlouvy o úplatném převodu akcií ve společnosti Pražské služby, a.s. či vícero takových smluv, přičemž kupní cena za nabývané akcie nesmí přesahovat částku ve výši 1.567,- Kč za jednu akci o jmenovité hodnotě 1.000,- Kč a částku ve výši 627,- Kč za jednu akci o jmenovité hodnotě 400,- Kč.

ii.

Uzavření mezi hl.m. Prahou jako vydlužitelem a jakoukoliv třetí osobou jako zapůjčitelem smlouvu o záplýčce cenných papírů - akcií na společnosti Pražské služby, a.s. (a to akcii o jmenovité hodnotě 1.000,- Kč či akcií o jmenovité hodnotě 400,- Kč) či vícero takových smluv, přičemž taková smlouva může obsahovat jako úplatu či prospěch zapůjčitele ze záplýčky toliko sjednání úroků ve výši maximálně úroku obvyklého.

iii.

Za předpokladu splnění zákonných podmínek učinění návrhu hl.m. Prahy jako hlavního akcionáře na svolání valné hromady společnosti Pražské služby, a.s. za účelem hlasování o návrhu na přechod všech ostatních účastnických cenných papírů na hl.m. Prahu jako hlavního akcionáře a následně na příslušné valné hromadě hlasovat ve prospěch přijetí takového návrhu, to však pouze pokud cena protiplnění připadající na jednu akci o jmenovité hodnotě 1.000,- Kč nepřesáhne částku ve výši 1.585,- Kč a cena protiplnění připadající na jednu akci o jmenovité hodnotě 400,- Kč nepřesáhne částku ve výši 634,- Kč a konečná výše protiplnění bude stanovena na základě znaleckého posudku

2. učinění jakýchkoliv z výše uvedených právních jednání pouze za předpokladu, že souhrnná úplata hrazená hl.m. Prahou v důsledku těchto jednání (tj. celková kupní cena za akcie nabývané uzavřením smlouvy po úplatném převodu akcií podle odrážky i. výše, celková peněžitá výše úroků za zapůjčení akcií na základě smluv o záplýjce dle odrážky ii. výše a celková výše protiplnění vypláceného ostatním akcionářům společnosti Pražské služby, a.s. při postupu dle odrážky iii. výše nepresahne částku ve výši 300 mil. Kč, přičemž s ohledem na množství akcionářů společnosti nelze určit a není rozhodné, v jakém vzájemném poměru budou činěna jednání uvedená pod odrážkami i., ii. a iii

III. ukládá

1. Radě HMP
 1. realizovat bod II. tohoto usnesení

Termín: 24.6.2014

Předkladatel: Rada HMP
Tisk: Z-2758
Provede: Rada HMP
Na vědomí: odborům MHMP

ZNALECKÝ POSUDEK

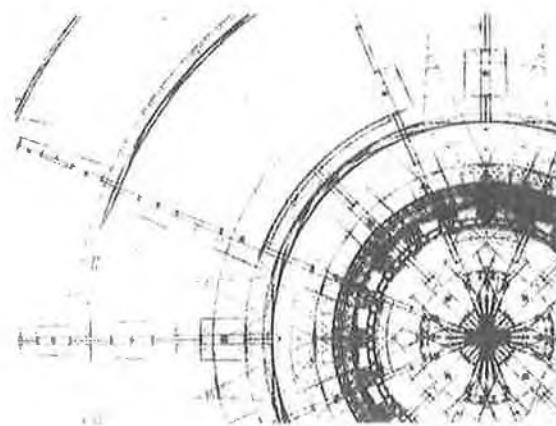
č. 1344-124/2016

**Stanovení hodnoty majetkového podílu
odpovídajícího 19,3 % akcií společnosti Pražské služby, a.s.**

Zhotovitel: APOGEO Esteem, a.s., znalecký ústav
Rohanské nábřeží 671/15
186 00 Praha 8
IČO: 261 03 451

Zadavatel: Hlavní město Praha (dále též jako „Zadavatel“)
Mariánské náměstí 2/2
110 01 Praha 1
IČO: 000 64 581

Posudek obsahuje celkem **74** stran textu včetně titulní strany a příloh a je vyhotoven ve třech výtiscích.
Jedno vyhotovení je uloženo v elektronickém archivu Zhotovitele.



Souhrnná zpráva ke znaleckému posudku č. 1344-124/2016

Předmět a účel znaleckého posudku

Předmětem tohoto znaleckého posudku je stanovení majetkového podílu odpovídajícího 19,3 % akcií společnosti Pražské služby, a.s., IČ: 601 94 120, se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 444/1, PSČ 190 00, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 2432 (dále také „Společnost“), a to pro účely prodeje (dále také „Předmět ocenění“).

Zhotovitel

Znalecký posudek zpracoval znalecký ústav APOGEO Esteem, a.s. se sídlem Rohanské nábřeží 671/15, 186 00 Praha 8, IČ: 261 03 451, jmenovaný znaleckým ústavem na základě žádosti a 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. ve znění pozdějších předpisů.

Rozhodné datum

Za rozhodné datum stanovení hodnoty Předmětu ocenění je považováno datum 31. srpna 2016.

Závěr

Na základě použitých podkladů a předpokladů uvedených v tomto znaleckém posudku jsme dospěli k závěru, že hodnota Předmětu ocenění stanovená metodou tržního porovnání k datu ocenění, tj. k 31. 8. 2016 činí:

1 021 639 tis. Kč

(Slovy: jedna miliarda dvacet jedna milionů šest set třicet devět tisíc korun českých)

V rámci stanovení hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel předpokládá efektivní fungování Společnosti odpovídající pěti řádného hospodáře, které se projeví, mimo jiné, v pozitivních výsledcích hospodaření v souvislosti se zlepšením cen vyplývajících z Nové smlouvy, přičemž její nová délka trvání má rovněž dopad do snížení rizika Společnosti.

Datum vypracování znaleckého posudku

Znalecký posudek byl vypracován k datu 20. 12. 2016.

Vybrané náležitosti znaleckého posudku, tj. otisk znalecké pečeti, podpis a znalecká doložka viz str. 74.

Obsah

1 ÚVOD	8
1.1 Účel a předmět ocenění	8
1.2 Obecné předpoklady a omezující podmínky	8
1.3 Rozhodné datum ocenění	9
1.4 Vymezení pojmu hodnota	10
1.4.1 Pojmy definice tržní hodnoty dle IVS 011	10
1.5 Podkladové materiály	10
1.6 Použitá literatura	11
2 CHARAKTERISTIKA PŘEDMĚTU OCENĚNÍ	13
2.1 Identifikace Společnosti k datu ocenění	13
2.2 Statutární orgány	14
2.3 Majetková struktura	15
2.4 Historie a činnost Společnosti	16
2.5 Pražské odpady 2016 - 2025	17
3 FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI PŘED ZÍSKÁNÍM NOVÉ SMLOUVY	19
3.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy	19
3.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	24
3.3 Zisková marže	27
3.4 Pracovní kapitál	28
3.5 Investice a odpisy	29
3.6 Poměrové ukazatele	30
3.6.1 Ukazatele rentability	30
3.6.2 Ukazatele aktivity	31
3.6.3 Ukazatele likvidity	32
3.6.4 Ukazatele zadluženosti	33
3.7 Porovnání s konkurencí v České republice	34
3.7.1 Popis hlavních konkurentů	35
3.7.2 Ukazatele rentability	36
3.7.3 Ukazatele aktivity	37
3.7.4 Ukazatele likvidity	38
3.7.5 Ukazatele zadluženosti	38
3.8 Shrnutí	39
4 STRATEGICKÁ ANALÝZA	41
4.1 Makroekonomická situace	41
4.1.1 Ekonomický výkon	41
4.1.2 Inflace	42
4.1.3 Trh práce	43
4.1.4 Měnový kurz (CZK/EUR, CZK/USD)	44
4.1.5 Hospodářský vývoj EU	45
4.2 Analýza relevantního trhu	47
4.2.1 Vymezení relevantního trhu	47
4.2.2 Vývoj relevantního trhu	48

4.2.3 Prognóza vývoje relevantního trhu	50
4.3 Analýza vnitřního potenciálu	53
4.3.1 Analýza konkurenční pozice	53
4.3.2 Závěr analýzy vnitřního potenciálu.....	56
4.4 Závěr strategické analýzy	56
4.4.1 Svoz a likvidace odpadu	56
4.4.2 Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení	57
5 METODIKA OCENĚNÍ.....	58
5.1 Základní metody ocenění	58
5.1.1 Výnosový přístup	58
5.1.2 Metody tržní komparace.....	59
5.1.3 Majetkový přístup	59
5.1.4 Metoda amortizační hodnoty	60
5.2 Volba metody.....	60
6 STANOVENÍ PŘEDMĚTU OCENĚNÍ.....	61
6.1 Neprovozní čistý obchodní majetek	61
6.2 Hodnota Předmětu ocenění dle dat z kapitálového trhu	63
6.3 Hodnota Předmětu ocenění pomocí před účinností příspěvku Nové smlouvy pomocí tržního porovnání	64
6.3.1 Kalkulace vztahové veličiny a volba typu násobitele	65
6.3.2 Metoda srovnatelných podniků	66
6.3.3 Metoda odvětvových násobitelů.....	68
6.4 Výsledná hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy	69
6.5 Dopady uzavření Nové smlouvy	70
6.6 Stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění.....	71
7 REKAPITULACE	72
8 ZÁVĚREČNÝ VÝROK.....	73
9 ZNALECKÁ DOLOŽKA	74

Tabulky

Tabulka 1: Majetková struktura Společnosti	15
Tabulka 2: Investice v nekonsolidovaných dceřiných společnostech	15
Tabulka 3: Porovnání původní smlouvy a Nové smlouvy [v tis. Kč]	18
Tabulka 4: Vertikální analýza aktiv Společnosti ve sledovaném období	19
Tabulka 5: Vertikální analýza aktiv Společnosti ve sledovaném období	20
Tabulka 6: Vertikální analýza pasiv Společnosti ve sledovaném období	22
Tabulka 7: Vertikální analýza pasiv Společnosti ve sledovaném období	22
Tabulka 8: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období	24
Tabulka 9: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období	25
Tabulka 10: Analýza ziskové marže.....	27
Tabulka 11: Analýza čistého pracovního kapitálu za sledované období	28
Tabulka 12: Přírůstky dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	29
Tabulka 13: Investice brutto ve sledovaném období [v tis. Kč]	30

Tabulka 14: Ukazatele aktivity ve sledovaném období	32
Tabulka 15: Ukazatele zadluženosti ve sledovaném období	34
Tabulka 16: Mezipodnikové srovnání ukazatelů rentability.....	36
Tabulka 17: Mezipodnikové srovnání ukazatelů aktivity	37
Tabulka 18: Mezipodnikové srovnání likvidity.....	38
Tabulka 19: Mezipodnikové srovnání dlouhodobé finanční rovnováhy	38
Tabulka 20: Vývoj tržeb Společnosti [v tis. Kč]	48
Tabulka 21: Produkce a nakládání s komunálními odpady v letech 2009 až 2013	48
Tabulka 22: Produkce a nakládání se směsným komunálním odpadem v letech 2009 až 2013	49
Tabulka 23: Infrastruktura silniční dopravy v ČR [v km].....	49
Tabulka 24: Prostředky vynaložené na údržbu dálnic a silnic I. třídy [mil. Kč]	50
Tabulka 25: Zimní údržba komunikací - rozpis čerpání v letech 2012 – 2016 [v Kč]	50
Tabulka 26: Množství komunálního odpadu, svezeného ročně v Praze – Pražské služby [v tunách]	
.....	54
Tabulka 27: Množství tříděného odpadu v Praze v letech 2009 – 2015 – Pražské služby [v tunách]	
.....	54
Tabulka 28: Neprovozní čistý obchodní majetek Společnosti [v tis. Kč]	62
Tabulka 29: Vývoj obchodovaných akcií Společnosti od roku 2013	64
Tabulka 30: Upravený ukazatel EBITDA Společnosti k datu ocenění [v tis. Kč]	65
Tabulka 31: Kalkulace výsledné vztahové veličiny [v tis. Kč].....	66
Tabulka 32: Stanovení násobitele dle srovnatelných podniků	67
Tabulka 33: Hodnota Společnosti před účinností příspěvku Nové smlouvy dle metody srovnatelných podniků [v tis. Kč].....	67
Tabulka 34: Výsledná hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy dle metody srovnatelných podniků [v tis. Kč]	68
Tabulka 35: Výběr odvětvového ukazatele EV/ EBITDA pro odvětví Environmental & Waste Services.....	68
Tabulka 36: Hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy dle metody odvětvových násobitelů [v tis. Kč]	69
Tabulka 37: Výsledná hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy dle metody odvětvových násobitelů [v tis. Kč]	69
Tabulka 38: Hodnota Předmětu ocenění před účinností Nové smlouvy [v tis. Kč]	70
Tabulka 39: Hodnota příspěvku nové smlouvy [v tis. Kč]	70
Tabulka 40: Hodnota příspěvku Nové smlouvy [v tis. Kč].....	71
Tabulka 41: Výsledná hodnota Předmětu ocenění (se zahrnutím příspěvku Nové smlouvy) [v tis. Kč]	71

Grafy

Graf 1:Ukazatele rentability ve sledovaném období	31
Graf 2: Ukazatele likvidity ve sledovaném období	33
Graf 3:Vývoj HDP	42
Graf 4: Vývoj inflace	43
Graf 5: Vývoj míry nezaměstnanosti	43
Graf 6: Vývoj průměrných měnových kurzů	44
Graf 7: Vývoj tempa růstu HDP v EU a Eurozóně	45

Graf 8: Vývoj míry inflace v EU a Eurozóně.....	46
Graf 9: Vybrané způsoby nakládání s odpady	51
Graf 10: Změny průměrných ročních chodů územních teplot vzduchu (°C) v období 1961–1990 a 1991–2010	52
Graf 11: Změny průměrných ročních chodů územních srážkových úhrnů (mm) v období 1961–1990 a 1991–2010	52
Graf 12: Vývoj ceny akcií na BCPP [v Kč].....	63

Obrázky

Obrázek 1: Svoz komunálního odpadu v hl. městě Praze	54
--	----

1 Úvod

1.1 Účel a předmět ocenění

Předmětem tohoto znaleckého posudku je stanovení majetkového podílu odpovídajícího 19,3 % akcií společnosti Pražské služby, a.s., IČ: 601 94 120, se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 444/1, PSČ 190 00, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 2432 (dále také „Společnost“), a to pro účely prodeje (dále také „Předmět ocenění“).

1.2 Obecné předpoklady a omezující podmínky

Toto ocenění je zpracováno v souladu s následujícími obecnými a omezujícími podmínkami:

1. Tento znalecký posudek je použitelný pouze pro účely, které jsou vymezeny v kapitole č. 1.1 Účel a předmět ocenění, a závěry v něm uvedené nelze zobecňovat k jakýmkoli jiným případům.
2. Informace z dostupných veřejných zdrojů, na nichž je založeno celé nebo část ocenění, jsou věrohodné, ale nebyly ve všech případech ověřovány.
3. Analýzy, názory a závěry uvedené v tomto znaleckém posudku jsou platné jen za omezujících podmínek a předpokladů, které jsou uvedeny v tomto posudku a jsou našimi osobními, nezaujatými analýzami, názory a závěry.
4. Zhotovitel nepřebírá odpovědnost za změny v tržních podmírkách. Nepředpokládá, že by důvodem k přezkoumání tohoto tržního ocenění mělo být zohlednění událostí nebo podmínek, které by se vyskytly následovně po datu ocenění.
5. V rámci podnikání dotčených společností se předpokládá plný soulad se všemi aplikovanými zákony a předpisy v ČR.
6. Ocenění zohledňuje všechny veřejně dostupné skutečnosti známé Zhotoviteli nejpozději k datu ocenění, které by mohly ovlivnit dosažené závěry nebo odhadnuté hodnoty.
7. Konstatujeme, že nemáme žádné současné ani budoucí zájmy na předmětu ocenění v rámci tohoto znaleckého posudku ani na zúčastněných osobách a současně neexistuje žádný osobní zájem nebo zaujatost v souvislosti s výsledkem znaleckého posudku.
8. Konstatujeme, že v rámci vypracování znaleckého posudku Zhotovitel při stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění reflektoval pouze veřejně dostupné informace, což je patrné např. u společnosti AKROP s.r.o., kde byla k dispozici poslední výroční zpráva k datu 30. 6. 2015. V případě omezených

informací k některým položkám, Zhotovitel přistupoval k ocenění v konzervativním duchu.

9. S účinností od 1. 8. 2016 vešla v platnost nová smlouva uzavřená mezi společností Pražské služby, a.s. a Hl. města Prahy - Zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. města Prahy v období 2016 - 2025 (dále také „Nová smlouva“). V rámci stanovení hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel předpokládá efektivní fungování Společnosti odpovídající péče řádného hospodáře, které se projeví, mimo jiné, v pozitivních výsledcích hospodaření v souvislosti se zlepšením cen vyplývajících z Nové smlouvy, přičemž její nová délka trvání má rovněž dopad do snížení rizika Společnosti.
10. Stanovení hodnoty příspěvku Společnosti vyplývající z lepších podmínek je stanoveno za předpokladu, že celkové tržní náklady spojené s celkovým potenciálem této smlouvy bez ohledu na účastníky jsou přibližně obdobné nebo nižší než v roce 2015 a absolutní výše tržních nákladů Společnosti spojená s Novou smlouvou je nezvýšena. Kalkulace hodnoty příspěvku Společnosti vyplývající z lepších podmínek je rovněž stanovena za předpokladu, že bude Využití a odstranění SKO plněno ze 100 % prostřednictvím Společnosti a činnosti jako je Sběr a svoz SKO, Sběr a svoz ostatní, Úklid sběrných stanovišť a Call centrum budou plněny přibližně ze 2/3 ze strany Společnosti, což odpovídá veřejně dostupným informacím uvedeným v rámci strategické analýzy tohoto znaleckého posudku. Rovněž se předpokládá, že Nová smlouva po 10 letech za obdobných podmínek prodloužena.
11. Za účelem stanovení hodnoty Předmětu ocenění, resp. hodnoty Společnosti před uzavřením Nové smlouvy Zhotovitel vycházel z posledních dostupných finančních výkazů před datem ocenění 31. 8. 2016 tj. k 30. 6. 2016, které v sobě nezahrnovaly vlivy plynoucí z nově uzavřené smlouvy.
12. Zhotovitel neměl k dispozici bližší informace k neprovoznímu majetku Společnosti, proto při jeho identifikaci vycházel pouze z veřejně dostupných informací a na základě vlastního posouzení plynoucí ze zkušeností Zhotovitele.
13. Vzhledem ke skutečnosti, že Společnost nevyplácí dlouhodobě dividendy, měla by být touto skutečností výsledná hodnota zřejmě o něco vyšší, než je uvedeno v závěru tohoto znaleckého posudku, zpozdění 2 měsíců tj. mezi 31. 8. 2016 a 30. 6. 2016 má však při velikosti Předmětu ocenění odpovídající 19,3 % podílu dopad pouze v jednotkách milionů, což Zhotovitel považuje za imateriální a toto zjednodušení odpovídá konzervativnějšímu pojednocení založenému pouze na veřejně dostupných datech.

1.3 Rozhodné datum ocenění

Za rozhodné datum pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění, tj. 19,3% podílu ve společnosti Pražské služby, a.s. považujeme datum 31. 8. 2016.

1.4 Vymezení pojmu hodnota

Pojmem hodnota čistého obchodního majetku se v rámci tohoto znaleckého posudku rozumí tržní hodnota dle Standardu 1 IVS 2005¹, kde

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ Jedná se tedy o tržní hodnotu ve smyslu ceny obvyklé.

1.4.1 Pojmy definice tržní hodnoty dle IVS 2011

- / „....odhadnutá částka...“ - odpovídá ceně vyjádřené v penězích, která by byla zaplacena za aktivum v transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery,
- / „....by měl být majetek směněn...“ - odráží skutečnost, že hodnota majetku je odhadnutá částka, nikoli předem určená částka nebo skutečná prodejní cena,
- / „....k datu ocenění...“ - požaduje, aby stanovená tržní hodnota byla časově omezena,
- / „....mezi ochotným kupujícím...“ - kupující není příliš dychtivý ani nucený kupovat za každou cenu,
- / „....ochotným prodávajícím...“ - prodávající není příliš dychtivý ani nucený prodávat za každou cenu,
- / „....při transakci samostatných a nezávislých partnerů...“ - určuje transakci mezi osobami, které nemají mezi sebou blízké či zvláštní vztahy (např. dceřiná společnost, vlastník-nájemce),
- / „....po náležitém marketingu...“ - majetek by měl být na trhu vystaven nevhodnějším způsobem, aby za něj byla získána nejlepší cena přicházející v úvahu,
- / „....ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně...“ - kupující i prodávající byly k datu ocenění dostatečně informováni o podstatě a vlastnostech majetku, jeho využití a stavu trhu k datu ocenění,
- / „....a bez nátlaku...“ - žádná ze stran nebyla nucena ani tlačena do realizace.

1.5 Podkladové materiály

Šetření bylo provedeno na základě relevantních dokumentů, které byly získány Zhotovitelem z veřejně dostupných zdrojů. Mezi nejvýznamnější dokumenty patří:

- / Výroční zpráva společnosti Pražské služby, a.s. za roky 2011 až 2015

¹International Valuation Standards 2005, str. 82-83.

² MAŘÍK, Miloš, et al. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. ISBN 978-80-86929-32-3. Tržní hodnota, s. 22-24.

- / Pololetní zprávy společnosti Pražské služby, a.s. k 30. 6. 2012 až 2016
- / Výroční zpráva společnosti AKROP s.r.o. za období od 1. 7. 2011 až 30. 6. 2015
- / Smlouva o poskytování služeb Č. INO/54/11/010585/2016, evid. číslo 176582 uzavřená dne 18. 7. 2016 mezi Hlavním městem Praha, Pražské služby, a.s. a AVE CZ odpadové hospodářství, s. r. o.
- / Smlouva o poskytování služeb Č. INO/85/02/004081/2015, evid. číslo 176447 uzavřená dne 29. 1. 2015 mezi Hlavním městem Praha a Pražské služby, a.s.

Dále byla použita veřejně dostupná data z Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, Ministerstva financí ČR, Českého statistického úřadu (ČSÚ), internetového portálu justice.cz, z internetových stránek oceňované Společnosti a z dalších zdrojů zveřejněných na internetu.

1.6 Použitá literatura

- / BREALEY, R.A., MYERS, S.C. *Teorie a praxe firemních financí*. Strnad Zdeněk. Praha : Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.
- / COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. Blahoutová Helena. Praha : Victoria Publishing, 1994. 359 s. ISBN 80-85605-41-4.
- / KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Praha : C.H.Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- / KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha : C.H.Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.
- / MALÝ, Josef. *Obchod nehmotnými statky: patenty, vynálezy, know-how, ochranné známky*. Praha: C.H.Beck, 2002. 257 s. ISBN 80-7179-320-5.
- / MARÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. Praha : Ekopress, s.r.o., 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- / MARÍK, Miloš, et al. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopres, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- / MARÍK, Miloš, a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopres, s.r.o., 2011. 532 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

Zákony a vyhlášky

- / Zákon o obchodních korporacích, zákon č. 90/2012 Sb. o obchodních společnostech a družstvech.
- / Občanský zákoník, zákon č. 89/2012 Sb.
- / Vyhláška Ministerstva spravedlnosti ČSR č. 37/1967 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
- / Vyhláška č. 456/2008, kterou se mění vyhláška č. 3/2008 Sb., o provedení některých ustanovení zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o

- změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů, (oceňovací vyhláška).
- / Zákon o oceňování majetku, Zákon č. 151/1997 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
 - / Zákon o znalcích a tlumočnících č. 36/1967 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
 - / Znalecký standard č. 1/2005 Vysoké učení technické v Brně, Ústav soudního inženýrství.

2 Charakteristika Předmětu ocenění

Předmětem tohoto znaleckého posudku je stanovení majetkového podílu odpovídajícího 19,3 % akcií společnosti Pražské služby, a.s., IČ: 601 94 120, se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 444/1, PSČ 190 00, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 2432, a to pro účely prodeje.

2.1 Identifikace Společnosti k datu ocenění

Obchodní firma:	Pražské služby, a.s.
Identifikační číslo:	601 94 120
Sídlo:	Praha 9, Pod Šancemi 444/1, PSČ 190 00
Právní forma:	Akiová společnost
Akcie společnosti:	1 556 125 ks kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč; 600 ks kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 000,- Kč; 1 187 604 ks kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 400,- Kč
Základní kapitál:	2 631 166 600,- Kč
Den zápisu do obchodního rejstříku:	1. února 1994

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

2.2 Statutární orgány

Představenstvo:

předseda:

JUDr. PATRIK ROMAN, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku funkce: 28. června 2016

Den vzniku členství: 21. června 2015

místopředseda:

KAREL ŠAŠEK, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku funkce: 10. února 2015

Den vzniku členství: 18. září 2013

člen:

Ing. MARTIN TRNKA, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku členství: 30. ledna 2014

člen:

MARTIN ČÁSLAVKA, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku členství: 10. února 2015

člen:

JUDr. RADIM KŘÍŽ, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku členství: 28. června 2016

Dozorčí rada:

předseda dozorčí rady:

PETR ŠTĚPÁNEK, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku funkce: 10. února 2015

Den vzniku členství: 28. ledna 2015

místopředseda dozorčí rady:

RNDr. MARCELA PLESNÍKOVÁ, dat.nar. [REDACTED]

Den vzniku funkce: 10. února 2015

Den vzniku členství: 28. ledna 2015

člen :

ALEXANDER BELLU, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku členství: 28. ledna 2015

člen:

Ing. JIŘÍ BODENLOS, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku členství: 28. ledna 2015

člen:

Ing. RADIM HALUZA, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku členství: 28. ledna 2015

člen:

Ing. ZDENĚK MATOUŠEK, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku členství: 28. ledna 2015

2.3 Majetková struktura

Akcionáři společnosti Pražské služby, a.s. s majetkovou účastí nad 1% hlasovacích práv jsou následující:

Tabulka 1: Majetková struktura Společnosti

Aкционáři	IČO	Podíl	Poznámky
Hlavní město Praha	000 64 581	76,90%	ovládající osoba
AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o.	493 56 089	19,30%	

Zdroj: Výroční zpráva Společnosti za rok 2015

Pražské služby, a.s. vlastní emitované vlastní akcie představující podíl 1,7 % na základním kapitálu. Společnost nevykonává hlasovací práva spojená s těmito vlastními akcemi.

Společnost drží 100% obchodní podíly ve dvou společnostech. Jelikož všechny ekonomické parametry dceřiných společností, včetně objemu výkonů, jsou ve vztahu k parametrům společnosti Pražské služby, a.s. pod hranicí významnosti, netvoří Společnost se svými dceřinými společnostmi konsolidační celek.

Tabulka 2: Investice v nekonsolidovaných dceřiných společnostech

Společnost	Podíl v %	Pořizovací cena 2015	Opravná položka 2015	Zůstatková cena 2015
AKROP s.r.o.	100	91 298	-46 000	45 298
Pražský EKOservis s.r.o.	100	210	-	210
Celkem	-	91 508	-46 000	45 508

Zdroj: Výroční zpráva Společnosti za rok 2015

Finanční investice do nekonsolidovaných dceřiných společností jsou oceněny v pořizovacích cenách, hodnota finanční investice ve společnosti AKROP s.r.o. byla snížena formou opravné položky.

Činnost společnosti AKROP s.r.o. je zaměřena na letní a zimní údržbu komunikací. Společnost AKROP s.r.o. byla v roce 2008 pořízena za pořizovací cenu ve výši 91 298 tis. Kč.

Společnost Pražský EKOservis s.r.o. byla založena za účelem zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy formou tzv. inhouse zadávání. Pořizovací cena finanční investice činila 210 tis. Kč. V průběhu roku 2015 společnost nevykázala žádný zisk.

Společnost je dále zakladatelem společnosti EVOK, o.p.s., jež byla založena za účelem poskytování obecně prospěšných služeb v oblasti odpadového hospodářství a ekologie městských aglomerací, tj. projektová, poradenská, vzdělávací a vydavatelská činnost a podpora studentů a jejich projektů. Vzhledem ke skutečnosti, že se jedná o obecně prospěšnou činnost, která není založena za účelem dosažení zisku, nejedná se o dceřinou společnost, protože není naplněna podmínka práva na proměnlivé příjmy z účasti v jednotce.

2.4 Historie a činnost Společnosti

Společnost Pražské služby a.s. vznikla v roce 1994. Od svého vzniku se Společnost zabývala komunální problematikou a téměř okamžitě se stala největší pražskou firmou se čtrnácti sty zaměstnanci. Od samého počátku je hlavním operátorem městského systému komplexního sběru, třídění, využívání a zneškodňování odpadu na celém území hl. města Prahy.

V říjnu 1998 bylo do trvalého provozu uvedeno Zařízení na energetické využití odpadu - ZEVO v Praze-Malešicích, kde je termicky využíváno cca 80 % celkového množství směsného komunálního odpadu v rámci celopražského systému. Zařízení - ZEVO je napojeno na teplárnu Malešice a energie vzniklá spalováním odpadů je tak částečně využívána v pražské rozvodné síti.

V květnu roku 2000 byla do trvalého provozu uvedena dotříd'ovací linka na papír v areálu Společnosti. V současné době se na lince dotříd'uje veškerý papír, shromážděný ve speciálních sběrných separačních nádobách, rozmístěných na vybraných stanovištích na území města a v převážné části domů v Pražské památkové rezervaci. Ročně je na lince v současné době zpracováno cca 25 000 tun papíru, který se po dotřídění dodává do papírenských závodů k dalšímu využití. Společnost rovněž zajišťuje a koordinuje sběr a svoz tříděného skla a tříděných plastů, které sběrná vozidla odváží do smluvních dotříd'ovacích a zpracovatelských zařízení umístěných na území hl. města Prahy nebo v blízkém okolí. Ročně je tak přepraveno a k dalšímu využití určeno cca 6.700 tun skla a 5.100 tun plastů. Pražské služby, a.s. provozují ve spolupráci s Magistrátem hl. m. Prahy celkem 8 sběrných dvorů. Pro likvidaci objemného odpadu od občanů zajišťují Pražské služby ročně přistavení cca 9 tis. velkoobjemových kontejnerů.

Další důležitou oblastí, ve které Pražské služby působí, jsou silničářské činnosti. Jedná se o provádění dopravního značení a zařízení, čištění komunikací a jejich součástí a zajišťování sjízdnosti a schůdnosti komunikací, drobné stavební opravy chodníků a vozovek a údržbu silniční zeleně. V oblasti dopravního značení a zařízení jsou Pražské služby jednou z největších firem v ČR s celorepublikovou působností. Tato činnost má ve Společnosti mnohaletou tradici a dynamickou současnost. Společnost nabízí komplexní sortiment zařízení a služeb od projektu až k realizaci. Čištění komunikací a zajišťování sjízdnosti a schůdnosti komunikací provádí Společnost na základě víceleté zakázky na více než dvou třetinách území hl. města Prahy.

2.5 Pražské odpady 2016 - 2025

Společnost uzavřela dne 19. 7. 2016 smlouvu o poskytnutí služeb pro Hlavní město Praha na základě veřejné zakázky „Zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. města Prahy v období 2016 - 2015“ (dále také jen „Nová smlouva“). Jako vedlejší účastník v Nové smlouvě vystupuje společnost AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o., která zajišťuje část dodávky služeb (méně než 1/3). Předmětem Nové Smlouvy je:

- komplexní nakládání s SKO (směsný komunální odpad),
- komplexní nakládání s využitelnými složkami,
- zabezpečení provozu informačního systému,
- zabezpečení provozu centrálního informačního střediska vč. call centra,
- nakládání s podnikatelskými odpady od zařazených původců, kteří s městem uzavřeli smlouvu.

Dle Nové smlouvy může Společnost část plnění realizovat prostřednictvím subdodavatelů, jimiž jsou společnosti Komwag, podnik čistoty a údržby města, a.s. a IPODEC - ČISTÉ MĚSTO a.s. Smlouva byla uzavřena na dobu určitou, a to 10 let ode dne nabytí účinnosti, tj. nejpozději do tří měsíců od podpisu Nové smlouvy. Místem plnění je území hlavního města Prahy.

Smlouva stanovuje cenu za tunu jednotlivých složek odpadu, celková cena za poskytnutí služeb je pak stanovena jako součin skutečného množství svazu a sběru odpadu a jednotkové ceny stanovené dle Nové smlouvy. Jednotková cena bude od 1. 1. 2017 aktualizována dle míry inflace, resp. deflace při dosažení míry inflace (deflace) vyšší než 2 % za 12 po sobě jdoucích měsíců. Celková nabídková cena za 12 měsíců plnění Nové smlouvy byla stanovena ve výši 1 196 323 958,00 Kč bez DPH.

Smluvní strany jsou oprávněny vypovědět smlouvu bez udání důvodu, a to s výpovědní dobou 12 měsíců. Nová smlouva nemůže být vypovězena v „garantované době“ 24 měsíců od nabytí její účinnosti.

Rozdíly v cenách mezi původní smlouvou a Novou smlouvou jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 3: Porovnání původní smlouvy a Nové smlouvy [v tis. Kč]

Služba	Původní smlouva (18 měsíců)	Původní smlouva (12 měsíců)	Nová smlouva (12 měsíců)
Využití a odstranění SKO	497 005	331 337	366 048
Sběr a svoz SKO	355 939	237 293	440 858
Sběr a svoz ostatní	272 263	181 509	330 727
Úklid sběrných stanovišť	36 763	24 509	43 761
Call centrum	7 938	5 292	14 931
Celkem	1 169 908	779 939	1 196 324

Zdroj: Magistrát hl. m. Prahy

3 Finanční analýza Společnosti před získáním Nové smlouvy

Finanční analýza byla zpracována za účelem ohodnocení finančního zdraví Společnosti a poskytnutí základních východisek pro výběr oceňovací metody a následné ocenění. Jedním z jejích základních metodických nástrojů jsou tzv. poměrové ukazatele, dále pak analýza ziskové marže, pracovního kapitálu a investic.

Finanční výkazy Společnosti jsou sestavené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS), Mezinárodními účetními standardy (IAS) a jejich interpretacemi vydanými Radou pro Mezinárodní účetní standardy a přijatými Evropskou unií. Tyto standardy upravují sestavování a prezentaci finančních výkazů účetní závěrky, přičemž jejich hlavním cílem je dosažení srovnatelnosti účetních závěrek v mezinárodním rozsahu, a tím i eliminace nedorozumění týkajících se spolehlivosti zahraničních finančních výkazů. Společnosti kotované na veřejně obchodovatelné burze v rámci Evropské unie jsou povinny vykazovat své konsolidované účetní výkazy v souladu se standardy IAS/IFRS.

Za finančně zdravý subjekt je možné považovat takový, který je v danou chvíli schopen perspektivně naplňovat smysl své existence. V podmírkách tržní ekonomiky to znamená, že je schopen dosahovat trvale takové míry zhodnocení vloženého kapitálu (míry zisku), která je požadována investory (akcionáři) vzhledem k výši rizika, s jakým je příslušný druh podnikání spojen. Čím větší je výnosnost nebo rentabilita vloženého kapitálu, tím lépe pro podnik a jeho investory. V neposlední řadě je pro podnik důležité, aby disponoval dostatečným množstvím likvidního majetku tak, aby byl schopen bez problémů hradit své závazky.

Analýza finanční situace Společnosti byla zpracovaná na základě účetních výkazů sestavených za období od 1. 1. 2011 do 30. 6. 2016 (dále také „sledované období“) s cílem zjištění silných a slabých stránek Společnosti a vyvození následujících závěrů:

- / výrok o perspektivnosti Společnosti do budoucna;
- / stanovení rizika podniku, pokud jsou ve finančním hospodaření identifikovány výrazné nedostatky nebo naopak přednosti.

3.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy

V rámci finanční analýzy byla provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy, která je uvedena níže.

Tabulka 4: Vertikální analýza aktív Společnosti ve sledovaném období

AKTIVA	2011		2012		2013	
	[tis. Kč]	podíl (%)	[tis. Kč]	podíl (%)	[tis. Kč]	podíl (%)
AKTIVA CELKEM	4 850 114	100,0%	4 767 057	100,0%	4 638 731	100,0%
Dlouhodobý majetek	4 345 934	89,6%	4 009 218	84,1%	3 960 670	85,4%

AKTIVA	2011		2012		2013	
	(tis. Kč)	podíl [%]	(tis. Kč)	podíl [%]	(tis. Kč)	podíl [%]
Dlouhodobý nehmotný majetek	60 811	1,3%	38 000	0,8%	21 702	0,5%
Software	46 986	1,0%	29 857	0,6%	20 157	0,4%
Ocenitelná práva	13 825	0,3%	8 143	0,2%	1 545	0,0%
Nedokončený majetek, zálohy	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Dlouhodobý hmotný majetek	4 285 123	88,4%	3 971 218	83,3%	3 938 968	84,9%
Pozemky, budovy, zařízení	1 151 325	85,7%	3 818 860	80,7%	3 823 903	82,4%
- Pozemky	95 280	2,0%	95 280	2,0%	162 018	3,5%
- Stavby	1 813 948	37,4%	1 788 528	37,5%	1 762 079	38,0%
- stroje a techn. zařízení	2 118 432	43,7%	1 878 316	39,4%	1 831 330	39,5%
- Drobny majetek	74 963	1,5%	66 067	1,4%	59 151	1,3%
- Nedokončený majetek, zálohy	51 702	1,1%	20 669	0,4%	9 022	0,2%
Investice do nemovitosti	53 800	1,1%	52 360	1,1%	50 767	1,1%
Investice v nekonsolidovaných dcérských podnicích	76 998	1,6%	69 298	1,5%	64 298	1,4%
Oběžná aktiva	499 696	10,3%	749 427	15,7%	666 553	14,4%
Zásoby	45 089	0,9%	43 216	0,9%	25 291	0,5%
Materiál na skladě	47 070	1,0%	42 453	0,9%	47 550	1,0%
Zboží - pohonné hmoty	2 929	0,1%	3 631	0,1%	3 588	0,1%
Nedokončená výroba	1 155	0,0%	1 102	0,0%	1 454	0,0%
Opravné položky	-6 065	-0,1%	-3 973	-0,1%	-27 301	-0,6%
Dlouhodobé pohledávky	843	0,0%	808	0,0%	862	0,0%
Krátkodobé pohledávky	282 563	5,8%	285 144	6,0%	307 033	6,6%
Pohledávky z obchodních vztahů	282 563	5,8%	281 697	6,0%	307 033	6,6%
Stát - daňové pohledávky	0	0,0%	417	0,0%	0	0,0%
Krátkodobý finanční majetek	171 201	3,5%	420 259	8,8%	333 367	7,2%
Časové rozlišení	4 484	0,1%	8 412	0,2%	11 508	0,2%

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

Tabulka 5: Vertikální analýza aktiv Společnosti ve sledovaném období

AKTIVA	2014		2015		30. 6. 2016	
	(tis. Kč)	podíl [%]	(tis. Kč)	podíl [%]	(tis. Kč)	podíl [%]
AKTIVA CELKEM	4 495 154	100,0%	4 525 479	100,0%	4 626 666	100,0%
Dlouhodobý majetek	3 873 386	86,2%	3 785 969	83,7%	3 650 988	78,9%
Dlouhodobý nehmotný majetek	13 849	0,3%	9 801	0,2%	7 129	0,2%
Software	12 547	0,3%	8 667	0,2%		
Ocenitelná práva	0	0,0%	0	0,0%		
Nedokončený majetek, zálohy	1 302	0,0%	1 134	0,0%		
Dlouhodobý hmotný majetek	3 859 537	85,9%	3 776 168	83,4%	3 643 859	78,8%
Pozemky, budovy, zařízení	3 752 292	83,5%	3 682 199	81,4%	3 598 351	77,8%
- Pozemky	161 445	3,6%	161 444	3,6%		
- Stavby	1 696 720	37,7%	1 634 694	36,1%		
- stroje a techn. zařízení	1 772 925	39,4%	1 754 776	38,8%		
- Drobny majetek	51 087	1,2%	51 585	1,1%		
- Nedokončený majetek, zálohy	67 065	1,5%	80 000	1,8%		
Investice do nemovitosti	17 737	1,1%	48 161	1,1%		
Dlouhodobý finanční majetek	59 508	1,3%	45 508	1,0%		
Investice v nekonsolidovaných dcérských podnicích	59 508	1,3%	45 508	1,0%		

AKTIVA	2014		2015		30. 6. 2016	
	[tis. Kč]	podíl (%)	[tis. Kč]	podíl (%)	[tis. Kč]	podíl (%)
Oběžná aktiva	614 835	13,7%	726 941	16,1%	975 678	21,1%
Zásoby	43 777	1,0%	47 990	1,1%	48 873	1,1%
Materiál na skladě	58 952	1,3%	57 772	1,3%	-	-
Zboží - položné limity	3 012	0,1%	2 306	0,1%	-	-
Nedokončená výroba	1 083	0,0%	1 163	0,0%	-	-
Opravne položky	-19 270	-0,1%	-13 251	-0,1%	0	0,0%
Dlouhodobé pohledávky	773	0,0%	766	0,0%	-	0%
Krátkodobé pohledávky	243 596	5,4%	166 549	3,7%	319 771	6,9%
Pohledávky z obchodních vztahů	240 915	5,4%	166 549	3,7%	299 397	6,5%
Stát - daňové pohledávky	2 681	0,1%	0	0,0%	1 733	0,1%
Krátkodobý finanční majetek	326 689	7,3%	511 636	11,3%	607 034	13,1%
Časové rozlišení	6 933	0,2%	12 569	0,3%	0	0,0%

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

- / **Bilanční suma** vykazovala relativně stabilní trend, kdy mezi léty 2011 a 30. 6. 2016 lehce poklesla z cca 4,85 mld. Kč na 4,27 mld. Kč. Příčinou byl zejména pokles dlouhodobého hmotného majetku, tvořícího cca 80 % celkové bilanční sumy.
- / **Dlouhodobý majetek** v průběhu sledovaného období konzistentně klesal zejména v důsledku záporných netto investic do strojů, strojních zařízení a budov, které zároveň tvoří dlouhodobě nejmarkantnější podíl na dlouhodobých aktivech (cca 90 %).
- / **Položka stroje a technická zařízení** zahrnuje především technologické celky pro spalování odpadu, speciální vozidla k odvozu odpadu, čištění a údržbě komunikací aj.
- / **Drobný majetek** v souhrnné zůstatkové hodnotě 51 585 tis. Kč (konec roku 2015) představuje zejména popelové nádoby, koše, kontejnery, elektroniku aj.
- / **Investice do nemovitostí** představují majetek pronajímaný prostřednictvím operativního leasingu.
- / **Investice v nekonsolidovaných dceřiných podnicích** představují 100% majetkové podíly v dceřiných společnostech AKROP s.r.o. a Pražský EKO servis s.r.o. v souhrnné zůstatkové ceně 45 508 tis. Kč k datu ocenění.
- / **Oběžná aktiva** v průběhu sledovaného období vzrostla jak v absolutní, tak v relativní míře (cca 23 % z celkových aktiv k datu ocenění). Příčinou je pak především růst krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku v čase.
- / **Krátkodobé pohledávky** jsou tvořeny především v důsledku obchodních vztahů, přičemž téměř 80 % veškerých pohledávek je ke konci roku 2015 vedeno do splatnosti, což s ohledem skutečnost, že výnosy pochází primárně z veřejných prostředků, resp. jsou předmětem regulace, nespatřujeme jako riziko z hlediska jejich nedobytnosti.

- / Krátkodobý finanční majetek vykazuje dlouhodobě rostoucí tendenci zapříčiněnou strategií Společnosti v markantnějším pořizování nových investic formou leasingu, což umožňuje podniku hromadit peněžní prostředky zejména na bankovních účtech.
- / Náklady příštích období Společnost vykazuje z titulu nájemného, propagace společnosti, licencí aj. a v rámci majetku Společnosti dosahuje nevýznamných hodnot.

Tabulka 6: Vertikální analýza pasív Společnosti ve sledovaném období

PASIVA	2011		2012		2013	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]
PASIVA CELKEM	4 850 114	100,0%	4 767 057	100,0%	4 638 731	100,0%
Vlastní kapitál	3 648 324	75,2%	3 690 524	77,4%	3 748 186	80,8%
Základní kapitál	2 631 167	54,2%	2 631 167	55,2%	2 631 167	56,7%
Základní kapitál	2 631 167	54,2%	2 631 167	55,2%	2 631 167	56,7%
Vlastní akcie	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	602 956	12,4%	607 087	12,7%	609 671	13,1%
Výsledek hospodaření minulých let	331 590	6,8%	400 590	8,4%	440 590	9,5%
Nerozdělený zisk minulých let	331 590	6,8%	400 590	9,2%	400 590	8,6%
Výsledek hospodaření běžného úč. období (+/-)	82 611	1,7%	51 680	1,1%	66 758	1,4%
Cizí zdroje	1 201 774	24,8%	1 076 533	22,6%	890 545	19,2%
Reservy	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Reservy podle zvláštních předpisů	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Dlouhodobé závazky	237 854	4,9%	222 664	4,7%	208 323	4,5%
Závazky z finančního pronájmu	84 357	1,7%	63 011	1,3%	40 638	0,9%
Jiné závazky	794	0,0%	1 094	0,0%	1 117	0,0%
Odloužený daňový závazek	152 703	3,1%	158 559	3,3%	166 568	3,6%
Krátkodobé závazky	362 727	7,5%	403 537	8,5%	381 949	8,2%
Závazky z obchodních vztahů	95 309	2,0%	119 292	3,1%	145 211	3,1%
Závazky z finančního provádění	20 519	0,4%	21 345	0,4%	22 373	0,5%
Závazky z titulu splatné dně z příjmu	27 830	0,6%	20 449	0,4%	15 499	0,3%
Ostatní závazky	219 069	4,5%	212 451	4,5%	199 836	4,3%
Bankovní úvěry a výpomoci	600 000	12,4%	450 000	9,4%	300 000	6,5%
Bankovní úvěry dlouhodobé	450 000	9,3%	300 000	6,3%	150 000	3,2%
Krátkodobé bankovní avéty	150 000	3,1%	150 000	3,1%	150 000	3,2%
Časové rozlišení	1 209	0,0%	332	0,0%	273	0,0%

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

Tabulka 7: Vertikální analýza pasív Společnosti ve sledovaném období

PASIVA	2014		2015		30. 6. 2016	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]
PASIVA CELKEM	4 495 154	100,0%	4 525 479	100,0%	4 626 666	100,0%
Vlastní kapitál	3 743 054	83,3%	3 824 788	84,5%	3 882 878	83,9%
Základní kapitál	2 561 803	57,0%	2 561 686	56,6%	2 561 686	55,4%
Základní kapitál	2 631 167	58,5%	2 631 167	58,1%	2 631 167	56,9%
Vlastní akcie	69 364	-1,5%	69 481	-1,5%	69 181	-1,5%
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	37 130	0,8%	37 130	0,8%	37 130	0,8%
Výsledek hospodaření minulých let	1 067 131	23,7%	1 134 710	25,1%	1 212 710	26,2%
Nerozdělený zisk minulých let	1 067 131	23,7%	1 134 710	25,1%	1 212 710	26,2%

PASIVA	2014		2015		30. 6. 2016	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]
Výsledek hospodaření běžného úč. období (+/-)	76 990	1,7%	91 262	2,0%	71 352	1,5%
Cizí zdroje	752 100	16,7%	700 691	15,5%	743 788	16,1%
Rezervy	350	0,0%	4 950	0,1%	4 950	0,1%
Rezervy podle zvláštních předpisů	350	0,0%	4 950	0,1%	4 950	0,1%
Dlouhodobé závazky	290 613	6,5%	406 862	9,0%	399 798	8,6%
Závazky z finančního pronájmu	111 650	2,5%	219 551	4,9%	212 875	4,6%
Jiné závazky	566	0,0%	388	0,0%	0	0,0%
Odložený daňový závazek	178 397	4,0%	136 923	1,1%	136 923	1,0%
Krátkodobé závazky	311 027	6,9%	288 723	6,4%	339 040	7,3%
Závazky z obchodních vztahů	183 765	4,1%	141 097	3,1%	142 609	3,1%
Závazky z titulu mimo pronájmu	36 927	0,8%	60 711	1,4%	64 858	1,4%
Závazky z titulu splatné daně z příjmu	0	0,0%	1 307	0,1%	19 442	0,4%
Ostatní závazky	90 335	2,0%	83 575	1,9%	112 131	2,4%
Bankovní úvěry a výpomoci	150 000	3,3%	0	0,0%	0	0,0%
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Krátkodobé bankovní úvěry	150 000	3,3%	0	0,0%	0	0,0%
Časové rozlišení	110	0,0%	156	0,0%	0	0,0%

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

- / **Vlastní kapitál** dlouhodobě představuje cca 80% podíl na celkových aktivech s rostoucím trendem v čase, což je důsledek zejména dlouhodobě vykazovaných a v čase rostoucích kladných výsledků hospodaření.
- / **Rezervní a ostatní fondy** tvořily do konce roku 2013 nejvýznamnější položku vlastního kapitálu, zachycenou v důsledku tvorby rezervního fondu při privatizaci Společnosti. V roce 2014 byl rezervní fond v plné výši (572 541 tis. Kč) převeden do nerozděleného zisku minulých let.
- / **Nerozdělený zisk minulých let** vykazuje dlouhodobě rostoucí trend v důsledku rostoucích výsledků hospodaření běžného roku. V roce 2014 došlo k jeho významnému navýšení (cca + 166 %) v důsledku zmíněného převodu rezervního fondu.
- / **Cizí zdroje** mezi léty 2011 a 2016 vykázaly značný pokles (cca - 33 %) a trend je rovněž dlouhodobě degresivní jak v absolutních, tak v relativních hodnotách, kdy k datu ocenění zaujímají pouhých 17 % z celkových pasiv. Příčina degrese cizích zdrojů je spojena s úplnou eliminací bankovních úvěrů v posledních letech na úkor intenzivnějšího využívání finančního leasingu, tj. finančního pronájmu.
- / **Dlouhodobé závazky** tvoří v posledních letech zejména vysoké závazky z finančního leasingu (cca 200 mil. Kč) splatné za více jak rok a odložený daňový závazek (cca 180 mil. Kč), přičemž tendence je v čase spíše progresivní.
- / **Finanční leasing (finanční pronájem)** je ke konci roku 2015 využíván zejména pro pořízení speciálních vozidel a strojů k odvozu odpadu a údržbě vozovek. Je evidováno celkem 162 aktivních leasingových smluv s nejjazším termínem splacení do roku 2021.

- / Odložený daňový závazek je evidován především díky rozdílu účetních a daňových odpisů (rozdíl zůstatkové hodnoty DHM). V minoritní výši z titulu opravných položek k pohledávkám, zásobám, z titulu rezerv, případně finančního leasingu.
- / Krátkodobé závazky vykazují v čase spíše degresivní trend, vyjma posledního sledovaného roku, kdy došlo k navýšení z titulu závazků z obchodních vztahů, které společně s položkou ostatní závazky tvoří dlouhodobě nejvýznamnější položky. Ostatní závazky představují zejména závazky vůči zaměstnancům, tj. cca 51 % z ostatních závazků, a závazků za sociální pojištění (cca 20 % z ostatních závazků). Ostatní závazky představují minoritní položky a nebudou komentovány.
- / Bankovní úvěr byl Společnosti poskytnut v roce 2010 v celkové hodnotě 750 000 tis. Kč a systematicky je splácen nejprve čtvrtletními, později měsíčními splátkami, přičemž ke konci roku 2015 byl bankovní úvěr plně splacen. Jiné úvěry podnik neviduje.
- / Časové rozlišení pasivní vykazuje nevýznamné hodnoty po celé sledované období.

3.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Součástí finanční analýzy Společnosti je dále horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty, která sleduje trendy hlavních výnosových a nákladových položek.

Tabulka 8: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období

VÝSLEDOVKA	2011		2012		2013	
	(tis. Kč)	podíl [%]	(tis. Kč)	podíl [%]	(tis. Kč)	podíl [%]
Tržby za prodej zboží	93 384	3,3%	103 110	3,6%	108 072	3,8%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 768 343	96,7%	2 795 201	96,4%	2 767 020	96,2%
Tržby z prodeje služeb a zboží celkem	2 861 727	100,0%	2 898 311	100,0%	2 875 092	100,0%
Náklady na prodané zboží	88 977	3,1%	98 720	3,4%	103 625	3,6%
Nakoupené služby	1 306 998	45,7%	1 295 589	44,7%	1 276 968	44,4%
Změna stavu zásob a aktivace	-2 672	-0,1%	-1 442	0,0%	-1 809	-0,1%
Spotřeba materiálu a energie	239 226	8,4%	236 244	8,2%	246 509	8,6%
Osobní náklady	732 704	25,6%	715 201	24,7%	713 790	24,8%
Odpisy	357 910	12,5%	455 964	15,7%	416 629	14,5%
Ostatní provozní náklady	31 946	1,1%	28 819	1,0%	57 204	2,0%
Provozní náklady celkem	2 755 089	96,3%	2 829 095	97,6%	2 812 916	97,8%
Ostatní provozní výnosy	26 829	0,9%	26 434	0,9%	27 738	1,0%
Provozní výsledek hospodaření	133 467	4,7%	95 650	3,3%	89 914	3,1%
Finanční výnosy	2 669	0,1%	1 343	0,0%	14 059	0,5%
Přijaté úroky	866	0,0%	1 029	0,0%	1 284	0,0%
Kurzové zisky	1 781	0,1%	308	0,0%	7 735	0,3%
Pořídky na zisku AKROP	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Výnosy z derivátových operací	0	0,0%	0	0,0%	4 325	0,2%
Ostatní finanční výnosy	22	0,0%	6	0,0%	715	0,0%
Finanční náklady	21 180	0,7%	27 888	1,0%	16 331	0,6%
Úroky z leasingu, úvěru, bankovní	3 958	0,1%	18 783	0,6%	7 582	0,3%
Kurzové ztráty	931	0,0%	738	0,0%	1 983	0,1%
Bankovní výbory a ostatní náklady	1 291	0,0%	1 362	0,0%	1 766	0,1%

VÝSLEDOVKA	2011		2012		2013	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]
Opravné položky k fin. majetku	15 000	0,5%	7 000	0,2%	7 500	0,2%
Finanční výsledek hospodaření	-18 511	-0,6%	-26 545	-0,9%	-2 272	-0,1%
Výsledek hospodaření před zdaněním	114 956	4,0%	69 105	2,4%	87 642	3,0%
Daň z příjmů - splatná	9 969	0,3%	11 569	0,4%	12 875	0,4%
Daň z příjmů - odložená	22 376	0,8%	5 856	0,2%	8 009	0,3%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	82 611	2,9%	51 680	1,8%	66 758	2,3%
Ostatní úplný výsledek hospodaření	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Úplný výsledek hospodaření za účetní období	82 611	2,9%	51 680	1,8%	66 758	2,3%
Případitelný vlastníkům mateřské společnosti	82 611	2,9%	51 680	1,8%	66 758	2,3%

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

Tabulka 9: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období

VÝSLEDOVKA	2014		2015		30. 6. 2016	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]
Tržby za prodej zboží	87 697	3,2%	69 463	2,7%	0	-
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 693 540	96,8%	2 460 483	97,3%	1 310 744	-
Tržby z prodeje služeb a zboží celkem	2 781 237	100,0%	2 529 946	100,0%	1 310 744	100,0%
Náklady na prodané zboží	83 969	3,0%	65 912	2,6%	27 320	2,1%
Nakoupené služby	1 191 595	42,8%	930 846	36,8%	511 379	39,0%
Změna stavu zásob a aktivace	-935	0,0%	-1 425	-0,1%	-697	-0,1%
Spotřeba materiálu a energie	254 264	9,1%	240 093	9,5%	103 253	7,9%
Osobní náklady	752 420	27,1%	750 807	29,7%	382 053	29,1%
Odpisy	411 334	14,8%	423 080	16,7%	215 135	16,4%
Ostatní provozní náklady	22 201	0,8%	40 332	1,6%	10 509	0,8%
Provozní náklady celkem	2 714 848	97,6%	2 449 645	96,8%	1 248 952	95,3%
Ostatní provozní výnosy	42 280	1,5%	29 187	1,2%	12 866	1,0%
Provozní výsledek hospodaření	108 669	3,9%	109 488	4,3%	74 658	5,7%
Finanční výnosy	188	0,0%	25 524	1,0%	175	0,0%
Přijaté úroky	833	0,0%	537	0,0%	-	-
Kurzové zisky	3 659	0,1%	0	0,0%	-	-
Pořídky na zisku AKROP	0	0,0%	25 000	1,0%	-	-
Výnosy z delivrátorických operací	-1 325	-0,2%	0	0,0%	-	-
Ostatní finanční výnosy	21	0,0%	-13	0,0%	-	-
Finanční náklady	10 572	0,4%	20 746	0,8%	3 481	0,3%
Úroky z leasingu, rizik a bankovní	4 935	0,2%	4 919	0,2%	-	-
Kurzové ztráty	0	0,0%	699	0,0%	-	-
Bankovní výdoby a ostatní náklady	4 171	0,2%	1 128	0,0%	-	-
Opravné položky k fin. majetku	1 463	0,1%	1 000	0,6%	-	-
Finanční výsledek hospodaření	-10 384	-0,4%	4 778	0,2%	-3 306	-0,3%
Výsledek hospodaření před zdaněním	98 285	3,5%	114 266	4,5%	71 352	5,4%
Daň z příjmů - splatná	9 466	0,3%	14 478	0,6%	0	0,0%
Daň z příjmů - odložená	11 829	0,4%	8 526	0,3%	0	0,0%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	76 990	2,8%	91 262	3,6%	71 352	5,4%
Ostatní úplný výsledek hospodaření	0	0,0%	0	0,0%	1	0,0%
Úplný výsledek hospodaření za účetní období	76 990	2,8%	91 262	3,6%	71 353	5,4%
Případitelný vlastníkům mateřské společnosti	76 990	2,8%	91 262	3,6%	0	0,0%

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

- / **Tržby z prodeje služeb a zboží (celkové tržby)** vykazovaly do roku 2013 relativně stabilní hodnoty okolo 2,9 mld. Kč, přičemž v posledních letech sledovaného období dochází degresivnímu trendu jak z titulu tržeb za zboží, tak z titulu tržeb za poskytované služby. Hlavní příčiny degrše tržeb jsou jednak klimaticky velmi mírné zimy (zajištění čištění a sjízdnosti komunikací), snížení tržních cen na trhu s energiemi (energetické využití odpadu) a snížení fakturace subdodavatelských činností v oblasti nakládání s komunálními odpady (převod na společnost AVE).
- / **Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb** představují dlouhodobě více jak 96% podíl na celkových tržbách Společnosti a plně tak určují trend celkových tržeb. Nejmarkantnější podíl na těchto tržbách pak činí zejména svoz a likvidace odpadu, případně čištění a zimní údržba komunikací.
- / **Nakoupené služby** tvoří nejvýznamnější nákladovou položku, jejíž podíl na celkových tržbách je dlouhodobě lehce degresivní, tj. klesá nákladovost tržeb, což pozitivně působí na marži Společnosti, potažmo výsledek hospodaření. Jedná se zejména o komunální činnost nakládání s odpady, subdodávky pro sjízdnost a čištění komunikací, ukládání odpadu aj.
- / **Náklady na prodané zboží** mají ve vztahu k tržbám za prodej zboží dlouhodobě stabilní až lehce klesající trend, což determinuje stabilní hodnoty obchodní marže (cca 4-5 %).
- / **Osobní náklady** představují druhou nejvýznamnější položku s dlouhodobě stabilním trendem okolo 730-750 mil. Kč ročně, zejména pak v posledních sledovaných letech. Průměrný přepočtený počet zaměstnanců dlouhodobě osciluje okolo hodnoty 1 600.
- / **Odpisy** tvoří rovněž velmi významnou nákladovou položku, jejíž hodnota se v posledních letech pohybuje okolo 420 mil. Kč s tím, že absolutně nejvyšší podíl na odpisech dlouhodobě činí odpisy za stroje a technická zařízení.
- / **Ostatní provozní náklady** zahrnují zejména odpisy a opravné položky k pohledávkám, pojištění, silniční daň aj.
- / **Provozní výsledek hospodaření** vykazoval do roku 2013 klesající trend, jehož příčinou byla určitá stagnace tržeb, při lehce progresivních nákladech z titulu zvýšených odpisů. Od roku 2014 však vlivem kontroly a eliminace nákladů za nakoupené služby, vykazuje provozní výsledek hospodaření progresivní tendenci s prvky stabilizace. Podíl provozního výsledku na celkových tržbách, tj. provozní zisková marže se v průběhu sledovaných let pohybuje okolo 3-5 %.
- / **Finanční výnosy** vykazují v jednotlivých letech velmi proměnlivé hodnoty bez jakýchkoli vývojových tendencí. Mezi nejvýznamnější položky lze zařadit zejména kurzové zisky, případně vyplacené podíly na zisku spřízněné společnosti AKROP s.r.o. (rok 2015).
- / **Finanční náklady** rovněž nevykazují žádný markantnější trend, avšak v průměru se za sledované roky pohybují okolo 20 mil. Kč, přičemž mezi nejvýznamnější položky lze

zařadit jednak nákladové úroky (leasing, bankovní úvěry), jednak opravné položky k finančnímu majetku (redukce hodnoty AKROP s.r.o. s ohledem na nižší rentabilitu).

- / Finanční výsledek hospodaření vykazuje ve všech sledovaných letech (vyjma roku 2015) záporné hodnoty. Rok 2015 byl ovlivněn jednorázovou výplatou podílu na zisku společnosti AKROP s.r.o. Podíl na celkových tržbách se pak dlouhodobě pohybuje okolo -0,5 %.
- / Výsledek hospodaření za účetní období vykazuje (mimo 2011/2012) konzistentně rostoucí trend, kdy jeho hodnota jednotkově vzrostla z 51 680 tis. Kč v roce 2012 na 71 352 tis. Kč k 30. 6. 2016 (6 měsíců). Souvisle s tím roste i zisková marže na úrovni celkového výsledku hospodaření ze 1,8 % v roce 2012 až na 3,6 % ke konci roku 2015. K datu ocenění pak hodnota ziskové marže stoupla až na 5,4 %, což však s ohledem na časový horizont posledního roku není zcela srovnatelný údaj.
- / Ostatní úplný výsledek hospodaření je dlouhodobě registrován v nulových hodnotách.

3.3 Zisková marže

Zisková marže vyjadřuje podíl výsledku hospodaření na tržbách společnosti. V účetních výkazech se pro stanovení ziskové marže často používá ukazatel EBIT (tj. zisk před nákladovými úroky a daněmi) či EBITDA (zisk před nákladovými úroky, daněmi, depreciací a amortizací). Směrodatná je především marže EBITDA, ze které je na rozdíl od marže EBIT vyloučen vliv odpisové politiky hmotného i nehmotného majetku, který může být značný především u podniků s vysokým podílem dlouhodobého hmotného majetku.

Tabulka 10: Analýza ziskové marže

[tis.Kč], [%]	2011 1.1.-31.12.	2012 1.1.-31.12.	2013 1.1.-31.12.	2014 1.1.-31.12.	2015 1.1.-31.12.
EBIT	118 914	87 888	95 224	103 220	119 185
tempo růstu	-	-26,09%	8,35%	8,40%	15,47%
Odpisy	357 910	455 964	416 629	411 334	423 080
tempo růstu	-	27,40%	-8,63%	-1,27%	2,86%
Tržby z prodeje služeb a zboží celkem	2 861 727	2 898 311	2 875 092	2 781 237	2 529 946
tempo růstu	-	1,28%	-0,80%	-3,26%	-9,04%
EBITDA marže	16,66%	18,76%	17,80%	18,50%	21,43%
tempo růstu	-	12,62%	-5,12%	3,92%	15,85%
EBIT marže	4,16%	3,03%	3,31%	3,71%	4,71%
tempo růstu	-	-27,02%	9,22%	12,05%	26,94%

Zdroj: vlastní zpracování

- / EBIT marže vykazuje od roku 2012 stabilně rostoucí trend se zrychlující tendencí v posledních letech. Příčinou je zejména snižování celkové nákladovosti tržeb (degree se nákladů za nakoupené služby) v souvislosti s poklesem celkových tržeb během

posledních sledovaných let. Společnosti se tak daří náklady snižovat relativně rychleji v porovnání s poklesem tržeb, což determinuje rostoucí EBIT, potažmo marži na úrovni 4,71 % ke konci roku 2015.

- / **EBITDA marže** se v průměru pohybuje okolo 18 % s mírným navýšením v roce 2015 na hodnotu 21,43 % v důsledku navýšení odpisů v tomto roce, což determinuje růst marže na úrovni EBITDA. Původní růst v tomto roce na úrovni EBIT je tak umocněn vývojem odpisů.

3.4 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál je jedním z nejvýznamnějších ukazatelů finanční analýzy, protože přímo poukazuje na likviditu dané společnosti. Pracovní kapitál tvoří položky oběžných aktiv, od jejichž součtu je odečtena suma krátkodobých závazků. Poukazuje tak finanční situaci společnosti, pokud uhradí své krátkodobé závazky pomocí krátkodobých aktiv.

Tabulka 11: Analýza čistého pracovního kapitálu za sledované období

[tis. Kč]	2011 31.12.	2012 31.12.	2013 31.12.	2014 31.12.	2015 31.12.	2016 30.6.
Zásoby	45 089	43 216	25 291	43 777	47 990	48 873
Krátkodobé pohledávky	282 563	285 144	307 033	243 596	166 549	319 771
Krátkodobý finanční majetek	171 201	420 259	333 367	326 689	511 636	607 034
Časové rozlišení	4 484	8 412	11 508	6 933	12 569	0
Celkem	503 337	757 031	677 199	620 995	738 744	975 678
Krátkodobé závazky	363 920	403 869	382 222	311 137	288 879	339 040
Krátkodobé bankovní úvěry a finanční výpomoci	150 000	150 000	150 000	150 000	0	0
Časové rozlišení	16	0	0	0	0	0
Celkem	513 936	553 869	532 222	461 137	288 879	339 040
Výsledná hodnota	-10 599	203 162	144 977	159 858	449 865	636 638
Změna stavu ČPK	-	213 761	-58 185	14 881	290 007	186 773

Zdroj: vlastní zpracování

- / Celkový krátkodobý majetek je tvořen především krátkodobými pohledávkami a krátkodobým finančním majetkem.
- / Celková souhrnná hodnota tohoto majetku vykazuje rostoucí trend z 503 337 tis. Kč v roce 2011 na cca 9,8 mld. Kč k 30. 6. 2016.
- / Celkové krátkodobé zdroje krytí představují zejména krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry, přičemž u obou položek je možné vnímat spíše klesající trend.

- / Celková souhrnná hodnota těchto zdrojů klesla z 513 936 tis. Kč v roce 2011 na 339 040 tis. Kč k 30. 6. 2016, a to navzdory významnému navýšení těchto zdrojů v posledním roce z titulu krátkodobých závazků z obchodních vztahů.
- / **Výsledná hodnota ČPK** pak dosahuje vyjma roku 2011 kladných hodnot s progresivním trendem v čase, což souvisí s kumulací krátkodobého finančního majetku za pomocí financování investic na bázi finančního leasingu a současného splacení bankovního úvěru.

3.5 Investice a odpisy

Tabulka 12: Přírůstky dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku

[tis. Kč]	2012 31.12.	2013 31.12.	2014 31.12.	2015 31.12.	2016 30.6
Software	-17 129	-9 700	-7 610	-3 880	-
Ocenitelná práva	-5 682	-6 598	-1 545	0	-
Nedokončený DNM Přírůstky dlouhodobého nehmotného majetku	0	0	1 302	-168	-
	-22 811	-16 298	-7 853	-4 048	-2 672
Budovy	-25 420	-26 449	-65 309	-62 076	-
Pozemky	0	66 738	-573	-1	-
Dopravní prostředky a stroje	-240 116	-46 986	-58 405	-18 149	-
Drobny majetek	-8 896	-6 613	-5 367	-2 502	-
Investice do nemovitostí (IAS40)	-1 440	-1 593	-3 030	424	-
Nedokončený DHM, zálohy Přírůstky dlouhodobého hmotného majetku	-31 033	-11 647	58 043	12 935	-
	-306 905	-26 550	-74 641	-69 369	-132 309
Investice v nekonsolidovaných dceřiných podnicích Přírůstky dlouhodobého finančního majetku	-7 000	-5 700	-4 790	-14 000	0
	-7 000	-5 700	-4 790	-14 000	0
Přírůstky DNM a DHM celkem	-336 716	-48 548	-87 284	-87 417	-134 981

Zdroj: vlastní zpracování

- / **Přírůstky dlouhodobého nehmotného majetku** v průběhu sledovaných let vykazují záporné hodnoty, což poukazuje na záporné netto investice v jednotlivých sledovaných letech realizované prostřednictvím odpisů.
- / Primárním determinantem absence netto investic v oblasti nehmotného majetku je ve všech sledovaných letech nakoupený software, jehož zůstatková cena ke konci roku 2015 činí 8 667 tis. Kč.
- / **Přírůstky dlouhodobého hmotného majetku** rovněž registrují ve všech letech záporné hodnoty determinované absencí netto investic, tj. investic nad výši samotných odpisů.

- / Determinanty tohoto vývoje je zejména absence investiční aktivity v oblasti budov a samostatných movitých věcí, tvořící dlouhodobě nejmarkantnější položky DHM.
- / Investice do dlouhodobého finančního majetku vykazují rovněž záporné hodnoty, způsobené pravidelně tvorenými opravnými položkami za účelem zohlednění nižší rentability hospodaření společnosti, v nichž Společnost drží 100% majetkový podíl.
- / V následující tabulce jsou uvedeny výdaje Společnosti spojené s nabytím dlouhodobého majetku ve sledovaném období.

Tabulka 13: Investice brutto ve sledovaném období [v tis. Kč]

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	367 621	129 531	376 904	333 942	379 560
Odpisy	357 910	455 964	416 629	411 334	423 080

Zdroj: vlastní zpracování

- / K nejdůležitějším plánovaným investicím brutto pro rok 2016 patřily následující: komunální technika (225,4 mil. Kč), technologické investice spalovny (95,5 mil. Kč), zahájení rekonstrukce spal. linek (67 mil. Kč), překládací stanice (15 mil. Kč), stavební investice (88,6 mil. Kč) a informační technologie (20,4 mil. Kč).

3.6 Poměrové ukazatele

Jedním z metodických nástrojů finanční analýzy jsou tzv. poměrové ukazatele. V rámci finanční analýzy Společnosti jsou hodnoceny ukazatele rentability, aktivity, likvidity a dlouhodobé finanční rovnováhy. Vzhledem ke skutečnosti, že hodnoty poměrových ukazatelů za část roku by nebyly zcela srovnatelné s hodnotami za celý rok, byla analýza poměrových ukazatelů provedena za období od 2011 do 2015.

3.6.1 Ukazatele rentability³

Ukazatele rentability se používají pro hodnocení a komplexní posouzení celkové efektivnosti podniku, tedy schopnosti podniku generovat zisk. Ukazatel rentability aktiv vyjadřuje, kolik je podnik schopný vygenerovat zisku z aktiv, která má k dispozici. Rentabilita tržeb hodnotí, kolik zisku vygenerovaly celkové tržby (tržby za prodej zboží a výkony). Rentabilita celkového kapitálu a dlouhodobého investovaného kapitálu byla určena vzhledem k provoznímu zisku, rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita tržeb naopak k celkovému výsledku hospodaření.

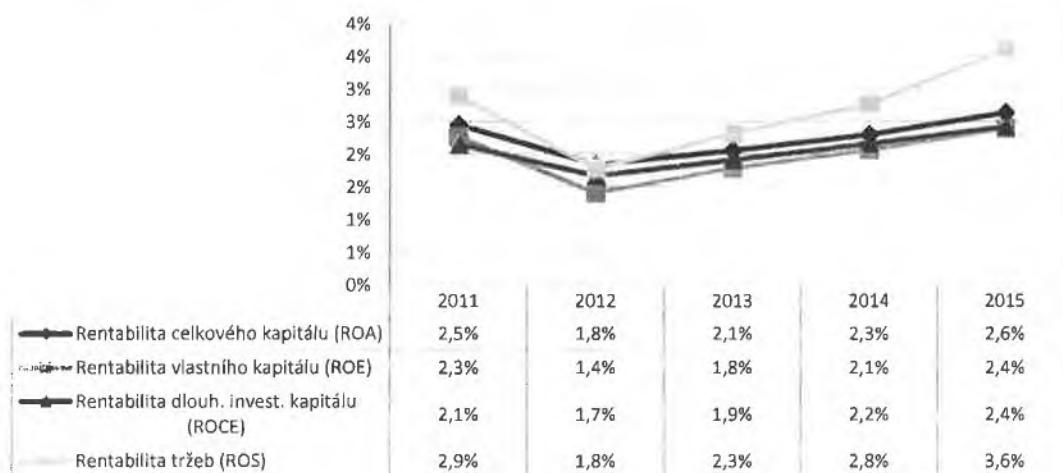
³ ROA = (hospodářský výsledek před zdaněním + nákladové úroky) / celková aktiva

ROE = Výsledek hospodaření za účetní období / vlastní kapitál

ROCE = (V před zdaněním + nákladové úroky) / (vlastní kapitál + rezervy + dlouhodobé závazky + dlouhodobé úvěry)

Rentabilita tržeb = Výsledek hospodaření za účetní období / (tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb)

Graf 1: Ukazatele rentability ve sledovaném období



Zdroj: vlastní zpracování

- / Rentabilita tržeb vykazuje v průběhu sledovaného období (vyjma 2011/2012) konzistentně progresivní vývoj v čase, kdy vzrostla ze 1,8 % v roce 2012 na 3,6 % ke konci roku 2015. Vývoj rentability pak plně determinuje rostoucí výsledek hospodaření za účetní období při současném degressivním vývoji celkových tržeb v čase.
- / Rentabilita na ostatních úrovních je rovněž primárně určována rentabilitou tržeb, resp. ziskovou marží, která plně determinuje vývoj ostatních rentabilit v čase.
- / S ohledem na relativně nízkou obratovost celkových aktiv a vysoké zapojení vlastního kapitálu do kapitálové struktury (nízká finanční páka), dosahují hodnoty v průběhu let nižších hodnot v porovnání s ROS, ačkoli trend růstu je analogický.

3.6.2 Ukazatele aktivity⁴

Ukazatele aktivity podávají obraz o tom, jak daná společnost využívá stávající majetek. Především se zde uvádí doba obratu zásob, která značí, jak průměrně dlouhou dobu jsou v podniku drženy zásoby. Dále doba obratu (inkasa) obchodních pohledávek, jež udává, za jak dlouhou dobu jsou průměrně splaceny krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů, a doba

⁴ Doba obratu celkových aktiv = (celková aktiva / (tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb))*365

Doba obratu zásob = (zásoby / (Náklady vynaložené na prodané zboží + Spotřeba materiálu a energie))*365

Doba inkasa kr. pohledávek = (kr. pohledávky / (tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb))*365

Doba splatnosti kr. závazků = (kr. závazky / (Náklady vynaložené na prodané zboží + Výkonová spotřeba + Osobní náklady))*365

⁴ Doba obratu zásob byla určena jako podíl hodnoty zásob a průměrnými denními tržbami a výkony v daném roce. Stejným způsobem byla určena i doba inkasa krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů i krátkodobých pohledávek celkem, tj. v obou případech byly položky vztažené tržbám a výkonům. Doba splatnosti závazků byla naopak vztažena k průměrné denní výkonové spotřebě v jednotlivých letech.

obratu (úhrady) obchodních závazků udávající, za jak průměrně dlouhou dobu jsou uhrazeny krátkodobé závazky z obchodních vztahů.

Tabulka 14: Ukazatele aktivity ve sledovaném období

Rok	2011	2012	2013	2014	2015
Doba obratu celkových aktiv	619	600	589	590	653
Doba obratu zásob	49	46	26	47	57
Průměrná doba inkasa krátkodobých pohledávek	36	36	39	32	24
Průměrná doba splatnosti krátkodobých závazků	56	63	60	50	53

Zdroj: vlastní zpracování

- / **Doba obratu celkových aktiv** dosahuje velmi vysokých hodnot v rozmezí 589-653 dnů s klesajícím trendem (vyjma roku 2015). Důsledkem vysokých hodnot jsou zejména významné hodnoty dlouhodobých aktiv (cca 80-90 % z celkových aktiv).
- / **Doba obratu zásob** vykazuje dlouhodobě stabilní trend okolo 50 dní, což je důsledek relativní stability zásob v čase, dosahující průměrných hodnot okolo 45 mil. Kč.
- / **Průměrná doba inkasa krátkodobých pohledávek** dosahovala historicky stabilních hodnot okolo 36 dní, přičemž v posledních letech vykazuje spíše degresivní trend, který „vyvrcholil“ v posledním roce hodnotou 24 dní.
- / Příčinou degrese je především klesající tendence krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů, která je relativně rychlejší v porovnání s degradací celkových tržeb, což značí zlepšující se platební morálku odběratel.
- / **Průměrná doba splatnosti krátkodobých závazků** dosahuje v posledních letech spíše degresivního trendu z 63 dní v roce 2012 až na 53 dní v roce 2015, což plně koreluje s klesajícím trendem krátkodobých závazků v příslušných letech.
- / **Obchodní deficit** byl v průběhu celého sledovaného období v záporných hodnotách (-29 dní v roce 2015), což lze hodnotit pozitivně. Nehrozí zde proto reálné riziko druhotné platební neschopnosti.

3.6.3 Ukazatele likvidity⁵

Ukazatele likvidity měří schopnost podniku promptně uhrazovat své závazky. Pro hodnocení této schopnosti je důležitý rozbor vzájemných vztahů mezi položkami aktiv a pasiv, konkrétně

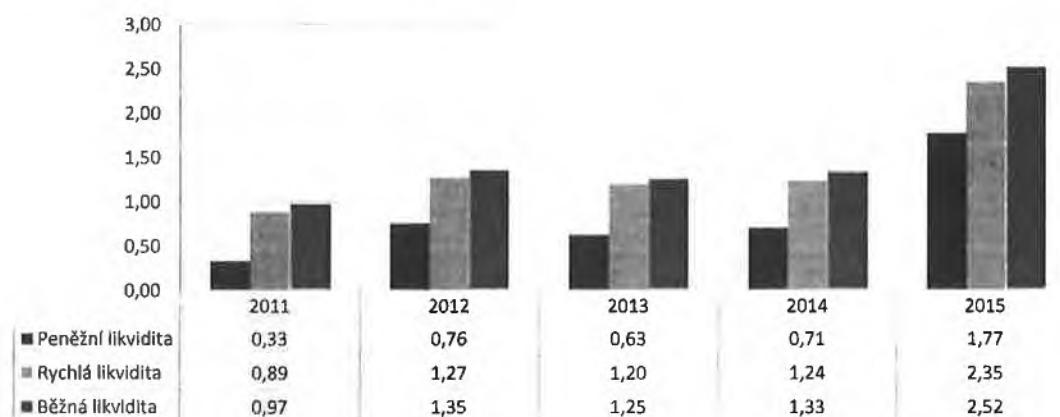
⁵ Běžná likvidita = (oběžná aktiva - dl. pohledávky) / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci)

Rychlá likvidita = (krátkodobý finanční majetek + krátkodobé pohledávky) / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci)

Okamžitá likvidita = krátkodobý finanční majetek / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci)

mezi oběžnými aktivy, krátkodobými závazky a krátkodobými úvěry. Jednotlivé ukazatele by měly dosahovat hodnot v doporučených rozmezích.

Graf 2: Ukazatele likvidity ve sledovaném období



Zdroj: vlastní zpracování

- / **Běžná likvidita (L3)** vykazovala historicky nízkých hodnot s lehce progresivním trendem a následnou stabilizací v letech 2012 až 2013 na hodnotách okolo 1,3, což však bylo stále pod obecně doporučovanými hodnotami (1,5 až 2,0).
- / V roce 2015 vlivem zvýšení oběžných aktiv (růst peněžních prostředků) a současného snížení krátkodobých závazků došlo významnému navýšení tohoto ukazatele nad obecně doporučované hodnoty.
- / **Rychlá likvidita (L2)** s ohledem na nevýznamné hodnoty zásob (cca 1% z celkových aktiv) dosahuje analogického vývoje a velmi podobných absolutních hodnot, jako likvidita L3. Po celé sledované období se rychlá likvidita pohybuje nad obecně doporučovanými hodnotami (0,9 až 1,1).
- / **Peněžní likvidita (L1)** dosahuje v průběhu sledovaných let velmi vysokých hodnot, což je zapříčiněno kumulací velkého množství peněžních prostředků na bankovních účtech.
- / Dlouhodobě je v rámci likvidity L1 dosahováno neúměrně vysokých hodnot, dosahujících vysoko nad úroveň hodnot doporučených, což se negativně promítá do rentability. Toto je způsobeno dlouhodobým nevyplácením dividend spojených s výsledky hospodaření.

3.6.4 Ukazatele zadluženosti⁶

Ukazatele zadluženosti měří úroveň dlouhodobé finanční stability podniku. Pojem zadluženost vyjadřuje skutečnost, že podnik používá k financování svých aktiv a činností cizí zdroje (dluh).

⁶ Zadluženost celková = (cizí zdroje + časové rozlišení pasivní) / aktiva celkem

Zadluženost vlastního kapitálu = (cizí zdroje + časové rozlišení pasivní) / vlastní kapitál

Krytí dl. majetku celkovým dl. kapitálem = (Vlastní kapitál + DL. závazky + DL. bankovní úvěry) / DL. majetek

Používání cizích zdrojů ovlivňuje na jedné straně výnosnost vlastního kapitálu, na straně druhé riziko a zadluženost.

Tabulka 15: Ukazatele zadluženosti ve sledovaném období

Rok	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost (Cizí kapitál/Kapitál celkem)	0,25	0,23	0,19	0,17	0,15
Úrokové krytí	30	5	13	21	24
Krytí dl. majetku celkovým dl. kapitálem	1,00	1,05	1,04	1,04	1,12
Krytí dl. majetku vlastním kapitálem	0,84	0,92	0,95	0,97	1,01

Zdroj: vlastní zpracování

- / Celková zadluženost dosahuje velmi nízkých hodnot, přičemž samotný trend je navíc dlouhodobě klesající z 25% zadlužení v roce 2011 až na 15% v roce 2015.
- / Degresivní trend zadlužení je pak vysvětlován především postupným doplacením bankovního úvěru (PPF, později UniCredit Bank) a uhrazením vysokých nevyfakturovaných dodávek z minulosti.
- / Společnost však na druhé straně v posledních letech více využívá možností finančního leasingu.
- / Úrokové krytí dosahuje ve všech sledovaných letech velmi pozitivních, ve většině let pak značně nadprůměrných hodnot zapříčiněných vysokým ziskem v porovnání s nákladovými úroky. Tato skutečnost pak plně koresponduje s nízkou celkovou zadlužeností podniku.
- / Krytí dl. majetku dl. kapitálem vykazuje ve všech sledovaných letech hodnot nad 1,0, což značí tvorbu čistého pracovního kapitálu.
- / Krytí dl. majetku vlastním kapitálem naopak dosahuje ve všech sledovaných letech (vyjma 2015) hodnot nižších než 1,0 z čehož lze usuzovat velmi nízkou rizikovost kapitálové struktury, ve které však vlastní kapitál nevstupuje do ČPK a nedochází tak k přílišním nehospodárnostem s ohledem na konzervativnost financování.

3.7 Porovnání s konkurencí v České republice

Porovnání společnosti Pražské služby a.s. s konkurenty v tuzemsku vychází z komparace jednotlivých poměrových ukazatelů za roky 2013 až 2015, jež jsou zobrazeny prostřednictvím sloupcových grafů za příslušné roky. Komparační analýza byla provedena s následujícími přímými konkurenty (dále také jako „Odvětví“):

- / FCC Česká republika, s.r.o. (dříve A.S.A., spol. s r.o.) (dále také „FCC ČR“)
- / AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. (dále také „AVE CZ“)

Krytí dl. majetku celkovým vl. Kapitálem = vlastní kapitál / dlouhodobý majetek

/ IPODEC - ČISTÉ MĚSTO a.s. (dále také „IPODEC“)

Datová základna byla čerpána z výročních zpráv a účetních závěrek jednotlivých společností.

3.7.1 Popis hlavních konkurentů

FCC Česká republika, s.r.o. (dříve .A.S.A., spol. s r.o.)

Společnost FCC Česká republika, s.r.o. (dále také „FCC ČR“) je jednou z nejvýznamnějších evropských firem zabývajících se nakládáním s odpady a poskytováním komunálních služeb. V České republice působí od roku 1992. V současné době tvoří skupinu FCC v České republice 20 samostatných ekonomických subjektů, které obsluhují téměř 1,2 milionu obyvatel. V současnosti patří mezi největší firmy v odpadovém hospodářství. Součástí nabídky služeb je zpracování druhotních surovin, provoz solidifikační jednotky a biodegradačních ploch.

FCC ČR zajišťuje sanaci starých ekologických zátěží, projektuje, staví a rekultivuje vlastní skládky.

AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o.

Společnost AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. (dále také „AVE CZ“) působí na území České republiky od roku 1993. Na trhu služeb odpadového hospodářství a nakládání s odpady se zabývá především komunálními službami, službami pro průmyslové podniky, sanací starých ekologických zátěží a facility managementem.

Společnost má přes 2000 zaměstnanců a roční obrat přes 4 mld. Kč. Mezi konkrétní služby společnosti AVE CZ patří:

- / svoz a odstranění komunálního a živnostenského odpadu,
- / svoz a využití tříděného odpadu,
- / výkup tříděného odpadu / zpracování druhotních surovin,
- / svoz a odstranění nebezpečných odpadů,
- / sanace starých ekologických zátěží,
- / letní čištění a zimní údržba komunikací, dopravní značení,
- / čištění průmyslových provozů,
- / údržba městské zelně,
- / provozování sběrných dvorů,
- / svoz velkoobjemového odpadu,
- / poradenská činnost v oblasti nakládání s odpady,
- / facility management: vnitřní a venkovní úklid, vnitřní a venkovní čištění.

IPODEC - ČISTÉ MĚSTO a.s.

Společnost IPODEC - ČISTÉ MĚSTO a.s. (dále také „IPODEC“) zahájila svoji činnost 1. 11. 1991. Hlavními aktivitami společnosti je podnikání v oblasti nakládání s odpady (svoz komunálního opadu včetně jeho tříděných složek, služby pro podnikatelský sektor, provozování nádobových systémů, projekty komplexního odpadového hospodářství, svoz gastroodpadu, provozování sběrných dvorů, likvidace černých skládek) a čištění a zimní údržba komunikací.

Další aktivity společnosti jsou spojeny s péčí o zeleň a specializovaným maloobchodem.

3.7.2 *Ukazatele rentability*

Tabulka 16: Mezipodnikové srovnání ukazatelů rentability

	Společnost			FCC ČR		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
ROA	2,05%	2,30%	2,63%	2,32%	5,25%	5,09%
ROE	1,78%	2,06%	2,39%	5,01%	10,42%	10,71%
ROCE	1,91%	2,16%	2,41%	3,97%	9,00%	8,46%
ROS	2,32%	2,77%	3,61%	1,33%	2,66%	1,96%
AVE CZ			IPODEC			
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
ROA	4,30%	6,95%	12,04%	17,80%	16,02%	20,10%
ROE	7,21%	14,98%	20,17%	17,20%	15,25%	18,49%
ROCE	8,58%	8,85%	15,89%	20,90%	18,23%	22,10%
ROS	3,73%	6,68%	9,20%	14,87%	13,96%	13,14%

Zdroj: vlastní zpracování

- / Rentabilita dosahuje v porovnání s relevantní konkurencí podprůměrných hodnot a to v průběhu všech sledovaných let 2013 - 2015.
- / Rostoucí trend rentabilit v čase plně koreluje s vývojem Odvětví.
- / Odvětvový medián⁷ ROA (6,95%), ROE (14,98%), ROCE (9,00%), ROS (6,68%), dosahuje ve všech sledovaných letech vyšších hodnot v porovnání se sledovanou Společností.
- / Za odvětvového lídra z hlediska výnosnosti je možné dlouhodobě označit společnost IPODEC, na druhém místě pak AVE CZ.

⁷ Souhrnný median za konkurenční společnosti a jednotlivé roky 2013-2015

3.7.3 *Ukazatele aktivity*

Tabulka 17: Mezipodnikové srovnání ukazatelů aktivity

	Společnost			FCC ČR		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Doba obratu celkových aktiv	589	590	653	229	215	163
Doba obratu zásob	26	47	57	7	7	6
Prům. doba splatnosti kr. pohledávek	39	32	24	70	67	59
Prům. doba splatnosti kr. závazků	60	50	53	86	84	62

	AVE CZ			IPODEC		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Doba obratu celkových aktiv	513	574	400	381	387	295
Doba obratu zásob	11	17	11	16	13	10
Prům. doba inkasa kr. pohledávek	77	84	50	68	57	31
Prům. doba splatnosti kr. závazků	307	89	84	77	62	36

Zdroj: vlastní zpracování

- / **Doba obratu celkových aktiv a doba obratu zásob** vykazuje v mezipodnikovém srovnání vyšších hodnot, což ukazuje na horší efektivnost využívání svých aktiv.
- / **Odvětvový medián dob obratu celkových aktiv** (381 dní) a celkových zásob (11 dní), dosahuje ve všech sledovaných letech nižších, tj. pozitivnějších hodnot v porovnání se sledovanou Společností.
- / **Trend dob obratu aktiv a závazků** je v rámci odvětví spíše stabilní, případně lehce degresivní, čemuž neodpovídá rostoucí trend dob obratu Společnosti.
- / **Odvětvovým lídrem** v oblasti efektivity využití aktiv je společnost FCC ČR.
- / **Obchodní deficit** vykazuje Odvětví jako celek záporný (-16 dní), z čehož lze usuzovat pozitivní situaci v odvětví v rámci odběratelsko-dodavatelských vztahů jako celku.
- / Společnost vykázala ve všech sledovaných letech nadprůměrných hodnot z hlediska obchodního deficitu, z čehož lze usuzovat velmi dobrou vyjednávací pozici v rámci odběratelsko-dodavatelských vztahů.
- / **Nadprůměrné hodnoty Společnosti** dob splatnosti krátkodobých pohledávek - silná vyjednávací pozice vůči svým odběratelům.
- / **Obecný trend snižování dob splatnosti** v čase plně koreluje s vývojem dob splatnosti sledované Společnosti.

3.7.4 Ukazatele likvidity

Tabulka 18: Mezipodnikové srovnání likvidity

	Společnost			FCC ČR		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Běžná likvidita	1,25	1,33	2,52	1,18	1,13	1,24
Rychlá likvidita	1,20	1,24	2,35	1,16	1,10	1,20
Peněžní likvidita	0,63	0,71	1,77	0,34	0,28	0,20

	AVE CZ			IPODEC		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Běžná likvidita	0,53	1,14	0,78	4,05	5,25	7,24
Rychlá likvidita	0,53	1,12	0,77	4,03	5,23	7,21
Peněžní likvidita	0,22	0,41	0,24	2,82	4,02	6,06

Zdroj: vlastní zpracování

- / Likvidita dosahuje na všech úrovních v rámci mezipodnikového srovnání nadprůměrných hodnot a to v průběhu všech sledovaných let 2013-2015.
- / Trend sledovaných společností je pak v čase spíše stabilní, což nekoreluje s vývojem likvidity Společnosti, která je zejména v posledních letech značně progresivní.
- / Odvětvový medián běžné likvidity (1,18), rychlé likvidity (1,16) a peněžní likvidity (0,34), dosahuje ve všech sledovaných letech nižších hodnot v porovnání se sledovanou Společností, což potvrzuje výše deklarovanou nadprůměrnou likviditu.
- / Za odvětvového lídra v oblasti krátkodobé likvidity je možné dlouhodobě označit společnost IPODEC, druhé místo pak zaujímá sledovaná Společnost.

3.7.5 Ukazatele zadluženosti

Tabulka 19: Mezipodnikové srovnání dlouhodobé finanční rovnováhy

	Společnost			FCC ČR		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Celková zadluženost	19,20%	16,73%	15,48%	57,82%	56,75%	59,06%
Úrokové krytí	13	21	24	25	72	41
Krytí dl. majetku dl. kapitálem	1,04	1,04	1,12	0,79	0,80	0,85
Krytí dl. majetku vlastním kapitálem	0,95	0,97	1,01	0,79	0,79	0,77
AVE CZ						
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Celková zadluženost	63,24%	71,64%	58,42%	17%	14%	12%
Úrokové krytí	6	4	6	-	-	-
Krytí dl. majetku dl. kapitálem	0,55	0,93	0,87	2,13	2,42	2,57
Krytí dl. majetku vlastním kapitálem	0,52	0,38	0,53	2,09	2,38	2,54

Zdroj: vlastní zpracování

- / Celková zadluženost Společnosti dosahuje v porovnání s Odvětvím nižších hodnot, vyjma společnosti IPODE, jejíž zadluženost je rovněž velmi nízká.
- / Medián Odvětví se z hlediska zadluženosti pohybuje okolo 60 %.
- / Nízké využití cizích zdrojů může být jednou z příčin dlouhodobě podprůměrné rentability Společnosti. Kapitálová struktura Společnosti je však v porovnání s Odvětvím méně riziková.
- / Úrokové krytí Společnosti je obecně velmi pozitivní a to i v rámci mezipodnikového srovnání, kde tento ukazatel rovněž nabývá velmi vysokých hodnot (medián cca 15,6).
- / Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem, dosahuje v rámci srovnávaných společností spíše hodnot pod 1,0, což značí tvorbu nekrytého dluhu (zápornou hodnotu ČPK) a zvýšenou rizikovost v rámci odvětví. Společnost je tak v kontextu Odvětví méně riziková.
- / Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem sledované Společnosti dosahuje rovněž nadprůměrně vysokých hodnot, což potvrzuje nízkou rizikovost kapitálové struktury a konzervativní finanční strategii.
- / Odvětvovým lídrem v oblasti dlouhodobé finanční rovnováhy je pak dlouhodobě společnost IPODEC., druhé místo pak patří sledované Společnosti.

3.8 Shrnutí

Provedená finanční analýza charakterizuje hospodaření Společnosti za období od 31. 12. 2011 až k datu 30. 6. 2016.

Bilanční suma Společnosti vykazovala v průběhu sledovaného období stabilizovaný až lehce degresivní trend v důsledku poklesu hodnoty dlouhodobého hmotného majetku, zejména pak strojních zařízení a budov. Ke konci sledovaného období pak hodnota bilanční sumy dosáhla cca 4,27 mld. Kč. Nejvýznamnější položkou majetku Společnosti byl jednoznačně po celé sledované období právě dlouhodobý hmotný majetek mající na výši bilanční sumy kardinální vliv (cca 80 % z celkových aktiv). Z oběžných aktiv je k datu ocenění nejvýznamnější především hodnota krátkodobého finančního majetku (cca 60 % oběžných aktiv), což je důsledek markantnějšího využívání finančního leasingu.

Z analýzy čistého pracovního kapitálu vyplynulo, že Společnost vyjma roku 2011 čistý pracovní kapitál tvoří, přičemž jeho hodnota je v čase progresivní. Příčinou růstu ČPK je pak zejména kumulace peněžních prostředků na bankovních účtech.

Společnost vykazuje ve všech letech kladný a od roku 2012 konzistentně rostoucí výsledek hospodaření, s čímž simultánně docházelo k růstu ziskové marže na úrovni celkového výsledku

hospodaření. Rentabilita na všech úrovních pak dosahuje od roku 2012 značné progrese v čase (zejména ROS), avšak v odvětvovém měřítku je výnosnost Společnosti dlouhodobě podprůměrná.

Hodnoty krátkodobé likvidity dosahovaly v mezipodnikovém srovnání nadprůměrně vysokých hodnot s rostoucím trendem v posledních letech, přičemž ve všech sledovaných letech splňovaly minimální doporučované hodnoty, což způsobené především dlouhodobým nevyplácením dividend.

Dlouhodobá finanční rovnováha Společnosti je hodnocena rovněž velmi pozitivně a v odvětvovém srovnání nadprůměrně, poněvadž oceňovaný podnik dlouhodobě uplatňuje konzervativní finanční strategii a cizí zdroje využívá ve velmi malém rozsahu. Tato skutečnost na druhé straně determinuje právě trvale podprůměrné hodnoty rentability.

Na základě provedené finanční analýzy lze konstatovat, že hospodářská činnost Společnosti je stabilizována s výnosovým potenciálem do budoucna, neboť dosahuje dlouhodobého růstu výsledku hospodaření při konzervativnější strategii financování. V budoucnosti nejsou předpokládány významnější rizika ohrožující chod Společnosti a existuje tak vysoká pravděpodobnost dlouhodobé existence, čímž je naplněn princip going-concern.

4 Strategická analýza

4.1 Makroekonomická situace

4.1.1 Ekonomický výkon

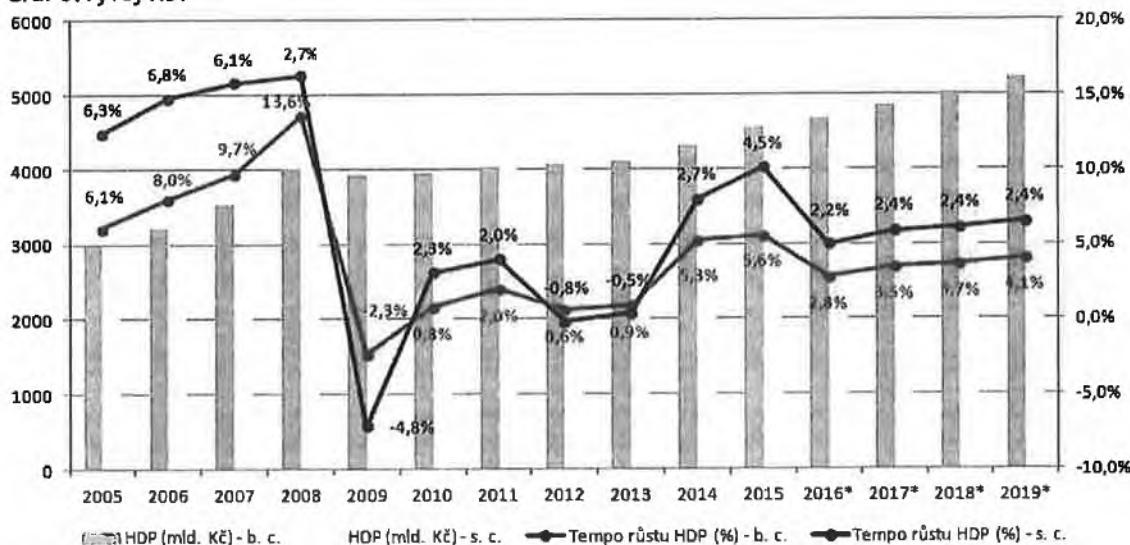
Podle Ministerstva financí výkonnost ekonomiky měřená reálným HDP v 1. čtvrtletí 2016 meziročně vzrostla o 2,7 % (proti 2,1 %), sezónně očištěný HDP se mezičtvrtletně zvýšil o 0,4 % (proti 0,8 %). K mezičtvrtletnímu růstu hrubé přidané hodnoty o 0,5 % nejvíce přispěl zpracovatelský průmysl a dále odvětví obchod, doprava, ubytování a pohostinství a peněžnictví a pojišťovnictví.

Meziroční zvýšení HDP v 1. čtvrtletí 2016 odráželo rostoucí domácí i zahraniční poptávku. Hlavním tahounem růstu byly výdaje na konečnou spotřebu, a to jak domácnosti (nárůst o 2,6 %), ježíž nejdynamičtěji rostoucí složku spotřeby představovaly výdaje na statky dlouhodobé spotřeby, tak vlády (nárůst o 2,5 %), u které za navýšením stál především růst zaměstnanosti ve státní správě a zvýšení výdajů na nákupy zboží a služeb. Tvorba hrubého fixního kapitálu působila na HDP neutrálne, a její příspěvek k růstu byl tedy oproti minulému roku výrazně nižší. Tempo růstu vývozu se sice snížilo, spolu s pomalejším růstem domácí poptávky to však přispělo ke zpomalení růstu dovozu. V součtu tak bilance zahraničního obchodu se zbožím a službami růstovou dynamiku HDP nezanedbatelně zvýšila.

Podle předběžného odhadu Ministerstva financí reálný HDP ve 2. čtvrtletí meziročně vzrostl o 3,0 % (proti 3,1 %) a mezičtvrtletně o 0,4 % (proti 0,7 %). Za zvýšením HDP by pak měl stát zejména růst spotřeby domácností (nárůst o 3,5 %) a zahraničního obchodu. Podle odhadu vývoz zboží a služeb vzrostl o 5,9 % (proti 5,1 %), zatímco dovoz se v návaznosti na vývoj domácí poptávky a vývozu zvýšil o 5,6 % (proti 6,2 %). V neposlední řadě na HDP pozitivně působila i spotřeba vlády, která vzrostla o 2,1 %.

Predikce pro rok 2016 předpokládá, že hlavním tahounem růstu by v roce 2016 měly být výdaje na konečnou spotřebu (zejména domácností, k růstu však přispěje i spotřeba vlády) a čistý vývoz. Očekává se, že reálný HDP v roce 2016 vzroste o 2,2 % (proti 2,5 %) a v roce 2017 o 2,4 % (proti 2,6 %). Spotřeba domácností, u které je v roce 2016 očekáván růst o 3,1 % a následujícím roce o 2,7 %, bude podpořena růstem reálného disponibilního důchodu, poklesem míry úspor a také optimistickým očekáváním spotřebitelů. Nárůst spotřeby vlády je v roce 2016 očekáván ve výši 2,2 % (proti 2,1 %) a v roce 2017 pak ve výši 1,6 % (beze změny). Ministerstvo financí očekává, že se vývoz zboží a služeb v roce 2016 zvýší o 5,6 % (proti 5,5 %) a v roce 2017 o 4,9 % (proti 5,9 %). Snížení růstové dynamiky oproti roku 2015 odráží především předpokládané zpomalení růstu exportních trhů i exportní výkonnosti. Na straně dovozu zboží a služeb je očekáván vliv pomalejšího růstu vývozu i slabší dovozně náročné investiční poptávky. Dovoz tak v tomto roce pravděpodobně poroste o 5,2 % (proti 5,6 %) a v roce 2017 o 5,1 % (proti 6,1 %).

Graf 3: Vývoj HDP

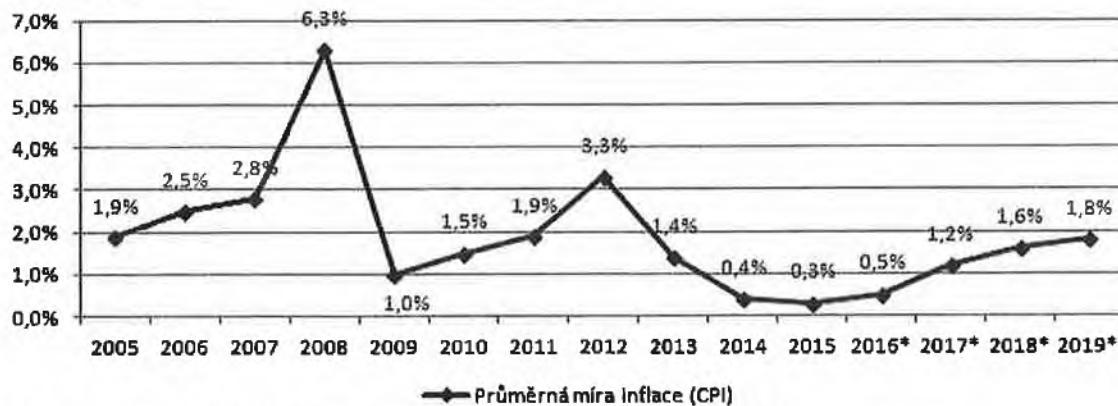


Zdroj: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicke-predikce/2016/makroekonomicka-predikce-cervenec-2016-25705>

4.1.2 Inflace

Česká ekonomika se nadále vyznačuje nízkou inflací, jejíž příčiny leží primárně ve vnějším prostředí, zejména ve výrazném poklesu ceny ropy a klesajících cenách výrobců v eurozóně. Působení domácí ekonomiky je naproti tomu hodnoceno protiinflačně. Meziroční růst spotřebitelských cen v červnu 2016 dosáhl 0,1 % (proti 0,3 %). V roce 2016 by průměrná míra inflace měla podobně jako v předchozích dvou letech dosáhnout velmi nízké hodnoty (0,5 %). Z administrativních opatření se ve spotřebitelských cenách již v 1. čtvrtletí projevilo zvýšení spotřební daně z tabákových výrobků. Ve 2. čtvrtletí došlo ke snížení ceny zemního plynu o 0,2 procentního bodu, ve 2. pololetí by mělo dojít k dalšímu zlevnění. Ve 4. čtvrtletí je pak počítáno se snížením DPH v oblasti stravovacích služeb z 21 % na 15 %. V roce 2017 by se inflace měla dále zvýšit. V současnosti není počítáno s žádnými podstatnějšími činiteli, které by měly působit protiinflačně. Pro rok 2017 je odhadováno s průměrnou mírou inflace ve výši 1,2 %.

Graf 4: Vývoj inflace

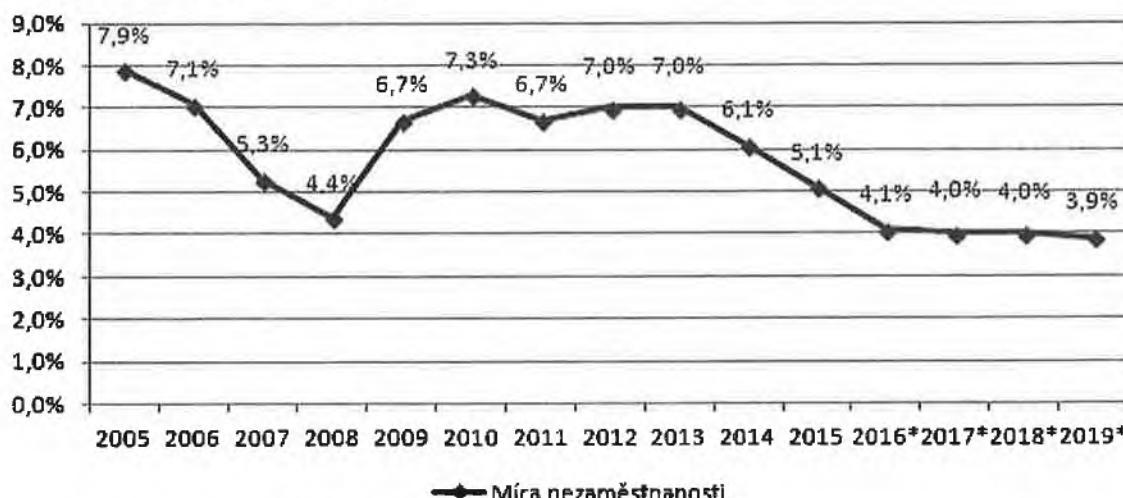


Zdroj: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/makroekonomicka-predikce-cervenec-2016-25705>

4.1.3 Trh práce

Trh práce se v 1. čtvrtletí 2016 vyvíjel o poznání příznivěji, než by odpovídalo pozici v hospodářském cyklu. Výrazný růst zaměstnanosti tažený kategorií zaměstnanců pokračoval - míry zaměstnanosti i ekonomické aktivity pro věkovou skupinu 15-64 let dosáhly nových historicky rekordních hodnot (71,0 %, resp. 74,3 %). Tyto faktory determinovaly růst objemu mezd a platů i průměrné mzdy. Počet zaměstnanců se v 1. čtvrtletí 2016 zvýšil o 2,8 %, zatímco počet podnikatelů poklesl o 1,8 %. Díky pokračujícím příznivým makroekonomickým podmínkám a mimořádně dobré situaci na trhu práce v první polovině roku 2016 by míra nezaměstnanosti v průměru za celý rok měla dosáhnout 4,1 % (proti 4,4 %), přičemž v roce 2017 by měla ještě nepatrně klesnout na 4,0 % (proti 4,3 %).

Graf 5: Vývoj míry nezaměstnanosti



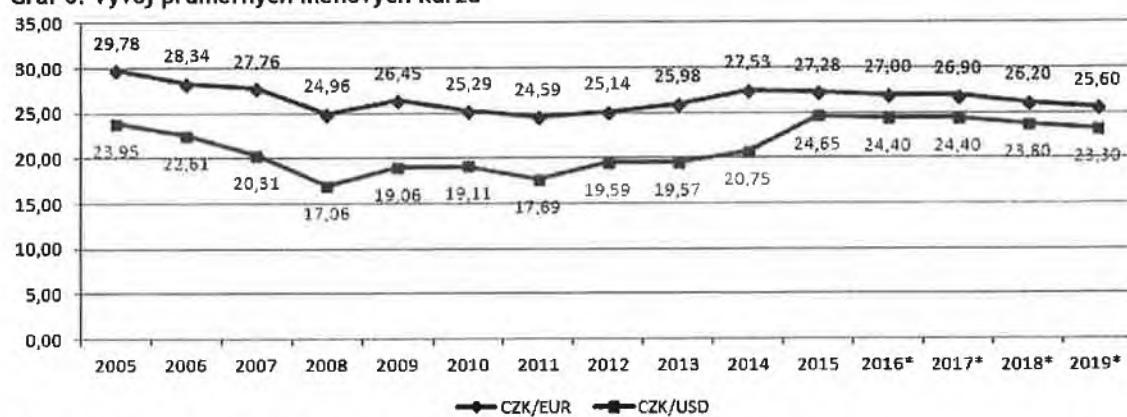
Zdroj: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/makroekonomicka-predikce-cervenec-2016-25705>

Míra ekonomické aktivity v 1. čtvrtletí 2016 meziročně vzrostla o 0,4 procentního bodu na 74,3 % (proti růstu o 0,1 procentního bodu na 74,0 %). V dalším období by měla ve směru vyšších mezd a platů kromě reálné produktivity práce působit také nízká nezaměstnanost. Postupně by měla podle očekávání k růstu mezd přispívat i rostoucí míra inflace. Nová mzdová vyjednávání, nedostatek disponibilních pracovníků a očekávaný růst platů některých profesí ve veřejném sektoru by měly vytvářet další impuls pro zvýšení mezd a platů v příštím roce, pro rok 2017 je tedy předpokládán růst mezd a platů o 4,9 %. Objem mezd v 1. čtvrtletí 2016 vykázal silný růst o 5,6 % (proti 4,2 %). Robustní růst byl zaznamenán např. ve zpracovatelském průmyslu (7,4 %), informačních a komunikačních činnostech (10,3 %), či v odvětví obchod, doprava, ubytování a pohostinství (6,4 %). Průměrná mzda (podniková, přepočtená na plný úvazek) v 1. čtvrtletí 2016 vzrostla o 4,4 % (proti 3,7 %), k čemuž přispěl zejména růst mezd v podnikatelské sféře, ke zvýšení mezd však došlo i ve sféře nepodnikatelské. Průměrná nominální mzda by se mohla v roce 2016 zvýšit o 4,4 %, v roce následujícím pak o 4,7 %.

4.1.4 Měnový kurz (CZK/EUR, CZK/USD)

Měnový kurz koruny vůči euro se od změny kurzového režimu v listopadu 2013, kdy ČNB zahájila devizové intervence s cílem udržet kurz okolo hladiny 27 CZK/ EUR, většinou pohyboval v blízkosti hladiny 27,50 CZK/ EUR. Ke konci 2. čtvrtletí 2015 začal kurz v souvislosti s příznivým vývojem ekonomiky posilovat a přibližovat se k úrovni 27 CZK/EUR, poblíž které se pak udržoval v průběhu druhé poloviny roku 2015 i první poloviny roku 2016. Na konci června 2016 v souvislosti s výsledkem referenda o setrvání Spojeného království v EU koruna přechodně oslabila z hodnoty kolem 27 CZK/EUR na hodnoty kolem 27,10 CZK/EUR. Jednalo se však pouze o krátkodobý výkyv.

Graf 6: Vývoj průměrných měnových kurzů

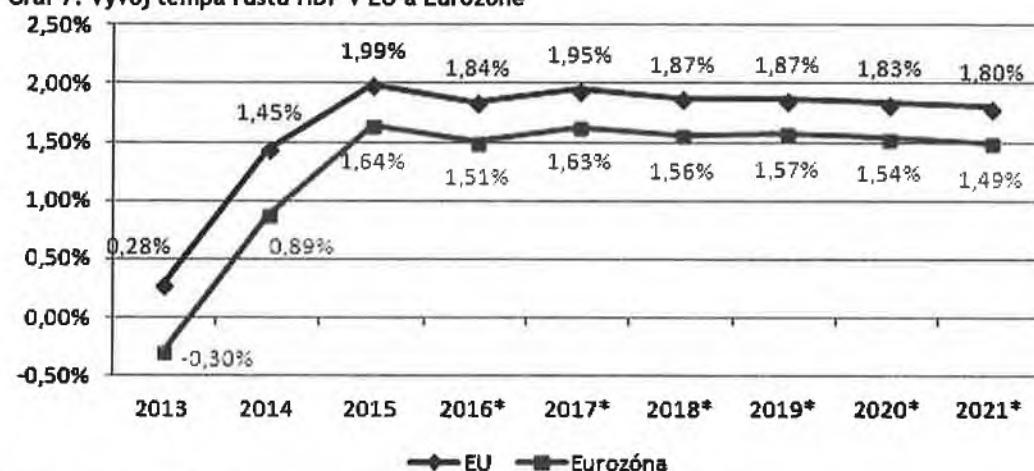


Zdroj: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicke-predikce/2016/makroekonomicka-predikce-cervenec-2016-25705>

4.1.5 Hesopdářský vývoj EU⁸

Očekává se, že hospodářský růst v Evropě bude i nadále nevýrazný zejména kvůli zpomalení růstu klíčových obchodních partnerů. V důsledku toho se očekává jen mírný růst HDP v eurozóně v letech 2015 až 2017. Evropská komise předpokládá, že HDP eurozóny poroste o 1,6 % v roce 2016 a o 1,8 % v roce 2017 (1,7 % v roce 2015). Pokud jde o růst HDP celé EU, růst zřejmě zpomalí z loňských 2 % na 1,8 % v roce 2016 a poté opět velmi mírně zrychlí na 1,9 % v roce 2017.

Graf 7: Vývoj tempa růstu HDP v EU a Eurozóně



Zdroj: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>

Hospodářský růst by se měl v letech 2016 a 2017 ve většině členských států zvyšovat nebo zůstávat víceméně stabilní. Očekává se, že ekonomiky všech členských států budou v příštím roce expandovat, ale růst bude v celé EU nadále nerovnoměrný.

Čistý vývoz by měl zůstat brzdou růstu v roce 2016, v roce 2017 by tomu již tak být nemělo. Z tohoto důvodu bude růst záviset na domácí poptávce: investice by se měly zvednout v příštím roce na 3,8% jak v eurozóně, tak v Evropské unii a u soukromé spotřeby se očekává mírné zhoršení, protože očekávaná inflace sníží růst reálných příjmů.

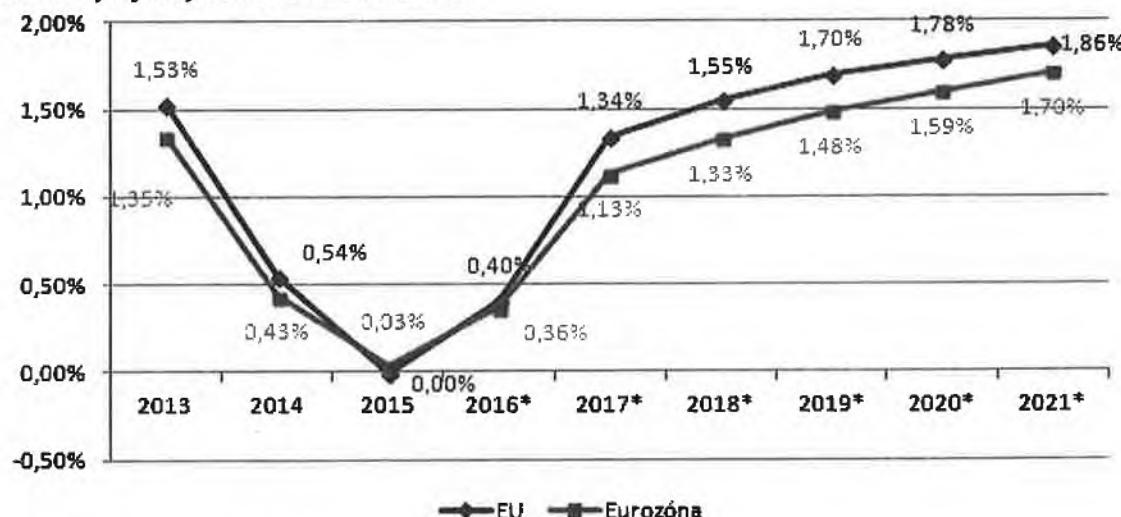
Situace na trhu práce by se i nadále měla mírně zlepšovat, k tomu by měla přispět zpožděná reakce na lepší cyklické podmínky a mírný růst mezd. V některých členských státech byly v posledních letech uskutečněné reformy či opatření v oblasti fiskální politiky, což přispělo k čisté tvorbě pracovních míst. Přestože na trhu práce jsou v jednotlivých zemích rozdíly, očekává se, že nezaměstnanost v eurozóně klesne na 10,3 % v roce 2016 a poté 9,9 % v roce

⁸ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-1613_en.htm

2017 (v roce 2015 - 10,9 %). V EU jako celku se očekává, že nezaměstnanost poklesne z 9,4 % v roce 2015 na 8,9 % v roce 2016 a 8,5 % v roce 2017.

Inflace zůstává řízena cenami energií. Ceny ropy opět začátkem roku 2016 klesly a táhly inflaci pod nulu. Očekává se, že v blízké budoucnosti se inflace bude pohybovat kolem nuly zejména z důvodu cen energií, které jsou nižší než před rokem. Vnější cenové tlaky jsou rovněž slabé, k tomu se přidává mírně posilující euro a nízké ceny světových výrobců. Inflace by mohla vzrůst výrazněji v druhé polovině letošního roku, když se ceny energií budou postupně zvedat a ceny na domácím trhu se zvýší z důvodu posílení domácí poptávky. Inflace by se měla pohybovat na úrovni 0,2 % v eurozóně v tomto roce (EU 0,3 %) a v roce 2017 by se měla zvědout na 1,4 % (EU 1,5 %).

Graf 8: Vývoj míry inflace v EU a Eurozóně



Zdroj: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>

4.2 Analýza relevantního trhu

Na úvod analýzy relevantního trhu vymezíme trh, na kterém Společnost působí, a to z hlediska věcného, geografického a z hlediska zákazníků. V dalším textu se pak zaměříme na stručný popis relevantního trhu, a to zejména s důrazem na příležitosti a rizika, které z působení na tomto trhu vyplývají.

4.2.1 Vymezení relevantního trhu

Dle Registru ekonomických subjektů ČSÚ v ARES lze činnost Společnosti vymezit jako následující odvětví CZ-NACE:

- / 38110: Shromažďování a sběr odpadů, kromě nebezpečných
- / 016: Podpůrné činnosti pro zemědělství a posklizňové činnosti
- / 35110: Výroba elektřiny
- / 35301: Výroba tepla
- / 38: Shromažďování, 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

Převážná část služeb Společnosti je poskytována na území hl. města Prahy, menší část pak na ostatním území ČR. Odběrateli Společnosti jsou občané, firmy a především společnosti v seskupení Hlavní město Praha. Činnost Společnosti lze rozdělit do následujících hlavních oblastí:

- / komplexní sběr, třídění, využívání a zneškodňování komunálního odpadu,
- / čištění komunikací a veřejných prostranství,
- / zajišťování sjízdnosti a schůdnosti komunikací,
- / údržba komunikací, dopravní značení,
- / výroba páry, elektrické energie, teplé vody,
- / koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej.

Společnost je vnitřně rozdělena na jednotlivé závody: odvoz a recyklace odpadu, dopravní značení, zařízení na energetické využití odpadu (ZEVO) a údržba a čištění komunikací. Následující tabulka zobrazuje vývoj tržeb Společnosti za poslední tři roky s rozdělením dle jednotlivých závodů (resp. hlavních oblastí, v nichž Společnost působí).

Tabulka 20: Vývoj tržeb Společnosti [v tis. Kč]

Tržby	2013	2014	2015
Svoz a likvidace odpadu	1 367 673	1 356 186	1 127 129
Čištění, zimní údržba komunikací	928 553	923 666	958 687
Údržba komunikací vč. dopravního značení	120 100	102 438	105 072
Výroba tepla, páry, el. energie	118 560	95 419	87 697
Prodej zboží (PHM)	108 072	87 697	69 463

Zdroj: výroční zpráva Společnosti za rok 2015

Nejvíce se na podnikových tržbách ve všech třech obdobích podílel závod svozu a likvidace odpadu následován závodem čištění a údržby komunikací vč. dopravního značení. Strategická analýza proto bude zaměřena především na tyto oblasti.

4.2.2 Vývoj relevantního trhu

4.2.2.1 Svoz a likvidace odpadu

Celková produkce komunálních odpadů na území hlavního města Praha se dlouhodobě pohybuje kolem 670 tisíc tun odpadů. Z tohoto množství bylo v roce 2013 téměř 45 % energeticky využíváno. Podíl skládkování odpadu v posledních letech klesl až na úroveň 5 %. Pokles materiálového využívání v letech 2012 a 2013 byl způsoben zejména ukončením činnosti některých dotřídovacích linek na území hlavního města Prahy, což způsobilo předávání odpadů k využití na zařízení mimo území hl. města, především ve Středočeském kraji. Tyto odpady pak nejsou započítány do materiálového využívání na území hl. města.

Za materiálově využitelné složky komunálních odpadů jsou považovány ty odpady, u nichž lze v praxi zajistit oddělený způsob sběru a jejich následnou úpravu na druhotnou surovinu. Jedná se o papír, plasty, sklo, kovy, textil aj. Součástí komunálních odpadů jsou také některé odpadní obaly. Separace materiálově využitelných složek komunálních odpadů, kromě kovu, probíhá zejména prostřednictvím sítě sběrných nádob na separované komodity.

Tabulka 21: Produkce a nakládání s komunálními odpady v letech 2009 až 2013

Nakládání/rok	2009	2010	2011	2012	2013
Produkce [t]	634 970	683 800	690 980	665 000	667 440
materiálové využití [t]	76 196	74 534	142 825	97 156	93 908
materiálové využití [%]	12,00	10,90	20,67	14,61	14,07
energetické využití [t]	206 809	229 961	261 535	279 765	297 010
energetické využití [%]	32,57	33,63	37,85	42,07	44,5

Nakládání/rok	2009	2010	2011	2012	2013
skládkování [t]	112 008	95 732	68 407	32 053	33 972
skládkování [%]	17,64	14,00	9,90	4,82	5,09
spalování [t]	63,50	68,38	0,00	0,00	0,00
spalování [%]	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00

Zdroj: Krajský plán odpadového hospodářství hlavního města Prahy 2016 - 2025

Směsný komunální odpad je složka odpadu vznikající po vytřídění papíru, plastů, skla, nápojového kartonu, kovů, nebezpečného odpadu, objemného odpadu aj. Produkce směsného komunálního odpadu na území hlavního města Prahy je dlouhodobě stabilní s mírně rostoucí tendencí. V posledních letech jsou každoročně energeticky využívány více jak dvě třetiny vyprodukovaného množství odpadu. V roce 2013 bylo energeticky využíváno téměř 290 tis. tun odpadu a skládkováno bylo 20 tis. tun směsného komunálního odpadu, malé množství bylo pak využíváno materiálově, zbylé množství odpadů bylo odstraněno mimo území kraje.

Tabulka 22: Produkce a nakládání se směsným komunálním odpadem v letech 2009 až 2013

Nakládání/rok	2009	2010	2011	2012	2013
Produkce [t]	367 168	382 307	380 112	381 554	382 986
materiálové využití [t]	4 186	19 325	35 238	28 557	9 996
materiálové využití [%]	1,14	5,05	9,27	7,48	2,61
energetické využití [t]	199 519	226 145	258 637	275 466	289 476
energetické využití [%]	54,34	59,15	68,04	72,20	75,58
skládkování [t]	60 147	52 429	29 537	11 968	20 518
skládkování [%]	16,38	13,71	7,77	3,14	5,36
spalování [t]	30,31	25,39	8,93	4,79	0,00
spalování [%]	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00

Zdroj: Krajský plán odpadového hospodářství hlavního města Prahy 2016 - 2025

4.2.2.2 Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení

Infrastruktura silniční dopravy v České republice je v posledních letech poměrně stabilní, jak zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 23: Infrastruktura silniční dopravy v ČR [v km]

Položka	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Délka silnic a dálnic celkem	55 752	55 742	55 717	55 761	55 748	55 738
z toho evropská silniční síť typu E	2 636	2 634	2 634	2 632	2 628	2 628
Dálnice v provozu	734	745	751	776	776	776
Rychlostní komunikace ¹⁾	422	427	442	458	459	459
Silnice	55 018	54 997	54 965	54 986	54 972	54 962
v tom silnice I. třídy	6 255	6 254	6 250	6 250	6 233	6 245
silnice II. třídy	14 635	14 626	14 543	14 566	14 578	14 587

Položka	2010	2011	2012	2013	2014	2015
silnice III. třídy	34 129	34 117	34 172	34 170	34 161	34 130
Místní komunikace	74 919					

Zdroj: Ministerstvo dopravy ČR

S rostoucím počtem automobilů a motorových vozidel stoupají i náklady na opravy a údržbu silnic a dálnic. Péče o dálnice je zajišťována Ředitelstvím silnic a dálnic (ŘSD). Údržba a opravy silnic I. třídy jsou zajišťovány dodavatelsky. Údržba, především zimní, silnic I. třídy je v deseti krajích zajišťována externě na základě smluv uzavřených s Ministerstvem dopravy. Údržba části bývalých rychlostních silnic R1 (D0), R46 (D46) a část R35 (D35) je prováděna přímo vlastními zaměstnanci středisek správy a údržby dálnic ŘSD. Ostatní původní rychlostní silnice jsou udržovány dodavatelsky, obdobně jako další silnice I. třídy.

Tabulka 24: Prostředky vynaložené na údržbu dálnic a silnic I. třídy [mil. Kč]

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016
údržba dálnic	959	1 195	1 270	1 132	1 400	1 400
údržba silnic I. tř.	1 367	1 395	1 647	1 835	2 182	1 707
Celkem	2 326	2 590	2 917	2 967	3 582	3 107

Zdroj: Ředitelství silnic a dálnic

Společnost zajišťuje služby - čištění a zimní údržbu komunikací pro Technickou správu komunikací hl. města Prahy. Následující tabulka zobrazuje čerpání ročních rozpočtů Technické správy komunikací na zimní údržbu komunikací v letech 2012 až 2016. Lze sledovat klesající vývoj výdajů, což mohlo být způsobeno mírnějším průběhem zimy oproti předcházejícím obdobím.

Tabulka 25: Zimní údržba komunikací - rozpis čerpání v letech 2012 - 2016 [v Kč]

Období	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
výdaje na zimní údržbu komunikací	623 606 503	543 469 776	511 866 414	576 199 448

Zdroj: TSK Praha

Spotřeba posypových prostředků v období zimní údržby komunikací 2015-2016 dosáhla celkem 15 493 tun, přičemž průměrná dlouhodobá spotřeba dosažená za období 1999 - 2016 je 17 696 tun.

4.2.3 Prognóza vývoje relevantního trhu

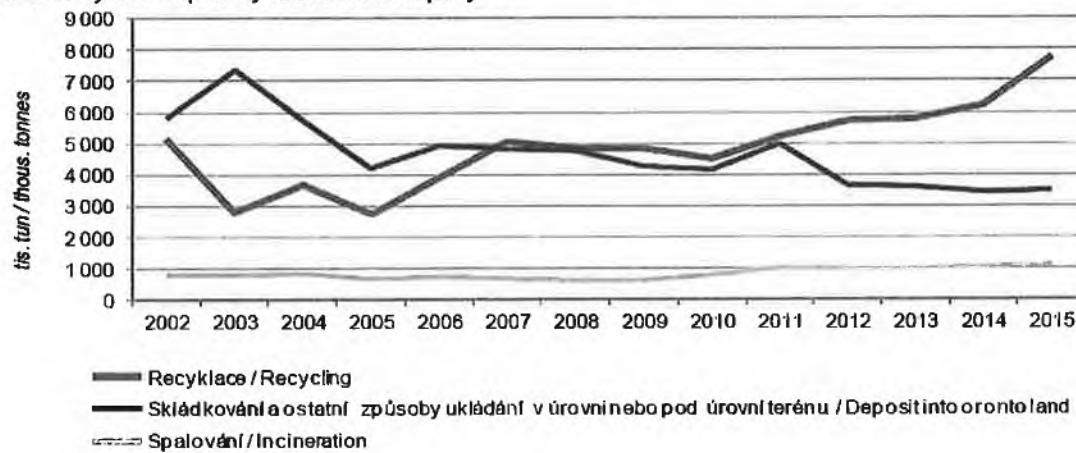
4.2.3.1 Svoz a likvidace odpadu

Samotná prognóza relevantního trhu je ovlivněna především dvěma specifickými faktory, a to jednak celkovou produkcí odpadu, která je závislá především na počtu obyvatel a firem v regionu a jednak procesem nakládání se samotnými odpady.

Dle prognózy populačního vývoje v Praze, zveřejňované každoročně Českým statistickým úřadem lze predikovat v nadcházejících letech mírný růst obyvatelstva, který by však s počátkem druhé dekády měl zpomalit a začít lehce klesat. Je však třeba vzít v úvahu také navýšování produkce odpadů na obyvatele, což je celorepublikový trend, díky čemuž se produkce odpadů bude pohybovat na relativně stabilní úrovni.

Z hlediska nakládání, resp. zpracování odpadů je dlouhodobě evidentní trend recyklace odpadu, jak zobrazuje graf níže. Mírný narůst byl zaznamenán u spalování odpadu, naproti tomu význam skládkování od roku 2011 značně klesl. Navíc je zde předpoklad, že dojde v souladu s legislativou k zákazu skládkování v roce 2024. Význam recyklace a spalování odpadu se na základě tohoto předpokladu bude ještě zvyšovat.

Graf 9: Vybrané způsoby nakládání s odpady



Zdroj: Český statistický úřad

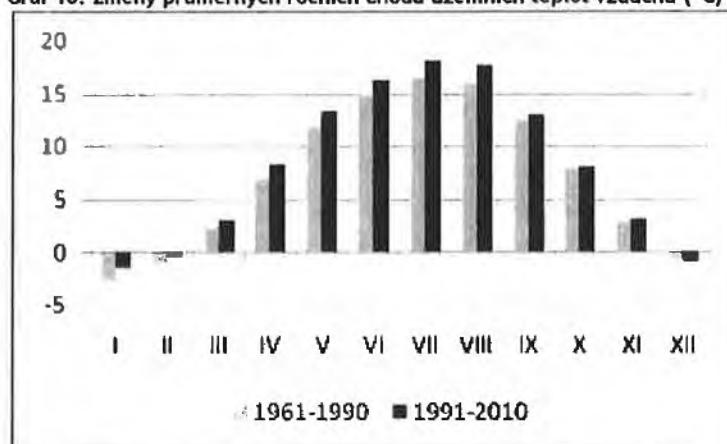
4.2.3.2 Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení

Nové pojetí dálniční sítě si vyžádalo novelizaci dvou zákonů a jejich prováděcích vyhlášek. Zákon, kterým se novelizuje zákon č. 13/1997 Sb., o pozemních komunikacích, a zákon č. 361/2000 Sb., o silničním provozu, byl dne 15. 9. 2015 schválen v Parlamentu ČR. Novela nabyla účinnosti dnem 31. 12. 2015. V návaznosti na uvedenou novelu došlo také k aktualizaci prováděcích vyhlášek, které se zabývají problematikou dopravního značení a s ním souvisejícím systémem číslování silnic a dálnic. Změny související s novým pojetím dálniční sítě tak byly uváděny do reality postupně již od konce roku 2015 a následně v průběhu prvních měsíců roku 2016. Realizací nového pojetí se počet kilometrů dálnic navýšil od ledna 2016 na zhruba 1200 km, přičemž po dokončení výstavby bude Česká republika mít cca 2000 km dálnic. Na dálnice bude přeznačeno více než 400 km dnešních rychlostních silnic.

Společnost zajišťuje čištění a zimní údržbu komunikací. Jedná se o sezónní segment trhu, který vykazuje spíše klesající tendenci. Tento trend může být způsoben stále mírnějším průběhem

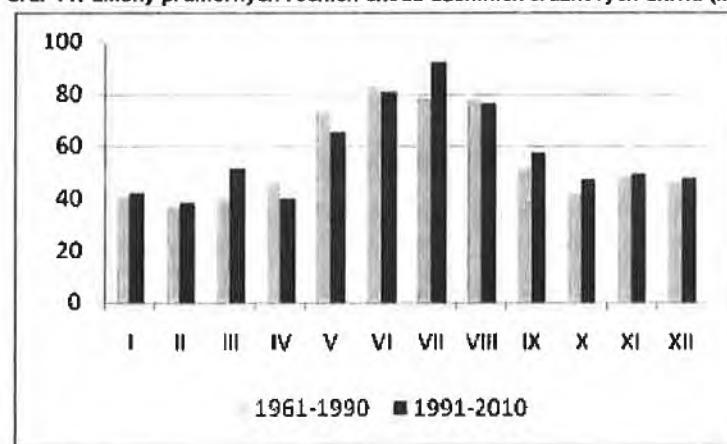
zimního období. Současný trend vývoje teplotních charakteristik dokazuje mírný nárůst ročního úhrnu srážek. Průměrná roční teplota se za poslední dvě desetiletí oproti standardnímu období zvýšila o $0,8^{\circ}\text{C}$. Největší teplotní změny byly zaznamenány v červenci a srpnu, nejnižší v období září až listopad, průměrné prosincové teploty v období 1991-2010 dokonce poklesly o $0,2 - 0,4^{\circ}\text{C}$. Přestože tento segmentu trhu má klesající tendenci, nepředpokládá Zhotovitel z dlouhodobého hlediska ohrožení činnosti závodu v důsledku klimatických změn.

Graf 10: Změny průměrných ročních chodů územních teplot vzduchu ($^{\circ}\text{C}$) v období 1961-1990 a 1991-2010



Zdroj: Český hydrometeorologický ústav

Graf 11: Změny průměrných ročních chodů územních srážkových úhrnů (mm) v období 1961-1990 a 1991-2010



Zdroj: Český hydrometeorologický ústav

4.3 Analýza vnitřního potenciálu

Úkolem analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly je především posoudit, do jaké míry je Společnost schopna využít šance, které jí relevantní trh nabízí a zároveň čelit konkurenci a možným hrozbám.

4.3.1 Analýza konkurenční pozice

4.3.1.1 Svoz a likvidace odpadu

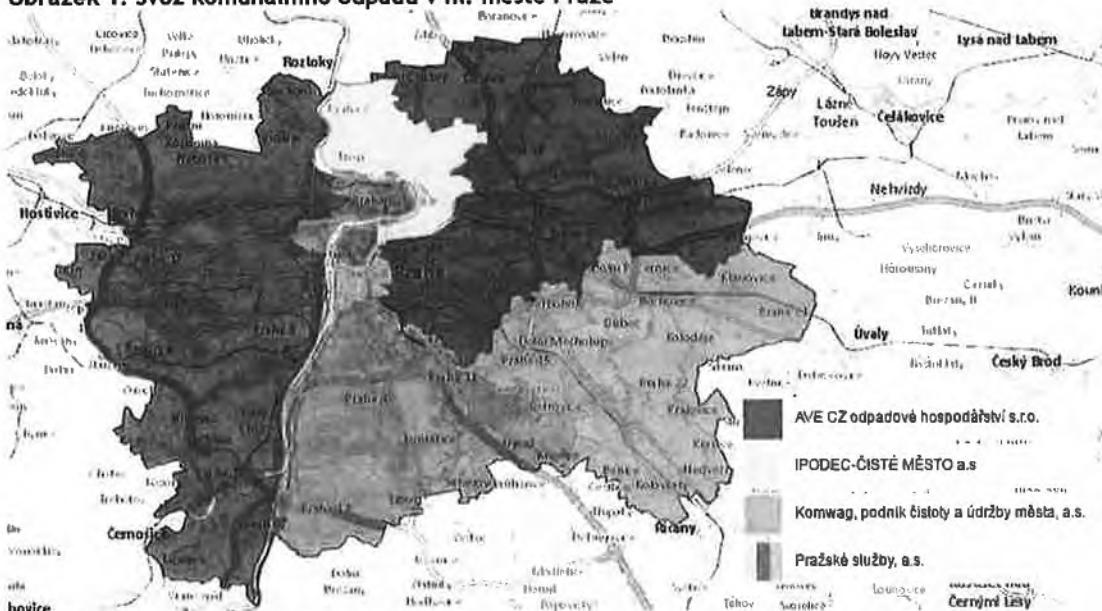
V oblasti nakládání s odpady s cílem poskytování komplexních služeb operují silné zahraniční subjekty, které jsou navíc provozovateli moderních skládek, zařízení na využití odpadu a v neposlední řadě nových alternativních zařízení na zpracování odpadu (alternativní palivo). Všechny významnější zahraniční firmy jsou plně etablovány ve formě pobočky na pražském trhu a jsou tedy výraznými hráči zejména na trhu živnostenském, který je pro ně zásadním segmentem pro další progresivní růst.

Mezi největší přímé konkurenty v činnosti nakládání s odpady v současnosti patří společnosti:

- / FCC Česká republika, s.r.o. (dříve A.S.A., spol. s r.o.)
- / AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o.
- / Marius Pedersen, a.s.
- / IPODEC- ČISTÉ MĚSTO, a.s.
- / SITA CZ a.s.
- / KOMWAG-podnik čistoty a údržby města, a.s.

Následující mapa zobrazuje rozdělení hlavního města Prahy pro svoz komunálního odpadu. Největší část (západ, jih a jihozápad) připadá společnosti Pražské služby a.s., které připadá po vyloučení části spojené s IPODEC- ČISTÉ MĚSTO, a.s. a KOMWAG-podnik čistoty a údržby města, a.s. cca 2/3 celkového zbylého území. Následuje společnost AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o., které náleží severovýchodní území hl. města. Společnosti, které zajišťují svoz komunálního odpadu na severním území hlavního města je IPODEC - ČISTÉ MĚSTO, a.s. Pro městskou část Praha 2 je společností zajišťující svoz KOMWAG-podnik čistoty a údržby města, a.s.

Obrázek 1: Svoz komunálního odpadu v hl. městě Praze



Zdroj: Portál životního prostředí hl. města Prahy⁶

Na území hl. m. Prahy se nachází pouze dvě významné třídící linky na papír a plasty provozované společnostmi Pražské služby a.s., Papkov s.r.o. (skupina Marius Pedersen a.s.) a hala na zpracování papíru, plastů a jiných využitelných surovin společnosti A.S.A.

Na území hlavního města Prahy je od roku 1998 provozováno společností Pražské služby a.s. ZEVO Malešice. Celková roční kapacita ZEVO Malešice činí 330 tis. tun odpadů. Tabulky níže zobrazují množství komunálního a tříděného odpadu svezeného ročně do Zařízení na energetické využití odpadu (ZEVO) Malešice. Dále se na území hl. města nachází další dvě menší zařízení provozované společnostmi Českomoravský cement (kapacita je 1 098 tun) a Pražské vodovody a kanalizace a.s. (kapacita je 15 000 tun).

Společnost má uzavřenou smlouvu o poskytnutí služeb "Zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy s platností do 19. 7. 2026.

Tabulka 26: Množství komunálního odpadu, svezeného ročně v Praze - Pražské služby [v tunách]

Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Komunální odpad	270 123	268 718	272 134	264 206	259 138	259 163	256 311

Zdroj: Společnost

Tabulka 27: Množství tříděného odpadu v Praze v letech 2009 – 2015 - Pražské služby [v tunách]

Rok	Papír	Plast	Sklo	Nápojové kartony	Celkem
2009	28 128	10 675	13 821	794	53 418
2010	26 163	10 956	14 599	835	52 553

⁹ Dostupné z: http://portalzp.praha.eu/jnp/cz/odpady/mapa_sbernych_dvoru/index.html

Rok	Papír	Plast	Sklo	Nápojové kartony	Celkem
2011	22 636	11 594	15 190	828	50 248
2012	22 360	11 904	15 858	814	50 936
2013	22 299	12 042	15 942	870	51 153
2014	21 207	11 771	15 413	897	49 289
2015	20 632	11 851	16 119	895	49 497

Zdroj: Společnost

4.3.1.2 Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení

Služba letního a zimního čištění, údržba a opravy komunikací je určena především pro oblast komunální, skladové areály, logistická a obchodní centra, dodavatele stavebních prací, provozovatele parkovišť, správce velkých business center, hotely apod. Společnost je jednou z největších firem působících na poli dopravního značení v ČR a nabízí komplexní sortiment a služby v oblasti dopravního značení a zařízení od projektu k realizaci.

V oblasti poskytování služeb čištění a údržby komunikací působí zahraniční subjekty, které jsou spíše specialisté na odpady. Vedle těchto formací zde působí celá řada velkých stavebních firem, dobře vybavených mechanismy, a mimo svoji zakázku se samozřejmě snaží uplatnit i v rámci jiných zakázek. Do hry dále vstupuje se svým portfoliem mnoha diferencovaných firem, dříve se zabývajících údržbou silnic a poskytováním technických služeb, jejichž zájmem je získat příhodnou zakázku na území hlavního města Prahy. V oblasti dopravního značení působí velmi razantně zejména společnost Proznak a další menší společnosti.

Mezi největší přímou konkurenci v činnosti čištění a údržby komunikací patří společnosti:

- / IPODEC- ČISTÉ MĚSTO, a.s.
- / FCC Česká republika, s.r.o. (dříve A.S. A., spol. s r.o.)
- / KOMWAG-podnik čistoty a údržby města, a.s.
- / AVE CZ odpadové hospodářství, s r.o.
- / CDV služby, s.r.o.

Mezi největší přímou konkurenci v činnosti dopravního značení patří společnosti:

- / Proznak v. s. p.
- / Značky Morava, a.s.
- / Silverton s.r.o.
- / SAFEROAD Czech Republic s.r.o.

Společnost má se společností Technická správa komunikací, a.s. uzavřenou smlouvu na zajištění letní a zimní údržby komunikací na cca 2/3 území hl. města Prahy a zajištění dopravního značení. Zaujímá tak významný podíl na trhu.

4.3.2 Závěr analýzy vnitřního potenciálu

4.3.2.1 Svoz a likvidace odpadu

Společnost má uzavřenou smlouvu s Hlavním městem Praha na zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy v období 2016 - 2025. Na základě této smlouvy Společnost zajišťuje svoz a odstranění odpadu cca ve 2/3 hl. města. Vzhledem k tomu, že je smlouva dlouhodobá, tj. uzavřená na 10 let, lze předpokládat, že si Společnost tento tržní podíl udrží i do budoucna.

Předpokládaný legislativní zákaz skládkování v roce 2024 zvýší význam recyklace a spalování odpadu, což by mohlo zvýšit konkurenceschopnost Společnosti, jelikož provozuje významnou třídící linku na papír a plasty, přičemž na území hl. m. Prahy se nachází pouze dvě významné třídící linky. Společnost využívá vlastní Zařízení na energetické využití odpadu - ZEVO, kde spalováním tuhého komunálního odpadu dochází k výrobě páry a vytápění bytů v Praze.

4.3.2.2 Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení

Společnost je zhotovitelem prací pro Technickou správu komunikací a na základě uzavřené smlouvy o dílo provádí zimní údržbu komunikací na území hl. města Prahy. V současné době zajišťuje Společnost pro potřeby hl. města Prahy čištění a zimní údržbu komunikací na 2/3 území hlavního města, čímž zaujímá významný tržní podíl.

4.4 Závěr strategické analýzy

Předmětem podnikatelské činnosti Společnosti je především komplexní sběr, třídění, využívání a zneškodňování komunálního odpadu, čištění a údržba komunikací a veřejných prostranství, zajišťování sjízdnosti a schůdnosti komunikací, dopravní značení a výroba páry, elektrické energie a teplé vody. Nejvíce se na celkových tržbách Společnosti dlouhodobě podílí závod svozu a likvidace odpadu a závod čištění a údržby komunikací vč. dopravního značení.

4.4.1 Svoz a likvidace odpadu

Celková produkce komunálních odpadů je dlouhodobě stabilní s mírně rostoucí tendencí. Převážná část vyprodukovaného odpadu je energeticky či materiálově využita. V poslední době lze sledovat odklon od skládkování odpadu a do roku 2024 je dokonce předpokládán jeho zákaz. Význam recyklace a spalování odpadu se tak bude do budoucna ještě zvyšovat.

V oblasti svozu a nakládání s odpady disponuje Společnost významným zastoupením na území hlavního města Prahy, kdy zajišťuje svoz a odstranění odpadu cca ve 2/3 hl. města (po vyloučení IPODEC a KOMWAG). Do budoucna lze předpokládat udržení stávajícího tržního podílu, jelikož Společnost uzavřela dlouhodobou smlouvu s Hlavní město Praha na zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem.

4.4.2 Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení

Společnost uzavřela s Technickou správou komunikací smlouvu o provádění zimní údržby komunikací v hl. městě Praze. Společnost tak zajišťuje čištění a zimní údržbu komunikací na 2/3 území hl. města a do budoucna lze předpokládat zachování tržního podílu.

Jedná se sezónní segment trhu, který v posledních letech vykazuje klesající průběh vzhledem ke každoročně mírnějšímu zimnímu počasí. Na základě současného trendu vývoje teplotních charakteristik není z dlouhodobého hlediska předpokládáno ohrožení činnosti závodu klimatickými změnami.

5 Metodika ocenění

V teorii a praxi oceňování podniků se využívá velké množství metod pro stanovení hodnoty společnosti, přičemž lze rozlišit tři základní přístupy k ocenění:

- / výnosový přístup
- / Metody tržní komparace
- / majetkový přístup

Hodnotu podniku lze stanovit na základě několika obecně používaných metod. Volba metody je závislá na jedné straně na účelu ocenění a na straně druhé je nezbytné přihlédnout k charakteristikám oceňované Společnosti.

5.1 Základní metody ocenění

5.1.1 Výnosový přístup

Výnosový přístup k ocenění aktiva je založen na principu očekávání. Hodnota daného aktiva vychází z budoucích hotovostních toků či výnosů, které bude dané aktivum generovat po dobu své životnosti.

Existuje několik metod, které se v rámci výnosového přístupu používají pro ocenění. Metody diskontovaných peněžních toků, ekonomické přidané hodnoty a analytická metoda kapitalizovaných čistých výnosů využívají ke stanovení hodnoty podniku predikce ekonomických veličin stanovených ve finančním plánu.

Na základě prognózy výnosů, nákladů, potřebného pracovního kapitálu, investic a plánu financování jsou stanoveny budoucí výnosy z hlavní činnosti za určité prognózované období. Budoucí výnosy lze definovat jako čistý zisk nebo peněžní tok. Peněžní toky lze dále definovat jako peněžní tok na úrovni equity (peněžní toky dostupné vlastníkům aktiva) a peněžní tok na úrovni entity (peněžní toky dostupné investorům s vlastním i dluhovým kapitálem). Následně je stanovena pokračující hodnota představující současnou hodnotu budoucích výnosů generovaných po konci prognózovaného období. Budoucí výnosy a pokračující hodnota jsou diskontovány na současnou hodnotu požadovanou mírou výnosnosti, kterou představuje diskontní sazba. Metody využívající predikce budoucích výsledků jsou považovány za teoreticky nejsprávnější metody ocenění, protože explicitně berou v úvahu budoucí užitek z vlastnictví oceňovaného podniku.

Paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů je založena na kapitalizaci tzv. trvale odnímatelného čistého výnosu, který je stanoven na základě analýzy historických hospodářských výsledků oceňované společnosti. Úroveň kapitalizace odráží jak riziko, tak i dlouhodobé

vyhlídky oceňovaného aktiva. Při kapitalizaci historických ukazatelů finanční výkonnosti je nutné vzít na vědomí, že historické údaje slouží pro předpověď budoucnosti.

U všech výnosových metod se v diskontní sazbě, respektive v mře kapitalizace, odráží podmínky na trhu a jedinečnost oceňovaného aktiva.

5.1.2 Metody tržní komparace

Přístup tržního porovnávání určuje hodnotu vlastního kapitálu podniku na základě porovnání oceňované společnosti se srovnatelnými firmami působícími v podobné oblasti podnikání, které jsou veřejně obchodovatelné nebo jsou součástí veřejné či soukromé transakce. Přihlíží se rovněž k předchozím transakcím týkajícím se vlastního kapitálu předmětné společnosti. Odhad se provádí na základě „metody srovnatelných podniků“ nebo na základě „metody srovnatelných transakcí“. Metoda srovnatelných podniků vychází ze srovnání s obdobnými podniky, u kterých je známa cena jejich obchodovaných akcií. Ze srovnání s obdobnými podniky, které byly jako celek předmětem transakcí a známe tedy jejich realizační cenu, vychází metoda srovnatelných transakcí. Ocenění na základě metody tržní komparace lze provést při splnění několika podmínek, kterými jsou především dostupnost široké základny dat o srovnatelných podnicích a uskutečněných transakcích.

Nedílnou součástí tohoto přístupu je finanční analýza a porovnání oceňovaného podniku se srovnatelnými podniky z hlediska likvidity, zisků, výnosů, jejich růstu a produktivity. Srovnatelné transakce jsou analyzovány na základě kritérií porovnatelnosti, jakými jsou podmínky transakce, její rozsah a termín realizace. Tato analýza je důležitá při výběru příslušných koeficientů, které se aplikují na finanční údaje oceňovaného podniku. Příslušné údaje jsou porovnány a náležitě upraveny s ohledem na oceňovaný podnik.

Při ocenění metodou srovnatelných podniků je však nutné vzít v úvahu nejen jednotlivé srovnatelné podniky, ale také prostředí, ve kterém se nacházejí. Podstatné je uvažovat v kontextu makroekonomických charakteristik, které souvisí s příslušným odvětvím, ve kterém oceňované společnosti působí, a vytvořit si tak určitý rámec pro následné analýzy. Po důkladném zhodnocení finanční situace oceňovaného podniku a jeho postavení na relevantním trhu je poté možné přistoupit k výběru srovnatelných podniků a následné zvolit příslušné násobitele, pomocí kterých bude stanoven násobitel vhodný pro oceňovaný podnik a jež povede k odvození konečné hodnoty jeho akcie.

5.1.3 Majetkový přístup

Majetkový přístup ocenění podniků stanovuje hodnotu majetkové podstaty podniku (substanci). Majetková hodnota podniku je pak dána jako rozdíl individuálně oceněných položek majetku

a závazků. Majetkové ocenění lze členit v závislosti na tom, podle jakých zásad a předpokladů budeme oceňovat jednotlivé složky.

V případě, že pracujeme s předpokladem „going concern“, ocenění by mělo odrážet náklady na znovupořízení majetku (reprodukční hodnotu sníženou o hodnotu opotřebení) - metoda substanční hodnoty. Další majetkovou metodou je metoda likvidační hodnoty. V daném případě nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku a posuzujeme hodnotu z pohledu peněz, které bychom mohli získat prodejem jednotlivých částí majetku podniku po úhradě závazků. Mezi majetkové metody patří rovněž metoda účetní hodnoty. V tomto případě vycházíme z ocenění majetku a závazků na bázi účetních principů a zásad. V rámci přecenění dílčích složek majetku a závazků lze samozřejmě využít i ostatní aplikovatelné metody.

5.1.4 Metoda amortizační hodnoty

Pro ocenění podniků, u kterých není možné přijmout předpoklad going concern, ale které není nutné likvidovat okamžitě, lze s výhodou použít metodu amortizační hodnoty. Tato metoda pracuje se zbývající životností podniku (několik let) a likvidací na konci životnosti.

Její základní podoba odpovídá výnosovým metodám, a proto je možné ji s výhodou použít i pro ocenění podniku. Metoda amortizační hodnoty je založená na peněžních tocích a jejich prognóze. Na rozdíl od běžné metody diskontovaného cash flow ale v tomto případě zjišťujeme, jaké množství peněžních prostředků můžeme z podniku odčerpat bez ohledu na to, zda to bude z vlastního hospodaření nebo z likvidace.

5.2 Volba metody

Ze závěrů finanční a strategické analýzy vyplynulo, že dlouholetá existence Společnosti ani její postavení na relevantním trhu není z pohledu vývoje relevantního trhu nijak významně ohroženo. Vzhledem ke skutečnosti, že Společnost dle výše uvedeného splňuje předpoklad nekonečného trvání podniku, tzv. going concern princip, zvolil Zhotovitel pro účely stanovení tržní hodnoty Předmětu ocenění, tj. 19,3 % podílu ve Společnosti metodu tržního porovnání, která z pohledu Zhotovitele nejlépe reflekтуje tržní hodnotu Společnosti.

6 Stanovení Předmětu ocenění

Pro účely stanovení hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel analyzoval tři přístupy, konkrétně:

- / využití dat z kapitálového trhu
- / tržní porovnání pomocí srovnatelných podniků
- / tržní porovnání pomocí odvětvových multiplikátorů

V rámci stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel nejdříve stanovil hodnotu Předmětu ocenění vycházející na základě dalšího trvání původní smlouvy uzavřené s hl. m. Praha ve věci zajištění služeb souvisejících s nakládáním s odpadem. Následně byl vyčíslen příspěvek z nově uzavřené smlouvy a stanovena provozní hodnota Společnosti. Výsledná hodnota Společnost netto pak byla získána přičtením neprovozního čistého obchodního majetku a odečtením úročeného cizího kapitálu.

6.1 Neprovozní čistý obchodní majetek

Při rozdělení majetku na provozně potřebná a nepotřebná aktiva vycházíme z předpokladu, že podnik potřebuje majetek určité velikosti a struktury ke své podnikatelské činnosti. Aktiva nezbytná pro základní podnikatelské zaměření jsou označována za aktiva provozně nutná. Ostatní jsou pak označována jako provozně nepotřebná/neprovozní aktiva. Důvody rozdělení spočívají jednak v tom, že část aktiv nemusí být používána nebo z nich neplynou žádné popř. nízké příjmy. S neprovozními aktivy je rovněž spojeno odlišné riziko na rozdíl od hlavního provozu podniku.

K datu ocenění byl identifikován následující neprovozní majetek:

- / investice v nekonsolidovaných dceřiných podnicích;
- / krátkodobý finanční majetek nad rámec okamžité likvidity ve výši 0,15;
- / rezervy vytvořené na nájemné za pozemky (soudní spor)

Společnost k datu ocenění evidovala 100% podíl ve společnostech:

- / AKROP s.r.o., IČO: 264 32 331, se sídlem Tuchoměřice, Ke Špejcharu 392, PSČ 252 67 (dále také „AKROP“),
- / Pražský EKOservis s.r.o., IČO: 032 98 973, se sídlem NA Křečku 365, Praha 10, PSČ 109 00 (dále také „Pražský EKOservis“),
- / EVOK, o.p.s, IČO: 024 12 390, se sídlem Vlkova 430/35, Žižkov, 130 00 Praha 3

Společnost koupila společnost AKROP s.r.o. v roce 2008 za pořizovací cenu 91 298 tis. Kč. V té době společnost generovala zisky okolo 6 mil. Kč, přičemž od roku 2010 výsledek hospodaření postupně klesal. Dle posledních veřejně dostupných informací, tj. k 30. 6. 2015 došlo

k opětovnému nárůstu výsledku hospodaření na úroveň před rokem 2010. S ohledem na aktuální dostupné informace odpovídající výnosovému potenciálu a ziskům, které by mohly být rozdeleny, se Zhotovitel přiklání k názoru, že pořizovací cena společnosti AKROP s.r.o. dostatečně reflektuje její tržní hodnotu k datu ocenění. Tato částka byla dále snížena o 25 mil. Kč představující podíl Společnosti na zisku AKROP, který již byl započítán do neprovozního majetku Společnosti v rámci krátkodobého finančního majetku, a v posledních aktuálních veřejných výkazech nebyla ještě tato hodnota zohledněna.

Společnost Pražský EKOservis s.r.o. byla založena za účelem zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy formou tzv. inhouse zadávání. Pořizovací cena finanční investice činila 210 tis. Kč. V průběhu roku 2015 společnost nevykázala žádný zisk. S ohledem na tyto skutečnosti byla tržní hodnota společnosti Pražský EKOservis ponechána na úrovni její účetní hodnoty, tj. ve výši 210 tis. Kč.

Společnost je dále zakladatelem společnosti EVOK, o.p.s., jež byla založena za účelem poskytování obecně prospěšných služeb v oblasti odpadového hospodářství a ekologie městských aglomerací. Vzhledem ke skutečnosti, že se jedná o obecně prospěšnou činnost, která není založena za účelem dosažení zisku, nejedná se o dceřinou společnost, protože není naplněna podmínka práva na proměnlivé příjmy z účasti v jednotce. S ohledem na charakter činnosti této společnosti a vzhledem ke skutečnosti, že výše vlastního jmění se nachází pod hranicí materiality a významnosti vzhledem k výsledné hodnotě Předmětu ocenění, nebyla tržní hodnota společnosti EVOK, o.p.s. kalkulována.

Neprovozní výše krátkodobého finančního majetku byla stanovena nad rámec okamžité likvidity ve výši 0,15, tj. peněžní prostředky ve výši 556 178 tis. Kč. Krátkodobý finanční majetek lze považovat za nejlikvidnější aktivum, z toho důvodu byla jeho tržní hodnota stanovena na úrovni jeho účetní hodnoty k datu ocenění, tj. ve výši 556 178 tis. Kč.

Tržní hodnota rezerv byla ponechána na úrovni účetní hodnoty k datu ocenění, tj. ve výši 4 950 tis. Kč.

Tabulka 28: Neprovozní čistý obchodní majetek Společnosti [v tis. Kč]

Položka	Tržní hodnota
Dlouhodobý finanční majetek	66 508
Krátkodobý finanční majetek	556 178
Rezervy	4 950
Celkem	617 736

Zdroj: vlastní zpracování

Celková hodnota neprovozního čistého obchodního majetku Společnosti byla k datu ocenění 31. 8. 2016 identifikována ve výši 617 736 tis. Kč.

6.2 Hodnota Předmětu ocenění dle dat z kapitálového trhu

Akcie Společnosti jsou z části obchodované na veřejném kapitálovém trhu.

Identifikace obchodovaných akcií Společnosti je následující:

Druh: akcie kmenová

Forma: na jméno

Podoba: zaknihovaná

Počet kusů: 1 556 125 ks

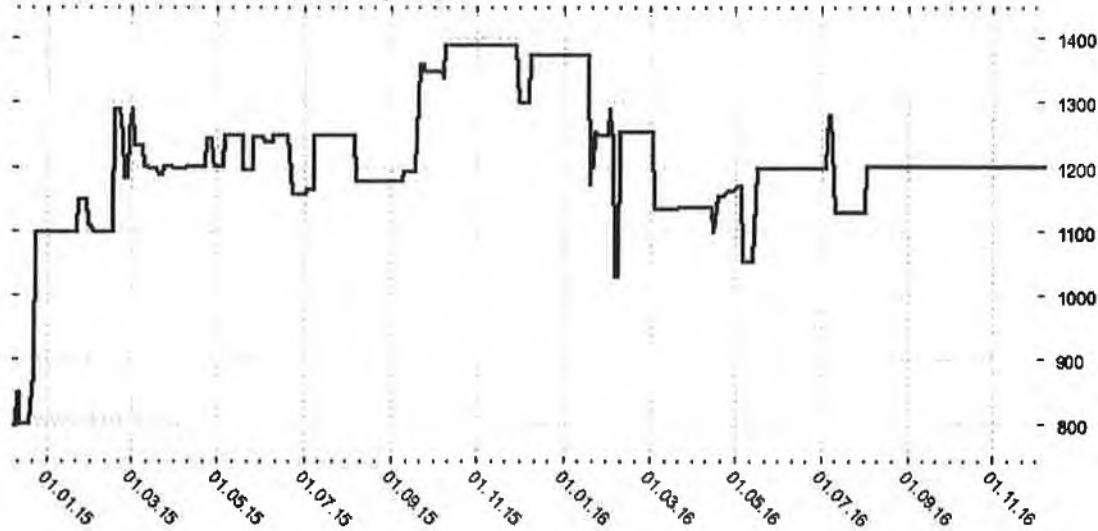
Jmenovitá hodnota: 1 000,- Kč

Celková hodnota emise: 1 556 125 mil. Kč

ISIN: CZ0009055158

Akcie Společnosti jsou obchodovány na Burze cenných papírů Praha (dále také „BCPP“) a na RM-SYSTÉM (dále také „RMS“). Vývoj ceny obchodovaných akcií Společnosti od roku 2015 je uveden v následujícím grafu.

Graf 12: Vývoj ceny akcií na BCPP [v Kč]



Zdroj: <http://akcie-cz.kurzy.cz/akcie/prazske-sluzby-1057/graf>

Cena akcií na BCPP se za poslední 2 roky, tj. od 1. 1. 2015 k datu ocenění pohybovala od 1 030 Kč do 1 390 Kč. Na RMS se pak cena pohybovala od 856 do 1 400 Kč, přičemž objem obchodovaných akcií byl vyšší na RMS, kdy v roce 2016 obchodovaný objem činil 1 004 080 Kč, což je o cca 34 % více než na BCPP. Od roku 2014 lze však obecně pozorovat pokles obchodovaného objemu akcií Společnosti, a to jak na BCPP, tak na RMS.

Tabulka 29: Vývoj obchodovaných akcií Společnosti od roku 2013

Rok ▼	Burza Praha			RM System		
	Kurz Min ▼	Kurz Max ▼	Objem ▼	Kurz Min ▼	Kurz Max ▼	Objem ▼
2016	1 030.00	1 375.00	750 328	933.80	1 399.90	1 004 080
2015	1 099.00	1 390.00	1 727 000	856.00	1 400.00	2 084 413
2014	700.00	1 497.00	1 810 881	706.80	1 529.00	4 668 439
2013	500.00	847.00	165 501	500.00	899.00	1 463 135

Zdroj: <http://akcie-cz.kurzy.cz/akcie/prazske-sluzby-1057/graf>

S ohledem na výše uvedené je patrné, že s akcemi Společnosti není významně obchodováno a jejich likviditu lze tedy považovat za minimální. Z toho důvodu Zhotovitel považuje informace z kapitálového trhu pouze jako doplňkové s omezenou vypovídací schopností ve vztahu k tržní hodnotě.

6.3 Hodnota Předmětu ocenění pomocí před účinností příspěvku Nové smlouvy pomocí tržního porovnání¹⁰

Metody tržního porovnání stanoví tržní hodnotu na základě porovnání s daty za konkrétní obor či odvětví, na kterém oceňovaná společnost působí. Odvětvová data Zhotovitel čerpal ze stránek prof. Damodarana.¹¹ „Srovnatelnost“ těchto podniků by měla být vyjádřena z hlediska odvětví a oboru podnikání, vyráběných produktů, výkonnosti, rizika apod.

Na výběr srovnatelných podniků navazuje výběr vhodných násobitelů. Princip násobitelů je založen na poměru tržní ceny ke vztahové veličině. Násobitele je možné rozlišovat podle způsobu vyjádření tržní ceny akcie a podle vyjádření vztahové veličiny. Podle způsobu vyjádření tržní ceny akcie v násobiteli rozlišujeme variantu equity value, kde se používají přímo tržní ceny akcií z kapitálových trhů, a variantu enterprise value, kde se počítá s hodnotou podniku (hodnotou brutto) jako celku na akci. Podle vyjádření vztahové veličiny odlišujeme násobitele výnosové a majetkové. Výnosové násobitele je možné počítat na základě zisku za běžné období, EBIT, EBITDA, cash flow či tržeb. V majetkových násobitelích je vztahová veličina vyjádřena ve formě účetní hodnoty vlastního kapitálu či účetní hodnoty investovaného kapitálu.

¹⁰ Tj. za předpokladu pokračování podmínek daných aktuální smlouvou

¹¹ Zdroj: pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

Po výběru násobitelů jsou určeny jejich hodnoty za srovnatelné podniky či odvětví. Následně je stanovena hodnota oceňovaného podniku na základě součinu zvoleného násobitele a vztahové veličiny. V dalším kroku výpočtu je nutné přičíst tzv. neprovozní majetek podniku.

6.3.1 Kalkulace vztahové veličiny a volba typu násobitele

Za účelem stanovení hodnoty Společnosti Zhotovitel s ohledem na výše uvedené analýzy ohledně hospodaření Společnosti zvolil násobitel EV/EBITDA, který reflekтуje provozní zisk a není takto ovlivněn rozdílnou kapitálovou strukturou srovnávaných společností, daňovými zákony a dále rozdílnou metodikou odpisování. Vzhledem ke skutečnosti, že Společnost disponuje úročenými zdroji, byl zvolen násobitel na úrovni Enterprise value.

Při kalkulaci EBITDA vycházíme z výsledku hospodaření, který byl následně upraven o položky, které dle názoru Zhotovitele nesouvisí s provozně nutným majetkem a které očištěují výsledek o mimořádné výkyvy, jež by neměly mít trvalý charakter.

Vzhledem ke skutečnosti, že Zhotoviteli nebyly k dispozici bližší informace k jednotlivým nákladovým a výnosovým položkám k datu ocenění, resp. k 30. 6. 2016, byl upravený výsledek hospodaření (EBITDA) vypočten dle průměrného efektivního podílu za roky 2013 - 2015, tj. podílu VH před odpisy, úroky a daněmi na VH před odpisy, daněmi a úpravami. Vzhledem ke skutečnosti, že výše stanovený ukazatel EBITDA je pouze za část roku, tj. k 30. 6. 2016, bylo nutné pro další kalkulaci tento ukazatel přepočít na hodnotu celého roku, kde v rámci interní analýzy časové řady dat pololetních a ročních dat včetně komentářů k jednotlivým složkám za poslední roky došlo k redukci lineárně přepočtených výsledků o cca 3 % směrem dolů.

Kalkulace upraveného ukazatele EBITDA k datu ocenění je uvedena v následující tabulce.

Tabulka 30: Upravený ukazatel EBITDA Společnosti k datu ocenění [v tis. Kč]

Rok	2013	2014	2015	2016
Výsledek hospodaření	87 642	98 285	114 266	71 352
(+) Odpisy	416 629	411 334	423 080	215 135
VH před odpisy, daněmi a úpravami	504 271	509 619	537 346	286 487
(+) Náklady neprovozního charakteru	40 053	-5 532	14 767	-
Opravné položky k zásobám a pohledávkám	27 466	-8 031	-6 019	-
Daň z nemovitosti, z převodu nemovitostí	687	686	1 487	-
Rezerva na soudní spory	0	350	4 600	-
Čisté kurzové ztráty	1 983	0	699	-
Opravné položky k finančnímu majetku	5 000	1 463	14 000	-
ZC z prodaného majetku	2 335	0	0	-
PC prodaného materiálu	631	0	0	-
Odpis pohledávek	1 951	0	0	-
(-) Výnosy neprovozního charakteru	35 624	19 564	43 470	-

Rok	2013	2014	2015	2016
Prodej majetku	2 936	7 079	9 813	-
Prodej vytříděného majetku	19 344	16 810	8 657	-
Výnosy z derivátových operací	4 325	-4 325	0	-
Podíly na zisku AKROP	0	0	25 000	-
Přijaté úroky	1 284	0	0	-
Kurzové zisky	7 735	0	0	-
Upravený VH před odpisy a daněmi	508 700	484 523	508 643	
Upravený VH před odpisy, úroky a daněmi (EBITDA)	516 282	489 458	513 562	544 668
Podíl	102,4%	96,0%	95,6%	98,0%

Zdroj: Výroční zprávy Společnosti a Pololetní zpráva Společnosti za rok 2016

Pro stanovení výsledné hodnoty Společnosti se Zhotovitel z důvodu opatrnostních důvodu rozhodl nevycházet pouze z upraveného ukazatele EBITDA za rok 2016, ale z vážené hodnoty za poslední 3 roky, tj. do 2014 - 2016, kdy roku 2014 je přiřazena váha nejnižší a roku 2016 naopak váha nejvyšší. Rok 2013 byl zohledněn nulovou váhou z důvodu pro Společnost lepších klimatických podmínek, než lze s ohledem na aktuální informace dlouhodobě očekávat.

Tabulka 31: Kalkulace výsledné vztahové veličiny [v tis. Kč]

Položka	2013	2014	2015	2016
EBITDA	516 282	489 458	513 562	544 668
Váhy	0	1	2	3
Vážená hodnota EBITDA	525 098			

Zdroj: vlastní zpracování

Vážená hodnota roční normalizované EBITDA Společnosti před započtením účinnosti vlivu příspěvku Nové smlouvy činila k datu ocenění 31. 8. 2016 částku 525 098 tis. Kč.

6.3.2 Metoda srovnatelných podniků

6.3.2.1 Stanovení hodnoty násobitele

Prvním krokem při ocenění metodou srovnatelných podniků je volba srovnatelných podniků, jejichž akcie jsou běžně obchodovány a jsou tedy dostupné jejich tržní ceny. Soubor srovnatelných podniků byl stanoven z dat databáze Yahoo finance¹², kde bylo vybráno 6 srovnatelných společností, konkrétně:

- / **Suez Environment Company SA** - mezinárodní holding zabývající se odpadovým a vodním hospodářstvím, jenž je v České republice zastoupen společností SITA CZ a.s. a Ondeo Services CZ a.s.

¹² Zdroj: https://biz.yahoo.com/p/sum_qprnd.html

- / **Veolia Environment S.A.** - jeden z nejvýznamnějších hráčů v odpadovém hospodářství, který působí ve více jak 40 zemích světa, přičemž 77 % obratu tvoří na evropském trhu.
- / **Derichebourg** - francouzská společnost poskytující služby odpadového hospodářství v globálním měřítku.
- / **Groupe Pizzorno Environnement** - důležitý hráč na francouzském trhu v oblasti zpracování odpadu.
- / **Lassila & Tikanoja Oyj** - společnosti zajišťující služby odpadového hospodářství a dále služby čištění a údržby na finském trhu.
- / **Tomra System ASA** - poskytuje řešení v oblasti sběru a třídění odpadu.

Pro výpočet hodnoty násobitele EV/EBITDA byla použita hodnota mediánu, která eliminuje výkyvy ve vybraném vzorku.

Tabulka 32: Stanovení násobitele dle srovnatelných podniků

Společnost	EV/EBITDA
Suez Environment Company	7,51
Veolia Environment	6,73
Derichebourg	6,71
GROUPE Pizzorno Environment	4,93
Lassila & Tikanoja Oyj	9,03
Tomra Systems ASA	10,09
Medián	7,12

Zdroj: databáze Yahoo

Výsledná hodnota násobitele EV/EBITDA byla na základě analýzy srovnatelných podniků stanovená ve výši 7,12.

6.3.2.2 Výsledná hodnota

Vynásobením zvoleného násobitele, tj. EV/EBITDA srovnatelných podniků na vztahovou veličinu Společnosti je získána hodnota Společnosti brutto. Hodnota Společnosti netto je pak získána odečtením úročeného cizího kapitálu, který byl k datu ocenění identifikován ve výši 277 733 tis. Kč, tj. výše dlouhodobých a krátkodobých závazků z finančního pronájmu, a přičtením hodnoty neprovozního čistého obchodního majetku.

Stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění před uzavřením Nové smlouvy na základě metody srovnatelných podniků je zobrazeno v následující tabulce.

Tabulka 33: Hodnota Společnosti před účinností příspěvku Nové smlouvy dle metody srovnatelných podniků [v tis. Kč]

Násobitel	Hodnota násobitele	Upravená EBITDA	Hodnota brutto	Úroč. CK	Neprovoz	Výsledná hodnota netto
EV/EBITDA	7,1	525 098	3 738 696	277 733	617 736	4 078 699

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy stanovená na základě metody tržního porovnání pomocí srovnatelných podniků je uvedena v následující tabulce.

Tabulka 34: Výsledná hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy dle metody srovnatelných podniků [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Hodnota Společnosti netto	4 078 699
Oceňovaný podíl	19,3%
Výsledná hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy	787 189

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy stanovená pomocí metody tržního porovnání pomocí srovnatelných podniků k datu ocenění, tj. k 31. 8. 2016 činí 787 189 tis. Kč.

6.3.3 Metoda odvětvových násobitelů

Další přístup, který byl zvolen pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění, je metoda odvětvových násobitelů, která stanoví tržní hodnotu na základě porovnání s daty za konkrétní obor či odvětví, na kterém oceňovaná společnost působí. Odvětvová data Zhotovitel čerpal ze stránek prof. Damodarana.¹³

Při stanovení odvětvových násobitelů Zhotovitel vycházel ze souboru evropských podniků, jejichž předmět činnosti byl klasifikován jako „Environmental & Waste Services“, což dle názoru Zhotovitele nejlépe odpovídá odvětví, ve kterém Společnost působí.

Dalším krokem je volba vhodného násobitele. Ke stanovení hodnoty Společnosti byl zvolen, stejně jako v předchozím přístupu, výnosový násobitel EV/EBITDA, který poměruje hodnotu vlastního a cizího kapitálu (enterprise value) s hodnotou EBITDA.

Zhotovitel analyzoval hodnoty ukazatele EV/EBITDA za roky 2015 a 2016 a jako výslednou hodnotu násobitele použil průměr za tyto roky.

Tabulka 35: Výběr odvětvového ukazatele EV/ EBITDA pro odvětví Environmental & Waste Services

Položka	2015	2016	Průměr
Počet podniků	52	53	
EV/EBITDA	7,17	8,40	7,78

Zdroj: databáze prof. Damodarana

¹³ Zdroj: pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

Poměrně vysoká četnost podniků, které definují střední hodnotu násobitele, zvyšuje relevanci těchto dat tak, aby ocenění nebylo zkresleno nahodilými efekty. Hodnota průměrného násobitele EV/EBITDA za zvolené odvětví činí **7,78**.

6.3.3.1 Stanovení výsledné hodnoty

Vynásobením zvoleného násobitele, tj. EV/EBITDA za zvolené odvětví a vztahové veličiny Společnosti je získána hodnota Společnosti brutto. Hodnota Společnosti netto je pak získána odečtením úročeného cizího kapitálu, který byl k datu ocenění identifikován ve výši 277 733 tis. Kč a přičtením hodnoty neprovozního čistého obchodního majetku.

Tabulka 36: Hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy dle metody odvětvových násobitelů [v tis. Kč]

Násobitel	Hodnota	Upravená EBITDA	Hodnota brutto	Úroč. CK	Neprovoz	Výsledná hodnota netto
EV/EBITDA	7,8	525 098	4 087 262	277 733	617 736	4 427 265

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota Předmětu ocenění před účinností Nové smlouvy stanovená na základě metody tržního porovnání pomocí srovnatelných podniků je uvedena v následující tabulce.

Tabulka 37: Výsledná hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy dle metody odvětvových násobitelů [v tis. Kč]

Položka	
Hodnota Společnosti netto	4 427 265
Oceňovaný podíl	19,3%
Výsledná hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy	854 462

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy stanovená pomocí metody tržního porovnání pomocí odvětvových násobitelů k datu ocenění, tj. k 31. 8. 2016 činí 854 462 tis. Kč.

6.4 Výsledná hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy

Pro účely stanovení hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel použil tři přístupy, konkrétně metodu tržního porovnání pomocí srovnatelných podniků, tržní porovnání pomocí odvětvových multiplikátorů a využití dat z kapitálového trhu.

Na základě výstupů těchto dílčích metod Zhotovitel stanovil hodnotu Předmětu ocenění před účinností Nové smlouvy, přičemž výsledná hodnota byla stanovena jako vážený průměr jednotlivých dílčích výsledků.

Přístup založený na informacích z kapitálového trhu byl s ohledem na výše uvedené informace brán pouze jako doplňkový s omezenou vypovídací schopností ve vztahu k tržní hodnotě, proto nebyl při stanovení výsledné hodnoty zahrnut. Výsledným hodnotám získaným na základě metody tržního porovnání byla přiřazena shodná váha, tj. 50 %.

Tabulka 38: Hodnota Předmětu ocenění před účinností Nové smlouvy [v tis. Kč]

Položka	Hodnota	Váha	Výsledná hodnota
Tržní porovnání - odvětví	854 462	50%	427 231
Tržní porovnání - podniky	787 189	50%	393 594
Hodnota Předmětu ocenění před účinností Nové smlouvy			820 826

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy stanovená pomocí metody tržního porovnání k datu ocenění, tj. k 31. 8. 2016 činí 820 826 tis. Kč.

6.5 Dopady uzavření Nové smlouvy

Dne 18. 7. 2016 byla uzavřená s Hl. městem Praha Nová smlouva. Příspěvek Nové smlouvy oproti původní smlouvě je znázorněn v následující tabulce. S ohledem na informace odpovídající Obrázku č. 1 předpokládáme, že podíl Společnosti bude přibližně ve výši 2/3 s výjimkou služby využití a odstranění SKO, kde očekáváme podíl ve výši 100 % z důvodu, že bude z největší části realizováno prostřednictvím Závodu 14 (spalovna Malešice).

Tabulka 39: Hodnota příspěvku nové smlouvy [v tis. Kč]

Služba	Původní smlouva (12 měsíců)	Nova smlouva	Podíl PSAS	Příspěvek	Podíl PSAS
Využití a odstranění SKO	331 337	366 048	366 048	34 712	100%
Sběr a svoz SKO	237 293	440 858	293 905	56 613	67%
Sběr a svoz ostatní	181 509	330 727	220 484	38 976	67%
Úklid sběrných stanovišť	24 509	43 761	29 174	4 665	67%
Call centrum	5 292	14 931	9 954	4 662	67%
Celkem	779 939	1 196 324	919 565	139 626	

Zdroj: magistrát hl. m. Prahy

Zhotovitel předpokládá, že uzavřením nové smlouvy dojde k navýšení výnosů o cca 139 626 tis. Kč za rok, přičemž nákladová stránka zůstane maximálně na stejně úrovni, tzn. příspěvek nové smlouvy na ukazatel EBITDA ve výši 139 626 tis. Kč ročně.

Výsledná hodnota příspěvku Nové smlouvy byla stanovena aplikací zvoleného násobitele na tento příspěvek, přičemž výše násobitele EV/EBITDA byla stanovena jako průměrná hodnota výše uvedených metod. Výpočet příspěvku Nové smlouvy ve vztahu k Předmětu ocenění je uvedeno v následující tabulce.

Tabulka 40: Hodnota příspěvku Nové smlouvy [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Příspěvek Nové smlouvy za rok	139 626
EV/ EBITDA	7,5
Výsledná hodnota příspěvku	1 040 483
Příspěvek korespondující k Předmětu ocenění (19,3%)	200 813

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota příspěvku Nové smlouvy stanovená pomocí metody tržního porovnání k datu ocenění, tj. k 31. 8. 2016 činí 200 813 tis. Kč.

6.6 Stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění

V předchozích kapitolách byla vyčíslena hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy a dále příspěvek Nové smlouvy na výslednou hodnotu Společnosti resp. Předmět ocenění.

V následující tabulce je uvedena rekapitulace stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění se zahrnutím dopadu plynoucího z uzavření Nové smlouvy na zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy v období 2016 - 2025:

Tabulka 41: Výsledná hodnota Předmětu ocenění (se zahrnutím příspěvku Nové smlouvy) [v tis. Kč]

Položka	v tis. Kč
Hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy	820 826
Příspěvek Nové smlouvy	200 813
Výsledná hodnota Předmětu ocenění	1 021 639

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota Předmětu ocenění byla k datu ocenění, tj. k 31. 8. 2016 stanovena ve výši 1 021 639 tis. Kč.

8 Závěrečný výrok

Na základě použitých podklad a předpokladů uvedených v tomto znaleckém posudku jsme dospěli k závěru, že hodnota Předmětu ocenění, tj. majetkového podílu odpovídajícího 19,3 % akcií společnosti Pražské služby, a.s., IČ: 601 94 120, se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 444/1, PSČ 190 00, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 2432, k datu ocenění, tj. k 31. 8. 2016 činí:

1 021 639 tis. Kč

(Slov: jedna miliarda dvacet jedna milionů šest set třicet devět tisíc korun českých)

V rámci stanovení hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel předpokládá efektivní fungování Společnosti odpovídající péči řádného hospodáře, které se projeví, mimo jiné, v pozitivních výsledcích hospodaření v souvislosti se zlepšením cen vyplývajících z Nové smlouvy, přičemž její nová délka trvání má rovněž dopad do snížení rizika Společnosti.

Nakládání s obsahem znaleckého posudku a znaleckým posudkem jako celkem se řídí zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon), ve znění pozdějších předpisů; jeho obsah ani jeho jednotlivé části nesmí být reprodukován, ukládány do vyhledávacího systému či převáděny do jakékoli formy pro používání v zobrazovacích zařízeních a přístrojích za účelem kopírování, zaznamenání nebo k jiným účelům bez předchozího písemného souhlasu podepsaného Zhotovitele.

9 Znalecká doložka

Znalecký posudek jsme zpracovali jako ústav kvalifikovaný pro výkon znalecké činnosti, jmenovaný podle ustanovení §21, odst. 3 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, a ustanovení §6 odst. 1 vyhlášky č. 37/1967 Sb., ve znění pozdějších předpisů, Ministerstvem spravedlnosti České republiky rozhodnutím č.j. 109/2008-OD-ZN/3 s rozsahem oprávnění ve znění rozhodnutí č.j. 93/2012-OSD-SZN/25 pro znaleckou činnost:

Obor Ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění:

Oceňování movitých věcí (včetně strojů, přístrojů, zařízení, motorových vozidel, výpočetní techniky), Oceňování nemovitostí (včetně budov, bytů a nebytových prostor, pozemků, stanovení výše nájemného) a práv k nemovitostem (zástav, břemen), Oceňování podniků (včetně práv podniků, práv k podnikům, veškerých položek aktiv a pasiv podniků, prodeje a nájmu podniků), Oceňování obchodního jmění při přeměnách (fúze, převod jmění na společníka, rozdelení, změna právní formy), včetně přezkoumání a posuzování přeměn obchodních společností z ekonomického hlediska, vyhotovení znaleckých zpráv o fúzi, výpočtu výměnných poměrů, Oceňování HW a SW (včetně výpočetní techniky, informačních a komunikačních technologií - ICT, systémů, přístrojů a zařízení).

Obor Kybernetika s rozsahem znaleckého oprávnění:

HW a SW (včetně výpočetní techniky, informačních a komunikačních technologií - ICT, systémů, přístrojů a zařízení).

Znalecký posudek je zapsán pod pořadovým číslem 1344-124/2016 znaleckého deníku.

Otisk znalecké pečeti:



Znalecký posudek sestavil a případná vysvětlení podá:

.....

Ing. Pavel Tůma, Ph. D.
partner znaleckého ústavu

Podpis za znalecký ústav:

.....

Josef Jaroš, MBA
předseda představenstva

V Praze dne 20. 12. 2016

פְּנֵי צָהָב



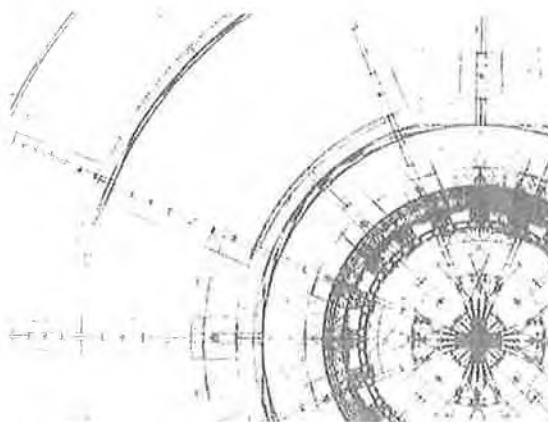
ODBORNÉ STANOVISKO ZNALECKÉHO ÚSTAVU

**Stanovení hodnoty 19,3% podílu společnosti Pražské služby,
a.s. se zohledněním očekávaných specifických možností
budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce**

Zhotovitel: APOGEO Esteem, a.s., znalecký ústav
Rohanské nábřeží 671/15
186 00 Praha 8
IČO: 261 03 451

Zadavatel: Hlavní město Praha (dále též jako „Zadavatel“)
Mariánské náměstí 2/2
110 01 Praha 1
IČO: 000 64 581

Odborné stanovisko obsahuje celkem **73** stran textu včetně titulní strany a příloh a je vyhotoven ve třech výtiscích. Jedno vyhotovení je uloženo v elektronickém archivu Zhotovitele.



Obsah

1 ÚVOD	6
1.1 Účel a předmět ocenění	6
1.2 Obecné předpoklady a omezující podmínky	6
1.3 Rozhodné datum ocenění	8
1.4 Vymezení pojmu hodnota	8
1.4.1 Pojmy definice tržní hodnoty dle IVS 011	9
1.5 Podkladové materiály	10
1.6 Použitá literatura	10
2 CHARAKTERISTIKA PŘEDMĚTU OCENĚNÍ.....	12
2.1 Identifikace Společnosti k datu ocenění.....	12
2.1.1 Představenstvo	13
2.1.2 Dozorčí rada:	13
2.1.3 Majetková struktura.....	14
2.1.4 Historie a činnost Společnosti	15
2.1.5 Pražské odpady 2016 - 2025	16
2.1.6 Segment údržby komunikací	17
3 FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI	18
3.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy	18
3.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	23
3.3 Zisková marže	26
3.4 Pracovní kapitál	27
3.5 Investice a odpisy	28
3.6 Poměrové ukazatele	30
3.6.1 Ukazatele rentability	30
3.6.2 Ukazatele aktivity	31
3.6.3 Ukazatele likvidity	32
3.6.4 Ukazatele zadluženosti	33
3.7 Shrnutí.....	34
4 STRATEGICKÁ ANALÝZA	36
4.1 Makroekonomická situace	36
4.1.1 Ekonomický výkon	36
4.1.2 Inflace	37
4.1.3 Trh práce	38
4.1.4 Měnový kurz (CZK/EUR, CZK/USD)	40
4.1.5 Hospodářský vývoj EU	40
4.1.6 Dopady makroekonomické situace na Společnost	42
4.2 Analýza relevantního trhu	42
4.2.1 Vymezení relevantního trhu	42
4.2.2 Vývoj relevantního trhu	44
4.2.3 Prognóza vývoje relevantního trhu	46
4.3 Analýza vnitřního potenciálu	48

4.3.1	Analýza konkurenční pozice	48
4.3.2	Závěr analýzy vnitřního potenciálu.....	52
4.4	Závěr strategické analýzy	52
4.4.1	Svoz a likvidace odpadu	52
4.4.2	Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení	53
5	METODIKA OCENĚNÍ.....	54
5.1	Základní metody ocenění	54
5.1.1	Výnosový přístup.....	54
5.1.2	Metody tržní komparace.....	55
5.1.3	Majetkový přístup	55
5.1.4	Metoda amortizační hodnoty	56
5.2	Volba metody.....	56
6	STANOVENÍ PŘEDMĚTU OCENĚNÍ.....	57
6.1	Neprovozní čistý obchodní majetek	57
6.2	Hodnota 19,3% podílu Společnosti	59
6.2.1	Hodnota 19,3% podílu bez vlivu příspěvku Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací	59
6.2.2	Dopady z uzavření Nové smlouvy	64
6.2.3	Dopady z uzavření Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací	66
6.2.4	Výsledná hodnota 19,3% podílu Společnosti	68
6.3	Očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury Pražské služby a.s. ve vztahu k plánovaným transakcím	68
6.4	Výsledná hodnota Předmětu ocenění	70
7	REKAPITULACE	72
8	ZÁVĚREČNÝ VÝROK	73

Tabulky

Tabulka 1: Majetková struktura Společnosti	14
Tabulka 2: Investice v nekonsolidovaných dceřiných společnostech	14
Tabulka 3: Porovnání původní smlouvy a Nové smlouvy [v tis. Kč].....	17
Tabulka 4: Vertikální analýza aktiv Společnosti ve sledovaném období	19
Tabulka 5: Vertikální analýza aktiv Společnosti ve sledovaném období	19
Tabulka 6: Vertikální analýza pasiv Společnosti ve sledovaném období	21
Tabulka 7: Vertikální analýza pasiv Společnosti ve sledovaném období	21
Tabulka 8: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období	23
Tabulka 9: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období	24
Tabulka 10: Analýza ziskové marže	27
Tabulka 11: Analýza čistého pracovního kapitálu za sledované období	27
Tabulka 12: Přírůstky dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku.....	28
Tabulka 13: Investice brutto ve sledovaném období [v tis. Kč]	29
Tabulka 14: Ukazatele aktivity ve sledovaném období	31
Tabulka 15: Ukazatele zadluženosti ve sledovaném období	33
Tabulka 16: Vývoj tržeb Společnosti [v tis. Kč]	43

Tabulka 17: Produkce a nakládání s komunálními odpady v letech 2009 až 2013	44
Tabulka 18: Produkce a nakládání se směsným komunálním odpadem v letech 2009 až 2013	44
Tabulka 19: Infrastruktura silniční dopravy v ČR [v km].....	45
Tabulka 20: Prostředky vynaložené na údržbu dálnic a silnic I. třídy [mil. Kč]	45
Tabulka 21: Zimní údržba komunikací - rozpis čerpání v letech 2012 – 2016 [v Kč].....	46
Tabulka 22: Množství komunálního odpadu, svezeného ročně v Praze – Pražské služby [v tunách]	50
.....	
Tabulka 23: Množství tříděného odpadu v Praze v letech 2009 – 2015 – Pražské služby [v tunách]	50
.....	
Tabulka 24: Přehled subdodavatelů Společnosti v rámci smlouvy s TSK	51
Tabulka 25: Neprovozní čistý obchodní majetek Společnosti [v tis. Kč]	58
Tabulka 26: Upravený ukazatel EBITDA Společnosti k datu ocenění [v tis. Kč]	60
Tabulka 27: Kalkulace výsledné vztahové veličiny [v tis. Kč].....	61
Tabulka 28: Stanovení násobitele dle srovnatelných podniků	62
Tabulka 29: Hodnota Společnosti dle metody srovnatelných podniků [v tis. Kč]	62
Tabulka 30: Výsledná hodnota 19,3% podílu Společnosti dle metody srovnatelných podniků [v tis. Kč]	62
Tabulka 31: Výběr odvětvového ukazatele EV/ EBITDA pro odvětví Environmental & Waste Services	63
.....	
Tabulka 32: Hodnota Společnosti dle metody odvětvových násobitelů [v tis. Kč]	64
Tabulka 33: Výsledná hodnota 19,3% podílu Společnosti dle metody odvětvových násobitelů [v tis. Kč]	64
Tabulka 34: Hodnota 19,3% podílu Společnosti [v tis. Kč]	64
Tabulka 35: Hodnota příspěvku nové smlouvy [v tis. Kč]	65
Tabulka 36: Míra inflace pro období 2017 až 2026	65
Tabulka 37: Současná hodnota příspěvků z Nové smlouvy [v tis. Kč]	66
Tabulka 38: Výsledná hodnota příspěvku z Nové smlouvy odpovídající 19,3% podílu [v tis. Kč] ...	66
Tabulka 39: Plnění od TSK z titulu uzavřené smlouvy [v mil. Kč]	67
Tabulka 40: Výpočet příspěvku z Nové smlouvy v segmentu údržba komunikaci za rok [v mil. Kč]67	
Tabulka 41: Stanovení výsledné hodnoty příspěvku Nové smlouvy v segmentu údržba komunikací [v tis. Kč]	67
Tabulka 42: Výsledná hodnota příspěvku 19,3% podílu Společnosti [v tis. Kč]	68
Tabulka 43: Stanovení EBITDA marže	69
Tabulka 44: Současná hodnota příspěvků z Nové smlouvy při ovládnutí trhu	69
Tabulka 45: Výsledná hodnota příspěvku z Nové smlouvy plynoucí ze získání celého trhu.....	69
Tabulka 46: Výsledná hodnota očekávaných specifických možností plynoucí ze změny vlastnické struktury Společnosti [v tis. Kč]	70
Tabulka 47: Výsledná hodnota synergie plynoucí z Nové smlouvy [v tis. Kč]	70

Grafy

Graf 1:Ukazatele rentability ve sledovaném období.....	30
Graf 2: Ukazatele likvidity ve sledovaném období	32
Graf 3: Vývoj HDP	37
Graf 4: Vývoj inflace	38
Graf 5: Vývoj míry nezaměstnanosti	39

Graf 6: Vývoj průměrných měnových kurzů	40
Graf 7: Vývoj tempa růstu HDP v EU a eurozóně	41
Graf 8: Vývoj míry inflace v EU a Eurozóně	42
Graf 9: Vybrané způsoby nakládání s odpady	47
Graf 10: Změny průměrných ročních chodů územních teplot vzduchu (°C) v období 1961–1990 a 1991–2010.....	48
Graf 11: Změny průměrných ročních chodů územních srážkových úhrnů (mm) v období 1961–1990 a 1991–2010.....	48

Obrázky

Obrázek 1: Svoz komunálního odpadu v hl. městě Praze	49
--	----

1 Úvod

1.1 Účel a předmět ocenění

Předmětem tohoto odborného stanoviska je stanovení 19,3% podílu společnosti Pražské služby, a.s., IČO: 601 94 120, se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 444/1, PSČ 190 00, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 2432 (dále také „Společnost“) se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce mezi Magistrátem hlavního města Prahy a společností Energetický a průmyslový holding, a.s., resp. AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. (EP Industries, a.s.), (dále také „Předmět ocenění“).

Mezi očekávané specifické možnosti budoucího vývoje primárně patří:

- / Po vypršení Nové smlouvy „Zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. města Prahy v období 2016 - 2025“ předpoklad výběru nového dodavatele pro Magistrát hlavního města Prahy bez soutěže s dalšími dodavateli tj. dodavatele Pražské služby a.s. - dodatečný prospěch z cca 1/3 objemu zakázky, který realizuje dle Nové smlouvy (2016 - 2025) AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. v důsledku nové vlastnické struktury v společnosti Pražské služby a.s. v souvislosti se zamýšlenými transakcemi.

1.2 Obecné předpoklady a omezující podmínky

Toto ocenění je zpracováno v souladu s následujícími obecnými a omezujícími podmínkami:

1. Toto odborné stanovisko je použitelné pouze pro účely, které jsou vymezeny v kapitole č. 1.1 Účel a předmět ocenění, a závěry v něm uvedené nelze zobecňovat k jakýmkoli jiným případům.
2. Informace z dostupných veřejných zdrojů, na nichž je založeno celé nebo část ocenění, jsou věrohodné, ale nebyly ve všech případech ověřovány.
3. Analýzy, názory a závěry uvedené v tomto odborném stanovisku jsou platné jen za omezujících podmínek a předpokladů, které jsou uvedeny v tomto stanovisku a jsou našimi osobními, nezaujatými analýzami, názory a závěry.
4. Zhotovitel nepřebírá odpovědnost za změny v tržních podmínkách. Nepředpokládá, že by důvodem k přezkoumání tohoto tržního ocenění mělo být zohlednění událostí nebo podmínek, které by se vyskytly následovně po datu ocenění.
5. V rámci podnikání dotčených společností se předpokládá plný soulad se všemi aplikovanými zákony a předpisy v ČR.

6. Ocenění zohledňuje všechny veřejně dostupné skutečnosti známé Zhotoviteli nejpozději k datu ocenění, které by mohly ovlivnit dosažené závěry nebo odhadnuté hodnoty.
7. Konstatujeme, že nemáme žádné současné ani budoucí zájmy na předmětu ocenění v rámci tohoto odborného stanoviska ani na zúčastněných osobách a současně neexistuje žádný osobní zájem nebo zaujatost v souvislosti s výsledkem odborného stanoviska.
8. Konstatujeme, že v rámci vypracování odborného stanoviska Zhotovitel při stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění reflektoval primárně veřejně dostupné informace k datu ocenění s ohledem na promptní termín dodání odborného stanoviska, tj. v případě Společnosti k 31. 12. 2016, a v případě společnosti AKROP s.r.o. 30. 6. 2015 se zohledněním známe výplaty ze zisku. V případě omezených informací k některým položkám, Zhotovitel přistupoval k ocenění v konzervativním duchu.
9. S účinností od 1. 8. 2016 vešla v platnost nová smlouva uzavřená mezi společností Pražské služby, a.s. a Hl. města Prahy - Zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. města Prahy v období 2016 - 2025 (dále také „Nová smlouva“). V rámci stanovení hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel předpokládá efektivní fungování Společnosti odpovídající péci řádného hospodáře, které se projeví, mimo jiné, v pozitivních výsledcích hospodaření v souvislosti se zlepšením cen vyplývajících z Nové smlouvy, přičemž její nová délka trvání má rovněž dopad do snížení rizika Společnosti.
10. Za účelem stanovení hodnoty Předmětu ocenění, resp. hodnoty 19,3% podílu Společnosti Zhotovitel vycházel z finančních výkazů sestavených k 30. 6. 2016, které v sobě nezahrnovaly vlivy plynoucí z nově uzavřené smlouvy.
11. Stanovení hodnoty příspěvku Společnosti vyplývající z lepších podmínek je stanoveno za předpokladu, že celkové tržní náklady spojené s celkovým potenciálem této smlouvy bez ohledu na účastníky jsou přibližně obdobné nebo nižší než v roce 2015 a absolutní výše tržních nákladů Společnosti spojená s Novou smlouvou je nezvýšena. Kalkulace hodnoty příspěvku Společnosti vyplývající z lepších podmínek je rovněž stanovena za předpokladu, že bude Využití a odstranění SKO plněno ze 100 % prostřednictvím Společnosti a činnosti jako je Sběr a svoz SKO, Sběr a svoz ostatní, Úklid sběrných stanovišť a Call centrum budou plněny přibližně ze 2/3 ze strany Společnosti, což odpovídá veřejně dostupným informacím uvedeným v rámci strategické analýzy tohoto odborného stanoviska. Obdobnou situaci týkající se nákladů očekáváme i v případě uzavření Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací tj. celkové tržní náklady spojené s celkovým potenciálem této smlouvy bez ohledu na účastníky jsou přibližně obdobné nebo nižší než v roce 2017.

12. Zhotovitel neměl k dispozici bližší informace k neprovoznímu majetku Společnosti, proto při jeho identifikaci vycházel pouze z veřejně dostupných informací a na základě vlastního posouzení plynoucí ze zkušeností Zhotovitele.
13. Zhotovitel s ohledem na dosavadní vývoj předpokládá, že veřejná zakázka vypsaná Technickou správou komunikací hl. m. Prahy na letní a zimní údržbu komunikací evidenční číslo Z2017-008306 v celkové hodnotě 14 mld. Kč, bude realizovaná prostřednictvím jednoho dodavatele, tj. společnosti Pražské služby, a.s., a jejích případných subdodavatelů jako tomu bylo v minulých letech. Zhotovitel předpokládá efektivní fungování Společnosti odpovídající péci rádného hospodáře, které se projeví, mimo jiné, v pozitivních výsledcích hospodaření v souvislosti se zlepšením cen a zároveň nepředpokládá signifikantní zvýšení nákladů na subdodavatele v souvislosti s touto zakázkou.
14. Vzhledem ke skutečnosti, že Společnost nevyplácí dlouhodobě dividendy, měla by být touto skutečností výsledná hodnota zřejmě o něco vyšší, než je uvedeno v závěru tohoto odborného stanoviska. Dopad nevyplacené dividendy za ledn až duben 2017 je však s ohledem na velikost předmětného podílu Společnosti, tj. 19,3 %, dopad pouze v jednotkách milionů, což je z pohledu Zhotovitele považována vzhledem k velikosti Předmětu ocenění za imateriální a je v souladu s konzervativnějším pojetím ocenění založeném pouze na veřejných datech.

1.3 *Rozhodné datum ocenění*

Za rozhodné datum pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění je považováno datum 30. 4. 2017.

1.4 *Vymezení pojmu hodnota*

Pojmem hodnota se dle Standardu 2 IVS 2005¹:

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investiční majetku.“

Základní charakteristiky investiční hodnota jsou následující:²

1. Budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně jsou mírně upraveny proti těmto představám obvykle

¹ International Valuation Standards 2005, str. 94 (kapitola International Valuation Standard 2, odst. 3.2)

² MAŘÍK, Miloš, et al. Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy. 2. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

směrem dolů. Každopádně však reprezentují v rozhodující míře představu řídících pracovníků oceňovaného subjektu, případně investora.

2. Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.

Investiční hodnota je tedy v rozhodující míře dána subjektivními názory a představami a případně konkrétními podmínkami subjektu, z jehož hlediska je sestavena. Rozdíly mezi investiční a tržní hodnotou tak mohou být dány například tím, že konkrétní subjekt:

- / očekává ze zamýšlené transakce určité synergie,
- / plánuje proniknutí na nové trhy,
- / má jiný postoj k riziku, než je obvyklé na trhu jako celku,
- / je v odlišné daňové pozici, než neobvyklé,
- / je optimističtější nebo naopak pesimističtější než „průměrný“ investor, apod.

Dle Standardu 1 IVS 2005 a IVS 20113 se pod pojmem hodnota rozumí:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ Jedná se tedy o tržní hodnotu ve smyslu ceny obvyklé.

1.4.1 Pojmy definice tržní hodnoty dle IVS 4011

- / „...odhadnutá částka...“ - odpovídá ceně vyjádřené v penězích, která by byla zaplacena za aktivum v transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery,
- / „...by měl být majetek směněn...“ - odráží skutečnost, že hodnota majetku je odhadnutá částka, nikoli předem určená částka nebo skutečná prodejní cena,
- / „...k datu ocenění...“ - požaduje, aby stanovená tržní hodnota byla časově omezena,
- / „...mezi ochotným kupujícím...“ - kupující není příliš dychtivý ani nucený kupovat za každou cenu,
- / „...ochotným prodávajícím...“ - prodávající není příliš dychtivý ani nucený prodávat za každou cenu,
- / „...při transakci samostatných a nezávislých partnerů...“ - určuje transakci mezi osobami, které nemají mezi sebou blízké či zvláštní vztahy (např. dceřiná společnost, vlastník-nájemce),

³International Valuation Standards 2005, str. 82-83, International Valuation Standards 2011, str. 12.

⁴ MAŘÍK, Miloš, et al. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. ISBN 978-80-86929-32-3. Tržní hodnota, s. 22-24.

- / „...po náležitém marketingu...“ - majetek by měl být na trhu vystaven nevhodnějším způsobem, aby za něj byla získána nejlepší cena přicházející v úvahu,
- / „...ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně...“ - kupující i prodávající byly k datu ocenění dostatečně informováni o podstatě a vlastnostech majetku, jeho využití a stavu trhu k datu ocenění,
- / „...a bez nátlaku...“ - žádná ze stran nebyla nucena ani tlačena do realizace.

1.5 Podkladové materiály

Šetření bylo provedeno na základě relevantních dokumentů, které byly získány Zhotovitelem z veřejně dostupných zdrojů resp. od kontaktní osoby pověřené Zadavatelem. Mezi nejvýznamnější dokumenty patří:

- / Výroční zpráva společnosti Pražské služby, a.s. za roky 2011 až 2016
- / Pololetní zprávy společnosti Pražské služby, a.s. k 30. 6. 2012 až 2016
- / Výroční zpráva společnosti AKROP s.r.o. za období od 1. 7. 2011 až 30. 6. 2015
- / Smlouva o poskytování služeb Č. INO/54/11/010585/2016, evid. číslo 176582 uzavřená dne 18. 7. 2016 mezi Hlavním městem Praha, Pražské služby, a.s. a AVE CZ odpadové hospodářství, s. r. o.
- / Smlouva o poskytování služeb Č. INO/85/02/004081/2015, evid. číslo 176447 uzavřená dne 29. 1. 2015 mezi Hlavním městem Praha a Pražské služby, a.s.
- / Smlouva o provádění letní a zimní údržby pozemních komunikací na území hlavního města Prahy uzavřená mezi Technickou správou komunikací hl. m. Prahy a společností Pražské služby, a.s. dne 31. května 2010 včetně dodatků
- / Veřejná zakázka s evidenčním číslem Z2017-008306 ve věci zamýšleného nového konaktu na letní a zimní údržbu pozemních komunikací na území hl. m. Prahy

Dále byla použita veřejně dostupná data z Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, Ministerstva financí ČR, Českého statistického úřadu (ČSÚ), internetového portálu justice.cz, z internetových stránek oceňované Společnosti a z dalších zdrojů zveřejněných na internetu.

1.6 Použitá literatura

- / BREALEY, R.A., MYERS, S.C. *Teorie a praxe firemních financí*. Strnad Zdeněk. Praha : Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.
- / COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. Blahoutová Helena. Praha : Victoria Publishing, 1994. 359 s. ISBN 80-85605-41-4.
- / KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Praha : C.H.Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- / KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha : C.H.Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.

- / MALÝ, Josef. *Obchod nehmotnými statky: patenty, vynálezy, know-how, ochranné známky*. Praha: C.H.Bek, 2002. 257 s. ISBN 80-7179-320-5.
- / MARÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. Praha : Ekopress, s.r.o., 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- / MARÍK, Miloš, et al. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopres, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- / MARÍK, Miloš, a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopres, s.r.o., 2011. 532 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

Zákony a vyhlášky

- / Zákon o obchodních korporacích, zákon č. 90/2012 Sb. o obchodních společnostech a družstvech.
- / Občanský zákoník, zákon č. 89/2012 Sb.
- / Vyhláška Ministerstva spravedlnosti ČSR č. 37/1967 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
- / Vyhláška č. 456/2008, kterou se mění vyhláška č. 3/2008 Sb., o provedení některých ustanovení zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů, (oceňovací vyhláška).
- / Zákon o oceňování majetku, Zákon č. 151/1997 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
- / Zákon o znalcích a tlumočnících č. 36/1967 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
- / Znalecký standard č. 1/2005 Vysoké učení technické v Brně, Ústav soudního inženýrství.

2 Charakteristika Předmětu ocenění

Předmětem tohoto znaleckého posudku je stanovení 19,3% ve Společnosti se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce mezi Magistrátem hlavního města Prahy a společností Energetický a průmyslový holding, a.s., resp. AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. (EP Industries, a.s.).

2.1 Identifikace Společnosti k datu ocenění

Obchodní firma:	Pražské služby, a.s.
Identifikační číslo:	601 94 120
Sídlo:	Praha 9, Pod Šancemi 444/1, PSČ 190 00
Právní forma:	Akcie společnosti
Akcie společnosti:	1 556 125 ks kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč; 600 ks kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 000,- Kč; 1 187 604 ks kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 400,- Kč
Základní kapitál:	2 631 166 600,- Kč
Den zápisu do obchodního rejstříku:	1. února 1994

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 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

2.1.1 Představenstvo

Předseda: JUDr. PATRIK ROMAN, dat. nar. [REDACTED]
Den vzniku funkce: 28. června 2016
Den vzniku členství: 21. června 2015

Místopředseda: KAREL ŠAŠEK, dat. nar. [REDACTED]
Den vzniku funkce: 10. února 2015
Den vzniku členství: 18. září 2013

Člen: Ing. MARTIN TRNKA, dat. nar. [REDACTED]
Den vzniku členství: 30. ledna 2014

Člen: MARTIN ČÁSLAVKA, dat. nar. [REDACTED]
Den vzniku členství: 10. února 2015

Člen: JUDr. RADIM KŘÍŽ, dat. nar. [REDACTED]
Den vzniku členství: 28. června 2016

2.1.2 Dozorčí rada:

Předseda: PETR Štěpánek, dat. nar. [REDACTED]
Den vzniku funkce: 10. února 2015
Den vzniku členství: 28. ledna 2015

Místopředseda: RNDr. MARCELA PLESNÍKOVÁ, dat.nar. [REDACTED]
Den vzniku funkce: 10. února 2015
Den vzniku členství: 28. ledna 2015

Člen: ALEXANDER BELLU, dat. nar. [REDACTED]
Den vzniku členství: 28. ledna 2015

Člen: Ing. JIŘÍ BODENLOS, dat. nar. [REDACTED]
Den vzniku členství: 28. ledna 2015

Člen: Ing. RADIM HALUZA, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku členství: 28. ledna 2015

Člen: Ing. ZDENĚK MATOUŠEK, dat. nar [REDACTED]

Den vzniku členství: 28. ledna 2015

Člen: Ing. Luděk VOTAVA, dat. nar [REDACTED]

Den vzniku členství: 15. června 2016

2.1.3 Majetková struktura

Akcionáři společnosti Pražské služby, a.s. s majetkovou účastí nad 1% hlasovacích práv jsou následující:

Tabulka 1: Majetková struktura Společnosti

Akcionáři	IČO	Podíl	Poznámky
Hlavní město Praha	000 64 581	76,90%	ovládající osoba
AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o.	493 56 089	19,30%	

Zdroj: Výroční zpráva Společnosti za rok 2015

Pražské služby, a.s. vlastní emitované vlastní akcie představující podíl 1,7 % na základním kapitálu. Společnost nevykonává hlasovací práva spojená s těmito vlastními akcemi.

Společnost drží 100% obchodní podíly ve dvou společnostech. Jelikož všechny ekonomické parametry dceřiných společností, včetně objemu výkonů, jsou ve vztahu k parametrům společnosti Pražské služby, a.s. pod hranicí významnosti, netvoří Společnost se svými dceřinými společnostmi konsolidační celek.

Tabulka 2: Investice v nekonsolidovaných dceřiných společnostech

Společnost	Podíl v %	Pořizovací cena 2016	Opravná položka 2016	Zůstatková cena 2015
AKROP s.r.o.	100	91 298	-48 000	43 298
Pražský EKOservis s.r.o.	100	210	-	210
Celkem	-	91 508	-48 000	43 508

Zdroj: Výroční zpráva Společnosti za rok 2016

Finanční investice do nekonsolidovaných dceřiných společností jsou oceněny v pořizovacích cenách, hodnota finanční investice ve společnosti AKROP s.r.o. byla snížena formou opravné položky.

Činnost společnosti AKROP s.r.o. je zaměřena na letní a zimní údržbu komunikací. Společnost AKROP s.r.o. byla v roce 2008 pořízena za pořizovací cenu ve výši 91 298 tis. Kč.

Společnost Pražský EKOservis s.r.o. byla založena za účelem zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy formou tzv. inhouse zadávání. Pořizovací cena finanční investice činila 210 tis. Kč. V roce 2016 ani v roce 2015 společnost nevyvíjela žádnou činnost.

Společnost je dále zakladatelem společnosti EVOK, o.p.s., jež byla založena za účelem poskytování obecně prospěšných služeb v oblasti odpadového hospodářství a ekologie městských aglomerací, tj. projektová, poradenská, vzdělávací a vydavatelská činnost a podpora studentů a jejich projektů. Vzhledem ke skutečnosti, že se jedná o obecně prospěšnou činnost, která není založena za účelem dosažení zisku, nejedná se o dceřinou společnost, protože není naplněna podmínka práva na proměnlivé příjmy z účasti v jednotce.

2.1.4 Historie a činnost Společnosti

Společnost Pražské služby a.s. vznikla v roce 1994. Od svého vzniku se Společnost zabývala komunální problematikou a téměř okamžitě se stala největší pražskou firmou se čtrnácti sty zaměstnanci. Od samého počátku je hlavním operátorem městského systému komplexního sběru, třídění, využívání a zneškodňování odpadu na celém území hl. města Prahy.

V říjnu 1998 bylo do trvalého provozu uvedeno Zařízení na energetické využití odpadu - ZEVO v Praze-Malešicích, kde je termicky využíváno cca 80 % celkového množství směsného komunálního odpadu v rámci celopražského systému. Zařízení - ZEVO je napojeno na teplárnu Malešice a energie vzniklá spalováním odpadů je tak částečně využívána v pražské rozvodné síti.

V květnu roku 2000 byla do trvalého provozu uvedena dotřídovací linka na papír v areálu Společnosti. V současné době se na lince dotřídíuje veškerý papír, shromážděný ve speciálních sběrných separačních nádobách, rozmístěných na vybraných stanovištích na území města a v převážné části domů v Pražské památkové rezervaci. Ročně je na lince v současné době zpracováno cca 25 000 tun papíru, který se po dotřídění dodává do papírenských závodů k dalšímu využití. Společnost rovněž zajišťuje a koordinuje sběr a svoz tříděného skla a tříděných plastů, které sběrná vozidla odváží do smluvních dotřídovacích a zpracovatelských zařízení umístěných na území hl. města Prahy nebo v blízkém okolí. Ročně je tak přepraveno a k dalšímu využití určeno cca 6.700 tun skla a 5.100 tun plastů. Pražské služby, a.s. provozují ve spolupráci s Magistrátem hl. m. Prahy celkem 8 sběrných dvorů. Pro likvidaci objemného odpadu od občanů zajišťují Pražské služby ročně přistavení cca 9 tis. velkoobjemových kontejnerů.

Další důležitou oblastí, ve které Pražské služby působí, jsou silničářské činnosti. Jedná se o provádění dopravního značení a zařízení, čištění komunikací a jejich součástí a zajišťování sjízdnosti a schůdnosti komunikací, drobné stavební opravy chodníků a vozovek a údržbu silniční zeleně. V oblasti dopravního značení a zařízení jsou Pražské služby jednou z největších firem v

ČR s celorepublikovou působností. Tato činnost má ve Společnosti mnohaletou tradici a dynamickou současnost. Společnost nabízí komplexní sortiment zařízení a služeb od projektu až k realizaci. Čištění komunikací a zajištování sjízdnosti a schůdnosti komunikací provádí Společnost na základě víceleté zakázky na více než dvou třetinách území hl. města Prahy.

2.1.5 Pražské odpady 2016 - 2025

Společnost uzavřela dne 19. 7. 2016 smlouvu o poskytnutí služeb pro Hlavní město Praha (dále také „HMP“) na základě veřejné zakázky „Zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. města Prahy v období 2016 - 2025“ (dále také jen „Nová smlouva“). Jako vedlejší účastník v Nové smlouvě vystupuje společnost AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o., která zajišťuje část dodávky služeb (méně než 1/3). Předmětem Nové Smlouvy je:

- / komplexní nakládání s SKO (směsný komunální odpad),
- / komplexní nakládání s využitelnými složkami,
- / zabezpečení provozu informačního systému,
- / zabezpečení provozu centrálního informačního střediska vč. call centra,
- / nakládání s podnikatelskými odpady od zařazených původců, kteří s městem uzavřeli smlouvu.

Dle Nové smlouvy může Společnost část plnění realizovat prostřednictvím subdodavatelů, jimiž jsou společnosti Komwag, podnik čistoty a údržby města, a.s. a IPODEC - ČISTÉ MĚSTO a.s. Smlouva byla uzavřena na dobu určitou, a to na 10 let ode dne nabytí účinnosti, tj. nejpozději do tří měsíců od podpisu Nové smlouvy. Místem plnění je území hlavního města Prahy.

Smlouva stanovuje cenu za tunu jednotlivých složek odpadu, celková cena za poskytnutí služeb je pak stanovena jako součin skutečného množství svozu a sběru odpadu a jednotkové ceny stanovené dle Nové smlouvy. Jednotková cena bude od 1. 1. 2017 aktualizována dle míry inflace, resp. deflace při dosažení míry inflace (deflace) vyšší než 2 % za 12 po sobě jdoucích měsíců. Celková nabídková cena za 12 měsíců plnění Nové smlouvy byla stanovena ve výši 1 196 323 958,00 Kč bez DPH.

Smluvní strany jsou oprávněny vypovědět smlouvu bez udání důvodu, a to s výpovědní dobou 12 měsíců. Nová smlouva nemůže být vypovězena v „garantované době“ 24 měsíců od nabytí její účinnosti.

Rozdíly v cenách mezi původní smlouvou a Novou smlouvou jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 3: Porovnání původní smlouvy a Nové smlouvy [v tis. Kč]

Služba	Původní smlouva (18 měsíců)	Původní smlouva (12 měsíců)	Nová smlouva (12 měsíců)
Využití a odstranění SKO	497 005	331 337	366 048
Sběr a svoz SKO	355 939	237 293	440 858
Sběr a svoz ostatní	272 263	181 509	330 727
Úklid sběrných stanovišť	36 763	24 509	43 761
Call centrum	7 938	5 292	14 931
Celkem	1 169 908	779 939	1 196 324

Zdroj: Magistrát hl. m. Prahy

2.1.6 Segment údržby komunikací

Dne 3. 4. 2017 Technická správa komunikací hl. m. Prahy (dále také „TSK“) zveřejnila veřejnou zakázku s evidenčním číslem Z2017-008306⁵, jejímž předmětem jsou následující činnosti:

- / letní a zimní údržba pozemních komunikací a obsluha odpadkových košů, včetně zajištění posypu chemickým a inertním materiálem;
- / havarijní úklid pozemních komunikací;
- / čištění odvodnění pozemních komunikací (kanalizační stavby a povrchové odvodnění);
- / čištění objektů a zařízení (podchody, podjezdy a dopravně bezpečnostní zařízení).

Předpokládaná hodnota zakázky činí 14 mld. Kč v délce 120 měsíců tj. 1 400 mil. Kč ročně (dále také „Nová smlouva ze segmentu údržby komunikací“).

V roce 2016 činily tržby ze segmentu údržba komunikací 1 268 mil. Kč, v roce 2015 to bylo 1 166 mil. Kč, přičemž plnění od TSK činilo 987 mil. Kč v roce 2016 a 924 mil. Kč v roce 2015. Na základě předpokládané hodnoty z Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací lze očekávat nárůst tržeb, který bude vzhledem téměř plně promítnut do EBITDA .

⁵ <https://www.vestnikverejnýchzakazek.cz/Form01/Display/18092>

3 Finanční analýza Společnosti

Finanční analýza byla zpracována za účelem ohodnocení finančního zdraví Společnosti a poskytnutí základních východisek pro výběr oceňovací metody a následné ocenění. Jedním z jejích základních metodických nástrojů jsou tzv. poměrové ukazatele, dále pak analýza ziskové marže, pracovního kapitálu a investic.

Finanční výkazy Společnosti jsou sestavené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS), Mezinárodními účetními standardy (IAS) a jejich interpretacemi vydanými Radou pro Mezinárodní účetní standardy a přijatými Evropskou unií. Tyto standardy upravují sestavování a prezentaci finančních výkazů účetní závěrky, přičemž jejich hlavním cílem je dosažení srovnatelnosti účetních závěrek v mezinárodním rozsahu, a tím i eliminace nedorozumění týkajících se spolehlivosti zahraničních finančních výkazů. Společnosti kotované na veřejně obchodovatelné burze v rámci Evropské unie jsou povinny vykazovat své konsolidované účetní výkazy v souladu se standardy IAS/IFRS.

Za finančně zdravý subjekt je možné považovat takový, který je v danou chvíli schopen perspektivně naplňovat smysl své existence. V podmínkách tržní ekonomiky to znamená, že je schopen dosahovat trvale takové míry zhodnocení vloženého kapitálu (míry zisku), která je požadována investory (akcionáři) vzhledem k výši rizika, s jakým je příslušný druh podnikání spojen. Čím větší je výnosnost neboli rentabilita vloženého kapitálu, tím lépe pro podnik a jeho investory. V neposlední řadě je pro podnik důležité, aby disponoval dostatečným množstvím likvidního majetku tak, aby byl schopen bez problémů hradit své závazky.

Analýza finanční situace Společnosti byla zpracovaná na základě účetních výkazů sestavených za období od 1. 1. 2011 do 31. 12. 2016 (dále také „Sledované období“) s cílem zjištění silných a slabých stránek Společnosti a vyvození následujících závěrů:

- / výrok o perspektivnosti Společnosti do budoucna;
- / stanovení rizika podniku, pokud jsou ve finančním hospodaření identifikovány výrazné nedostatky nebo naopak přednosti.

3.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy

V rámci finanční analýzy byla provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy, která je uvedena níže.

Tabulka 4: Vertikální analýza aktiv Společnosti ve sledovaném období

AKTIVA	2011		2012		2013	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]
AKTIVA CELKEM	4 850 114	100,0%	4 767 057	100,0%	4 638 731	100,0%
Dlouhodobý majetek	4 345 934	89,6%	4 009 218	84,1%	3 960 670	85,4%
Dlouhodobý nehmotný majetek	60 811	1,3%	38 000	0,8%	21 702	0,5%
Software	46 986	1,0%	29 857	0,6%	20 157	0,4%
Ocenitelná práva	13 825	0,3%	8 143	0,2%	1 545	0,0%
Nedokončený majetek, zálohy	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Dlouhodobý hmotný majetek	4 285 123	88,4%	3 971 218	83,3%	3 938 968	84,9%
Pozemky, budovy, zařízení	4 154 325	85,7%	3 818 360	80,7%	3 823 903	82,4%
- Pozemky	95 280	2,0%	95 280	2,0%	162 018	3,5%
- Stavby	1 813 948	37,4%	1 788 528	37,5%	1 762 079	38,0%
- Stroje a technické zařízení	2 118 132	43,7%	1 878 316	39,4%	1 831 330	39,5%
- Drobny majetek	74 963	1,5%	66 067	1,4%	59 151	1,3%
- Nedokončený majetek, zálohy	51 702	1,1%	20 669	0,4%	9 022	0,2%
Investice do nemovitostí	53 800	1,1%	52 360	1,1%	50 767	1,1%
Investice v nekonsolidovaných dcérských podnicích	76 998	1,6%	69 998	1,5%	64 298	1,4%
Obecná aktiva	499 696	10,3%	749 427	15,7%	666 553	14,4%
Zásoby	45 089	0,9%	43 216	0,9%	25 291	0,5%
Materiál na skladě	47 070	1,0%	42 453	0,9%	47 550	1,0%
Zboží - pohromné hmoty	2 929	0,1%	3 634	0,1%	3 588	0,1%
Hedvábná výroba	1 155	0,0%	1 102	0,0%	1 454	0,0%
Opravné položky	-6 065	-0,1%	-3 973	-0,1%	-27 301	-0,6%
Dlouhodobé pohledávky	843	0,0%	808	0,0%	862	0,0%
Krátkodobé pohledávky	282 563	5,8%	285 144	6,0%	307 033	6,6%
Pohledávky z obchodních vztahů	282 563	5,8%	284 697	6,0%	307 033	6,6%
Stát - daňové pohledávky	0	0,0%	447	0,0%	0	0,0%
Krátkodobý finanční majetek	171 201	3,5%	420 259	8,8%	333 367	7,2%
Časové rozlišení	4 484	0,1%	8 412	0,2%	11 508	0,2%

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

Tabulka 5: Vertikální analýza aktiv Společnosti ve sledovaném období

AKTIVA	2014		2015		30. 6. 2016		31. 12. 2016	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	[tis. Kč]	podíl [%]	
AKTIVA CELKEM	4 495 154	100,0%	4 525 479	100,0%	4 626 666	4 686 187	100,0%	
Dlouhodobý majetek	3 873 386	86,2%	3 785 969	83,7%	3 650 988	3 721 440	79,4%	
Dlouhodobý nehmotný majetek	13 849	0,3%	9 801	0,2%	7 129	6 910	0,1%	
Software	12 547	0,3%	8 667	0,2%	-	4 576	0,1%	
Ocenitelná práva	0	0,0%	0	0,0%	-	0	0,0%	
Nedokončený majetek, zálohy	1 302	0,0%	1 134	0,0%	-	2 334	0,0%	
Dlouhodobý hmotný majetek	3 859 537	85,9%	3 776 168	83,4%	3 643 859	3 714 530	79,3%	
Pozemky, budovy, zařízení	3 752 292	83,5%	3 682 499	81,4%	3 598 351	3 624 706	77,3%	
- Pozemky	161 145	3,6%	161 444	3,6%	-	161 444	3,4%	
- Stavby	1 696 770	37,7%	1 634 694	36,1%	-	1 589 039	33,9%	
- Stroje a technické zařízení	1 772 925	39,4%	1 754 776	38,8%	-	1 711 640	37,6%	
- Drobny majetek	51 087	1,2%	51 585	1,1%	-	49 032	0,0%	
Obecná aktiva	62 767	1,4%	80 000	2,2%	113 543	113 543	2,4%	

AKTIVA	2014		2015		30. 6. 2016		31. 12. 2016	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	[tis. Kč]	podíl [%]	
Investice do nemovitosti	47 737	1,1%	48 161	1,1%	0	46 316	1,0%	
Dlouhodobý finanční majetek	59 508	1,3%	45 508	1,0%	45 508	43 508	0,9%	
Investice v nekonsolidovaných dceřiných podnicích	59 508	1,3%	45 508	1,0%	45 508	43 508	0,9%	
Oběžné aktiva	614 835	13,7%	726 941	16,1%	975 678	955 632	20,4%	
Zásoby	43 777	1,0%	47 990	1,1%	48 873	44 560	1,0%	
Materiál na skladě	58 952	1,3%	57 772	1,3%		53 904	1,2%	
Zboží - pohonné hmoty	3 012	0,1%	2 306	0,1%		3 285	0,1%	
Nedokončená výroba	1 083	0,0%	1 163	0,0%		997	0,0%	
Opravné položky	-19 270	-0,4%	-13 251	-0,3%		-13 626	-0,3%	
Dlouhodobé pohledávky	773	0,0%	766	0,0%	*	1 119	0,0%	
Krátkodobé pohledávky	243 596	5,4%	166 549	3,7%	319 771	255 200	5,4%	
Pohledávky z obchodních vztahů	240 915	5,4%	166 549	3,7%	299 397	255 200	5,4%	
Stát - daňové pohledávky	2 681	0,1%	0	0,0%	4 733	0	0,0%	
Krátkodobý finanční majetek	326 689	7,3%	511 636	11,3%	607 034	654 753	14,0%	
Časové rozdílení	6 933	0,2%	12 569	0,3%	0	9 115	0,2%	

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

- / **Bilanční suma** vykazovala relativně stabilní trend, kdy mezi léty 2011 a 2016 lehce poklesla z cca 4,85 mld. Kč na 4,69 mld. Kč. Přičinou byl zejména pokles dlouhodobého hmotného majetku, tvořícího cca 80 % celkové bilanční sumy.
- / **Dlouhodobý majetek** v průběhu sledovaného období konzistentně klesal zejména v důsledku záporných netto investic do strojů, strojních zařízení a budov, které zároveň tvoří dlouhodobě nejmarkantnější podíl na dlouhodobých aktivech (cca 90 %).
- / **Položka stroje a technická zařízení** zahrnuje především technologické celky pro spalování odpadu, speciální vozidla k odvozu odpadu, čištění a údržbě komunikací aj.
- / **Drobný majetek** v souhrnné zůstatkové hodnotě 49 032 tis. Kč (konec roku 2016) představuje zejména popelové nádoby, koše, kontejnery, elektroniku aj.
- / **Investice do nemovitostí** představují majetek pronajímaný prostřednictvím operativního leasingu.
- / **Investice v nekonsolidovaných dceřiných podnicích** představují 100% majetkové podíly v dceřiných společnostech AKROP s.r.o. a Pražský EKO servis s.r.o. v souhrnné zůstatkové ceně 43 508 tis. Kč k datu ocenění.
- / **Oběžná aktiva** v průběhu sledovaného období vzrostla jak v absolutní, tak v relativní míře (cca 20 % z celkových aktiv k datu ocenění). Přičinou je pak především růst krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku v čase.
- / **Krátkodobé pohledávky** jsou tvořeny především v důsledku obchodních vztahů, přičemž téměř 85 % veškerých pohledávek je ke konci roku 2016 vedeno do splatnosti, což s ohledem na skutečnost, že výnosy pochází primárně z veřejných prostředků, resp. jsou předmětem regulace, nespatřujeme jako riziko z hlediska jejich nedobytnosti.

- / Krátkodobý finanční majetek vykazuje dlouhodobě rostoucí tendenci zapříčiněnou strategií Společnosti v markantnějším pořizování nových investic formou leasingu, což umožňuje podniku hromadit peněžní prostředky zejména na bankovních účtech.
- / Náklady příštích období Společnost vykazuje z titulu nájemného, propagace společnosti, licencí aj. a v rámci majetku Společnosti dosahuje nevýznamných hodnot.

Tabulka 6: Vertikální analýza pasív Společnosti ve sledovaném období

PASIVA	2011		2012		2013	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]
PASIVA CELKEM	4 850 114	100,0%	4 767 057	100,0%	4 638 731	100,0%
Vlastní kapitál	3 648 324	75,2%	3 690 524	77,4%	3 748 186	80,8%
Základní kapitál	2 631 167	54,2%	2 631 167	55,2%	2 631 167	56,7%
Základní kapitál	2 631 167	54,2%	2 631 167	55,2%	2 631 167	56,7%
Vlastní akcie	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	602 956	12,4%	607 087	12,7%	609 671	13,1%
Výsledek hospodaření minulých let	331 590	6,8%	400 590	8,4%	440 590	9,5%
Nerozdělený zisk minulých let	331 590	6,8%	440 590	9,7%	400 590	8,6%
Výsledek hospodaření běžného úč. období (+/-)	82 611	1,7%	51 680	1,1%	66 758	1,4%
Cílové zdroje	1 201 774	24,8%	1 076 533	22,6%	890 545	19,2%
Reservy	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Reservy podle zvláštních předpisů	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Odluhodobé závazky	237 854	4,9%	222 664	4,7%	208 323	4,5%
Závazky z finančního pronájmu	84 357	1,7%	63 011	1,3%	40 638	0,9%
Jiné závazky	794	0,0%	1 094	0,0%	1 117	0,0%
Odloužený daňový závazek	152 703	3,1%	158 559	3,3%	166 568	3,6%
Krátkodobé závazky	362 727	7,5%	403 537	8,5%	381 949	8,2%
Závazky z obchodních vztahů	95 309	2,0%	149 292	3,1%	145 241	3,1%
Závazky z finančního pronájmu	20 519	0,4%	21 345	0,4%	22 373	0,5%
Závazky z titulu splatné dně z příjmu	27 830	0,6%	20 449	0,4%	15 499	0,3%
Ostatní závazky	219 069	4,5%	212 151	4,5%	198 836	4,3%
Bankovní úvěry a výpomoci	600 000	12,4%	450 000	9,4%	300 000	6,5%
Bankovní úvěry dlouhodobé	450 000	9,3%	300 000	6,3%	150 000	3,2%
Krátkodobé bankovní úvěry	150 000	3,1%	150 000	3,1%	150 000	3,2%
Časové rozlišení	1 209	0,0%	332	0,0%	273	0,0%

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

Tabulka 7: Vertikální analýza pasív Společnosti ve sledovaném období

PASIVA	2014		2015		30. 6. 2016		31. 12. 2016	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	[tis. Kč]	podíl [%]	
PASIVA CELKEM	4 495 154	100,0%	4 525 479	100,0%	4 626 666	4 686 187	100,0%	
Vlastní kapitál	3 743 054	83,3%	3 824 788	84,5%	3 882 878	3 917 686	83,6%	
Základní kapitál	2 561 803	57,0%	2 561 686	56,6%	2 561 686	2 561 686	54,7%	
Základní kapitál	2 631 167	58,5%	2 631 167	58,1%	2 631 167	2 631 167	56,1%	
Vlastní akcie	-69 364	-1,5%	-69 481	-1,5%	-69 181	-69 481	-1,5%	
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	37 130	0,8%	37 130	0,8%	37 130	37 130	0,8%	
Výsledek hospodaření minulých let	1 067 131	23,7%	1 134 710	25,1%	1 212 710	1 212 710	25,9%	
Nerozdělený zisk minulých let	1 067 131	23,7%	1 134 710	25,1%	1 212 710	1 212 710	25,9%	

PASIVA	2014		2015		30. 6. 2016		31. 12. 2016	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]
Výsledek hospodaření běžného úč. období (+/-)	76 990	1,7%	91 262	2,0%	71 352	106 160	2,3%	
Cizí zdroje	752 100	16,7%	700 691	15,5%	743 788	768 501	16,4%	
Rezervy	350	0,0%	4 950	0,1%	4 950	12 700	0,3%	
Rezervy podle zvláštních předpisů	350	0,0%	4 950	0,1%	4 950	12 700	0,3%	
Dlouhodobé závazky	290 613	6,5%	406 862	9,0%	399 798	425 220	9,1%	
Závazky z finančního pronájmu	111 650	2,5%	219 551	4,9%	212 875	234 019	5,0%	
Jiné závazky	566	0,0%	388	0,0%	0	238	0,0%	
Odložený daňový závazek	178 397	4,0%	186 923	1,1%	186 923	190 963	-1,1%	
Krátkodobé závazky	311 027	6,9%	288 723	6,4%	339 040	330 581	7,1%	
Závazky z obchodních vztahů	183 765	4,1%	141 097	3,1%	142 609	161 377	3,4%	
Závazky z finančního pronájmu	36 927	0,8%	60 711	1,3%	61 858	75 504	1,6%	
Závazky z titulu splatné daně z příjmu	0	0,0%	3 307	0,1%	19 442	12 780	0,3%	
Ostatní závazky	90 335	2,0%	83 575	1,9%	112 131	80 920	1,7%	
Bankovní úvěry a výpomoci	150 000	3,3%	0	0,0%	0	0	0,0%	
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0,0%	0	0,0%	0	0	0,0%	
Krátkodobé bankovní úvěry	150 000	3,3%	0	0,0%	0	0	0,0%	
Časové rozdílení	110	0,0%	156	0,0%	0	0	0,0%	

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

- / **Vlastní kapitál** dlouhodobě představuje cca 80% podíl na celkových aktivech s rostoucím trendem v čase, což je důsledek zejména dlouhodobě vykazovaných a v čase rostoucích kladných výsledků hospodaření.
- / **Rezervní a ostatní fondy** tvořily do konce roku 2013 nejvýznamnější položku vlastního kapitálu, zachycenou v důsledku tvorby rezervního fondu při privatizaci Společnosti. V roce 2014 byl rezervní fond v plné výši (572 541 tis. Kč) převeden do nerozděleného zisku minulých let.
- / **Nerozdělený zisk minulých let** vykazuje dlouhodobě rostoucí trend v důsledku rostoucích výsledků hospodaření běžného roku. V roce 2014 došlo k jeho významnému navýšení (cca + 166 %) v důsledku zmíněného převodu rezervního fondu.
- / **Cizí zdroje** mezi léty 2011 a 2016 vykázaly značný pokles (cca - 36 %) a trend je rovněž dlouhodobě degresivní jak v absolutních, tak v relativních hodnotách, kdy k datu ocenění zaujmají pouhých 16 % z celkových pasiv. Příčina degrese cizích zdrojů je spojena s úplnou eliminací bankovních úvěrů v posledních letech na úkor intenzivnějšího využívání finančního leasingu, tj. finančního pronájmu.
- / **Dlouhodobé závazky** tvoří v posledních letech zejména vysoké závazky z finančního leasingu (cca 200 mil. Kč) splatné za více jak rok a odložený daňový závazek (cca 190 mil. Kč), přičemž tendence je v čase spíše progresivní.
- / **Finanční leasing (finanční pronájem)** je ke konci roku 2016 využíván zejména pro pořízení speciálních vozidel a strojů k odvozu odpadu a údržbě vozovek, včetně manažerských vozidel. Je evidováno celkem 194 aktivních leasingových smluv s nejzazším termínem splacení do roku 2022.

- / **Odložený daňový závazek** je evidován především díky rozdílu účetních a daňových odpisů (rozdíl zůstatkové hodnoty DHM). V minoritní výši z titulu opravných položek k pohledávkám, zásobám, z titulu rezerv, případně finančního leasingu.
- / **Krátkodobé závazky** vykazují v čase spíše degresivní trend, vyjma posledního sledovaného roku, kdy došlo k navýšení z titulu závazků z obchodních vztahů, které společně s položkou ostatní závazky a závazky z finančního pronájmu, tvoří dlouhodobě nejvýznamnější položky. Ostatní závazky představují zejména závazky vůči zaměstnancům, tj. cca 51 % z ostatních závazků, a závazků za sociální pojištění (cca 20 % z ostatních závazků). Jiné závazky představují minoritní položky a nebudou pro účely tohoto posudku komentovány.
- / **Bankovní úvěr** byl Společnosti poskytnut v roce 2010 v celkové hodnotě 750 000 tis. Kč a systematicky je splácen nejprve čtvrtletními, později měsíčními splátkami, přičemž ke konci roku 2015 byl bankovní úvěr plně splacen. Jiné úvěry podnik neviduje.
- / **Časové rozlišení pasivní** vykazuje nevýznamné hodnoty po celé sledované období.

3.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Součástí finanční analýzy Společnosti je dále horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty, která sleduje trendy hlavních výnosových a nákladových položek.

Zhotovitel na tomto místě upozorňuje na skutečnost, kdy účetní data výkazu zisku a ztráty Společnosti, relevantní k 31. 12. 2016 jsou bezprostředně ovlivněny Novou smlouvou, jejíž aktualizované smluvní podmínky nabyla účinnosti dne 1. 8. 2016 pro období let 2016-2025.

Tabulka 8: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období

VÝSLEDOVKA	2011		2012		2013	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]
Tržby za prodej zboží	93 384	3,3%	103 110	3,6%	108 072	3,8%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 768 343	96,7%	2 795 201	96,4%	2 767 020	96,2%
Tržby z prodeje služeb a zboží celkem	2 861 727	100,0%	2 898 311	100,0%	2 875 092	100,0%
Náklady na prodané zboží	88 977	3,1%	98 720	3,4%	103 625	3,6%
Nakoupené služby	1 306 998	45,7%	1 295 589	44,7%	1 276 968	44,4%
Změna stavu zásob a aktivace	-2 672	-0,1%	-1 442	0,0%	-1 809	-0,1%
Spotřeba materiálu a energie	239 226	8,4%	236 244	8,2%	246 509	8,6%
Osobní náklady	732 704	25,6%	715 201	24,7%	713 790	24,8%
Odpisy	357 910	12,5%	455 964	15,7%	416 629	14,5%
Ostatní provozní náklady	31 946	1,1%	28 819	1,0%	57 204	2,0%
Provozní náklady celkem	2 755 089	96,3%	2 829 095	97,6%	2 812 916	97,8%
Ostatní provozní výnosy	26 829	0,9%	26 434	0,9%	27 738	1,0%
Provozní výsledek hospodaření	133 467	4,7%	95 650	3,3%	89 914	3,1%
Finanční výnosy	2 669	0,1%	1 343	0,0%	14 059	0,5%
Přijaté úroky	866	0,0%	1 029	0,0%	1 284	0,0%
Kurzové zisky	1 781	0,1%	308	0,0%	7 735	0,3%
Podíly na zisku AKROP	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%

VÝSLEDOVKA	2011		2012		2013	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]
Výnosy z derivátových operací	0	0,0%	0	0,0%	4 325	0,2%
Ostatní finanční výnosy	22	0,0%	6	0,0%	715	0,0%
Finanční náklady	21 180	0,7%	27 888	1,0%	16 331	0,6%
Úroky z leasingu, úvěru, bankovní	3 958	0,1%	18 783	0,6%	7 582	0,3%
Kurzové ztráty	931	0,0%	738	0,0%	1 983	0,1%
Bankovní výlohy a ostatní náklady	1 291	0,0%	1 367	0,0%	1 766	0,1%
Opravné položky k fin. majetku	15 000	0,5%	7 000	0,2%	5 000	0,2%
Finanční výsledek hospodaření	-18 511	-0,6%	-26 545	-0,9%	-2 272	-0,1%
Výsledek hospodaření před zdaněním	114 956	4,0%	69 105	2,4%	87 642	3,0%
Daň z příjmů - splatná	9 969	0,3%	11 569	0,4%	12 875	0,4%
Daň z příjmů - odložená	22 376	0,8%	5 856	0,2%	8 009	0,3%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	82 611	2,9%	51 680	1,8%	66 758	2,3%
Ostatní úplný výsledek hospodaření	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Úplný výsledek hospodaření za účetní období	82 611	2,9%	51 680	1,8%	66 758	2,3%
Případitelný vlastníkům mateřské společnosti	82 611	2,9%	51 680	1,8%	66 758	2,3%

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

Tabulka 9: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období

VÝSLEDOVKA	2014		2015		30. 6. 2016		31. 12. 2016	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]
Tržby za prodej zboží	87 697	3,2%	69 463	2,7%	0	60 492	2,2%	
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 693 540	96,8%	2 460 483	97,3%	1 310 744	2 648 523	97,8%	
Tržby z prodeje služeb a zboží celkem	2 781 237	100,0%	2 529 946	100,0%	1 310 744	2 709 015	100,0%	
Náklady na prodané zboží	83 969	3,0%	65 912	2,6%	27 320	56 972	2,1%	
Nakoupené služby	1 191 595	42,8%	930 846	36,8%	511 379	1 031 205	38,1%	
Změna stavu zásob a aktivace	-935	0,0%	-1 425	-0,1%	-697	-1 387	-0,1%	
Spotřeba materiálu a energie	254 264	9,1%	240 093	9,5%	103 253	246 738	9,1%	
Osobní náklady	752 420	27,1%	750 807	29,7%	382 053	787 257	29,1%	
Odpisy	411 334	14,8%	423 080	16,7%	215 135	428 702	15,8%	
Ostatní provozní náklady	22 201	0,8%	40 332	1,6%	10 509	40 506	1,5%	
Provozní náklady celkem	2 714 848	97,6%	2 449 645	96,8%	1 248 952	2 589 993	95,6%	
Ostatní provozní výnosy	42 280	1,5%	29 187	1,2%	12 866	24 456	0,9%	
Provozní výsledek hospodaření	108 669	3,9%	109 488	4,3%	74 658	143 478	5,3%	
Finanční výnosy	188	0,0%	25 524	1,0%	175	329	0,0%	
Přijaté úroky	833	0,0%	537	0,0%		298	0,0%	
Kurzové zisky	3 659	0,1%	0	0,0%		0	0,0%	
Podíly na zisku AKROP	0	0,0%	25 000	1,0%		0	0,0%	
Výnosy z derivátových operací	-4 325	-0,2%	0	0,0%		0	0,0%	
Ostatní finanční výnosy	21	0,0%	-13	0,0%		31	0,0%	
Finanční náklady	10 572	0,4%	20 746	0,8%	3 481	8 856	0,3%	
Úroky z leasingu, úvěru, bankovní	4 935	0,2%	4 919	0,2%		4 216	0,2%	
Kurzové ztráty	0	0,0%	699	0,0%		1 291	0,0%	
Bankovní výlohy a ostatní náklady	4 174	0,2%	1 128	0,0%		1 349	0,0%	
Opravné položky k fin. majetku	1 463	0,1%	14 000	0,6%		2 000	0,1%	
Finanční výsledek hospodaření	-10 384	-0,4%	4 778	0,2%	-3 306	-8 527	-0,3%	
Výsledek hospodaření před zdaněním	98 285	3,5%	114 266	4,5%	71 352	134 951	5,0%	
Daň z příjmů - splatná	9 466	0,3%	14 478	0,6%	0	24 752	0,9%	
Daň z příjmů - odložená	11 829	0,4%	8 526	0,3%	0	4 039	0,1%	

VÝSLEDOVKA	2014		2015		30. 6. 2016		31. 12. 2016	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	[tis. Kč]	podíl [%]	
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	76 990	2,8%	91 262	3,6%	71 352	106 160	3,9%	
Ostatní úplný výsledek hospodaření	0	0,0%	0	0,0%	1	0	0,0%	
Úplný výsledek hospodaření za účetní období	76 990	2,8%	91 262	3,6%	71 353	106 160	3,9%	
Případitelný vlastníkem mateřské společnosti	76 990	2,8%	91 262	3,6%	0	106 160	3,9%	

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

- / **Tržby z prodeje služeb a zboží (celkové tržby)** vykazovaly do roku 2013 relativně stabilní hodnoty okolo 2,9 mld. Kč, přičemž v posledních letech sledovaného období dochází degresivnímu trendu jak z titulu tržeb za zboží, tak z titulu tržeb za poskytované služby. Hlavní příčiny degraze tržeb jsou jednak klimaticky velmi mírné zimy (zajištění čištění a sjízdnosti komunikací), snížení tržních cen na trhu s energiemi (energetické využití odpadu) a snížení fakturace subdodavatelských činností v oblasti nakládání s komunálními odpady (převod na společnost AVE). V roce 2016 však navzdory historicky degresivnímu trendu došlo k nárůstu celkových tržeb o více jak 7 % z důvodu jednak vyšších výkupních cen v oblasti druhotních surovin, zejména pak papíru (závod 11), jednak horší klimatické podmínky v roce 2016, což determinovalo vyšší nutnost údržby komunikací (závod 12).
- / **Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb** představují dlouhodobě více jak 96% podíl na celkových tržbách Společnosti a plně tak určují trend celkových tržeb. Nejmarkantnější podíl na těchto tržbách pak činí zejména svoz a likvidace odpadu (závod 11), případně čištění a zimní údržba komunikací (závod 12).
- / **Nakoupené služby** tvoří nejvýznamnější nákladovou položku, jejíž podíl na celkových tržbách je dlouhodobě spíše lehce degresivní, tj. klesá nákladovost tržeb, což pozitivně působí na marži Společnosti, potažmo výsledek hospodaření. Jedná se zejména o komunální činnost nakládání s odpady, subdodávky pro sjízdnost a čištění komunikací, ukládání odpadu aj.
- / **Náklady na prodané zboží** mají ve vztahu k tržbám za prodej zboží dlouhodobě stabilní až lehce klesající trend, což determinuje stabilní hodnoty obchodní marže (cca 4-6 %).
- / **Osobní náklady** představují druhou nejvýznamnější položku s dlouhodobě stabilním trendem okolo 730-780 mil. Kč ročně, zejména pak v posledních sledovaných letech. Průměrný přepočtený počet zaměstnanců dlouhodobě osciluje okolo hodnoty 1 600.
- / **Odpisy** tvoří rovněž velmi významnou nákladovou položku, jejíž hodnota se v posledních letech pohybuje okolo 420 mil. Kč s tím, že absolutně nejvyšší podíl na odpisech dlouhodobě činí odpisy za stroje a technická zařízení.
- / **Ostatní provozní náklady** zahrnují zejména odpisy a opravné položky k pohledávkám, pojištění, silniční daň aj.
- / **Provozní výsledek hospodaření** vykazoval do roku 2013 klesající trend, jehož příčinou byla určitá stagnace tržeb, při lehce progresivních nákladech z titulu zvýšených odpisů.

Od roku 2014 však vlivem kontroly a eliminace nákladů za nakoupené služby, vykazuje provozní výsledek hospodaření progresivní tendenci, kdy zejména v roce 2016 došlo k markantnímu, více jak 30% meziročnímu nárůstu. Do tohoto značně pozitivním vývoji se kardinálně promítá vliv nově uzavřené smlouvy na odpady s hl. m Prahou ve spolupráci se společností AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o., s účinností od 1. 8. 2016. Mimo jiné se do výsledků rovněž promítly veškeré výše uvedené faktory růstu tržeb, zejména pak výkupní ceny papíru a horší klimatické podmínky. Podíl provozního výsledku na celkových tržbách, tj. provozní zisková marže se v průběhu sledovaných let pohybuje okolo 3-5 % s rostoucím trendem v čase.

- / **Finanční výnosy** vykazují v jednotlivých letech velmi proměnlivé hodnoty bez jakýchkoli vývojových tendencí. Mezi nejvýznamnější položky lze zařadit zejména kurzové zisky, případně vyplacené podíly na zisku spřízněné společnosti AKROP s.r.o. (rok 2015). V roce 2016 dosahovaly finanční výnosy hodnot pod hranicí materiality a nebudou tak pro potřeby tohoto stanoviska více komentovány.
- / **Finanční náklady** rovněž nevykazují žádný markantnější trend, avšak v průměru se za sledované roky pohybují okolo 20 mil. Kč, přičemž mezi nejvýznamnější položky lze zařadit jednak nákladové úroky (leasing, bankovní úvěry), jednak opravné položky k finančnímu majetku (redukce hodnoty AKROP s.r.o. s ohledem na nižší rentabilitu). V roce 2016 došlo ke značné redukci těchto nákladů, zejména pak v souvislosti s opravnými položkami k finančnímu majetku, kdy sice došlo k meziroční redukci hodnoty AKROP, s.r.o., avšak meziročně několikanásobně nižší, tj. 2 mi. Kč.
- / **Finanční výsledek hospodaření** vykazuje ve všech sledovaných letech (vyjma roku 2015) záporné hodnoty. Rok 2015 byl ovlivněn jednorázovou výplatou podílu na zisku společnosti AKROP s.r.o. Podíl na celkových tržbách se pak dlouhodobě pohybuje okolo -0,5 %.
- / **Výsledek hospodaření za účetní období** vykazuje (mimo 2011/2012) konzistentně rostoucí trend, kdy jeho hodnota jednotkově vzrostla z 51 680 tis. Kč v roce 2012 na 106 160 tis. Kč ke konci roku 2016. Souvisle s tím roste i zisková marže na úrovni celkového výsledku hospodaření ze 1,8 % v roce 2012 až na 3,9 % k datu ocenění.
- / **Ostatní úplný výsledek hospodaření** je dlouhodobě registrován v nulových hodnotách.

3.3 Zisková marže

Zisková marže vyjadřuje podíl výsledku hospodaření na tržbách společnosti. V účetních výkazech se pro stanovení ziskové marže často používá ukazatel EBIT (tj. zisk před nákladovými úroky a daněmi) či EBITDA (zisk před nákladovými úroky, daněmi, depreciací a amortizací). Směrodatná je především marže EBITDA, ze které je na rozdíl od marže EBIT vyloučen vliv odpisové politiky hmotného i nehmotného majetku, který může být značný především u podniků s vysokým podílem dlouhodobého hmotného majetku.

Tabulka 10: Analýza ziskové marže

[tis.Kč], [%]	2011 1.1.-31.12.	2012 1.1.-31.12.	2013 1.1.-31.12.	2014 1.1.-31.12.	2015 1.1.-31.12.	2016 1.1.-31.12.
EBIT	118 914	87 888	95 224	103 220	119 185	139 167
tempo růstu	-	-26,09%	8,35%	8,40%	15,47%	16,77%
Odpisy	357 910	455 964	416 629	411 334	423 080	428 702
tempo růstu	-	27,40%	-8,63%	-1,27%	2,86%	1,33%
Tržby z prodeje služeb a zboží celkem	2 861 727	2 898 311	2 875 092	2 781 237	2 529 946	2 709 015
tempo růstu	-	1,28%	-0,80%	-3,26%	-9,04%	7,08%
EBITDA marže	16,66%	18,76%	17,80%	18,50%	21,43%	20,96%
tempo růstu	-	12,62%	-5,12%	3,92%	15,85%	-2,20%
EBIT marže	4,16%	3,03%	3,31%	3,71%	4,71%	5,14%
tempo růstu	-	-27,02%	9,22%	12,05%	26,94%	9,05%

Zdroj: vlastní zpracování

- / EBIT marže vykazuje od roku 2012 stabilně rostoucí trend se zrychlující tendencí v posledních letech. Přičinou je zejména snižování celkové nákladovosti tržeb (degree nákladů za nakoupené služby) v souvislosti s poklesem celkových tržeb během posledních let (vyjma roku 2016). Společnosti se tak daří náklady snižovat relativně rychleji v porovnání s poklesem tržeb, což determinuje rostoucí EBIT, potažmo marži na úrovni 4,71 % ke konci roku 2015. V roce 2016 byl pak růst primárně determinován progresí celkových tržeb a příznivějšími smluvními podmínkami na základě Nové smlouvy na odpady. EBIT marže se v roce 2016 pohybovala okolo 5,1 %.
- / EBITDA marže se v průměru pohybuje okolo 19 % s mírným navýšením v roce 2015 na hodnotu 21,43 % v důsledku navýšení odpisů v tomto roce, což determinuje růst marže na úrovni EBITDA. Původní růst v tomto roce na úrovni EBIT je tak umocněn vývojem odpisů. V roce 2016 pak meziroční dynamika růstu odpisů poklesla, což negativně ovlivnilo právě EBITDA marži v tomto roce.

3.4 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál je jedním z nejvýznamnějších ukazatelů finanční analýzy, protože přímo poukazuje na likviditu dané společnosti. Pracovní kapitál tvoří položky oběžných aktiv, od jejichž součtu je odečtena suma krátkodobých závazků. Poukazuje tak finanční situaci společnosti, pokud uhradí své krátkodobé závazky pomocí krátkodobých aktiv.

Tabulka 11: Analýza čistého pracovního kapitálu za sledované období

[tis. Kč]	2011 31.12.	2012 31.12.	2013 31.12.	2014 31.12.	2015 31.12.	2016 31.12.
Zásoby	45 089	43 216	25 291	43 777	47 990	44 560
Krátkodobé pohledávky	282 563	285 144	307 033	243 596	166 549	255 200
Krátkodobý finanční majetek	171 201	420 259	333 367	326 689	511 636	654 753

[tis. Kč]	2011 31.12.	2012 31.12.	2013 31.12.	2014 31.12.	2015 31.12.	2016 31.12.
Časové rozlišení	4 484	8 412	11 508	6 933	12 569	9 115
Celkem	503 337	757 031	677 199	620 995	738 744	963 628
Krátkodobé závazky	363 920	403 869	382 222	311 137	288 879	330 581
Krátkodobé bankovní úvěry a finanční výpomoci	150 000	150 000	150 000	150 000	0	0
Časové rozlišení	16	0	0	0	0	0
Celkem	513 936	553 869	532 222	461 137	288 879	330 581
Výsledná hodnota	-10 599	203 162	144 977	159 858	449 865	633 047
Změna stavu ČPK	-	213 761	-58 185	14 881	290 007	183 182

Zdroj: vlastní zpracování

- / Celkový krátkodobý majetek je tvořen především krátkodobými pohledávkami a krátkodobým finančním majetkem.
- / Celková souhrnná hodnota tohoto majetku vykazuje rostoucí trend z 503 mil. Kč v roce 2011 na cca 964 mil. Kč k 31. 12. 2016.
- / Celkové krátkodobé zdroje krytí představují zejména krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry, přičemž u obou položek je možné vnímat spíše klesající trend.
- / Celková souhrnná hodnota těchto zdrojů klesla z cca 514 mil. Kč v roce 2011 na cca 331 mil. Kč k 31. 12. 2016, a to navzdory významnému navýšení těchto zdrojů v posledním roce z titulu krátkodobých závazků z obchodních vztahů.
- / Výsledná hodnota ČPK pak dosahuje vyjma roku 2011 kladných hodnot s progresivním trendem v čase, což souvisí s kumulací krátkodobého finančního majetku za pomocí financování investic na bázi finančního leasingu a současného splacení bankovního úvěru.

3.5 Investice a odpisy

Tabulka 12: Přírůstky dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku

[tis. Kč]	2012 31.12.	2013 31.12.	2014 31.12.	2015 31.12.	2016 31.12.
Software	-17 129	-9 700	-7 610	-3 880	-4 091
Ocenitelná práva	-5 682	-6 598	-1 545	0	0
Nedokončený DNM	0	0	1 302	-168	1 200
Přírůstky DNM	-22 811	-16 298	-7 853	-4 048	-2 891
Budovy	-25 420	-26 449	-65 309	-62 076	-45 655
Pozemky	0	66 738	-573	-1	0
Dopravní prostředky a stroje	-240 116	-46 986	-58 405	-18 149	-43 136

[tis. Kč]	2012 31.12.	2013 31.12.	2014 31.12.	2015 31.12.	2016 31.12.
Drobný majetek	-8 896	-6 613	-5 367	-2 502	-2 553
Investice do nemovitostí (IAS40)	-1 440	-1 593	-3 030	424	-1 845
Nedokončený DHM, zálohy	-31 033	-11 647	58 043	12 935	33 551
Přírůstky DHM	-306 905	-26 550	-74 641	-69 369	-59 638
Investice v nekonsolidovaných dceřiných podnicích	-7 000	-5 700	-4 790	-14 000	-2 000
Přírůstky DFM	-7 000	-5 700	-4 790	-14 000	-2 000
Přírůstky DNM a DHM celkem	-336 716	-48 548	-87 284	-87 417	-64 529

Zdroj: vlastní zpracování

- / **Přírůstky dlouhodobého nehmotného majetku** v průběhu sledovaných let vykazují záporné hodnoty, což poukazuje na záporné netto investice v jednotlivých sledovaných letech realizované prostřednictvím odpisů.
- / Primárním determinantem absence netto investic v oblasti nehmotného majetku je ve všech sledovaných letech nakoupený software, jehož zůstatková cena ke konci roku 2016 činí 4 576 tis. Kč.
- / **Přírůstky dlouhodobého hmotného majetku** rovněž registrují ve všech letech záporné hodnoty determinované absencí netto investic, tj. investic nad výši samotných odpisů.
- / Determinanty tohoto vývoje je zejména absence investiční aktivity v oblasti budov a samostatných movitých věcí, tvořící dlouhodobě nejmarkantnější položky DHM.
- / **Investice do dlouhodobého finančního majetku** vykazují rovněž záporné hodnoty, způsobené pravidelně tvorenými opravnými položkami za účelem zohlednění nižší rentability hospodaření společnosti, v nichž Společnost drží 100% majetkový podíl.
- / V následující tabulce jsou uvedeny výdaje Společnosti spojené s nabytím dlouhodobého majetku ve sledovaném období.

Tabulka 13: Investice brutto ve sledovaném období [v tis. Kč]

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	367 621	129 531	376 904	333 942	379 560	364 860
Odpisy	357 910	455 964	416 629	411 334	423 080	428 702

Zdroj: vlastní zpracování

- / K nejdůležitějším plánovaným investicím brutto pro rok 2017 patří následující: komunální technika (197,2 mil. Kč), technologické investice spalovny (117,2 mil. Kč), stavební investice (75,8 mil. Kč), informační technologie (21,4 mil. Kč), stroje a ostatní zařízení (12,5 mil. Kč).

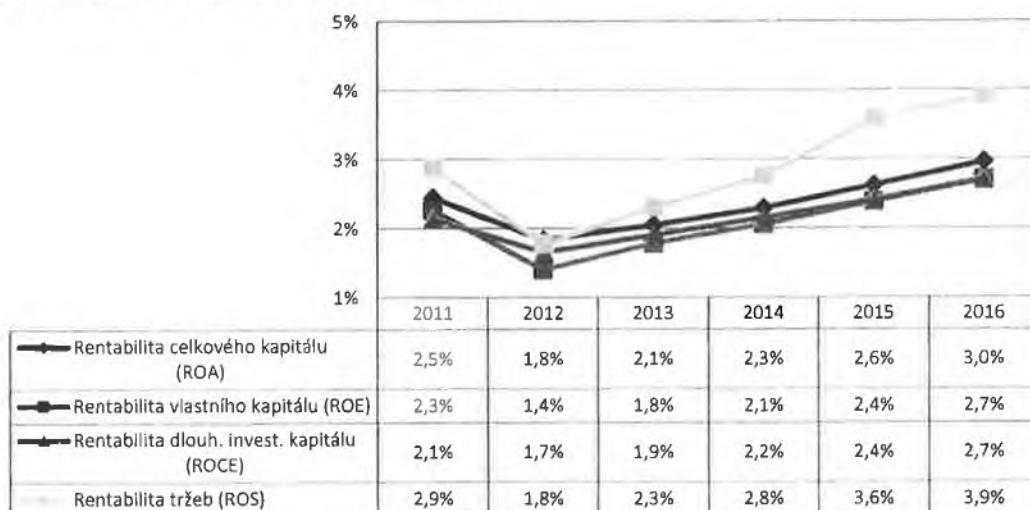
3.6 Poměrové ukazatele

Jedním z metodických nástrojů finanční analýzy jsou tzv. poměrové ukazatele. V rámci finanční analýzy Společnosti jsou hodnoceny ukazatele rentability, aktivity, likvidity a dlouhodobé finanční rovnováhy za Sledované období.

3.6.1 Ukazatele *rentability*⁶

Ukazatele rentability se používají pro hodnocení a komplexní posouzení celkové efektivnosti podniku, tedy schopnosti podniku generovat zisk. Ukazatel rentability aktiv vyjadřuje, kolik je podnik schopný vygenerovat zisku z aktiv, která má k dispozici. Rentabilita tržeb hodnotí, kolik zisku vygenerovaly celkové tržby (tržby za prodej zboží a výkony). Rentabilita celkového kapitálu a dlouhodobého investovaného kapitálu byla určena vzhledem k provoznímu zisku, rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita tržeb naopak k celkovému výsledku hospodaření.

Graf 1:Ukazatele *rentability* ve sledovaném období



Zdroj: vlastní zpracování

- / Rentabilita tržeb vykazuje v průběhu sledovaného období (vyjma 2011/2012) konzistentně progresivní vývoj v čase, kdy vzrostla ze 1,8 % v roce 2012 na 3,9 % ke konci roku 2016. Vývoj rentability pak plně determinuje rostoucí výsledek hospodaření za účetní období při současném progresivním vývoji celkových tržeb v čase, vyjma roku 2016, kdy se k progresivnímu vývoji výsledku hospodaření rovněž přidává dynamický růst celkových tržeb.

⁶ ROA = (hospodářský výsledek před zdaněním + nákladové úroky) / celková aktiva

ROE = Výsledek hospodaření za účetní období / vlastní kapitál

ROCE = (HV před zdaněním + nákladové úroky) / (vlastní kapitál + rezervy + dlouhodobé závazky + dlouhodobé úvěry)

Rentabilita tržeb = Výsledek hospodaření za účetní období / (tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb)

- / Rentabilita na ostatních úrovních je rovněž primárně určována rentabilitou tržeb, resp. ziskovou marží, která plně determinuje vývoj ostatních rentabilit v čase.
- / S ohledem na relativně nízkou obratovost celkových aktiv a vysoké zapojení vlastního kapitálu do kapitálové struktury (nízká finanční páka), dosahují hodnoty v průběhu let nižších hodnot v porovnání s ROS, ačkoli trend růstu je analogický.

3.6.2 *Ukazatele aktivity⁷*

Ukazatele aktivity podávají obraz o tom, jak daná společnost využívá stávající majetek. Především se zde uvádí doba obratu zásob, která značí, jak průměrně dlouhou dobu jsou v podniku drženy zásoby. Dále doba obratu (inkasa) obchodních pohledávek, jež udává, za jak dlouhou dobu jsou průměrně splaceny krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů, a doba obratu (úhrady) obchodních závazků udávající, za jak průměrně dlouhou dobu jsou uhrazeny krátkodobé závazky z obchodních vztahů.

Tabulka 14: Ukazatele aktivity ve sledovaném období

Rok	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Doba obratu celkových aktiv	619	600	589	590	653	631
Doba obratu zásob	49	46	26	47	57	53
Průměrná doba inkasa krátkodobých pohledávek	36	36	39	32	24	34
Průměrná doba splatnosti krátkodobých závazků	56	63	60	50	53	57

Zdroj: vlastní zpracování

- / **Doba obratu celkových aktiv** dosahuje velmi vysokých hodnot v rozmezí 589-653 dnů s klesajícím trendem (vyjma roku 2015). Důsledkem vysokých hodnot jsou zejména významné hodnoty dlouhodobých aktiv (cca 80-90 % z celkových aktiv).
- / **Doba obratu zásob** vykazuje dlouhodobě stabilní trend okolo 50 dní, což je důsledek relativní stability zásob v čase, dosahující průměrných hodnot okolo 45 mil. Kč.
- / **Průměrná doba inkasa krátkodobých pohledávek** dosahovala historicky stabilních hodnot okolo 36 dní, přičemž v posledních letech vykazuje spíše lehce degresivní trend, který „vyvrcholil“ v roce 2015 hodnotou 24 dní, aby se v roce 2016 vrátil zpět na cca původní hodnoty.
- / **Průměrná doba splatnosti krátkodobých závazků** dosahuje v posledních letech spíše degresivního trendu z 63 dní v roce 2012 až na 53 dní v roce 2015, což plně koreluje

⁷ Doba obratu celkových aktiv = (celková aktiva / (tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb))*365

Doba obratu zásob = (zásoby / (Náklady vynaložené na prodané zboží + Spotřeba materiálu a energie))*365

Doba inkasa kr. pohledávek = (kr. pohledávky / (tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb))*365

Doba splatnosti kr. závazků = (kr. závazky / (Náklady vynaložené na prodané zboží + Výkonová spotřeba + Osobní náklady))*365

⁷ Doba obratu zásob byla určena jako podíl hodnoty zásob a průměrnými denními tržbami a výkony v daném roce. Stejným způsobem byla určena i doba inkasa krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů a krátkodobých pohledávek celkem, tj. v obou případech byly položky vztažené tržbám a výkonům. Doba splatnosti závazků byla naopak vztažena k průměrné denní výkonové spotřebě v jednotlivých letech.

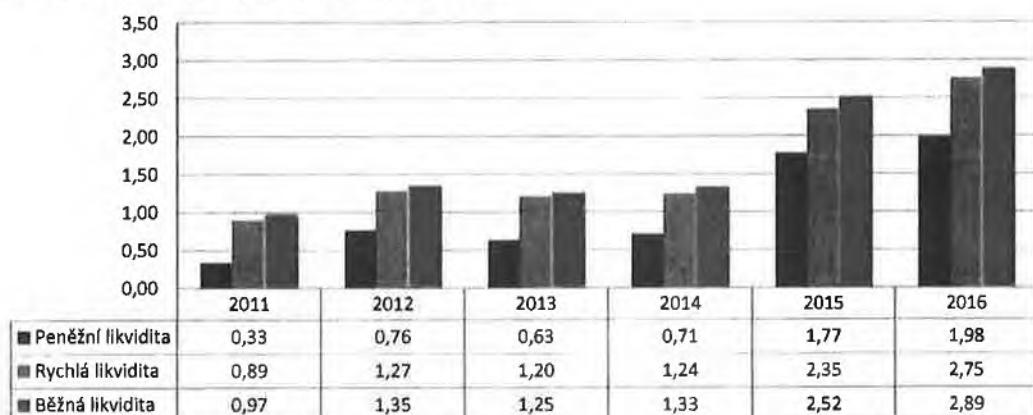
s klesajícím trendem krátkodobých závazků v příslušných letech. V posledním sledovaném roce však k růstu tohoto ukazatele z titulu navýšení krátkodobých závazků z obchodních vztahů, což je možné vnímat v kontextu odběratelsko-dodavatelských vztahů pozitivně (mírný růst doby splatnosti pohledávek).

- / **Obchodní deficit** byl v průběhu celého sledovaného období v záporných hodnotách (-22 dní v roce 2016), což lze hodnotit pozitivně. Nehrozí zde proto reálné riziko druhotné platební neschopnosti.

3.6.3 Ukazatele likvidity⁸

Ukazatele likvidity měří schopnost podniku promptně uhrazovat své závazky. Pro hodnocení této schopnosti je důležitý rozbor vzájemných vztahů mezi položkami aktiv a pasiv, konkrétně mezi oběžnými aktivy, krátkodobými závazky a krátkodobými úvěry. Jednotlivé ukazatele by měly dosahovat hodnot v doporučených rozmezích.

Graf 2: Ukazatele likvidity ve sledovaném období



Zdroj: vlastní zpracování

- / **Běžná likvidita (L3)** vykazovala historicky nízkých hodnot s lehce progresivním trendem a následnou stabilizací v letech 2012 až 2014 na hodnotách okolo 1,3, což však bylo stále pod obecně doporučovanými hodnotami (1,5 až 2,0).
- / V roce 2015 vlivem zvýšení oběžných aktiv (růst peněžních prostředků) a současného snížení krátkodobých závazků došlo významnému navýšení tohoto ukazatele nad obecně doporučované hodnoty. Rostoucí trend pokračoval i v roce 2016, kdy byl růst oběžných aktiv mimo výše uvedené determinován růstem krátkodobých pohledávek.

⁸ Běžná likvidita = (oběžná aktiva - dl. pohledávky) / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci)

Rychlá likvidita = (krátkodobý finanční majetek + krátkodobé pohledávky) / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci)

Okamžitá likvidita = krátkodobý finanční majetek / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci)

- / **Rychlá likvidita (L2)** s ohledem na nevýznamné hodnoty zásob (cca 1% z celkových aktiv) dosahuje analogického vývoje a velmi podobných absolutních hodnot, jako likvidita L3. Po celé sledované období se rychlá likvidita pohybuje nad obecně doporučovanými hodnotami (0,9 až 1,1).
- / **Peněžní likvidita (L1)** dosahuje v průběhu sledovaných let velmi vysokých hodnot, což je zapříčiněno kumulací velkého množství peněžních prostředků na bankovních účtech.
- / Dlouhodobě je v rámci likvidity L1 dosahováno neúměrně vysokých hodnot, dosahujících vysoko nad úroveň hodnot doporučených, což se negativně promítá do rentability. Toto je způsobeno dlouhodobým nevyplácením dividend spojených s výsledky hospodaření.

3.6.4 Ukazatele zadluženosti⁹

Ukazatele zadluženosti měří úroveň dlouhodobé finanční stability podniku. Pojem zadluženost vyjadřuje skutečnost, že podnik používá k financování svých aktiv a činností cizí zdroje (dluh). Používání cizích zdrojů ovlivňuje na jedné straně výnosnost vlastního kapitálu, na straně druhé riziko a zadluženost.

Tabulka 15: Ukazatele zadluženosti ve sledovaném období

Rok	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Celková zadluženost (Cizí kapitál/Kapitál celkem)	0,25	0,23	0,19	0,17	0,15	0,16
Úrokové krytí	30	5	13	21	24	33
Krytí dl. majetku celkovým dl. kapitálem	1,00	1,05	1,04	1,04	1,12	1,17
Krytí dl. majetku vlastním kapitálem	0,84	0,92	0,95	0,97	1,01	1,05

Zdroj: vlastní zpracování

- / **Celková zadluženost** dosahuje velmi nízkých hodnot, přičemž samotný trend je navíc dlouhodobě klesající z 25% zadlužení v roce 2011 až na 16% v roce 2016.
- / Degresivní trend zadlužení je pak vysvětlován především postupným doplacením bankovního úvěru (PPF, později UniCredit Bank) a uhrazením vysokých nevyfakturovaných dodávek z minulosti.
- / Společnost však na druhé straně v posledních letech více využívá možností finančního leasingu.
- / **Úrokové krytí** dosahuje ve všech sledovaných letech velmi pozitivních, ve většině let pak značně nadprůměrných hodnot zapříčiněných vysokým ziskem v porovnání s nákladovými úroky. Tato skutečnost pak plně koresponduje s nízkou celkovou zadlužeností podniku.

⁹ Zadluženost celková = (cizí zdroje + časové rozlišení pasivní) / aktiva celkem
 Zadluženost vlastního kapitálu = (cizí zdroje + časové rozlišení pasivní) / vlastní kapitál
 Krytí dl. majetku celkovým dl. kapitálem = (Vlastní kapitál + Dl. závazky + Dl. bankovní úvěry) / Dl. majetek
 Krytí dl. majetku celkovým vl. Kapitálem = vlastní kapitál / dlouhodobý majetek

- / Krytí dl. majetku dl. kapitálem vykazuje ve všech sledovaných letech hodnot nad 1,0, což značí tvorbu čistého pracovního kapitálu.
- / Krytí dl. majetku vlastním kapitálem naopak dosahovalo do roku 2014 hodnot nižších než 1,0, z čehož bylo možné usuzovat velmi nízkou rizikovost kapitálové struktury, ve které však vlastní kapitál nevstupuje do ČPK a nedochází tak k přílišným nehospodárnostem s ohledem na konzervativnost financování. V posledních dvou sledovaných letech však ukazatel nabývá hodnot lehce nad 1,0 a vlastní kapitál se tak podílí (ačkoli velmi minoritně) na tvorbě ČPK, což by při gradaci tohoto trendu mohlo snižovat rentabilitu celého podniku.

3.7 Shrnutí

Provedená finanční analýza charakterizuje hospodaření Společnosti za období od roku 2011 až k datu 31. 12. 2016.

Bilanční suma Společnosti vykazovala v průběhu sledovaného období stabilizovaný až lehce degresivní trend v důsledku poklesu hodnoty dlouhodobého hmotného majetku, zejména pak strojních zařízení a budov. Ke konci sledovaného období pak hodnota bilanční sumy dosáhla cca 4,69 mld. Kč. Nejvýznamnější položkou majetku Společnosti byl jednoznačně po celé sledované období právě dlouhodobý hmotný majetek mající na výši bilanční sumy kardinální vliv (cca 80 % z celkových aktiv). Z oběžných aktiv je k datu ocenění nejvýznamnější především hodnota krátkodobého finančního majetku (cca 68 % oběžných aktiv), což je důsledek markantnějšího využívání finančního leasingu a nevyplácení dividend.

Z analýzy čistého pracovního kapitálu vyplynulo, že Společnost vyjma roku 2011 čistý pracovní kapitál tvoří, přičemž jeho hodnota je v čase progresivní. Příčinou růstu ČPK je pak zejména kumulace peněžních prostředků na bankovních účtech.

Společnost vykazuje ve všech letech kladný a od roku 2012 konzistentně rostoucí výsledek hospodaření, s čímž simultánně docházelo k růstu ziskové marže na úrovni celkového výsledku hospodaření. Rentabilita na všech úrovních pak dosahuje od roku 2012 značné progrese v čase (zejména ROS).

Hodnoty krátkodobé likvidity dosahovaly nadprůměrně vysokých hodnot s rostoucím trendem v posledních letech, přičemž ve všech sledovaných letech splňovaly minimální doporučované hodnoty, což způsobené především dlouhodobým nevyplácením dividend.

Dlouhodobá finanční rovnováha je hodnocena rovněž velmi pozitivně, poněvadž Společnost dlouhodobě uplatňuje konzervativní finanční strategii a cizí zdroje využívá jen ve velmi malém rozsahu. Tato skutečnost však na druhé straně determinuje nižší výnosnost, ačkoli trend je dlouhodobě rostoucí.

Na základě provedené finanční analýzy lze konstatovat, že hospodářská činnost Společnosti je stabilizována s výnosovým potenciálem do budoucna, neboť dosahuje dlouhodobého růstu výsledku hospodaření při konzervativnější strategii financování. V budoucnosti nejsou předpokládány významnější rizika ohrožující chod Společnosti a existuje tak vysoká pravděpodobnost dlouhodobé existence, čímž je naplněn princip going-concern.

4 Strategická analýza

4.1 Makroekonomická situace

4.1.1 Ekonomický výkon

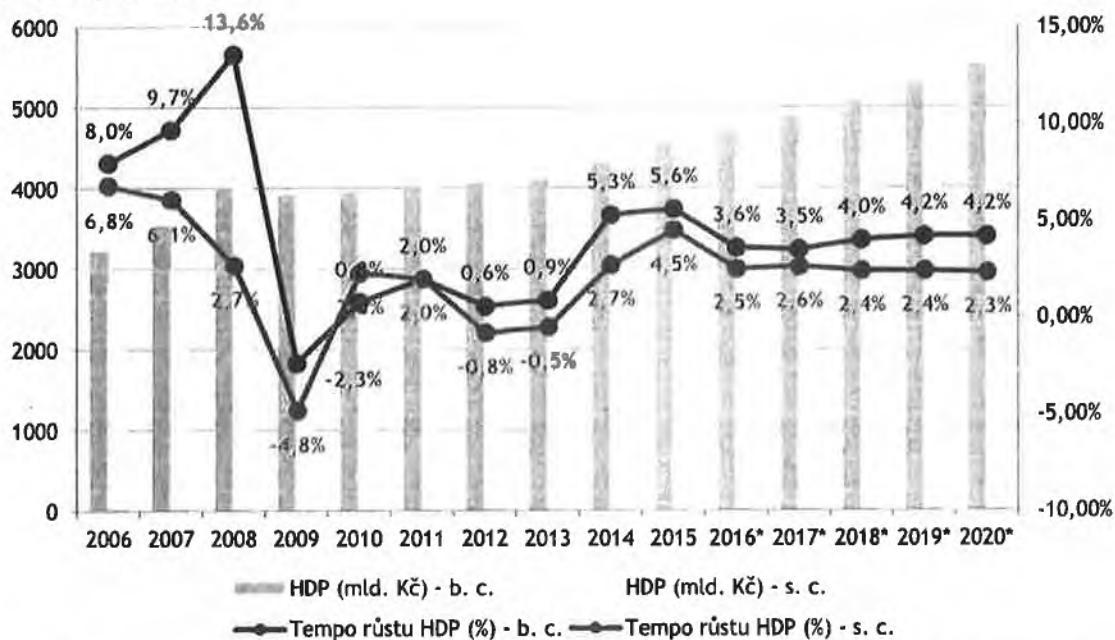
Podle Ministerstva financí výkonnost ekonomiky měřená reálným HDP v 3. čtvrtletí 2016 meziročně vzrostla o 1,6 % (proti 1,5 %), sezónně očištěný HDP se mezičtvrtletně zvýšil o 0,2 % (proti 0,3 %). K meziročnímu růstu hrubé přidané hodnoty o 0,1 % nejvíce přispěl zpracovatelský průmysl a činnosti v oblasti nemovitostí, růst HPH naopak významněji zpomaloval ostatní průmysl (těžba a dobývání, energetika a vodohospodářství). Meziroční zvýšení HDP v 3. čtvrtletí 2016 odráželo rostoucí zahraniční a zejména domácí poptávku. Tempo růstu vývozu a dovozu se citelně snížilo, v součtu však bilance zahraničního obchodu se zbožím a službami k růstu reálného HDP přispěla pozitivně. Tvorba hrubého fixního kapitálu působila na růst HDP negativně, záporný příspěvek celkových investic však zmírňovalo navyšování zásob.

Podle odhadu Ministerstva financí ve 4. čtvrtletí 2016 reálný HDP meziročně vzrostl o 2,2% (proti 2,1 %) a mezičtvrtletně o 0,7 % (oproti 0,5 %). Za zvýšením HDP by pak měl stát zejména růst spotřeby domácností a zahraničního obchodu. Podle odhadu vývoz zboží a služeb vzrostl o 4,8 % (proti 4,5 %) a dovoz v návaznosti na vývoj domácí poptávky o 3,7 % (proti 3,8 %). V neposlední řadě na HDP pozitivně působila i spotřeba vlády, která vzrostla o 2 % (proti 2,1 %).

Predikce pro rok 2017 a 2018 předpokládá, že hlavním tahounem růstu by v roce 2016 měly být výdaje na konečnou spotřebu domácností a obnovená investiční aktivita firem a vlády. Růst HDP by měly posílit také spotřeba vlády a zahraniční obchod. Očekává se, že reálný HDP v roce 2017 vzroste o 2,6 % (proti 2,5 %) a v roce 2018 o 2,4 %. Spotřeba domácností bude podpořena růstem reálného disponibilního důchodu, který však bude oproti roku 2016 pomalejší, a klesající mírou úspor. V roce 2017 by se ve vývoji spotřeby domácností měla pozitivně promítnout i dynamika spotřebitelských úvěrů a optimistická očekávání spotřebitelů. Spotřeba domácností by se tak letos mohla zvýšit o 2,4 % (proti 2,8 %), stejně jako v roce 2018. Nárůst spotřeby vlády a vládních institucí je v roce 2017 očekáván ve výši 1,6 % (beze změny) a v roce 2018 pak ve výši 1,4 %. Ministerstvo financí očekává, že se vývoz zboží a služeb v roce 2017 zvýší o 4,0 % (proti 4,8 %) a v roce 2018 o 4,3 %.

Snížení růstové dynamiky oproti roku 2016 odráží předpokládané zpomalení růstu exportních trhů bez zrychlení exportní výkonnosti. Na straně dovozu zboží a služeb je očekáván vliv pomalejšího růstu vývozu, který však bude kompenzován růstem hrubých domácích výdajů, a v jejich rámci zejména dovozně náročnou investiční poptávkou. Dovoz tak v roce 2017 pravděpodobně poroste o 4,1 % (proti 5,0 %) a v roce následujícím o 4,2 %.

Graf 3: Vývoj HDP



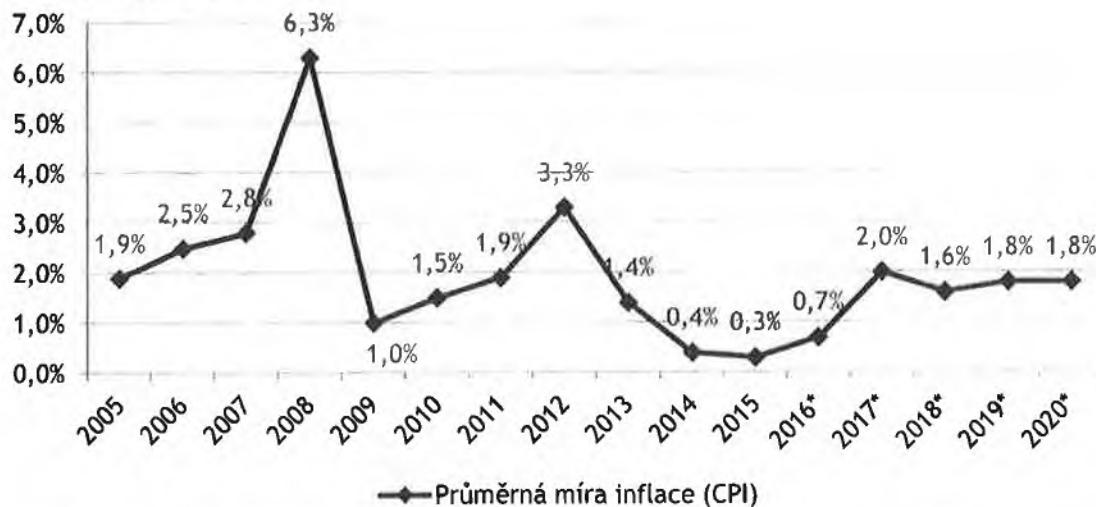
Zdroj:<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-leden-2017-27446>

4.1.2 Inflace

Průměrná míra inflace v roce 2016 dosáhla 0,7 % (proti 0,5 %). Byla tak třetím rokem v řadě velmi nízká. Podobně jako v roce 2015 se na nízké inflaci podílely především faktory působící z vnějšího prostředí, zejména pokles cen ropy a s ním související pokles cen výrobců v eurozóně. Tyto vlivy však ve 4. čtvrtletí 2016 odezněly, což přispělo ke zrychlení meziroční inflace. Administrativní opatření přispěla k růstu spotřebitelských cen jen velmi mírně. V prosinci 2016 činil meziroční růst spotřebitelských cen 2,0 % (proti 1,0 %), a dosáhl tak inflačního cíle ČNB. Pozorovaná meziroční inflace se od predikce odchylila především vlivem nečekaně rychlého růstu cen v oddíle potraviny a nealkoholické nápoje. Jeho příspěvek k meziroční inflaci v prosinci ve výši 0,6 p. b. byl největší ze všech oddílů spotřebního koše. K odchylce predikce od skutečnosti přispělo též zvýšení cen v oddíle stravování a ubytování (řada subjektů využila zavedení elektronické evidence tržeb ke zvýšení cen). Snížení DPH ve stravovacích službách z 21 % na 15 % se podle ČSÚ projevilo ve spotřebitelských cenách dopadem -0,2 p. b.

Meziroční inflace by se v prvních třech čtvrtletích roku 2017 měla pohybovat v blízkosti 2 %, ve 4. čtvrtletí by měla především vlivem bazického efektu zpomalit. Průměrná míra inflace by v roce 2017 měla dosáhnout 2,0 % (proti 1,2 %) při prosincovém meziročním růstu spotřebitelských cen o 1,6 % (proti 1,5 %). V roce 2018 by se inflace měla mírně snížit po odeznění pravděpodobně jednorázových faktorů ze 4. čtvrtletí roku 2016 (ceny potravin, zavedení elektronické evidence tržeb) a se slabým přispěním posilující koruny. Průměrná míra inflace by v roce 2018 měla činit 1,6 %, prosincový meziroční růst spotřebitelských cen také 1,6 %.

Graf 4: Vývoj inflace

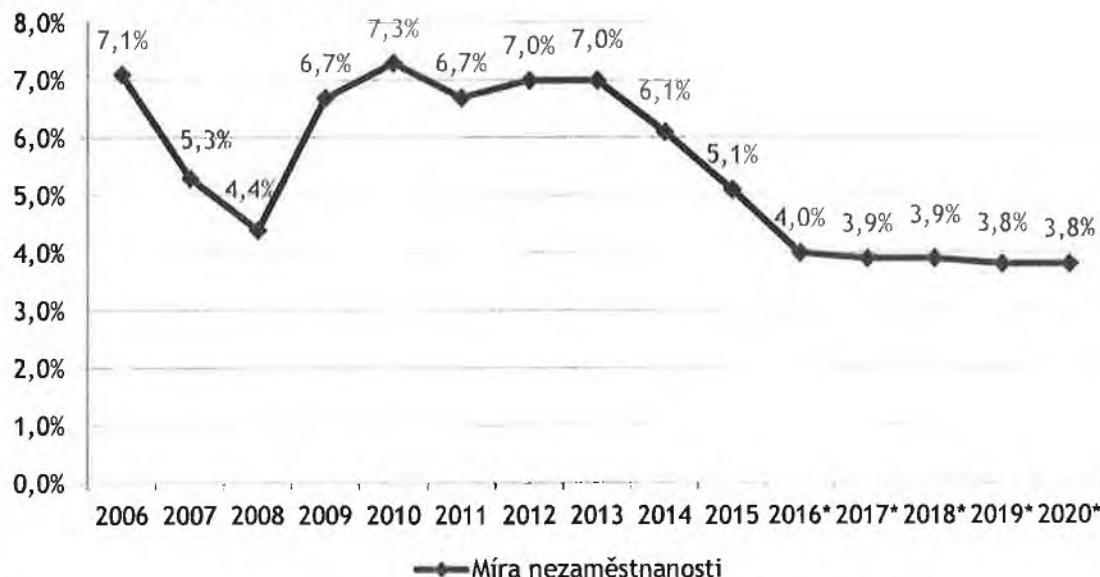


Zdroj:<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-leden-2017-27446>

4.1.3 Trh práce

Trh práce se i ve druhé polovině roku 2016 vyvíjel v souladu s hospodářským cyklem. Pokračoval dynamický meziroční růst zaměstnanosti tažený počtem jak zaměstnanců, tak i podnikatelů. Míry zaměstnanosti i ekonomické aktivity pro skupinu 15-64 let dosáhly ve 3. čtvrtletí 2016 dalších historicky rekordních hodnot (72,2 %, resp. 75,3 %). Počet volných pracovních míst se nadále pohyboval na vysokých hodnotách, mírné snížení na konci roku bylo dáno sezónními faktory. Toto prostředí determinovalo dynamický růst objemu mezd a platů i průměrné mzdy. Počet zaměstnanců se v 3. čtvrtletí 2016 zvýšil o 1,9 % (proti 2,1 %), zatímco počet podnikatelů byl meziročně vyšší o 1,3 % (proti poklesu o 0,8 %). Pro roky 2017 a 2018 je předpokládán pouze slabý růst zaměstnanosti o 0,3 % (bez změny). I přes výraznější než odhadovaný pokles podílu nezaměstnaných osob na 5,0 % ve 4. čtvrtletí 2016 (proti 5,2 %), dosáhl tento ukazatel za celý rok 2016 hodnoty 5,6 % (v souladu s predikcí). Pro roky 2017 a 2018 předpokládá Ministerstvo financí rychlejsí pokles podílu nezaměstnaných osob na 4,9 %, resp. 4,7 % (proti 5,2 %, resp. 5,1 %).

Graf 5: Vývoj míry nezaměstnanosti



Zdroj:<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/makroekonomicka-predikce-listopad-2016-26616>

Míra ekonomické aktivity ve 3. čtvrtletí 2016 meziročně vzrostla o 1,1 procentního bodu na 75,3 % (v souladu s odhadem). Ve 4. čtvrtletí 2016 se v sektoru vládních institucí projevil nárůst platových tarifů státních zaměstnanců v průměru o 5 % a i předchozí zvýšení platových tarifů ve školství. Vývoj pokladního plnění příspěvků na sociální zabezpečení ve 4. čtvrtletí 2016 potvrzuje mzdovou dynamiku, růst objemu mezd a platů tak ve 4. čtvrtletí mohl dosáhnout 5,4 % (proti 5,2 %). Za celý rok 2016 tak nárůst objemu mezd a platů mohl činit 5,6 % (proti 5,4 %).

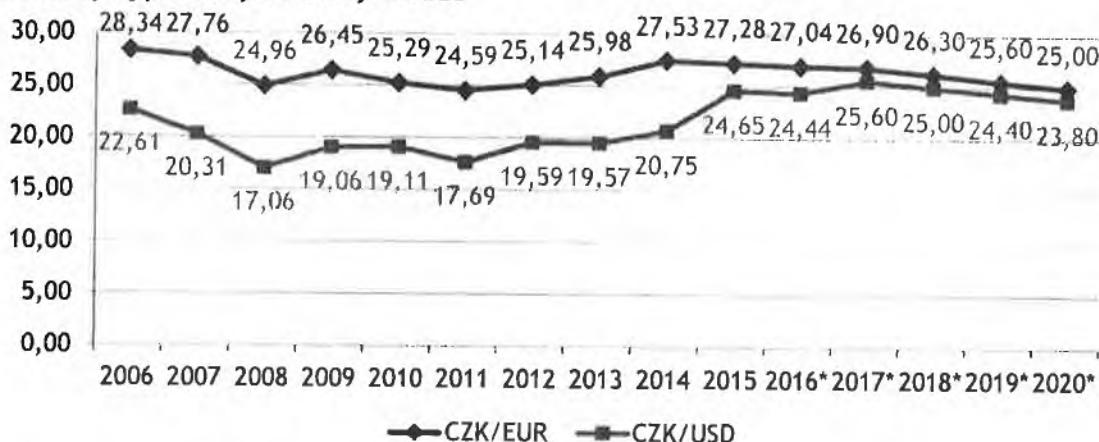
V roce 2017 by se měl v růstu objemu mezd odrazit solidní hospodářský růst i od ledna účinné zvýšení minimální (a zaručené) mzdy o 11 %. Dalším prorůstovým faktorem pravděpodobně bude nedostatek zaměstnanců zejména ve výrobních podnicích. V roce 2017 by tak mzdy a platy mohly růst o 5,0 % (bez změny).

Průměrná mzda (podniková, přepočtená na plný úvazek) ve 3. čtvrtletí 2016 vzrostla o 4,5 % (proti 4,4 %). Rychlejší růst ve středních výdělkových kategoriích se projevil v nadále vyšším tempu růstu mediánu mezd oproti průměrné mzdě (o 0,6 p. b.). V posledním čtvrtletí roku 2016 mohlo dojít ke zvýšení průměrné nominální mzdy o 4,5 % (bez změny), jež by se promítlo do růstu 4,3 % (bez změny) za rok 2016. Očekávaný nižší růst počtu zaměstnanců v roce 2017 ve srovnání s minulým rokem by měl spolu s výše uvedenými faktory přinést zrychlení tempa růstu průměrné nominální mzdy v roce 2017 na 4,6 % (bez změny). V roce 2018 by mohla průměrná mzda vzrůst o 4,3 %.

4.1.4 Měnový kurz (CZK/EUR, CZK/USD)

Měnový kurz koruny vůči euro se od změny kurzového režimu v listopadu 2013, kdy ČNB zahájila devizové intervence s cílem udržet kurz okolo hladiny 27 CZK/ EUR, většinou pohyboval v blízkosti hladiny 27,50 CZK/EUR. Ke konci 2. čtvrtletí 2015 začal kurz v souvislosti s příznivým vývojem ekonomiky posilovat a přiblížovat se k úrovni 27 CZK/EUR, poblíž které se pak udržoval v průběhu druhé poloviny roku 2015 a v roce 2016.

Graf 6: Vývoj průměrných měnových kurzů



Zdroj:<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicapredikce/2017/makroekonomicapredikce-leden-2017-27446>

4.1.5 Hesopdářský vývoj EU¹⁰

Hesopdářské oživení Evropy, které v roce 2016 projevilo svou odolnost vůči globálním výzvám, má podle očekávání pokračovat i v roce 2017 a v roce následujícím: poprvé za téměř deset let by měly ekonomiky všech členských států EU růst během celého prognózovaného období (2016, 2017 a 2018). Reálné HDP v eurozóně roste již patnáct čtvrtletí, značným tempem se zvyšuje zaměstnanost a nezaměstnanost nadále klesá, ačkoli se stále drží nad úrovní před krizí. Motorem růstu zůstává soukromá spotřeba. Růst investic pokračuje, ale je stále jen mírný. Podle aktuální zveřejněné prognózy očekává Evropská komise růst HDP v eurozóně ve výši 1,6 % v roce 2017 a 1,8 % v roce 2018. Růst HDP v celé EU by měl sledovat obdobný trend a dosáhnout v roce 2017 i následujícím roce 1,8 %. V grafu níže je zobrazen vývoj tempa růstu HDP v EU a eurozóně podle predikce Mezinárodního měnového fondu.

¹⁰ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-251_en.htm

Graf 7: Vývoj tempa růstu HDP v EU a eurozóně



Zdroj: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/weodata/index.aspx>

V roce 2016 začaly podle předpokladů opět růst dokonce i členské státy, jež byly nejhůře zasaženy během hospodářské recese. Dopad zhodnocení amerického dolaru a vyšších dlouhodobých úrokových sazeb by však mohl vést k větším rozdílům v tempu růstu jednotlivých členských států.

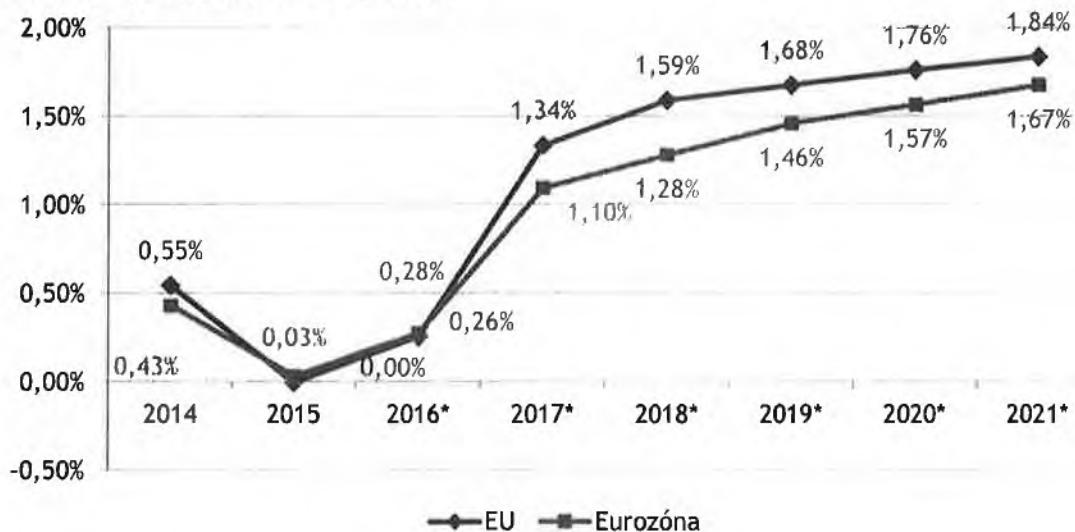
Investice se budou podle Evropské komise pravděpodobně dále zvyšovat, třebaže jen mírně, a to díky řadě faktorů, jako jsou velmi nízké náklady na financování a posilování hospodářské aktivity ve světě. Investice v eurozóně jsou celkově o 8,2 % vyšší než na začátku hospodářského oživení v prvních měsících roku 2013 a v roce 2017 mají dále růst o 2,9 % a o rok později o 3,4 % (2,9 % a 3,1 % v EU).

Hospodářské oživení má v návaznosti na rozsáhlé strukturální reformy v několika členských státech i nadále silný pozitivní vliv na trhy práce. Růst zaměstnanosti podle prognózy Evropské komise zůstane relativně stabilní, i když bude v letech 2017 a 2018 poněkud pomalejší než v minulém roce. Míra nezaměstnanosti v eurozóně by se měla dále snížit z 10,0 % v roce 2016 na 9,6 % v roce 2017 a 9,1 % v roce 2018. V EU jako celku má klesnout z 8,5 % v roce 2016, na 8,1 % v roce následujícím a na 7,8 % v roce 2018. Jedná se o nejnižší míru nezaměstnanosti od roku 2009, ačkoli je stále vyšší než v době před krizí.

Inflace v eurozóně se podle Evropské komise v nedávné době začala zvyšovat, protože ceny energií, které se v minulosti snížily, nyní opět stoupají. V letech 2015 a 2016 byla inflace velmi nízká, ale ve dvou následujících letech bude pravděpodobně růst, i když ani tak nedosáhne cílové hodnoty „ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovni“, která představuje cenovou stabilitu. Jádrová inflace, z níž jsou vyloučeny kolísavé ceny energií a potravin, by měla růst jen pozvolna. Celkově se očekává, že inflace v eurozóně stoupne z 0,2 % v roce 2016 na 1,7 % v roce 2017 a 1,4 % v roce 2018. V celé EU by měla vzrůst z 0,3 % v roce 2016 na 1,8 %

v roce 2017 a 1,7 % v roce 2018. Predikci Mezinárodního měnového fondu týkající se vývoje inflace v EU a eurozóně zobrazuje následující graf.

Graf 8: Vývoj míry inflace v EU a Eurozóně



Zdroj: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/weodata/index.aspx>

4.1.6 Dopady makroekonomické situace na Společnost

Podle výše uvedených predikcí lze v dalších letech očekávat růst hrubého domácího produktu jak v České republice, tak v Evropské unii. Vzhledem k závislosti odvětví na hospodářském cyklu lze tedy předpokládat i pozitivní vývoj celého odvětví.

4.2 Analýza relevantního trhu

Na úvod analýzy relevantního trhu vymezíme trh, na kterém Společnost působí, a to z hlediska věcného, geografického a z hlediska zákazníků. V dalším textu se pak zaměříme na stručný popis relevantního trhu, a to zejména s důrazem na příležitosti a rizika, které z působení na tomto trhu vyplývají.

4.2.1 Vymezení relevantního trhu

Dle Registru ekonomických subjektů ČSÚ v ARES lze činnost Společnosti vymezit jako následující odvětví CZ-NACE:

- / 38110: Shromažďování a sběr odpadů, kromě nebezpečných
- / 016: Podpůrné činnosti pro zemědělství a posklizňové činnosti
- / 35110: Výroba elektřiny
- / 35301: Výroba tepla
- / 38: Shromažďování, 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

Převážná část služeb Společnosti je poskytována na území hl. města Prahy, menší část pak na ostatním území ČR. Odběrateli Společnosti jsou občané, firmy a především společnosti v seskupení Hlavní město Praha. Činnost Společnosti lze rozdělit do následujících hlavních oblastí:

- / komplexní sběr, třídění, využívání a zneškodňování komunálního odpadu,
- / čištění komunikací a veřejných prostranství,
- / zajištování sjízdnosti a schůdnosti komunikací,
- / údržba komunikací, dopravní značení,
- / výroba páry, elektrické energie, teplé vody,
- / koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej.

Společnost je vnitřně rozdělena na jednotlivé závody: odvoz a recyklace odpadu, dopravní značení, zařízení na energetické využití odpadu (ZEVO) a údržba a čištění komunikací. Následující tabulka zobrazuje vývoj tržeb Společnosti za poslední tři roky s rozdělením dle jednotlivých závodů (resp. hlavních oblastí, v nichž Společnost působí).

Tabulka 16: Vývoj tržeb Společnosti [v tis. Kč]

Tržby	2014	2015	2016
Svoz a likvidace odpadu	1 356 186	1 127 129	1 183 977
Čištění, zimní údržba komunikací	923 666	958 687	1 028 307
Údržba komunikací vč. dopravního značení	102 438	105 072	126 384
Výroba tepla, páry, el. energie	95 419	87 697	84 833
Prodej zboží (PHM)	87 697	69 463	60 492

Zdroj: výroční zpráva Společnosti za rok 2016

Nejvíce se na podnikových tržbách ve všech třech obdobích podílel závod svozu a likvidace odpadu následován závodem čištění a údržby komunikací vč. dopravního značení. Strategická analýza proto bude zaměřena především na tyto oblasti.

4.2.2 Vývoj relevantního trhu

4.2.2.1 Svoz a likvidace odpadu

Celková produkce komunálních odpadů na území hlavního města Praha se dlouhodobě pohybuje kolem 670 tisíc tun odpadů. Z tohoto množství bylo v roce 2013 téměř 45 % energeticky využíváno. Podíl skládkování odpadu v posledních letech klesl až na úroveň 5 %. Pokles materiálového využívání v letech 2012 a 2013 byl způsoben zejména ukončením činnosti některých dotřídovacích linek na území hlavního města Prahy, což způsobilo předávání odpadů k využití na zařízení mimo území hl. města, především ve Středočeském kraji. Tyto odpady pak nejsou započítány do materiálového využívání na území hl. města.

Za materiálově využitelné složky komunálních odpadů jsou považovány ty odpady, u nichž lze v praxi zajistit oddělený způsob sběru a jejich následnou úpravu na druhotnou surovinu. Jedná se o papír, plasty, sklo, kovy, textil aj. Součástí komunálních odpadů jsou také některé odpadní obaly. Separace materiálově využitelných složek komunálních odpadů, kromě kovu, probíhá zejména prostřednictvím sítě sběrných nádob na separované komodity.

Tabulka 17: Produkce a nakládání s komunálními odpady v letech 2009 až 2013

Nakládání/rok	2009	2010	2011	2012	2013
Produkce [t]	634 970	683 800	690 980	665 000	667 440
materiálové využití [t]	76 196	74 534	142 825	97 156	93 908
<i>materiálové využití [%]</i>	<i>12,00</i>	<i>10,90</i>	<i>20,67</i>	<i>14,61</i>	<i>14,07</i>
energetické využití [t]	206 809	229 961	261 535	279 765	297 010
<i>energetické využití [%]</i>	<i>32,57</i>	<i>33,63</i>	<i>37,85</i>	<i>42,07</i>	<i>44,5</i>
skládkování [t]	112 008	95 732	68 407	32 053	33 972
<i>skládkování [%]</i>	<i>17,64</i>	<i>14,00</i>	<i>9,90</i>	<i>4,82</i>	<i>5,09</i>
spalování [t]	63,50	68,38	0,00	0,00	0,00
<i>spalování [%]</i>	<i>0,01</i>	<i>0,01</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>

Zdroj: Krajský plán odpadového hospodářství hlavního města Prahy 2016 - 2025

Směsný komunální odpad je složka odpadu vznikající po vytřídění papíru, plastů, skla, nápojového kartonu, kovů, nebezpečného odpadu, objemného odpadu aj. Produkce směsného komunálního odpadu na území hlavního města Prahy je dlouhodobě stabilní s mírně rostoucí tendencí. V posledních letech jsou každoročně energeticky využívány více jak dvě třetiny vyprodukovaného množství odpadu. V roce 2013 bylo energeticky využíváno téměř 290 tis. tun odpadu a skládkováno bylo 20 tis. tun směsného komunálního odpadu, malé množství bylo pak využíváno materiálově, zbylé množství odpadů bylo odstraněno mimo území kraje.

Tabulka 18: Produkce a nakládání se směsným komunálním odpadem v letech 2009 až 2013

Nakládání/rok	2009	2010	2011	2012	2013
Produkce [t]	367 168	382 307	380 112	381 554	382 986
materiálové využití [t]	4 186	19 325	35 238	28 557	9 996

Nakládání/rok	2009	2010	2011	2012	2013
<i>materiálové využití [%]</i>	<i>1,14</i>	<i>5,05</i>	<i>9,27</i>	<i>7,48</i>	<i>2,61</i>
<i>energetické využití [t]</i>	<i>199 519</i>	<i>226 145</i>	<i>258 637</i>	<i>275 466</i>	<i>289 476</i>
<i>energetické využití [%]</i>	<i>54,34</i>	<i>59,15</i>	<i>68,04</i>	<i>72,20</i>	<i>75,58</i>
<i>skládkování [t]</i>	<i>60 147</i>	<i>52 429</i>	<i>29 537</i>	<i>11 968</i>	<i>20 518</i>
<i>skládkování [%]</i>	<i>16,38</i>	<i>13,71</i>	<i>7,77</i>	<i>3,14</i>	<i>5,36</i>
<i>spalování [t]</i>	<i>30,31</i>	<i>25,39</i>	<i>8,93</i>	<i>4,79</i>	<i>0,00</i>
<i>spalování [%]</i>	<i>0,01</i>	<i>0,01</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>

Zdroj: Krajský plán odpadového hospodářství hlavního města Prahy 2016 - 2025

4.2.2.2 Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení

Infrastruktura silniční dopravy v České republice je v posledních letech poměrně stabilní, jak zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 19: Infrastruktura silniční dopravy v ČR [v km]

Položka	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Délka silnic a dálnic celkem	55 752	55 742	55 717	55 761	55 748	55 738
z toho evropská silniční síť typu E	2 636	2 634	2 634	2 632	2 628	2 628
Dálnice v provozu	734	745	751	776	776	776
Rychlostní komunikace ¹⁾	422	427	442	458	459	459
Silnice	55 018	54 997	54 965	54 986	54 972	54 962
v tom silnice I. třídy	6 255	6 254	6 250	6 250	6 233	6 245
silnice II. třídy	14 635	14 626	14 543	14 566	14 578	14 587
silnice III. třídy	34 129	34 117	34 172	34 170	34 161	34 130
Místní komunikace	74 919					

Zdroj: Ministerstvo dopravy ČR

S rostoucím počtem automobilů a motorových vozidel stoupají i náklady na opravy a údržbu silnic a dálnic. Péče o dálnice je zajišťována Ředitelstvím silnic a dálnic (ŘSD). Údržba a opravy silnic I. třídy jsou zajišťovány dodavatelsky. Údržba, především zimní, silnic I. třídy je v deseti krajích zajišťována externě na základě smluv uzavřených s Ministerstvem dopravy. Údržba části bývalých rychlostních silnic R1 (D0), R46 (D46) a část R35 (D35) je prováděna přímo vlastními zaměstnanci středisek správy a údržby dálnic ŘSD. Ostatní původní rychlostní silnice jsou udržovány dodavatelsky, obdobně jako další silnice I. třídy.

Tabulka 20: Prostředky vynaložené na údržbu dálnic a silnic I. třídy [mil. Kč]

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016
údržba dálnic	959	1 195	1 270	1 132	1 400	1 400
údržba silnic I. tř.	1 367	1 395	1 647	1 835	2 182	1 707
Celkem	2 326	2 590	2 917	2 967	3 582	3 107

Zdroj: Ředitelství silnic a dálnic

Společnost zajišťuje služby - čištění a zimní údržbu komunikací pro Technickou správu komunikací hl. města Prahy. Následující tabulka zobrazuje čerpání ročních rozpočtů Technické správy komunikací na zimní údržbu komunikací v letech 2012 až 2016 v rámci období listopad až březen následujícího roku. Lze sledovat klesající vývoj výdajů, což mohlo být způsobeno mírnějším průběhem zimy oproti předcházejícím obdobím.

Tabulka 21: Zimní údržba komunikací - rozpis čerpání v letech 2012 - 2016 [v Kč]

Období	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
Výdaje na zimní údržbu komunikací	623 606 503	543 469 776	511 866 414	576 199 448

Zdroj: TSK Praha

Spotřeba posypových prostředků v období zimní údržby komunikací 2015-2016 dosáhla celkem 15 493 tun, přičemž průměrná dlouhodobá spotřeba dosažená za období 1999 - 2016 je 17 696 tun.

4.2.3 Prognóza vývoje relevantního trhu

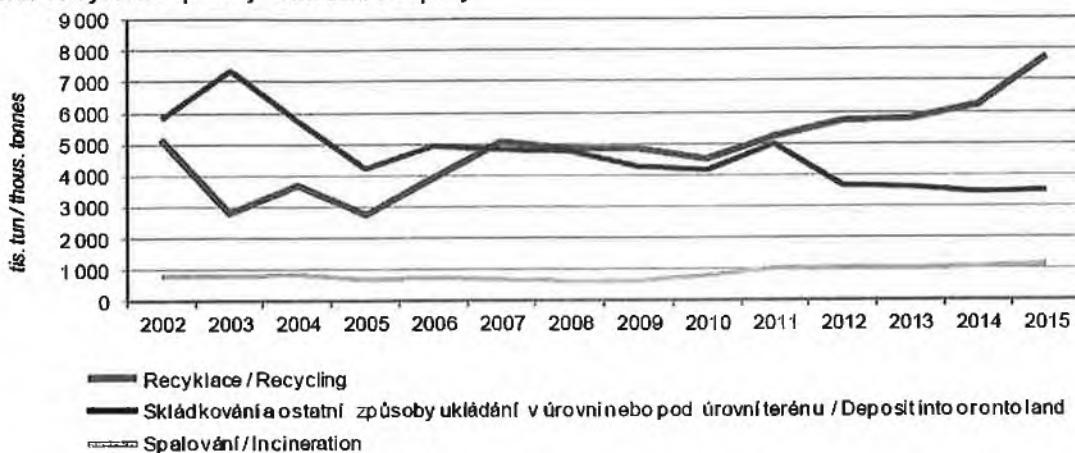
4.2.3.1 Svoz a likvidace odpadu

Samotná prognóza relevantního trhu je ovlivněna především dvěma specifickými faktory, a to jednak celkovou produkcí odpadu, která je závislá především na počtu obyvatel a firem v regionu a jednak procesem nakládání se samotnými odpady.

Dle prognózy populačního vývoje v Praze, zveřejňované každoročně Českým statistickým úřadem lze predikovat v nadcházejících letech mírný růst obyvatelstva, který by však s počátkem druhé dekády měl zpomalit a začít lehce klesat. Je však třeba vzít v úvahu také navyšování produkce odpadů na obyvatele, což je celorepublikový trend, díky čemuž se produkce odpadů bude pohybovat na relativně stabilní úrovni.

Z hlediska nakládání, resp. zpracování odpadů je dlouhodobě evidentní trend recyklace odpadu, jak zobrazuje graf níže. Mírný narůst byl zaznamenán u spalování odpadu, naproti tomu význam skládkování od roku 2011 značně klesl. Navíc je zde předpoklad, že dojde v souladu s legislativou k zakazu skládkování v roce 2024. Význam recyklace a spalování odpadu se na základě tohoto předpokladu bude ještě zvyšovat.

Graf 9: Vybrané způsoby nakládání s odpady



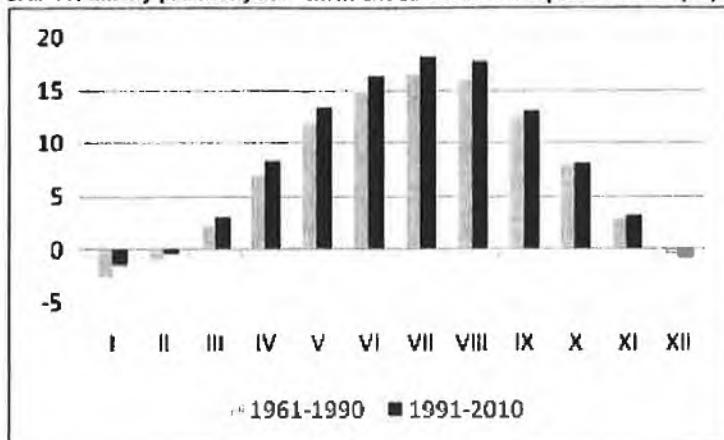
Zdroj: Český statistický úřad

4.2.3.2 Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení

Nové pojetí dálniční sítě si vyžádalo novelizaci dvou zákonů a jejich prováděcích vyhlášek. Zákon, kterým se novelizuje zákon č. 13/1997 Sb., o pozemních komunikacích, a zákon č. 361/2000 Sb., o silničním provozu, byl dne 15. 9. 2015 schválen v Parlamentu ČR. Novela nabyla účinnosti dnem 31. 12. 2015. V návaznosti na uvedenou novelu došlo také k aktualizaci prováděcích vyhlášek, které se zabývají problematikou dopravního značení a s ním souvisejícím systémem číslování silnic a dálnic. Změny související s novým pojetím dálniční sítě tak byly uváděny do reality postupně již od konce roku 2015 a následně v průběhu prvních měsíců roku 2016. Realizací nového pojetí se počet kilometrů dálnic navýšil od ledna 2016 na zhruba 1200 km, přičemž po dokončení výstavby bude Česká republika mít cca 2000 km dálnic. Na dálnice bude přeznačeno více než 400 km dnešních rychlostních silnic.

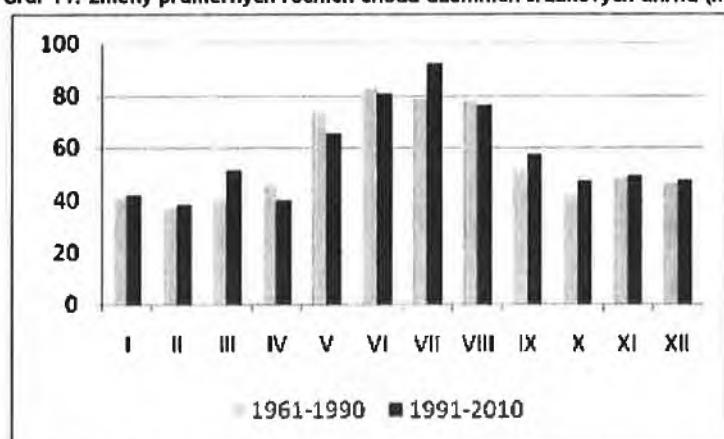
Společnost zajišťuje čištění a zimní údržbu komunikací. Jedná se o sezónní segment trhu, který vykazuje spíše klesající tendenci. Tento trend může být způsoben stále mírnějším průběhem zimního období. Současný trend vývoje teplotních charakteristik dokazuje mírný nárůst ročního úhrnu srážek. Průměrná roční teplota se za poslední dvě desetiletí oproti standardnímu období zvýšila o $0,8^{\circ}\text{C}$. Největší teplotní změny byly zaznamenány v červenci a srpnu, nejnižší v období září až listopad, průměrné prosincové teploty v období 1991-2010 dokonce poklesly o $0,2 - 0,4^{\circ}\text{C}$. Přestože tento segmentu trhu má klesající tendenci, nepředpokládá Zhotovitel z dlouhodobého hlediska ohrožení činnosti závodu v důsledku klimatických změn.

Graf 10: Změny průměrných ročních chodů územních teplot vzduchu ($^{\circ}\text{C}$) v období 1961-1990 a 1991-2010



Zdroj: Český hydrometeorologický ústav

Graf 11: Změny průměrných ročních chodů územních srážkových úhrnů (mm) v období 1961-1990 a 1991-2010



Zdroj: Český hydrometeorologický ústav

4.3 Analýza vnitřního potenciálu

Úkolem analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly je především posoudit, do jaké míry je Společnost schopna využít šance, které jí relevantní trh nabízí a zároveň čelit konkurenci a možným hrozbám.

4.3.1 Analýza konkurenční pozice

4.3.1.1 Svoz a likvidace odpadu

V oblasti nakládání s odpady s cílem poskytování komplexních služeb operují silné zahraniční subjekty, které jsou navíc provozovateli moderních skládek, zařízení na využití odpadu a v neposlední řadě nových alternativních zařízení na zpracování odpadu (alternativní palivo).

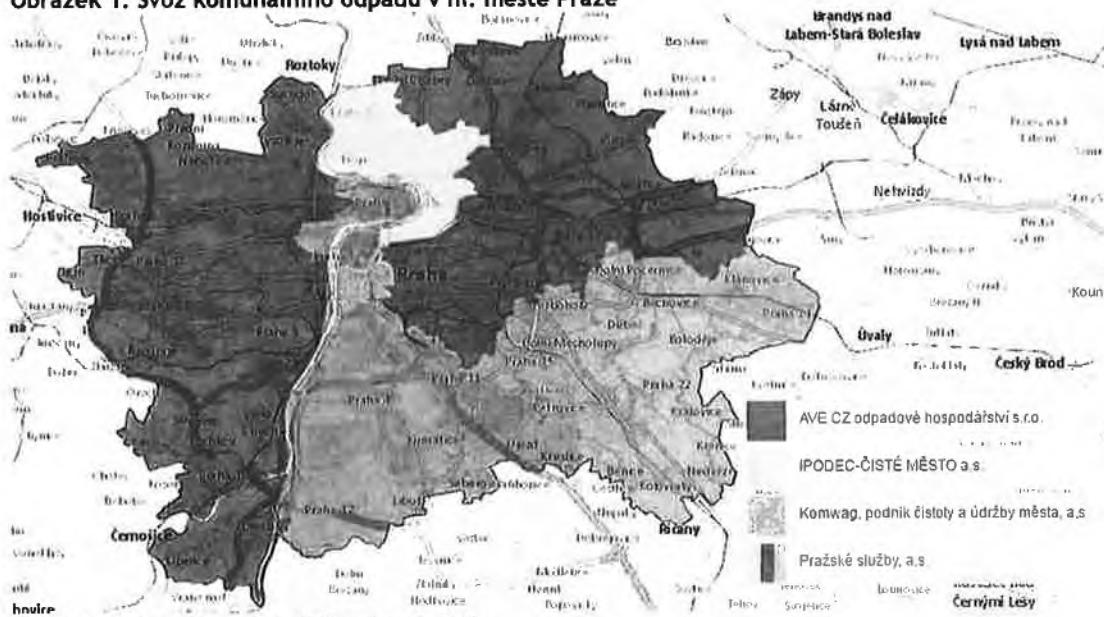
Všechny významnější zahraniční firmy jsou plně etablovány ve formě pobočky na pražském trhu a jsou tedy výraznými hráči zejména na trhu živnostenském, který je pro ně zásadním segmentem pro další progresivní růst.

Mezi největší přímé konkurenty v činnosti nakládání s odpady v současnosti patří společnosti:

- / FCC Česká republika, s.r.o. (dříve A.S.A., spol. s r.o.)
- / AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o.
- / Marius Pedersen, a.s.
- / IPODEC- ČISTÉ MĚSTO, a.s.
- / SITA CZ a.s.
- / KOMWAG-podnik čistoty a údržby města, a.s.

Následující mapa zobrazuje rozdělení hlavního města Prahy pro svoz komunálního odpadu. Největší část (západ, jih a jihovýchod) připadá společnosti Pražské služby a.s., které připadá po vyloučení části spojené s IPODEC- ČISTÉ MĚSTO, a.s. a KOMWAG-podnik čistoty a údržby města, a.s. cca 2/3 celkového zbylého území. Následuje společnost AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o., které náleží severovýchodní území hl. města. Společnost, která zajišťuje svoz komunálního odpadu na severním území hlavního města je IPODEC - ČISTÉ MĚSTO, a.s. Pro městskou část Praha 2 je společností zajišťující svoz KOMWAG-podnik čistoty a údržby města, a.s.

Obrázek 1: Svoz komunálního odpadu v hl. městě Praze



Zdroj: Portál životního prostředí hl. města Prahy¹¹

¹¹ Dostupné z: http://portalzp.praha.eu/jnp/cz/odpady/mapa_sbernych_dvoru/index.html

Na území hl. m. Prahy se nachází pouze dvě významné třídící linky na papír a plasty provozované společnostmi Pražské služby a.s., Papkov s.r.o. (skupina Marius Pedersen a.s.) a hala na zpracování papíru, plastů a jiných využitelných surovin společnosti A.S.A.

Na území hlavního města Prahy je od roku 1998 provozováno společností Pražské služby a.s. ZEVO Malešice. Celková roční kapacita ZEVO Malešice činí 330 tis. tun odpadů. Tabulky níže zobrazují množství komunálního a tříděného odpadu svezeného ročně do Zařízení na energetické využití odpadu (ZEVO) Malešice. Dále se na území hl. města nachází další dvě menší zařízení provozované společnostmi Českomoravský cement (kapacita je 1 098 tun) a Pražské vodovody a kanalizace a.s. (kapacita je 15 000 tun).

Společnost má uzavřenou smlouvu o poskytnutí služeb "Zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy s platností do 19. 7. 2026.

Tabulka 22: Množství komunálního odpadu, svezeného ročně v Praze - Pražské služby [v tunách]

Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Komunální odpad	270 123	268 718	272 134	264 206	259 138	259 163	256 311

Tabulka 23: Množství tříděného odpadu v Praze v letech 2009 - 2015 - Pražské služby [v tunách]

Rok	Papír	Plast	Sklo	Nápojové kartony	Celkem
2009	28 128	10 675	13 821	794	53 418
2010	26 163	10 956	14 599	835	52 553
2011	22 636	11 594	15 190	828	50 248
2012	22 360	11 904	15 858	814	50 936
2013	22 299	12 042	15 942	870	51 153
2014	21 207	11 771	15 413	897	49 289
2015	20 632	11 851	16 119	895	49 497

Zdroj: Společnost

4.3.1.2 Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení

Služba letního a zimního čištění, údržba a opravy komunikací je určena především pro oblast komunální, skladové areály, logistická a obchodní centra, dodavatele stavebních prací, provozovatele parkovišť, správce velkých business center, hotely apod. Společnost je jednou z největších firem působících na poli dopravního značení v ČR a nabízí komplexní sortiment a služby v oblasti dopravního značení a zařízení od projektu k realizaci.

V oblasti poskytování služeb čištění a údržby komunikací působí zahraniční subjekty, které jsou spíše specialisté na odpady. Vedle těchto formací zde působí celá řada velkých stavebních firem, dobře vybavených mechanismy, a mimo svoji zakázku se samozřejmě snaží uplatnit i v rámci jiných zakázek. Do hry dále vstupuje se svým portfoliem mnoho diferencovaných firem, dříve se zabývajících údržbou silnic a poskytováním technických služeb, jejichž zájmem je

získat příhodnou zakázku na území hlavního města Prahy. V oblasti dopravního značení působí velmi razantně zejména společnost Proznak a další menší společnosti.

Mezi největší hráče na trhu v činnosti čištění a údržby komunikací rovněž patří společnosti:

- / IPODEC- ČISTÉ MĚSTO, a.s.
- / FCC Česká republika, s.r.o. (dříve A.S. A., spol. s r.o.)
- / KOMWAG-podnik čistoty a údržby města, a.s.
- / AVE CZ odpadové hospodářství, s r.o.
- / CDV služby, s.r.o.

Mezi největší přímou konkurenci v činnosti dopravního značení patří společnosti:

- / Proznak v. s. p.
- / Značky Morava, a.s.
- / Silverton s.r.o.
- / SAFEROAD Czech Republic s.r.o.

Společnost má se společností TSK uzavřenou smlouvu na zajištění letní a zimní údržby komunikací ze dne 31. 5. 2010, jejímž předmětem je zimní a letní údržba komunikací, obsluha odpadkových košů, skladování chemických a posypových prostředků a roztoků havajírní úklid pozemních komunikací, čištění odvodnění pozemních komunikací a čištění objektů. Cena za tyto služby je stanovena formou jednotlivých cen za jednotlivé práce a služby. V rámci smlouvy je Společnost oprávněna pověřit výkonem jednotlivých činností subdodavatele. Přehled subdodavatelů Společnosti je uveden v následující tabulce.

Tabulka 24: Přehled subdodavatelů Společnosti v rámci smlouvy s TSK

Společnost	IČO
AKROP s.r.o.	26432331
IPODEC - ČISTÉ MĚSTO a.s.	40764877
Pražské vodovody a kanalizace, a.s.	25656635
Komwag, podnik čistoty a údržby města, a.s.	61057606
SULSA s.r.o.	62740831
Miloš Feigl	41473795
EMSI ALFA s.r.o.	28865197
PROSTOR a.s.	41188519
.A.S.A., spol. s r.o.	4580917
AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o.	49356089

Zdroj: Smlouva o provádění letní a zimní údržby pozemních komunikací na území hl. m. Prahy

4.3.2 Závěr analýzy vnitřního potenciálu

4.3.2.1 Svoz a likvidace odpadu

Společnost má uzavřenou smlouvu s Hlavním městem Praha na zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy v období 2016 - 2025. Na základě této smlouvy Společnost zajišťuje svoz a odstranění odpadu cca ve 2/3 hl. města. Vzhledem k tomu, že je smlouva dlouhodobá, tj. uzavřená na 10 let, lze předpokládat, že si Společnost tento tržní podíl udrží i do budoucna.

Předpokládaný legislativní zákaz skládkování v roce 2024 zvýší význam recyklace a spalování odpadu, což by mohlo zvýšit konkurenceschopnost Společnosti, jelikož provozuje významnou třídící linku na papír a plasty, přičemž na území hl. m. Prahy se nachází pouze dvě významné třídící linky.

Společnost využívá vlastní Zařízení na energetické využití odpadu - ZEVO, kde spalováním tuhého komunálního odpadu dochází k výrobě páry a vytápění bytů v Praze.

4.3.2.2 Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení

Společnost je zhotovitelem prací pro TSK a na základě uzavřené smlouvy o dílo provádí letní a zimní údržbu pozemních komunikací na území hl. města Prahy.

4.4 Závěr strategické analýzy

Předmětem podnikatelské činnosti Společnosti je především komplexní sběr, třídění, využívání a zneškodňování komunálního odpadu, čištění a údržba komunikací a veřejných prostranství, zajišťování sjízdnosti a schůdnosti komunikací, dopravní značení a výroba páry, elektrické energie a teplé vody. Nejvíce se na celkových tržbách Společnosti dlouhodobě podílí závod svozu a likvidace odpadu a závod čištění a údržby komunikací vč. dopravního značení.

4.4.1 Svoz a likvidace odpadu

Celková produkce komunálních odpadů je dlouhodobě stabilní s mírně rostoucí tendencí. Převážná část vyprodukovaného odpadu je energeticky či materiálově využita. V poslední době lze sledovat odklon od skládkování odpadu a do roku 2024 je dokonce předpokládán jeho zákaz. Význam recyklace a spalování odpadu se tak bude do budoucna ještě zvyšovat.

V oblasti svozu a nakládání s odpady disponuje Společnost významným zastoupením na území hlavního města Prahy, kdy zajišťuje svoz a odstranění odpadu cca ve 2/3 hl. města (po vyloučení IPODEC a KOMWAG). Do budoucna lze předpokládat udržení stávajícího tržního podílu, jelikož Společnost uzavřela dlouhodobou smlouvu s Hlavní město Praha na zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem.

4.4.2 Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení

Společnost uzavřela s TSK smlouvu o provádění letní a zimní údržby pozemních komunikací na území hl. m. Prahy.

Jedná se sezónní segment trhu, který v posledních letech vykazuje klesající průběh vzhledem ke každoročně mírnějšímu zimnímu počasí. Na základě současného trendu vývoje teplotních charakteristik není z dlouhodobého hlediska předpokládáno ohrožení činnosti závodu klimatickými změnami.

5 Metodika ocenění

V teorii a praxi oceňování podniků se využívá velké množství metod pro stanovení hodnoty společnosti, přičemž lze rozlišit tři základní přístupy k ocenění:

- / výnosový přístup
- / Metody tržní komparace
- / majetkový přístup

Hodnotu podniku lze stanovit na základě několika obecně používaných metod. Volba metody je závislá na jedné straně na účelu ocenění a na straně druhé je nezbytné přihlédnout k charakteristikám oceňované Společnosti.

5.1 Základní metody ocenění

5.1.1 Výnosový přístup

Výnosový přístup k ocenění aktiva je založen na principu očekávání. Hodnota daného aktiva vychází z budoucích hotovostních toků či výnosů, které bude dané aktivum generovat po dobu své životnosti.

Existuje několik metod, které se v rámci výnosového přístupu používají pro ocenění. Metody diskontovaných peněžních toků, ekonomické přidané hodnoty a analytická metoda kapitalizovaných čistých výnosů využívají ke stanovení hodnoty podniku predikce ekonomických veličin stanovených ve finančním plánu.

Na základě prognózy výnosů, nákladů, potřebného pracovního kapitálu, investic a plánu financování jsou stanoveny budoucí výnosy z hlavní činnosti za určité prognózované období. Budoucí výnosy lze definovat jako čistý zisk nebo peněžní tok. Peněžní toky lze dále definovat jako peněžní tok na úrovni equity (peněžní toky dostupné vlastníkům aktiva) a peněžní tok na úrovni entity (peněžní toky dostupné investorům s vlastním i dluhovým kapitálem). Následně je stanovena pokračující hodnota představující současnou hodnotu budoucích výnosů generovaných po konci prognózovaného období. Budoucí výnosy a pokračující hodnota jsou diskontovány na současnou hodnotu požadovanou mírou výnosnosti, kterou představuje diskontní sazba. Metody využívající predikce budoucích výsledků jsou považovány za teoreticky nejsprávnější metody ocenění, protože explicitně berou v úvahu budoucí užitek z vlastnictví oceňovaného podniku.

Paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů je založena na kapitalizaci tzv. trvale odnímatelného čistého výnosu, který je stanoven na základě analýzy historických hospodářských výsledků oceňované společnosti. Úroveň kapitalizace odráží jak riziko, tak i dlouhodobé

vyhlídky oceňovaného aktiva. Při kapitalizaci historických ukazatelů finanční výkonnosti je nutné vzít na vědomí, že historické údaje slouží pro předpověď budoucnosti.

U všech výnosových metod se v diskontní sazbě, respektive v míře kapitalizace, odráží podmínky na trhu a jedinečnost oceňovaného aktiva.

5.1.2 Metody tržní komparace

Přístup tržního porovnávání určuje hodnotu vlastního kapitálu podniku na základě porovnání oceňované společnosti se srovnatelnými firmami působícími v podobné oblasti podnikání, které jsou veřejně obchodovatelné nebo jsou součástí veřejné či soukromé transakce. Přihlíží se rovněž k předchozím transakcím týkajícím se vlastního kapitálu předmětné společnosti. Odhad se provádí na základě „metody srovnatelných podniků“ nebo na základě „metody srovnatelných transakcí“. Metoda srovnatelných podniků vychází ze srovnání s obdobnými podniky, u kterých je známa cena jejich obchodovaných akcií. Ze srovnání s obdobnými podniky, které byly jako celek předmětem transakcí a známe tedy jejich realizační cenu, vychází metoda srovnatelných transakcí. Ocenění na základě metody tržní komparace lze provést při splnění několika podmínek, kterými jsou především dostupnost široké základny dat o srovnatelných podnicích a uskutečněných transakcích.

Nedílnou součástí tohoto přístupu je finanční analýza a porovnání oceňovaného podniku se srovnatelnými podniky z hlediska likvidity, zisků, výnosů, jejich růstu a produktivity. Srovnatelné transakce jsou analyzovány na základě kritérií porovnatelnosti, jakými jsou podmínky transakce, její rozsah a termín realizace. Tato analýza je důležitá při výběru příslušných koeficientů, které se aplikují na finanční údaje oceňovaného podniku. Příslušné údaje jsou porovnány a náležitě upraveny s ohledem na oceňovaný podnik.

Při oceněné metodou srovnatelných podniků je však nutné vzít v úvahu nejen jednotlivé srovnatelné podniky, ale také prostředí, ve kterém se nacházejí. Podstatné je uvažovat v kontextu makroekonomických charakteristik, které souvisí s příslušným odvětvím, ve kterém oceňované společnosti působí, a vytvořit si tak určitý rámec pro následné analýzy. Po důkladném zhodnocení finanční situace oceňovaného podniku a jeho postavení na relevantním trhu je poté možné přistoupit k výběru srovnatelných podniků a následné zvolit příslušné násobitele, pomocí kterých bude stanoven násobitel vhodný pro oceňovaný podnik a jež povede k odvození konečné hodnoty jeho akcie.

5.1.3 Majetkový přístup

Majetkový přístup ocenění podniků stanovuje hodnotu majetkové podstaty podniku (substanci). Majetková hodnota podniku je pak dána jako rozdíl individuálně oceněných položek majetku

a závazků. Majetkové ocenění lze členit v závislosti na tom, podle jakých zásad a předpokladů budeme oceňovat jednotlivé složky.

V případě, že pracujeme s předpokladem „going concern“, ocenění by mělo odrážet náklady na znovupořízení majetku (reprodukční hodnotu sníženou o hodnotu opotřebení) - metoda substanční hodnoty. Další majetkovou metodou je metoda likvidační hodnoty. V daném případě nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku a posuzujeme hodnotu z pohledu peněz, které bychom mohli získat prodejem jednotlivých částí majetku podniku po úhradě závazků. Mezi majetkové metody patří rovněž metoda účetní hodnoty. V tomto případě vycházíme z ocenění majetku a závazků na bázi účetních principů a zásad. V rámci přecenění dílčích složek majetku a závazků lze samozřejmě využít i ostatní aplikovatelné metody.

5.1.4 Metoda amortizační hodnoty

Pro ocenění podniků, u kterých není možné přijmout předpoklad going concern, ale které není nutné likvidovat okamžitě, lze s výhodou použít metodu amortizační hodnoty. Tato metoda pracuje se zbývající životností podniku (několik let) a likvidací na konci životnosti.

Její základní podoba odpovídá výnosovým metodám, a proto je možné ji s výhodou použít i pro ocenění podniku. Metoda amortizační hodnoty je založená na peněžních tocích a jejich prognóze. Na rozdíl od běžné metody diskontovaného cash flow ale v tomto případě zjišťujeme, jaké množství peněžních prostředků můžeme z podniku odčerpat bez ohledu na to, zda to bude z vlastního hospodaření nebo z likvidace.

5.2 Volba metody

Ze závěrů finanční a strategické analýzy vyplynulo, že dlouholetá existence Společnosti ani její postavení na relevantním trhu není z pohledu vývoje relevantního trhu nijak významně ohroženo. Vzhledem ke skutečnosti, že Společnost dle výše uvedeného splňuje předpoklad nekonečného trvání podniku, tzv. going concern princip, zvolil Zhotovitel pro účely stanovení hodnoty Předmětu ocenění metodu tržního porovnání, která z pohledu Zhotovitele nejlépe reflekтуje hodnotu Společnosti.

Pro stanovení hodnoty synergie plynoucí z Nové smlouvy Zhotovitel zvolil výnosovou metodu, která vychází z předpokládané hodnoty příspěvků v jednotlivých letech, které jsou diskontovány k datu ocenění. Následně je stanovena pokračující hodnota přestavující současnou hodnotu budoucích výnosů generovaných z příspěvků Nové smlouvy po konci prognázovaného období.

6 Stanovení Předmětu ocenění

Pro účely ocenění Zhotovitel rozdělil Předmět ocenění do dvou částí, které kalkuloval samostatně, konkrétně se jedná o:

- / 19,3% podíl Společnosti,
- / očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury Pražské služby a.s.

V rámci stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel nejdříve stanovil hodnotu 19,3% podílu Společnosti vycházející z dalšího trvání původní smlouvy uzavřené s HMP ve věci zajištění služeb souvisejících s nakládáním s odpadem a bez vlivu uzavření Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací. Následně byl vyčíslen příspěvek plynoucí z Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací. V posledním kroku pak byly zohledněny očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury Společnosti a stanovena výsledná hodnota Předmětu ocenění.

6.1 Neprovozní čistý obchodní majetek

Při rozdělení majetku na provozně potřebná a nepotřebná aktiva Zhotovitel vychází z předpokladu, že podnik potřebuje majetek určité velikosti a struktury ke své podnikatelské činnosti. Aktiva nezbytná pro základní podnikatelské zaměření jsou označována za aktiva provozně nutná. Ostatní jsou pak označována jako provozně nepotřebná/neprovozní aktiva. Důvody rozdělení spočívají jednak v tom, že část aktiv nemusí být používána nebo z nich neplynou žádné popř. nízké příjmy. S neprovozními aktivy je rovněž spojeno odlišné riziko na rozdíl od hlavního provozu podniku.

K datu ocenění byl identifikován následující neprovozní majetek:

- / investice v nekonsolidovaných dceřiných podnicích,
- / krátkodobý finanční majetek nad rámec okamžité likvidity ve výši 0,15,
- / rezervy vytvořené na nájemné za pozemky (soudní spor).

Společnost k datu ocenění evidovala 100% podíl ve společnostech:

- / AKROP s.r.o., IČO: 264 32 331, se sídlem Tuchoměřice, Ke Špejcharu 392, PSČ 252 67 (dále také „AKROP“),
- / Pražský EKOservis s.r.o., IČO: 032 98 973, se sídlem NA Křečku 365, Praha 10, PSČ 109 00 (dále také „Pražský EKOservis“),
- / EVOK, o.p.s., IČO: 024 12 390, se sídlem Vlkova 430/35, Žižkov, 130 00 Praha 3

Společnost koupila společnost AKROP s.r.o. v roce 2008 za pořizovací cenu 91 298 tis. Kč. V té době společnost generovala zisky okolo 6 mil. Kč, přičemž od roku 2010 výsledek hospodaření postupně klesal. Dle posledních veřejně dostupných informací, tj. k 30. 6. 2015 došlo k opětovnému nárůstu výsledku hospodaření na úroveň před rokem 2010. S ohledem na dostupné informace odpovídající výnosovému potenciálu a ziskům, které by mohly být rozděleny, se Zhotovitel přiklání k názoru, že pořizovací cena společnosti AKROP s.r.o. dostatečně reflektuje její tržní hodnotu k datu ocenění. Tato částka byla snížena o 25 mil. Kč přestavující podíl Společnosti na zisku AKROP, který již byl započítán do neprovozního majetku Společnosti v rámci krátkodobého finančního majetku, a v posledních veřejně dostupných výkazech nebyla ještě tato hodnota zohledněna.

Společnost Pražský EKOservis s.r.o. byla založena za účelem zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy formou tzv. inhouse zadávání. Pořizovací cena finanční investice činila 210 tis. Kč. V průběhu roku 2016 společnost nevykázala žádný zisk. S ohledem na tyto skutečnosti byla tržní hodnota společnosti Pražský EKOservis ponechána na úrovni její účetní hodnoty, tj. ve výši 210 tis. Kč.

Společnost je dále zakladatelem společnosti EVOK, o.p.s., jež byla založena za účelem poskytování obecně prospěšných služeb v oblasti odpadového hospodářství a ekologie městských aglomerací. Vzhledem ke skutečnosti, že se jedná o obecně prospěšnou činnost, která není založena za účelem dosažení zisku, nejedná se o dceřinou společnost, protože není naplněna podmínka práva na proměnlivé příjmy z účasti v jednotce. S ohledem na charakter činnosti této společnosti a vzhledem ke skutečnosti, že výše vlastního jmění se nachází pod hranicí materiality a významnosti vzhledem k výsledné hodnotě Předmětu ocenění, nebyla tržní hodnota společnosti EVOK, o.p.s. kalkulována.

Neprovozní výše krátkodobého finančního majetku byla stanovena nad rámec okamžité likvidity ve výši 0,15, tj. peněžní prostředky ve výši 605 166 tis. Kč. Krátkodobý finanční majetek lze považovat za nejlikvidnější aktivum, z toho důvodu byla jeho tržní hodnota stanovena na úrovni jeho účetní hodnoty k datu ocenění, tj. ve výši 605 166 tis. Kč.

Tržní hodnota rezerv byla ponechána na úrovni účetní hodnoty k datu ocenění, tj. ve výši 12 700 tis. Kč.

Tabulka 25: Neprovozní čistý obchodní majetek Společnosti [v tis. Kč]

Položka	Tržní hodnota
Dlouhodobý finanční majetek	66 508
Krátkodobý finanční majetek	605 166

Položka	Tržní hodnota
Rezervy	12 700
Celkem	658 974

Zdroj: vlastní zpracování

Celková hodnota neprovozního čistého obchodního majetku Společnosti byla k datu ocenění identifikována ve výši 658 974 tis. Kč.

6.2 Hodnota 19,3% podílu Společnosti

Pro účely stanovení hodnoty 19,3% podílu Společnosti Zhotovitel nejdříve určil hodnotu 19,3% podílu Společnosti bez vlivu uzavřené Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací. Následně byl stanoven příspěvek Nové smlouvy a příspěvek Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací, který byl přičten ke stanovené hodnotě 19,3% podílu.

6.2.1 Hodnota 19,3% podílu bez vlivu příspěvku Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací

Pro účely stanovení hodnoty 19,3 % podílu bez vlivu Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržba komunikací Zhotovitel analyzoval dva přístupy, konkrétně:

- / tržní porovnání pomocí srovnatelných podniků
- / tržní porovnání pomocí odvětvových multiplikátorů

Metody tržního porovnání stanoví hodnotu na základě porovnání s daty za konkrétní obor či odvětví, na kterém oceňovaná společnost působí. Odvětvová data Zhotovitel čerpal ze stránek prof. Damodarana.¹² „Srovnatelnost“ těchto podniků by měla být vyjádřena z hlediska odvětví a oboru podnikání, vyráběných produktů, výkonnosti, rizika apod.

Na výběr srovnatelných podniků navazuje výběr vhodných násobitelů. Princip násobitelů je založen na poměru tržní ceny ke vztahové veličině. Násobitele je možné rozlišovat podle způsobu vyjádření tržní ceny akcie a podle vyjádření vztahové veličiny. Podle způsobu vyjádření tržní ceny akcie v násobiteli rozlišujeme variantu equity value, kde se používají přímo tržní ceny akcií z kapitálových trhů, a variantu enterprise value, kde se počítá s hodnotou podniku (hodnotou brutto) jako celku na akcie. Podle vyjádření vztahové veličiny odlišujeme násobitele výnosové a majetkové. Výnosové násobitele je možné počítat na základě zisku za běžné období, EBIT, EBITDA, cash flow či tržeb. V majetkových násobitelích je vztahová veličina vyjádřena ve formě účetní hodnoty vlastního kapitálu či účetní hodnoty investovaného kapitálu.

¹² Zdroj: pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

Po výběru násobitelů jsou určeny jejich hodnoty za srovnatelné podniky či odvětví. Následně je stanovena hodnota oceňovaného podniku na základě součinu zvoleného násobitele a vztahové veličiny. V dalším kroku výpočtu je nutné přičíst tzv. neprovozní majetek podniku.

6.2.1.1 Kalkulace vztahové veličiny a volba typu násobitele

Za účelem stanovení hodnoty Společnosti Zhotovitel s ohledem na výše uvedené analýzy ohledně hospodaření Společnosti zvolil násobitel EV/EBITDA, který reflekтуje provozní zisk a není totikéž ovlivněn rozdílnou kapitálovou strukturou srovnávaných společností, daňovými zákony a dále rozdílnou metodikou odpisování. Vzhledem ke skutečnosti, že Společnost disponuje úročenými zdroji, byl zvolen násobitel na úrovni Enterprise value.

Při kalkulaci EBITDA vycházíme z výsledku hospodaření, který byl následně upraven o položky, které dle názoru Zhotovitele nesouvisí s provozně nutným majetkem a které očištěují výsledek o mimořádné výkyvy, jež by neměly mít trvalý charakter.

Vzhledem ke skutečnosti, že finanční výkazy sestavené k 31. 12. 2016 jsou již ovlivněny příspěvky Nové smlouvy, kalkuloval Zhotovitel upravený výsledek hospodaření (EBITDA) dle výkazů k 30. 6. 2016, které Novou smlouvou ovlivněny nebyly. Upravený výsledek hospodaření byl vypočten dle průměrného efektivního podílu za roky 2013 - 2015, tj. podílu VH před odpisy, úroky a daněmi na VH před odpisy, daněmi a úpravami (tj. ve výši 98 %). Vzhledem ke skutečnosti, že výše stanovený ukazatel EBITDA je pouze za část roku, tj. k 30. 6. 2016, bylo nutné pro další kalkulaci tento ukazatel přepočít na hodnotu celého roku, kde v rámci interní analýzy časové řady dat pololetních a ročních dat včetně komentářů k jednotlivým složkám za poslední roky došlo k redukci lineárně přepočtených výsledků o cca 3 % směrem dolů.

Kalkulace upraveného ukazatele EBITDA k datu ocenění je uvedena v následující tabulce.

Tabulka 26: Upravený ukazatel EBITDA Společnosti k datu ocenění [v tis. Kč]

Rok	2014	2015	2016
Výsledek hospodaření před daněmi	98 285	114 266	71 352
(+) Odpisy	411 334	423 080	215 135
VH před odpisy, daněmi a úpravami	509 619	537 346	286 487
(+) Náklady na majetek neprovozního charakteru	-5 532	14 767	0
Opravné položky k zásobám a pohledávkám	-8 031	-6 019	
Daň z nemovitosti, z převodu nemovitostí	686	1 487	
Rezerva na soudní spory	350	4 600	
Čisté kurzové ztráty	0	699	
Opravné položky k finančnímu majetku	1 463	14 000	
(-) Výnosy na majetek neprovozního charakteru	19 564	43 470	0
Prodej majetku	7 079	9 813	
Prodej vytřízeného majetku	16 810	8 657	

Rok	2014	2015	2016
Výnosy z derivátových operací	-4 325	0	
Podíly na zisku AKROP	0	25 000	
Upravený VH před odpisy a daněmi	484 523	508 643	
(+) Nákladové úroky	4 935	4 919	
Upravený VH před odpisy, úroky a daněmi (EBITDA)	489 458	513 562	544 668
Váhy	1	2	3

Zdroj: výroční zprávy Společnosti

Pro stanovení výsledné hodnoty Společnosti se Zhotovitel z opatrnostních důvodů rozhodl nevycházet pouze z ukazatele EBITDA za rok 2016, ale z vážené hodnoty za poslední 3 roky, tj. za období 2014 - 2016, kdy roku 2014 je přiřazena váha nejnižší a roku 2016 naopak váha nejvyšší.

Tabulka 27: Kalkulace výsledné vztahové veličiny [v tis. Kč]

Položka	2014	2015	2016
EBITDA	489 458	513 562	544 668
Váhy	1	2	3
Vážený průměr		525 098	

Zdroj: vlastní zpracování

Vážená hodnota roční normalizované EBITDA Společnosti před započtením účinnosti vlivu příspěvku Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržba komunikací k datu ocenění 30. 4. 2017 činí 525 098 tis. Kč.

6.2.1.2 Metoda srovnatelných podniků

6.2.1.2.1 Stanovení hodnoty násobitele

Prvním krokem při ocenění metodou srovnatelných podniků je volba srovnatelných podniků, jejichž akcie jsou běžně obchodovány a jsou tedy dostupné jejich tržní ceny. Soubor srovnatelných podniků byl stanoven z dat databáze Yahoo finance¹³, kde byly vybrány 4 srovnatelné společnosti, konkrétně:

- / **Suez Environment Company SA** - mezinárodní holding zabývající se odpadovým a vodním hospodářstvím, jenž je v České republice zastoupen společností SITA CZ a.s. a Ondeo Services CZ a.s.
- / **Derichebourg** - francouzská společnost poskytující služby odpadového hospodářství v globálním měřítku.
- / **Lassila & Tikanoja Oyj** - společnosti zajišťující služby odpadového hospodářství a dále služby čištění a údržby na finském trhu.
- / **Tomra System ASA** - poskytuje řešení v oblasti sběru a třídění odpadu.

¹³ Zdroj: https://biz.yahoo.com/p/sum_qpmid.html

Pro výpočet hodnoty násobitele EV/EBITDA byla použita hodnota mediánu, která eliminuje výkyvy ve vybraném vzorku.

Tabulka 28: Stanovení násobitele dle srovnatelných podniků

Společnost	EV/EBITDA
Suez Environment Company	8,24
Derichebourg	8,7
Lassila & Tikanoja Oyj	9,0
Tomra Systems ASA	12,1
Medián	8,9

Zdroj: databáze Yahoo

Výsledná hodnota násobitele EV/EBITDA byla na základě analýzy srovnatelných podniků stanovená ve výši **8,9**.

6.2.1.2.2 Výsledná hodnota

Vynásobením zvoleného násobitele, tj. EV/EBITDA srovnatelných podniků na vztahovou veličinu Společnosti je získána hodnota Společnosti brutto. Hodnota Společnosti netto je pak získána odečtením úročeného cizího kapitálu, který byl k datu ocenění identifikován ve výši 309 523 tis. Kč, tj. výše dlouhodobých a krátkodobých závazků z finančního pronájmu, a přičtením hodnoty neprovozního čistého obchodního majetku.

Stanovení výsledné hodnoty Společnosti před uzavřením Nové smlouvy a Nové zakázky na základě metody srovnatelných podniků je zobrazeno v následující tabulce.

Tabulka 29: Hodnota Společnosti dle metody srovnatelných podniků [v tis. Kč]

Násobitel	Hodnota	Upravená EBITDA	Hodnota brutto	Úroč. CK	Neprovoz	Hodnota netto
EV/EBITDA	8,9	525 098	4 649 741	309 523	658 974	4 999 192

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota 19,3% podílu Společnosti před účinností příspěvku Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržba komunikací stanovená na základě metody tržního porovnání pomocí srovnatelných podniků je uvedena v následující tabulce.

Tabulka 30: Výsledná hodnota 19,3% podílu Společnosti dle metody srovnatelných podniků [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Hodnota Společnosti netto	4 999 192
Oceněvaný podíl	19,3%
Výsledná hodnota 19,3% podílu Společnosti	964 844

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota 19,3% podílu Společnosti před účinností Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací stanovená pomocí metody tržního porovnání pomocí srovnatelných podniků k datu ocenění činí 964 844 tis. Kč.

6.2.1.3 Metoda odvětvových násobitelů

Další přístup, který byl zvolen pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění, je metoda odvětvových násobitelů, která stanoví hodnotu na základě porovnání s daty za konkrétní obor či odvětví, na kterém oceňovaná společnost působí. Odvětvová data Zhotovitel čerpal ze stránek prof. Damodarana.¹⁴

Při stanovení odvětvových násobitelů Zhotovitel vycházel ze souboru evropských podniků, jejichž předmět činnosti byl klasifikován jako „Environmental & Waste Services“, což dle názoru Zhotovitele nejlépe odpovídá odvětví, ve kterém Společnost působí.

Dalším krokem je volba vhodného násobitele. Ke stanovení hodnoty Společnosti byl zvolen, stejně jako v předchozím přístupu, výnosový násobitel EV/EBITDA, který poměruje hodnotu vlastního a cizího kapitálu (enterprise value) s hodnotou EBITDA.

Zhotovitel analyzoval hodnoty ukazatele EV/EBITDA za roky 2016 a 2017 a jako výslednou hodnotu násobitele použil průměr za tyto roky.

Tabulka 31: Výběr odvětvového ukazatele EV/ EBITDA pro odvětví Environmental & Waste Services

Položka	2015	2017	Průměr
Počet podniků	53	55	
EV/EBITDA	8,40	9,28	8,84

Zdroj: databáze prof. Damodarana

Poměrně vysoká četnost podniků, které definují střední hodnotu násobitele, zvyšuje relevanci těchto dat tak, aby ocenění nebylo zkresleno nahodilými efekty. Hodnota průměrného násobitele EV/EBITDA za zvolené odvětví činí **8,84**.

6.2.1.3.1 Stanovení výsledné hodnoty

Vynásobením zvoleného násobitele, tj. EV/EBITDA za zvolené odvětví a vztahové veličiny Společnosti je získána hodnota Společnosti brutto. Hodnota Společnosti netto je pak získána odečtením úročeného cizího kapitálu, který byl k datu ocenění identifikován ve výši 309 523 tis. Kč a přičtením hodnoty neprovozního čistého obchodního majetku.

¹⁴ Zdroj: pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

Tabulka 32: Hodnota Společnosti dle metody odvětvových násobitelů [v tis. Kč]

Násobitel	Hodnota	EBITDA	Hodnota brutto	Úroč. CK	Neprovoz	Hodnota netto
EV/EBITDA	8,8	525 098	4 641 456	309 523	658 974	4 990 907

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota 19,3% podílu Společnosti před účinností Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací stanovená na základě metody tržního porovnání pomocí srovnatelných podniků je uvedena v následující tabulce.

Tabulka 33: Výsledná hodnota 19,3% podílu Společnosti dle metody odvětvových násobitelů [v tis. Kč]

Položka	
Hodnota Společnosti netto	4 990 907
Ocenovaný podíl	19,3%
Výsledná hodnota 19,3% podílu Společnosti	963 245

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota 19,3% podílu Společnosti před účinností Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací stanovená pomocí metody tržního porovnání pomocí odvětvových násobitelů k datu ocenění činí 963 245 tis. Kč.

6.2.1.4 Výsledná hodnota Předmětu ocenění před účinností Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací

Na základě výstupů dílčích metod Zhotovitel stanovil hodnotu 19,3% podílu Společnosti před účinností Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací jako vážený průměr jednotlivých dílčích výsledků. Výsledným hodnotám získaným na základě metody tržního porovnání byla přiřazena shodná váha, tj. 50 %.

Tabulka 34: Hodnota 19,3% podílu Společnosti [v tis. Kč]

Položka	Hodnota	Váha	Výsledná hodnota
Tržní porovnání - odvětví	964 844	50%	482 422
Tržní porovnání - podniky	963 245	50%	481 623
Hodnota 19,3% podílu Společnosti			964 045

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota 19,3% podílu Společnosti před účinností Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací stanovená pomocí metody tržního porovnání k datu ocenění činí 964 045 tis. Kč.

6.2.2 Dopady z uzavření Nové smlouvy

Dne 18. 7. 2016 byla uzavřená s HMP Nová smlouva. Příspěvek Nové smlouvy oproti původní smlouvě je znázorněn v následující tabulce. S ohledem na informace odpovídající Obrázku č. 1 předpokládáme, že podíl Společnosti bude přibližně ve výši 2/3 s výjimkou služby využití a

odstranění SKO, kde očekáváme podíl ve výši 100 % z důvodu, že bude z největší části realizováno prostřednictvím Závodu 14 (spalovna Malešice).

Tabulka 35: Hodnota příspěvku nové smlouvy [v tis. Kč]

Služba	Původní smlouva (12m)	Nová smlouva	Podíl PSAS	Příspěvek	Podíl PSAS
Využití a odstranění SKO	331 337	366 048	366 048	34 712	100%
Sběr a svoz SKO	237 293	440 858	293 905	56 613	67%
Sběr a svoz ostatní	181 509	330 727	220 484	38 976	67%
Úklid sběrných stanovišť	24 509	43 761	29 174	4 665	67%
Call centrum	5 292	14 931	9 954	4 662	67%
Celkem	779 939	1 196 324	919 565	139 626	

Zdroj: magistrát hl. m. Prahy

Zhotovitel předpokládá, že uzavřením Nové smlouvy dojde k navýšení výnosů o cca 139 626 tis. Kč za rok, přičemž nákladová stránka zůstane maximálně na stejně úrovni, tzn. příspěvek nové smlouvy na ukazatel EBITDA ve výši **139 626 tis. Kč ročně**.

Nová smlouva je platná 10 let, tj. od druhé poloviny roku 2016 do druhé poloviny roku 2026. Po uplynutí 10 let Zhotovitel předpokládá prodloužení smlouvy a nárůst ročního příspěvku o 10-letou inflaci. Indexovaná hodnota příspěvku po uplynutí 10 let činí **163 944 tis. Kč**.

Při stanovení diskontní míry zhotovitel vycházel ze vztahu EV/EBITDA a nákladů na vlastní kapitál, kdy platí, že¹⁵:

$$\frac{EV}{EBITDA} * EBITDA = \frac{EBITDA * (1-t)}{nvk} \Rightarrow \frac{EV}{EBITDA * (1-t)} = \frac{1}{nvk}$$

Na základě výše uvedeného vzorce byly vypočteny reálné náklady na vlastní kapitál ve výši 9,2 %, které bylo nutné dále navýšit o míru inflace.

Tabulka 36: Míra inflace pro období 2017 až 2026

Položka	2017	2018	2019	2020	2021 - 2026
Inflace	2,0%	1,6%	1,8%	1,8%	1,8%

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

V následující tabulce je uveden výpočet přínosu plynoucí z Nové smlouvy od data ocenění po ukončení její platnosti.

¹⁵ vztah platí za předpokladu nulových nákladů s výjimkou nákladů daňových a za předpokladu dodatečné nulové dluhové kapacity ve spojení s Novou smlouvou

Tabulka 37: Současná hodnota příspěvků z Nové smlouvy [v tis. Kč]

Položka	5-12/2017	2018	2019	2020	2021	2022
Příspěvek Nové smlouvy	93 084	139 626	139 626	139 626	139 626	139 626
Příspěvek po dani	66 555	113 097	113 097	113 097	113 097	113 097
Odúročitel	0,932	0,843	0,758	0,683	0,616	0,555
SH příspěvků	62 024	95 392	85 715	77 251	69 624	62 749
Položka	2023	2024	2025	7/2026	Perpetuita	
Příspěvek Nové smlouvy	139 626	139 626	139 626	81 449	1 450 433	
Příspěvek po dani	113 097	113 097	113 097	65 974		
Odúročitel	0,500	0,451	0,406	0,382	0,382	
SH příspěvků	56 554	50 970	45 937	25 220	554 459	

Zdroj: vlastní zpracování

Kalkulace výsledné hodnoty příspěvku plynoucího z uzavření Nové smlouvy je uvedena v následující tabulce jako součet SH příspěvků v jednotlivých letech a období perpetuity.

Tabulka 38: Výsledná hodnota příspěvku z Nové smlouvy odpovídající 19,3% podílu [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Současná hodnota příspěvku	1 185 894
Hodnota odpovídající 19,3% podílu	228 878

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota příspěvku z uzavřené Nové smlouvy k datu ocenění 30. 4. 2017 činí 228 878 tis. Kč.

6.2.3 Dopady z uzavření Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací

Dne 3. 4. 2017 TSK zveřejnily veřejnou zakázku na údržbu komunikací na období 2018 - 2028. Předpokládaná hodnota 120 měsíční zakázky činí 14 mld. Kč, tzn. 1 400 mil. Kč ročně. K datu ocenění je veřejná zakázka ve fázi podávání přihlášek, žádná smlouva nebyl prozatím uzavřena.

Dne 31. května 2010 uzavřela Společnost s TSK Smlouvou o provádění letní a zimní údržby pozemních komunikací na území hlavního města Prahy, jejímž předmětem je zimní údržba pozemních komunikací, letní údržba pozemních komunikací a obsluha odpadkových košů, skladování chemických posypových prostředků a roztoků, havarijní úklid pozemních komunikací, čištění odvodnění pozemních komunikací a čištění objektů. Cena díla je stanovena formou jednotkových cen za jednotlivé práce.

V roce 2016 činily tržby ze segmentu údržba komunikací 1 268 mil. Kč, v roce 2015 to bylo 1 166 mil. Kč. Část tržeb připadajících na společnost TSK je znázorněna v následující tabulce. Tržby od společnosti TSK za období 2014 až 2016 tvořily v průměru 78 % tržeb celého segmentu.

Tabulka 39: Plnění od TSK z titulu uzavřené smlouvy [v mil. Kč]

	2014	2015	2016
Tržby	889	924	987

Zdroj: výroční zpráva Společnosti

Na základě předpokládané hodnoty z veřejné zakázky lze očekávat nárůst tržeb a proporcionalní nárůst provozního zisku. Zhotovitel předpokládá, že uzavřením Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací dojde k navýšení výnosů až o cca 444 mil. Kč za rok. Zhotovitel předpokládá hospodaření Společnosti v souladu s péčí řádného hospodáře, proto neočekává výraznější nárůst nákladů. Příspěvek Nové smlouvy na ukazatel EBITDA byl stanoven ve výši 444 mil. Kč ročně. Navýšení výnosů Zhotovitel stanovil jako rozdíl očekávaných tržeb, tj. tržeb plynoucích z veřejné zakázky ve výši 1 400 mil. Kč a tržeb skutečných. Pro účely vyloučení mimořádných vlivů plynoucích zejména z klimatických podmínek, byly skutečné tržby kalkulovány na úrovni průměrné hodnoty roků 2015 a 2016, tj. tržby ve výši 956 mil. Kč. Postup kalkulace je uveden v následující tabulce.

Tabulka 40: Výpočet příspěvku z Nové smlouvy v segmentu údržba komunikací za rok [v mil. Kč]

Položka	Hodnota
Výše tržeb plynoucí z veřejné zakázky	1 400
Průměrné tržby plynoucí z TSK za roky 2015 a 2016	956
Příspěvek z Nové zakázky (rozdíl tržeb)	444

Zdroj: vlastní zpracování

Pro stanovení reálných nákladů na vlastní kapitál Zhotovitel použil analogický postup, jak tomu bylo v případě kalkulace příspěvku z Nové smlouvy, tj. využil vztahu nákladů na vlastní kapitál a násobitele EV/EBITDA. V tomto případě však Zhotovitel aplikoval rizikovou přirážku ve výši 20 % zohledňující jednak skutečnost, že Zhotovitel nepředpokládá výraznější nárůst nákladů, dále pak skutečnost, že k datu ocenění je Nová smlouva v segmentu údržby komunikací stále ve fázi podávání přihlášek a nebyl podepsán zamýšlený kontrakt (Zhotovitel tak tyto rizika efektivně kalkuluje do hodnoty srážky z celkové hodnoty zakázky až na 30 % maximální možné hodnoty). V případě, že HMP by získalo 100% podíl ve Společnosti, je však výrazně větší šance, že Společnost zakázku získá.

Výsledná hodnota je pak vypočtena jako EBITDA po dani / reálné náklady vlastního kapitálu.

Tabulka 41: Stanovení výsledné hodnoty příspěvku Nové smlouvy v segmentu údržba komunikací [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Roční příspěvek po dani (EBITDA po dani)	359 903
Reálné náklady na vlastní kapitál	9,2%
Reálné náklady na vlastní kapitál s rizikovou přirážkou	29,2%
Hodnota příspěvku plynoucího z Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací	1 234 424
Výsledná hodnota příspěvku odpovídající 19,3% podílu	238 244

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota příspěvku z Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací k datu ocenění činí 238 244 tis. Kč.

6.2.4 Výsledná hodnota 19,3% podílu Společnosti

V předchozích kapitolách byla vyčíslena hodnota 19,3% podílu Společnosti před účinností příspěvku Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací, dále příspěvek Nové smlouvy a příspěvek Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací na výslednou hodnotu Společnosti.

V následující tabulce je uvedena rekapitulace výše uvedených závěrů.

Tabulka 42: Výsledná hodnota příspěvku 19,3% podílu Společnosti [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Hodnota 19,3% podílu bez vlivu Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržba komunikací	964 045
Příspěvek plynoucí z Nové smlouvy	228 878
Příspěvek plynoucí z Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací	238 244
Výsledná hodnota 19,3% podílu	1 431 166

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota 19,3% podílu Společnosti stanovená na základě metody tržního porovnání k datu ocenění činí 1 431 166 tis. Kč.

6.3 Očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury Pražské služby a.s. ve vztahu k plánovaným transakcím

Dne 18. 7. 2016 byla uzavřená s HMP smlouva s platností na 10 let, tj. od druhé poloviny roku 2016 do druhé poloviny roku 2026. Dle veřejně dostupných informací se předpokládá, že v důsledku uvažovaných transakcí získá Magistrát Hlavního Města Prahy takový podíl na Pražské služby a.s., který umožní přidělit společnosti Pražské služby a.s. další kontrakt na „Zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. města Prahy v období po roce 2025“ bez soutěže s dalšími dodavateli tj. dodatečný prospěch z cca 1/3 objemu zakázky, který realizuje dle Nové smlouvy (2016 - 2025) AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o.

Pro účely zohlednění Očekávaných specifických možností budoucího vývoje plynoucího z nové vlastnické struktury Společnosti Zhotovitel v prvním kroku kalkuloval výši příspěvku z Nové smlouvy za předpokladu, že Společnost po uplynutí platnosti Nové smlouvy trh ovládne, tzn. bude jí patřit celý příspěvek ve výši 416 mil. Kč. Tato hodnota pak byla porovnána s hodnotou příspěvku z Nové smlouvy, která byla vyčíslena v rámci kapitoly č. 6.2.2 Dopady z uzavření Nové smlouvy.

V případě získání 100% podílu Nové smlouvy, tj. příspěvku ve výši 416 mil. Kč však nelze předpokládat, že nákladová stránka zůstane maximálně na stejné úrovni. Proto Zhotovitel na část příspěvku nad částku 139 626 tis. Kč, tj. 276 759 tis. Kč, aplikoval EBITDA marži. Ta byla stanovena na úrovni průměrné hodnoty v segmentu Odvoz a recyklace odpadu v roce 2014 a 2015.

Tabulka 43: Stanovení EBITDA marže

	2014	2015
EBITDA marže	27%	28%
Průměr		27,5%

Zdroj: výroční zpráva Společnosti

Přepočtená hodnota příspěvku za předpokladu, že HMP na konci platnosti Nové smlouvy, tj. po uplynutí 10 let, bude držet 100% podíl ve Společnosti, činí se zohledněním 10 letého nárůstu cenové hladiny 253 373 tis. Kč. Diskontní míra, resp. náklady na vlastní kapitál byly stanoveny na stejné úrovni, jak bylo uvedeno v kapitole č. 6.2.2 *Dopady z uzavření Nové smlouvy*.

V následující tabulce je uveden přepočet příspěvků z Nové smlouvy na současnou hodnotu.

Tabulka 44: Současná hodnota příspěvků z Nové smlouvy při ovládnutí trhu

Položka	5-12/2017	2018	2019	2020	2021	2022
Příspěvek Nové smlouvy	93 084	139 626	139 626	139 626	139 626	139 626
Příspěvek po dani	66 555	113 097	113 097	113 097	113 097	113 097
Odúročitel	0,932	0,843	0,758	0,683	0,616	0,555
SH příspěvků	62 024	95 392	85 715	77 251	69 624	62 749
Položka	2023	2024	2025	7/2026	Perpetuita	
Příspěvek Nové smlouvy	139 626	139 626	139 626	81 449	2 241 620	
Příspěvek po dani	113 097	113 097	113 097	65 974		
Odúročitel	0,500	0,451	0,406	0,382	0,382	
SH příspěvků	56 554	50 970	45 937	25 220	856 908	

Zdroj: vlastní zpracování

Kalkulace výsledné hodnoty příspěvku plynoucího z uzavření Nové smlouvy v případě získání 100 % trhu je uvedena v následující tabulce jako součet SH příspěvků v jednotlivých letech a období perpetuity.

Tabulka 45: Výsledná hodnota příspěvku z Nové smlouvy plynoucí ze získání celého trhu

Položka	Hodnota
Současná hodnota příspěvku	1 488 343
Hodnota odpovídající 19,3% podílu	287 250

Zdroj: vlastní zpracování

V následující tabulce je uvedena výsledná hodnota očekávaných specifických možností budoucího vývoje plynoucí ze změny vlastnické struktury, tj. získání dodatečné 1/3 trhu Společnosti.

Tabulka 46: Výsledná hodnota očekávaných specifických možností plynoucí ze změny vlastnické struktury Společnosti [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Hodnota příspěvku za předpokladu ovládnutí ze strany HMP	287 250
Hodnota příspěvku za předpokladu prospěchu z 2/3 podílu Nové smlouvy	228 878
Výsledná hodnota očekávaných specifických možností vyplývající ze změny vlastnické struktury Společnosti	58 373

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota Očekávaných specifických možností budoucího vývoje plynoucích z nové vlastnické struktury Společnosti k datu ocenění činí 58 373 tis. Kč.

6.4 Výsledná hodnota Předmětu ocenění

V rámci stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel nejdříve stanovil hodnotu 19,3% podílu Společnosti bez zahrnutí vlivu příspěvku Nové smlouvy a Nové zakázky na údržbu. Následně byl vyčíslen příspěvek plynoucí z Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržba komunikací, a tím stanovena výsledná hodnota 19,3% podílu. V posledním kroku pak byla stanovena hodnota očekávaných specifických možností budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury Společnosti.

V následující tabulce je uvedena rekapitulace hodnot vstupujících do výsledné hodnoty Předmětu ocenění.

Tabulka 47: Výsledná hodnota synergie plynoucí z Nové smlouvy [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Hodnota 19,3% podílu před Novou smlouvou	964 045
Příspěvek plynoucí z Nové smlouvy	228 878
Příspěvek plynoucí z Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací	238 244
Hodnota 19,3% podílu před účinky Nové smlouvy a Nové smlouvy v segmentu údržby komunikací	1 431 166
Očekávané specifické možnosti plynoucí z nové vlastnické struktury Společnosti	58 373
Výsledná hodnota Předmětu ocenění	1 489 539

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota Předmětu ocenění byla k datu ocenění 30. 4. 2017 stanovena ve výši 1 489 539 tis. Kč.

V rámci stanovení hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel kalkuloval očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury Společnosti pouze na

úrovni 19,3% podílu. Existuje zde rovněž i synergie na úrovni stávajícího podílu HMP (76,9 %) ve výši 232 583 tis. Kč.

7 Rekapitulace

Při vypracování tohoto odborného stanoviska vzl Zhotovitel v úvahu všechny podstatné faktory a rizika, která ovlivňují či mohou ovlivňovat výslednou hodnotu.

Předmět ocenění

Předmětem tohoto odborného stanoviska je stanovení 19,3% podílu společnosti Pražské služby, a.s., IČ: 601 94 120, se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 444/1, PSČ 190 00, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 2432 (dále také „Společnost“) se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce mezi Magistrátem hlavního města Prahy a společností Energetický a průmyslový holding, a.s., resp. AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. (EP Industries, a.s.).

Použitý způsob ocenění

Pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel použil metodu tržního porovnání. Hodnota Předmětu ocenění byla pomocí této metody stanovena následovně:

/ Metodou tržního porovnání: 1 489 539 tis. Kč

Domníváme se, že zvolená poskytuje reálný obraz významných aspektů popisujících ekonomický přínos z oceňovaného podniku a jako takovou tedy považujeme metodu tržního porovnání za metodu nejlépe vystihující hodnotu Předmětu ocenění.

V rámci stanovení hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel kalkuloval očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury Společnosti pouze na úrovni 19,3% podílu. Existuje zde rovněž i synergie na úrovni stávajícího podílu HMP (76,9 %) ve výši 232 583 tis. Kč.

8 Závěrečný výrok

Na základě použitých podkladů a předpokladů uvedených v tomto odborném stanovisku jsme dospěli k závěru, že hodnota Předmětu ocenění, 19,3% podílu společnosti Pražské služby, a.s., IČ: 601 94 120, se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 444/1, PSČ 190 00, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 2432 (dále také „Společnost“) se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce mezi Magistrátem hlavního města Prahy a společností Energetický a průmyslový holding, a.s., resp. AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. (EP Industries, a.s.), k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 činí:

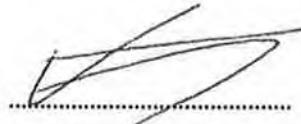
1 489 539 tis. Kč

(Slovy: jedna miliarda čtyři sta osmdesát devět milionů pět set třicet devět tisíc korun českých)

V rámci stanovení hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel kalkuloval očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury Společnosti pouze na úrovni 19,3% podílu. Existuje zde rovněž i synergie na úrovni stávajícího podílu HMP (76,9 %) ve výši 232 583 tis. Kč.

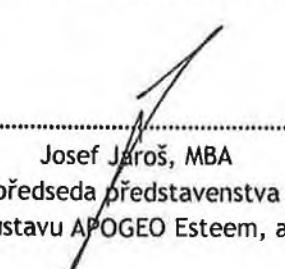
V rámci stanovení hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel předpokládá efektivní fungování Společnosti odpovídající péči řádného hospodáře, které se projeví, mimo jiné, v pozitivních výsledcích hospodaření v souvislosti se zlepšením cen vyplývajících z Nové smlouvy, přičemž její nová délka trvání má rovněž dopad do snížení rizika Společnosti.

Odborné stanovisko sestavil a případná vysvětlení podá:



.....
Ing. Pavel Tůma, Ph.D.
partner znaleckého ústavu

Podpis za znalecký ústav:



.....
Josef Jaroš, MBA
předseda představenstva
znaleckého ústavu APOGEO Esteem, a.s.

V Praze dne 30. 05. 2017

ZNALECKÝ POSUDEK

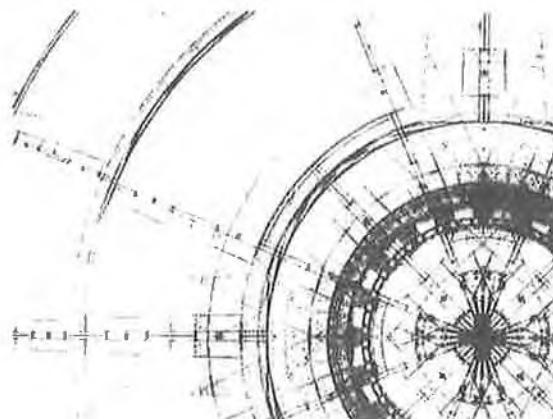
č. 1343-123/2016

**Stanovení tržní hodnoty 51% podílu ve společnosti Pražská
teplárenská Holding a.s.**

Zhotovitel: APOGEO Esteem, a.s., znalecký ústav
Rohanské nábřeží 671/15
186 00 Praha 8
IČO: 261 03 451

Zadavatel: Hlavní město Praha
Mariánské náměstí 2/2
110 01 Praha 1
IČO: 000 64 581

Posudek obsahuje celkem **68** stran textu včetně titulní strany a příloh a je vyhotoven ve třech výtiscích.
Jedno vyhotovení je uloženo v elektronickém archivu Zhotovitele.



Souhrnná zpráva ke znaleckému posudku č. 1343-123/2016

Předmět a účel znaleckého posudku

Předmětem tohoto znaleckého posudku je ocenění vlastnického podílu Hlavního města Prahy, tj. 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., IČO: 264 16 808, se sídlem Partyzánská 1, 170 00 Praha 7, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 6889, a to pro účely prodeje.

Zhotovitel

Znalecký posudek zpracoval znalecký ústav APOGEO Esteem, a.s. se sídlem Rohanské nábřeží 671/15, 186 00 Praha 8, IČ: 261 03 451, jmenovaný znaleckým ústavem na základě žádosti a 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. ve znění pozdějších předpisů.

Rozhodné datum

Za rozhodné datum pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění považujeme datum 31. 8. 2016.

Závěr

Na základě použitých podkladů a předpokladů uvedených v tomto znaleckém posudku jsme dospěli k závěru, že hodnota Předmětu ocenění stanovená metodou KČV k datu ocenění, tj. k 31. 8. 2016 činí:

2 957 310 tis. Kč

(Slovy: dvě miliardy devět set padesát sedm milionů tři sta deset tisíc korun českých)

Datum vypracování znaleckého posudku

Znalecký posudek byl vypracován k datu 20. 12. 2016.

Vybrané náležitosti znaleckého posudku, tj. otisk znalecké pečeti, podpis a znalecká doložka viz str. 68.

Obsah

1 ÚVOD	7
1.1 Účel a předmět ocenění	7
1.2 Obecné předpoklady a omezující podmínky	7
1.3 Rozhodné datum ocenění	9
1.4 Vymezení pojmu hodnota	9
1.4.1 Pojmy definice tržní hodnoty dle IVS 011	9
1.5 Podkladové materiály	10
1.6 Použitá literatura	10
2 CHARAKTERISTIKA PŘEDMĚTU OCENĚNÍ.....	12
2.1 Identifikace Společnosti k datu ocenění	12
2.1.1 Představenstvo	12
2.1.2 Dozorčí rada	13
2.2 Vlastnická struktura a podíly	13
2.3 Historie a předmět činnosti Společnosti	16
2.4 Charakteristika významných společností konsolidačního celku	17
2.4.1 Pražská teplárenská a.s.	17
2.4.2 PT měření, a.s.	18
3 FINANČNÍ ANALÝZA KONSOLIDAČNÍHO CELKU	19
3.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy	19
3.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	23
3.3 Zisková marže	25
3.4 Pracovní kapitál	25
3.5 Investice a odpisy	27
3.6 Poměrové ukazatele	28
3.6.1 Ukazatele rentability	28
3.6.2 Ukazatele aktivity	29
3.6.3 Ukazatele likvidity	30
3.6.4 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy	31
3.7 Porovnání s konkurencí v České republice	32
3.7.1 Analýza konkurence	32
3.7.2 Ukazatele rentability	34
3.7.3 Ukazatele aktivity	34
3.7.4 Ukazatele likvidity	35
3.7.5 Ukazatele zadluženosti	36
3.8 Shrnutí	37
4 STRATEGICKÁ ANALÝZA	39
4.1 Makroekonomická situace	39
4.1.1 Ekonomický výkon	39
4.1.2 Inflace	40
4.1.3 Trh práce	41
4.1.4 Měnový kurz (CZK/EUR, CZK/USD)	42
4.1.5 Hospodářský vývoj EU	43

4.2 Relevantní trh	45
4.2.1 Vymezení relevantního trhu	45
4.2.2 Výroba tepelné energie.....	46
4.2.3 Rozvod tepelné energie v ČR	46
4.2.4 Spotřeba tepelné energie v ČR.....	47
4.2.5 Vývoj trhu s tepelnou energií.....	48
4.2.6 Pozice teplárenství v rámci průmyslu.....	49
4.2.7 Počet subjektů v teplárenství	50
4.2.8 Výhled tepelné energie.....	50
4.3 Shrnutí strategické analýzy	51
5 METODIKA OCENĚNÍ	53
5.1 Základní metody ocenění	53
5.1.1 Výnosový přístup	53
5.1.2 Metody tržní komparace.....	54
5.1.3 Majetkový přístup	54
5.1.4 Metoda amortizační hodnoty	55
5.2 Volba metody.....,	55
6 STANOVENÍ HODNOTY PŘEDMĚTU OCENĚNÍ POMOCÍ METODY KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ.....	56
6.1.1 Způsob stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu.....	56
6.1.2 Způsob stanovení diskontní míry.....	57
6.2 Neprovozní čistý obchodní majetek	60
6.3 Výpočet metodou KČV	61
7 STANOVENÍ HODNOTY PŘEDMĚTU OCENĚNÍ POMOCÍ TRŽNÍHO POROVNÁNÍ	64
7.1 Způsob stanovení hodnoty	64
7.2 Stanovení násobitele	65
7.3 Stanovení výsledné hodnoty	65
8 REKAPITULACE	66
9 ZÁVĚREČNÝ VÝROK.....	67
10 ZNALECKÁ DOLOŽKA	68

Tabulky

Tabulka 1: Vlastnická struktura Společnosti	13
Tabulka 2: Společnosti vstupující do konsolidovaného celku Společnosti	14
Tabulka 3: Společnosti vstupující do konsolidačního celku společnosti Pražská teplárenská, a.s.	14
.....	14
Tabulka 4: Vertikální analýza aktiv ve sledovaném období	19
Tabulka 5: Vertikální analýza pasiv ve sledovaném období	21
Tabulka 6: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období	23
Tabulka 7: Vývoj ziskové marže ve sledovaném období [v tis. Kč]	25
Tabulka 8: Analýza pracovního kapitálu [tis. Kč]	26

Tabulka 9: Dlouhodobý nehmotný majetek k datu ocenění [tis. Kč]	27
Tabulka 10: Dlouhodobý hmotný majetek k datu ocenění [tis. Kč]	27
Tabulka 11: Přírůstky dlouhodobého majetku ve sledovaném období [v tis. Kč]	27
Tabulka 12: Investice brutto ve sledovaném období [v tis. Kč]	28
Tabulka 13: Ukazatele likvidity	31
Tabulka 14: Ukazatele zadluženosti	31
Tabulka 15: Mezipodnikové srovnání ukazatelů rentability.....	34
Tabulka 16: Mezipodnikové srovnání ukazatelů aktivity	34
Tabulka 17: Mezipodnikové srovnání ukazatelů likvidity	35
Tabulka 18: Mezipodnikové srovnání ukazatelů dlouhodobé finanční rovnováhy	36
Tabulka 19: Činnosti Pražské teplárenské a.s. dle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE)	45
Tabulka 20 Vývoj zdrojů tepla v PJ	51
Tabulka 21: Koeficient beta nezadlužených podniků	59
Tabulka 22: Výsledný výpočet nákladů vlastního kapitálu	59
Tabulka 23: Výše neprovozního čistého obchodního majetku Společnosti k datu ocenění [v tis. Kč]	61
Tabulka 24: Kalkulace upraveného výsledku hospodaření [v tis. Kč]	62
Tabulka 25: Stanovení míry inflace	62
Tabulka 26: Kalkulace trvale odnímatelného čistého výnosu před odpisy [v tis. Kč]	62
Tabulka 27: Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu po dani [v tis. Kč]	63
Tabulka 28: Výpočet výsledné hodnoty Předmětu ocenění metodou KČV [v tis. Kč]	63
Tabulka 29: Násobitel P/E pro odvětví Coal & Related Energy	65
Tabulka 30: Výsledná kalkulace [v tis. Kč]	65

Grafy

Graf 1: Analýza pracovního kapitálu	26
Graf 2: Vývoj ukazatelů rentability.....	29
Graf 3: Vývoj ukazatelů aktivity [dny]	30
Graf 4: Vývoj ukazatelů aktivity - Doba obratu zásob a celkových aktiv [dny]	30
Graf 5: Vývoj ukazatelů zadluženosti	32
Graf 6:Vývoj HDP	40
Graf 7: Vývoj inflace	41
Graf 8: Vývoj míry nezaměstnanosti	41
Graf 9: Vývoj průměrných měnových kurzů	42
Graf 10: Vývoj tempa růstu HDP v EU a Eurozóně	43
Graf 11: Vývoj míry inflace v EU a Eurozóně..	44
Graf 12 Čistá výroba tepla (dodávka tepla pro rozvod) v PJ	47
Graf 13 Spotřeba tepla v TJ	48
Graf 14 Velikost trhu s tepelnou energií v ČR (mil. Kč)	49
Graf 15 Podíl teplárenství na průmyslu a energetice v ČR.....	49
Graf 16 Počet platných licencí v teplárenství	50
Graf 17 Vývoj a struktura dodávek tepla ze soustav zásobování teplem v PJ (petajoule)	51

Obrázky

Obrázek 1: Majetková struktura a vlastnické podíly Společnosti 16

1 Úvod

1.1 Účel a předmět ocenění

Předmětem tohoto znaleckého posudku je ocenění vlastnického podílu Hlavního města Prahy, tj. 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., IČO: 264 16 808, se sídlem Partyzánská 1, 170 00 Praha 7, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 6889 (dále také „Společnost“), a to pro účely prodeje (dále také „Předmět ocenění“).

1.2 Obecné předpoklady a omezující podmínky

Toto ocenění je zpracováno v souladu s následujícími obecnými a omezujícími podmínkami:

1. Tento znalecký posudek je použitelný pouze pro účely, které jsou vymezeny v kapitole č. 1.1 Účel a předmět ocenění, a závěry v něm uvedené nelze zobecňovat k jakýmkoli jiným případům.
2. Informace z dostupných veřejných zdrojů, na nichž je založeno celé nebo část ocenění, jsou věrohodné, ale nebyly ve všech případech ověřovány.
3. Analýzy, názory a závěry uvedené v tomto znaleckém posudku jsou platné jen za omezujících podmínek a předpokladů, které jsou uvedeny v tomto posudku a jsou našimi osobními, nezaujatými analýzami, názory a závěry.
4. Zhotovitel nepřebírá odpovědnost za změny v tržních podmírkách. Nepředpokládá, že by důvodem k přezkoumání tohoto tržního ocenění mělo být zohlednění událostí nebo podmínek, které by se vyskytly následovně po datu ocenění.
5. V rámci podnikání dotčených společností se předpokládá plný soulad se všemi aplikovanými zákony a předpisy v ČR.
6. Ocenění zohledňuje všechny veřejně dostupné skutečnosti známé Zhotoviteli nejpozději k datu ocenění, které by mohly ovlivnit dosažené závěry nebo odhadnuté hodnoty.
7. Konstatujeme, že nemáme žádné současné ani budoucí zájmy na předmětu ocenění v rámci tohoto znaleckého posudku ani na zúčastněných osobách a současně neexistuje žádný osobní zájem nebo zaujatost v souvislosti s výsledkem znaleckého posudku.
8. Konstatujeme, že v rámci stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel reflektoval pouze veřejně dostupné informace. V případě nedostatečných informací k některým položkám, Zhotovitel přistoupil k ocenění v konzervativním duchu.

9. Konstatujeme, že si jsme vědomi skutečnosti, že společnost Pražská teplárenská a.s. podala odvolání proti rozhodnutí Energetického regulačního úřadu, dle kterého měly být ceny tepla v roce 2011 na levém břehu Vltavy nepřiměřené. Zhotovitel nedisponoval k datu vyhotovení bližšími informacemi, proto není v rámci stanovení výsledné hodnoty tato skutečnost zohledněna.
10. V rámci vypracování tohoto znaleckého posudku Zhotovitel pracoval pouze s veřejně dostupnými údaji, tj. s konsolidovanými finančními výkazy k 31. 12. 2015. Zhotovitel si je vědom skutečnosti, že konsolidované finanční výkazy k 31. 12. 2015 v sobě zahrnují výnosy a náklady plynoucí ze společnosti Pražská teplárenská LPZ, a.s., která byla v průběhu roku 2016 prodána. Předpokládáme, že prodej společnosti Pražská teplárenské LPZ, a.s. byl realizován za tržní cenu, přičemž mimořádné peněžní prostředky plynoucí z prodeje zůstaly ve Společnosti. V takovém případě by výsledná hodnota uvedená v tomto znaleckém posudku měla být nezkreslena. Z toho důvodu rovněž nelze interpretovat dílčí hodnoty v rámci kalkulace separátně - tj. např. rozdelení na provozní a neprovozní část, kdy s ohledem na relevanci k datu ocenění 31. 8. 2016 lze takto interpretovat pouze výslednou hodnotu Společnosti.
11. Zhotovitel si je vědom existence menšinových podílů, které však mají pouze minoritní, tj. nevýznamný vliv, tedy případné úpravy se nachází pod hladinou materiality, proto jim Zhotovitel v rámci tohoto znaleckého posudku nevěnuje pozornost.
12. Zhotovitel měl omezené zdroje týkající se společnosti Areál Třebořadice, a.s. S ohledem na minoritní podíl ve společnosti a její nízkou významnost ve vztahu k výsledné hodnotě Společnosti vyplývající z výroční zprávy společnosti za rok 2014 předpokládáme, že pořizovací cena koresponduje s reálnou hodnotou společnosti.
13. Zhotovitel neměl k dispozici bližší informace k neprovoznímu majetku Společnosti, proto při jeho identifikaci vycházel pouze z veřejně dostupných informací a na základě vlastního posouzení plynoucí ze zkušeností Zhotovitele. Ze znaleckého posudku č. 475-2016 společnosti Deloitte Advisory s.r.o. uloženého ve sbírce listin společnosti Pražská teplárenská a.s. vyplývá, že předmětem štěpení byly i některé pozemky, které by mohly být předmětem neprovozního majetku, ve vztahu k výsledné hodnotě Předmětu ocenění by však tato skutečnost neměla mít zásadní význam.
14. Výsledná hodnota, je stanovena za předpokladu, že v roce 2016 byla vyplacena přibližně poloviční dividenda na úrovni konsolidovaného celku oproti výplatě v roce 2015. Případný vliv úročení neprovozních půjček v dlouhodobém finančním majetku není zahrnut, neboť je z pohledu Zhotovitele pod hladinou materiality.

1.3 Rozhodné datum ocenění

Za rozhodné datum pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění, tj. 51% podílu ve společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. považujeme datum 31. 8. 2016.

1.4 Vymezení pojmu hodnota

Pojmem hodnota čistého obchodního majetku se v rámci tohoto znaleckého posudku rozumí tržní hodnota dle Standardu 1 IVS 2005¹, kde

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ Jedná se tedy o tržní hodnotu ve smyslu ceny obvyklé.

1.4.1 Pojmy definice tržní hodnoty dle IVS 2011

- / „....odhadnutá částka...“ - odpovídá ceně vyjádřené v penězích, která by byla zaplacena za aktivum v transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery,
- / „....by měl být majetek směněn...“ - odráží skutečnost, že hodnota majetku je odhadnutá částka, nikoli předem určená částka nebo skutečná prodejní cena,
- / „....k datu ocenění...“ - požaduje, aby stanovená tržní hodnota byla časově omezena,
- / „....mezi ochotným kupujícím...“ - kupující není příliš dychtivý ani nucený kupovat za každou cenu,
- / „....ochotným prodávajícím...“ - prodávající není příliš dychtivý ani nucený prodávat za každou cenu,
- / „....při transakci samostatných a nezávislých partnerů...“ - určuje transakci mezi osobami, které nemají mezi sebou blízké či zvláštní vztahy (např. dceřiná společnost, vlastník-nájemce),
- / „....po náležitém marketingu...“ - majetek by měl být na trhu vystaven nevhodnějším způsobem, aby za něj byla získána nejlepší cena přicházející v úvahu,
- / „....ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně...“ - kupující i prodávající byly k datu ocenění dostatečně informováni o podstatě a vlastnostech majetku, jeho využití a stavu trhu k datu ocenění,
- / „....a bez nátlaku...“ - žádná ze stran nebyla nucena ani tlačena do realizace.

¹International Valuation Standards 2005, str. 82-83.

² MAŘÍK, Miloš, et al. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. 2. upr. a roz. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. ISBN 978-80-86929-32-3. Tržní hodnota, s. 22-24.

1.5 Podkladové materiály

Šetření bylo provedeno na základě relevantních dokumentů, které byly získány z veřejně dostupných zdrojů. Mezi nejvýznamnější dokumenty patří:

- / Výroční zprávy společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. za období 2011 až 2015 obsahující konsolidovanou účetní závěrku
- / Znalecký posudek č. 475-2016 ve věci ocenění odštěpované části jmění společnosti Pražská teplárenská a.s. dne 13. 5. 2016
- / Pražská teplárenská a.s. vypracovaný společností Deloitte Advisory s.r.o.
- / Výroční zpráva společnosti Areál Třeboň, a.s. za rok 2014
- / Výroční zpráva společnosti Pražská teplárenská a.s. za rok 2015
- / Ostatní informace týkající se společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. dostupné na webu společnosti (výplata dividend, předmět činnosti, organizační struktura, atd.)

Dále byla použita veřejně dostupná data z Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, Ministerstva financí ČR, Českého statistického úřadu (ČSÚ), internetového portálu justice.cz, z internetových stránek oceňované Společnosti a z dalších zdrojů zveřejněných na internetu.

1.6 Použitá literatura

- / BREALEY, R.A., MYERS, S.C. *Teorie a praxe firemních financí*. Strnad Zdeněk. Praha : Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.
- / COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. Blahoutová Helena. Praha : Victoria Publishing, 1994. 359 s. ISBN 80-85605-41-4.
- / KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Praha : C.H.Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- / KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha : C.H.Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.
- / MALÝ, Josef. *Obchod nehmotnými statky: patenty, vynálezy, know-how, ochranné známky*. Praha: C.H.Beck, 2002. 257 s. ISBN 80-7179-320-5.
- / MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. Praha : Ekopress, s.r.o., 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- / MAŘÍK, Miloš, et al. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopres, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- / MAŘÍK, Miloš, a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopres, s.r.o., 2011. 532 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

Zákony a vyhlášky

- / Zákon o obchodních korporacích, zákon č. 90/2012 Sb. o obchodních společnostech a družstvech.

- / Občanský zákoník, zákon č. 89/2012 Sb.
- / Vyhláška Ministerstva spravedlnosti ČSR č. 37/1967 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
- / Vyhláška č. 456/2008, kterou se mění vyhláška č. 3/2008 Sb., o provedení některých ustanovení zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů, (oceňovací vyhláška).
- / Zákon o oceňování majetku, Zákon č. 151/1997 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
- / Zákon o znalcích a tlumočnících č. 36/1967 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
- / Znalecký standard č. 1/2005 Vysoké učení technické v Brně, Ústav soudního inženýrství.

2 Charakteristika Předmětu ocenění

Předmětem ocenění tohoto znaleckého posudku je stanovení 51% podílu ve Společnosti.

2.1 Identifikace Společnosti k datu ocenění

Obchodní firma:	Pražská teplárenská Holding a.s.
Identifikační číslo:	264 16 808
Sídlo:	Praha 7, Partyzánská 1, PSČ 170 00
Právní forma:	Akciová společnost
Akcie společnosti:	1 937 691 ks kmenové akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč, listinné akcie
Základní kapitál:	1 937 691 000,- Kč
Den zápisu do obchodního rejstříku:	7. prosince 2000

Předmět podnikání:

- / spravování majetkových účastí právnických osob
- / výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

2.1.1 Představenstvo

člen:

Mgr. Petr Sekanina, dat. nar. [REDACTED]

[REDACTED]
den vzniku členství: 20. prosince 2014

člen:

Ing. Jiří Karvánek, LL.M., dat. nar. [REDACTED]

[REDACTED]
den vzniku členství: 26. března 2015

předseda:

JUDr. Petr Novotný, dat. nar. [REDACTED]

[REDACTED]
den vzniku členství: 26. března 2015

člen:

Mgr. Marek Spurný, dat. nar. [REDACTED]

[REDACTED]
den vzniku členství: 14. srpna 2015

Způsob jednání:

- / Za společnost jednají vždy tři členové představenstva společně. Osoby oprávněné jednat za společnost podepisují tak, že k napsanému nebo vytištěnému obchodnímu jménu společnosti připojí svůj podpis.

2.1.2 Dozorčí rada

člen:

Pavel Horský, dat. nar. [REDACTED]

den vzniku členství: 3. září 2013

člen:

Mgr. Jan Stříteský, dat. nar. [REDACTED]

den vzniku členství: 19. prosince 2014

člen:

Ing. DUŠAN SVOBODA, dat. nar. [REDACTED]

den vzniku členství: 19. prosince 2014

člen :

Ing. Vladimír Novák, dat. nar. [REDACTED]

den vzniku členství: 26. března 2015

člen:

Robert Králiček, dat. nar. [REDACTED]

den vzniku členství: 26. března 2015

předseda:

Bc. Libor Hadrava, dat. nar. [REDACTED]

den vzniku členství: 26. března 2015

2.2 Vlastnická struktura a podíly

Společnost má dva akcionáře, konkrétně:

Tabulka 1: Vlastnická struktura Společnosti

Akcionář	Počet akcií	Podíl na ZK (v %)	Podíl na ZK (v tis. Kč)
Hlavní město Praha	988 222	51%	988 222
PT-Holding Investment B.V.	949 469	49%	949 469

Zdroj: výroční zpráva Společnosti 2015

Společnost drží podíl v několika společnostech. Účetní výkazy Společnosti jsou zpracovány na bázi konsolidovaného celku. Následující tabulka zobrazuje společnosti, které vstupují do konsolidačního celku Společnosti, podíl Společnosti na jejich vlastním kapitálu a použitou konsolidační metodu.

Tabulka 2: Společnosti vstupující do konsolidovaného celku Společnosti

Společnost	Podíl na ZK (v %)	Metoda konsolidace
Pražská teplárenská a.s.	47,42%	poměrná
PT měření, a.s.	47,42%	poměrná

Zdroj: výroční zpráva Společnosti 2015

V následující tabulce jsou uvedeny společnosti, které vstupují do konsolidačního celku společnosti Pražská teplárenská, a.s.

Tabulka 3: Společnosti vstupující do konsolidačního celku společnosti Pražská teplárenská, a.s.

Název a sídlo	Vlastnický podíl a podíl na hlasovacích právech
<i>Materinská společnost:</i> Pražská teplárenská a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
<i>Dceřiná společnost:</i> Energotrans SERVIS, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	45%
TERMONTA PRAHA a.s. Třebohostická 46/11, 110 00 Praha 1	47,42%
Teplo Neratovice, spol. s r.o. Školní 162, 277 11 Neratovice	47,42%
Pražská teplárenská Trading a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Michelský Trojúhelník, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Nová Invalidovna, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Nové Modřany, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Nový Veleslavín, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Pod Juliskou, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Pražská teplárenská LPZ, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
PT Properties I, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
PT Properties II, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
PT Properties III, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%

Název a sídlo	Vlastnický podíl a podíl na hlasovacích právech
PT Properties IV, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
RPC, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%

Zdroj: výroční zpráva Společnosti 2015

Dále také „Skupina“ nebo „Konsolidační celek“.

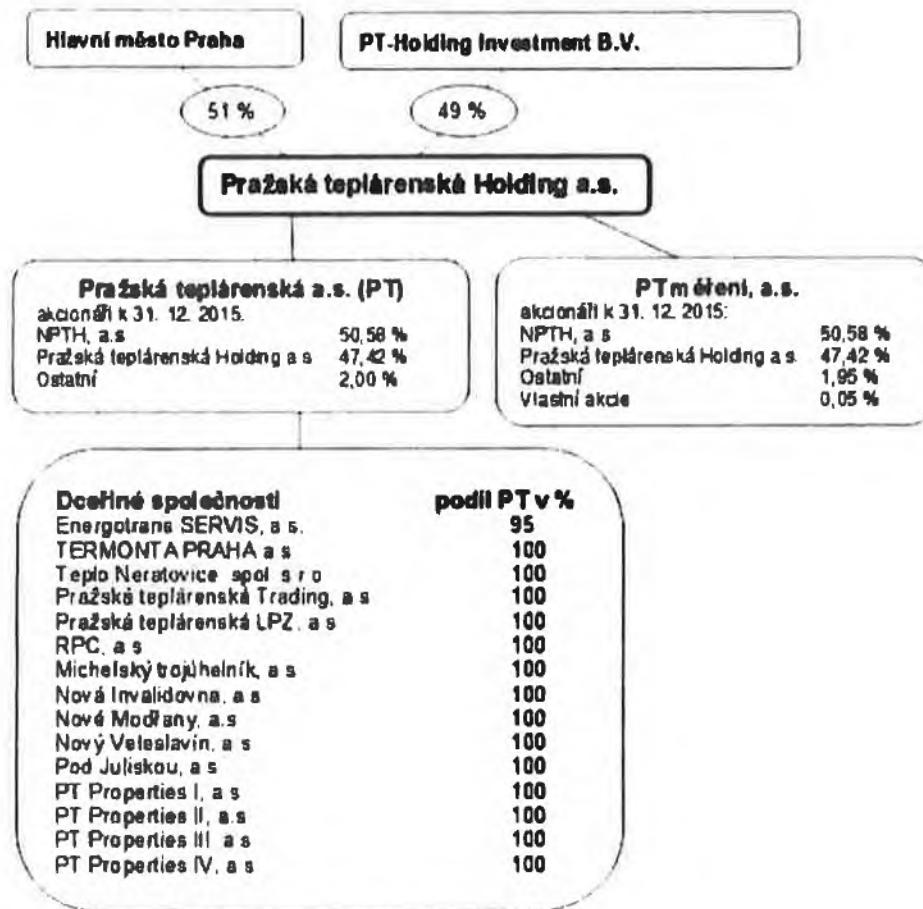
Rozhodující vliv Společnosti je vykonáván přímo v Pražské teplárenské a.s. a v PT měření, a.s. V ostatních dceřiných společnostech je vykonáván nepřímo, prostřednictvím společnosti Pražská teplárenská a.s., protože jsou vlastněny Pražskou teplárenskou, a.s., která má 100% podíl na základním kapitálu.

Skupina je konsolidovaná metodou postupné konsolidace, tj. součástí konsolidačního celku je Společnost, PT měření, a.s. a dílčí konsolidační celek Pražská teplárenská a.s. Uzavřením akcionářské smlouvy došlo dne 11. srpna 2008 ke spoluvládání společnosti Pražská teplárenská a.s., a tím i ke změně metody konsolidace. Z původní metody ekvivalence se přešlo na metodu poměrnou.

Účetní závěrky dceřiných společností jsou začleněny do konsolidované účetní závěry od data účinnosti akvizice (ekvivalencí) nebo od měsíce uzavření Akcionářské smlouvy (poměrně).

Schéma konsolidačního celku je zobrazeno níže.

Obrázek 1: Majetková struktura a vlastnické podíly Společnosti



Zdroj: výroční zpráva Společnosti 2015

2.3 Historie a předmět činnosti Společnosti

Společnost byla založena zakladatelskou smlouvou dne 24. července 2000 a jejími zakladateli byly Hlavní město Praha a GESO Beteiligungs- und Beratungs-AG. Dne 7. prosince 2000 byla společnost zapsána do obchodního rejstříku vedeného Městským soudem v Praze. K 1. říjnu 2003 byly všechny akcie ve vlastnictví GESO Beteiligungs- und Beratungs-AG převedeny na společnost EnBW Energie Baden-Württemberg AG. Ke dni 29. července 2010 byl celý podíl společnosti EnBW Energie Baden-Württemberg AG převeden na nového akcionáře, společnost PT-Holding Investment B.V.

Hlavním oborem činnosti Společnosti je správa majetkových účastníků právnických osob.

2.4 Charakteristika významných společností konsolidačního celku

2.4.1 Pražská teplárenská a.s.

Společnost Pražská teplárenská a.s. byla založena v roce 1992 a svými aktivitami navazuje na tradici Elektrických podniků královského hlavního města Prahy, které byly ustaveny dne 1. září 1897.

Pražská teplárenská je z hlediska počtu provozovaných zařízení jednou z největších teplárenských společností v České republice. Aktivity společnosti jsou soustředěny na oblast hlavního města Prahy a přilehlých oblastí. V Praze společnost pokrývá téměř 25 % trhu s tepelnou energií a dodává teplo pro více než 224 tis. domácností, řadu administrativních budov, průmyslových podniků, stovky školských a zdravotnických zařízení a dalších subjektů.

Hlavním předmětem činnosti společnosti Pražská teplárenská je výroba a rozvod tepelné energie. Důležitým krokem pro podporu ekologického řízení společnosti bylo získání mezinárodního certifikátu pro systém ekologického řízení společnosti dle ČSN ISO 14001 společně se systémem řízení bezpečnosti a ochrany zdraví při práci dle ČSN OHSAS 18001.

K hlavním prioritám společnosti patří:

- / Spokojení zákazníci - poskytování kvalitních služeb zvyšujících uživatelský komfort a udržení dobrých vztahů se stávajícími i potenciálními zákazníky.
- / Ochrana životního prostředí - respektování zásad státní politiky životního prostředí a všech právních předpisů v oblasti životního prostředí.
- / Bezpečnost práce - zvyšování úrovně bezpečnosti a ochrany zdraví zaměstnanců i veřejnosti.

Předmět činnosti společnosti Pražská teplárenská lze vymezit následovně:

- / výroba a rozvod tepelné energie,
- / výroba elektřiny,
- / obchod s elektřinou,
- / provozování drážní dopravy (dráhy) na železničních drahách-vlečkách,
- / výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona,
- / projektová činnost ve výstavbě,
- / provádění staveb, jejich změn a odstraňování,
- / podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady,
- / montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení,
- / výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení,
- / činnosti účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence,

- / poskytování služeb v oblasti bezpečnosti a ochrany zdraví při práci,
- / technicko-organizační činnost v oblasti požární ochrany,
- / poskytování telekomunikačních služeb a sdělovací techniky.

2.4.2 PT měření, a.s.

Společnost PT měření, a.s. vznikla jako nástupnická společnost v důsledku rozdělení odštěpením společnosti Pražská teplárenská a.s. K 1. lednu 2015 na společnost přešla část jmění rozdělované společnosti. Hlavní podnikatelskou činností společnosti je montáž, opravy a ověřování stanovených měřidel. Společnost zajišťuje profesionální služby v oblasti zkoušení, kalibrace a ověřování průtokoměru, kalorimetru a teploměru. Autorizované metrologické středisko K26 provádí ověřování měřidel protečeného množství vody a měřičů tepla a chladu. Zkušebna měřičů tepla je vybavena moderním zkušebním zařízením a etalony. Dokáže tedy spolehlivě ověřit měřidla a případně provést kalibraci pracovních měřidel s vystavením kalibračního listu v souladu s ČNS EN ISO/IEC 17025.

Část administrativních a dalších podpůrných činností pro společnost vykonává na základě smlouvy o spolupráci Pražská teplárenská a.s.

3 Finanční analýza Konsolidačního celku

Finanční analýza byla zpracována za účelem ohodnocení finančního zdraví Konsolidačního celku a poskytnutí základních východisek pro výběr oceňovací metody a následného ocenění. Finanční analýza byla provedena na základě konsolidovaných dat, přičemž při konsolidaci byla použita obecně platná pravidla pro konsolidace daná vyhláškou č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví.

Analýza finanční situace Skupiny byla zpracována na základě veřejně dostupných konsolidovaných účetních výkazů sestavených za období od 1. 1. 2011 do 31. 12. 2015 (dále také „sledované období“) s cílem zjištění silných a slabých stránek Skupiny a vyvození následujících závěrů:

- / výrok o perspektivnosti Skupiny do budoucna;
- / stanovení rizika podniku, pokud jsou ve finančním hospodaření identifikovány výrazné nedostatky nebo naopak přednosti.

3.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy

V rámci finanční analýzy byla provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy sledující trendy nejvýznamnějších položek aktiv a pasiv Společnosti ve sledovaném období.

Tabulka 4: Vertikální analýza aktiv ve sledovaném období

ROZVAHA [tis. Kč]	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA CELKEM	7 620 625	13 131 791	12 377 994	4 659 791	4 315 954
Dlouhodobý majetek	4 660 666	9 745 116	7 267 070	3 636 620	3 378 095
% Aktiv celkem	61,2%	74,2%	58,7%	78,0%	78,3%
Dlouhodobý nehmotný majetek	88 449	64 866	45 483	39 235	46 175
Software	25 986	12 850	5 636	6 936	8 406
Ocenitelná práva - povolenky CO	57 657	49 195	36 170	26 272	31 558
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	1 640	1 141	2 111	1 708	1 314
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	3 166	1 680	1 566	4 034	4 612
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	285	285
Dlouhodobý hmotný majetek	4 533 443	3 470 704	3 373 460	3 241 826	3 152 523
Opravná položka k DHM	14 190	13 226	13 054	12 718	11 492
Pozemky	364 559	364 193	365 961	373 593	373 593
Stavby	3 186 488	2 411 523	2 381 822	2 318 209	2 243 322
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	944 788	645 152	606 867	527 381	468 828
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	25 652	49 427	31 651	35 035	75 430
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	1 687	252	289	169	2 685
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	157	157	157	157	157
Dlouhodobý finanční majetek	38 774	6 209 546	3 848 127	355 559	179 397

ROZVÁHA [tis. Kč]	2011	2012	2013	2014	2015
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	4 300	1 433	1 433
Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	13 988	6 184 760	3 843 827	354 126	177 964
% Aktiv celkem	0,5%	47,3%	31,1%	7,6%	4,2%
Oběžná aktiva	2 956 741	3 352 653	5 108 609	1 019 865	934 693
% Aktiv celkem	38,8%	25,5%	41,3%	21,9%	21,7%
Zásoby	136 469	43 145	32 083	29 080	35 143
% Aktiv celkem	1,8%	0,3%	0,3%	0,6%	0,8%
Materiál	136 469	43 145	19 992	18 787	21 186
Nedokončená výroba a polotovary	0	0	14 121	12 198	15 928
Dlouhodobé pohledávky	17 968	38 454	38 259	33 249	32 982
% Aktiv celkem	0,2%	0,3%	0,3%	0,7%	0,8%
Krátkodobé pohledávky	369 341	380 699	341 604	335 741	438 595
Opravná položka ke krátkodobým pohledávkám	11 813	10 005	11 479	12 700	13 491
% Aktiv celkem	4,8%	2,9%	2,8%	7,2%	10,2%
Pohledávky z obchodních vztahů	310 941	216 442	235 911	195 666	157 424
Stát - daňové pohledávky	44 444	24 437	29 307	28 165	69 704
Krátkodobé poskytnuté zálohy	23 428	142 581	7 301	17 810	4 144
Dohadně učty aktivní	1 210	6 122	79 845	17 235	11 574
Jiné pohledávky	1 131	1 122	689	18 435	455
Krátkodobý finanční majetek	2 432 963	2 890 355	4 696 663	621 795	427 973
% Aktiv celkem	31,9%	22,0%	37,9%	13,3%	9,9%
Časové rozlišení	3 218	34 022	2 315	3 306	3 166
% Aktiv celkem	0,0%	0,3%	0,0%	0,1%	0,1%

Zdroj: účetní výkazy Společnosti, vlastní zpracování

- / Bilanční suma mezi lety 2011 a 2015 poklesla ze 7 620 625 tis. Kč na 4 315 954 tis. Kč. Vývoj bilanční sumy zaznamenal mezi lety 2011 a 2013 silně rostoucí trend, poté v letech 2014 a 2015 výrazně poklesl. Příčinou tohoto výkyvu byl nárůst dlouhodobého finančního majetku zapříčiněný poskytnutím úvěrů společnostem NPTH a.s. a PT-Holding Investment, které byly v dalších obdobích splaceny.
- / Podíl dlouhodobého finančního majetku na aktivech Společnosti ve sledovaném období celkově vzrostl, stejně tak jeho absolutní hodnota, přičemž vývoj obojího zaznamenal výše popsaný nárůst v letech 2012 a 2013.
- / Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek vykazoval klesající trend v celém sledovaném období, zapříčiněný plynulým odepisováním dlouhodobých aktiv.
- / Nehmotný majetek byl tvořen primárně softwarem, jehož hodnota ve sledovaném období vykazovala klesající trend, a povolenkami na emise CO₂ vykazujícími také klesající trend hodnoty v průběhu sledovaného období.

- / Mezi položkami dlouhodobého hmotného majetku vykazoval růstový trend pouze nedokončený dlouhodobý hmotný majetek a poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek.
- / Oběžná aktiva vykázaly do roku 2013 výrazný růst a poté v letech 2014 a 2015 výrazný pokles. Tyto výrazné změny byly způsobeny vývojem položky krátkodobého finančního majetku.
- / Zásoby v roce 2012 výrazně poklesly a poté se vyvýjely relativně stabilní výši mezi 29 080 tis. Kč a 43 145 tis. Kč., jejich podíl na celkových aktivech Společnosti ve sledovaném období celkově poklesl.
- / Krátkodobé pohledávky vykazovaly stabilní výši až do roku 2014, v roce 2015 pak vykázaly nárůst absolutních hodnot a jejich podíl na aktivech po snížení mezi lety 2011 a 2013 v letech 2014 a 2015 vzrostl. Pohledávky z obchodních vztahů ve sledovaném období poklesly, stejně tak poklesly krátkodobé poskytnuté zálohy a jiné pohledávky.
- / Krátkodobý finanční majetek vykazoval v rámci sledovaného období do roku 2013 rostoucí trend, poté došlo k výraznému poklesu, kdy v posledních dvou letech jeho podíl na celkových aktivech činil cca 11,5 %.
- / Hodnoty časového rozlišení v rámci sledovaného období dosahovaly zanedbatelných hodnot.

Tabulka 5: Vertikální analýza pasív ve sledovaném období

PASIVA [tis. Kč]	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM	7 620 625	13 131 791	12 377 994	4 659 791	4 315 954
Vlastní kapitál	6 516 260	12 026 399	11 460 133	3 961 853	3 603 519
% <i>Pasiv celkem</i>	85,5 %	91,6 %	92,6 %	85,0 %	83,5 %
Základní kapitál	1 937 691	1 937 691	1 937 691	1 937 691	1 937 691
Kapitálové fondy	-31 567	0	0	0	0
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	375 679	326 864	326 274	326 413	2 846
Konsolidační rezervní fond (5.1.bb) ČÚS 020)	1 055 750	1 055 750	1 055 750	1 055 750	1 055 750
Výsledek hospodaření minulých let	2 338 937	2 025 762	7 544 286	251 219	231 036
Výsledek hospodaření běžného úč. období (+/-)	839 770	6 680 332	596 132	390 780	376 196
Cizí zdroje	1 097 808	1 040 052	889 106	658 417	682 402
% <i>Pasiv celkem</i>	14,4 %	7,9 %	7,2 %	14,1 %	15,8 %
Rezervy	189 022	151 765	71 171	16 624	19 772
Dlouhodobé závazky	361 658	289 897	292 079	285 265	278 681
% <i>Pasiv celkem</i>	4,7 %	2,2 %	2,4 %	6,1 %	6,5 %
Krátkodobé závazky	547 128	598 390	525 856	356 528	383 949
% <i>Pasiv celkem</i>	7,2 %	4,6 %	4,2 %	7,7 %	8,9 %
Závazky z obchodních vztahů	334 208	292 404	309 256	151 098	124 312

PASIVA [tis. Kč]	2011	2012	2013	2014	2015
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	3 173
Závazky k zaměstnancům	14 509	10 317	12 352	13 364	11 967
Závazky ze sociálního zabezpečení zdravotního pojištění	7 016	5 345	7 041	6 702	6 717
Stát - daňové závazky a dotace	61 113	51 707	51 236	21 585	52 834
Krátkodobé přijaté zálohy	4 288	20 690	6 757	8 855	5 344
Dohadné účty pasivní	65 466	191 251	87 747	105 618	136 752
Jiné závazky	60 528	26 676	51 467	49 306	42 850
Časové rozlišení	6 557	6 099	6 385	17 123	7 463
% Pasiv celkem	0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,4 %	0,2 %
Menší nový vlastní kapitál	0	59 241	22 370	22 398	22 570

Zdroj: účetní výkazy Společnosti, vlastní zpracování

- / Vlastní kapitál zaujímá stabilní podíl na pasivech Společnosti, a to v rozmezí hodnot 83,5 % až 92,6 %, přičemž hodnoty přes 90 % jsou vykázány pouze v letech 2012 a 2013.
- / Zákonný rezervní fond je vytvořen v roce 2011 v plné zákonné výši, tedy 20 % ze základního kapitálu a dále se již nevytváří, v roce 2015 byl rozpuštěn na základě rozhodnutí valné hromady do nerozdělených zisků z minulých let.
- / V rámci položky konsolidační rezervní fond je zahrnutý jednorázový odpis záporného konsolidačního rozdílu při vzniku koncernu PTH upravený o výplatu dividend a především postvakviziční přírůstky vlastního kapitálu dílčího konsolidačního celku Pražská teplárenská a.s.
- / Výsledek hospodaření z běžného účetního období a z minulých let vykazují klesající trend, kromě výše popsaných změn v letech 2012 a 2013.
- / Cizí zdroje vykazují ve sledovaném období celkově pokles, jejich podíl na pasivech Společnosti ale celkově vzrostl s propadem v letech 2012 a 2013, kvůli výše popsaným změnám v položkách vlastního kapitálu.
- / Rezervy vykazují klesající trend způsobený zejména pohybem dvou největších položek rezerv, a to rezerv na opravy a rezerv na daň z příjmu. Rezervy na opravy výrazně poklesly v roce 2013 a rezervy na daň z příjmu výrazně poklesly v roce 2014.
- / Podíl dlouhodobých závazků ve sledovaném období vzrostl a podíl krátkodobých závazků také, obě položky prodělaly propad hodnot v letech 2012 a 2013. Závazky z obchodních vztahů jako nejvýraznější položka krátkodobých závazků vykázaly ve sledovaném období pokles.

- / Položka menšinového vlastního kapitálu zde vyjadřuje menšinové podíly na vlastním kapitálu ovládaných a řízených osob, tato položka byla vykázána poprvé v roce 2012 ve výši 59 241 tis. Kč a poté poklesla v roce 2013 na hodnotu 22 507 tis. Kč a okolo této hodnoty se pohybovala až do konce sledovaného období.

3.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Součástí finanční analýzy byla dále horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty sledující hlavní trendy nejvýznamnějších položek nákladových a výnosových položek Společnosti ve sledovaném období.

Tabułka 6: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období

VÝSLEDOVKA [tis. Kč]	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	85 557	88 391	100 132	100 245	109 386
Náklady na prodané zboží	85 552	89 393	100 039	98 755	108 598
Obchodní marže	5	-1 002	93	1 490	788
% Tržeb celkem	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Výkony	3 477 779	3 235 028	3 044 939	2 776 602	2 896 210
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	3 477 779	3 235 028	3 044 939	2 776 602	2 896 210
% Tržeb celkem	97,6%	97,3%	96,8%	96,5%	96,4%
Výkonová spotřeba	1 831 503	1 830 590	2 041 910	1 825 727	1 900 409
% Tržeb celkem	51,4%	55,1%	64,9%	63,5%	63,2%
Přidaná hodnota	1 646 281	1 403 436	1 003 122	952 365	996 589
% Tržeb celkem	46,2%	42,2%	31,9%	33,1%	33,2%
Osobní náklady	280 862	253 335	276 393	271 548	266 041
% Tržeb celkem	7,9%	7,6%	8,8%	9,4%	8,9%
Daně a poplatky	41 698	13 133	2 504	3 018	2 684
% Tržeb celkem	1,2%	0,4%	0,1%	0,1%	0,1%
Odpisy dlouhodobého majetku	360 815	347 150	269 240	269 586	254 903
% Tržeb celkem	10,1%	10,4%	8,6%	9,4%	8,5%
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	79 373	1 035	11 417	36 265	7 715
% Tržeb celkem	2,2%	0,0%	0,4%	1,3%	0,3%
ZC prodaného majetku	2 821	50	1 467	35 545	5 264
Změna stavu rezerv a OP	2 070	-15 714	-102 343	2 173	-2 363
Ostatní provozní výnosy	434 744	147 494	50 241	54 502	26 884
% Tržeb celkem	12,2%	4,4%	1,6%	1,9%	0,9%
Ostatní provozní náklady	458 712	159 091	44 205	39 026	54 834
% Tržeb celkem	12,9%	4,8%	1,4%	1,4%	1,8%
Provozní VH	1 013 420	794 920	573 314	422 236	449 825
% Tržeb celkem	28,4%	23,9%	18,2%	14,7%	15,0%
Finanční VH	49 303	6 054 713	164 080	63 136	13 555
% Tržeb celkem	1,4%	182,2%	5,2%	2,2%	0,5%
VH za běžnou činnost	1 062 723	6 849 633	737 394	485 372	463 380
Daň z příjmů za běžnou činnost	214 685	175 587	141 399	98 910	87 011

VÝSLEDOVKA [tis. Kč]	2011	2012	2013	2014	2015
Mimořádný VH	-8 268	-1 864	0	0	0
VH za účetní období	839 770	6 672 182	595 995	390 808	376 369
% Tržeb celkem	23,6%	200,8%	19,0%	13,6%	12,5%

Zdroj: vlastní zpracování

- / Tržby za prodej zboží jsou tvořeny tržbami za prodej vody a elektřiny a v rámci sledovaného období vykazovaly rostoucí trend. Vzhledem k velmi nízké obchodní marži nemá však tento růst významný vliv na hospodářské výsledky.
- / Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb jsou hlavní výnosovou položkou Společnosti a v rámci sledovaného období docházelo k jejich poklesu.
- / Výkonová spotřeba vykázala ve sledovaném období mírný nárůst, přičemž její podíl na obratu Společnosti se zvýšil z 51,4 % v roce 2011 na 63,2 % v roce 2015. S tímto vývojem korespondovala přidaná hodnota, která vykázala ve sledovaném období pokles absolutních hodnot i podílu na obratu Společnosti
- / Osobní náklady vykázaly ve sledovaném období pokles, jejich podíl na obratu dosahoval stabilní úrovně okolo 9 %.
- / Ostatní provozní výnosy vykázaly ve sledovaném období pokles, byly tvořeny výnosy z prodeje emisních povolenek a z čerpání dotací k povolenkám. Výjimečně vysokých hodnot dosáhly v roce 2011 díky čerpání dotace k bezplatné přiděleným emisním povolenkám, rozpuštění rezervy z roku 2010 a prodej části emisních povolenek, v následujících letech jsou dále do téhoto výnosů rozpouštěny dotace.
- / Položka ostatních provozních nákladů souvisí s prodejem nebo spotřebou bezplatně přidělených emisních povolenek CO₂. Ostatní provozní náklady jsou ve většině sledovaného období vyšší než ostatní provozní výnosy, což je zapříčiněno spotřebou emisních povolenek provozem Společnosti.
- / Provozní zisk od začátku sledovaného období do roku 2014 klesal, v roce 2015 pak mírně vzrostl. Podíl provozního zisku na tržbách Společnosti, tedy provozní zisková marže, ve sledovaném období klesal, a to z hodnoty 28,4 % v roce 2011 na hodnotu 15 % v roce 2015.
- / Finanční výsledek hospodaření vykázal v roce 2012 velmi výrazný nárůst ze 49 303 tis. Kč na 6 054 713 tis. Kč, a poté postupný pokles až na hodnotu 13 555 tis. Kč v roce 2015.

- / Výsledek hospodaření za běžnou činnost se pak taktéž s výkyvem v roce 2012 vyvíjel ve sledovaném období v klesajícím trendu.

3.3 Zisková marže

Zisková marže vyjadřuje podíl výsledku hospodaření na tržbách společnosti. V účetních výkazech se pro stanovení ziskové marže často používá ukazatel EBIT (tj. zisk před nákladovými úroky a daněmi) či EBITDA (zisk před nákladovými úroky, daněmi, depreciací a amortizací). Směrodatná je především marže EBITDA, ze které je na rozdíl od marže EBIT vyloučen vliv odpisové politiky hmotného i nehmotného majetku, který může být značný především u podniků s vysokým podílem dlouhodobého hmotného majetku.

Tabulka 7: Vývoj ziskové marže ve sledovaném období [v tis. Kč]

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	1 062 723	6 849 633	737 394	489 718	463 380
meziroční růst		545 %	-89 %	-34 %	-5 %
Odpisy	360 815	347 150	269 240	269 586	254 903
meziroční růst		-4 %	-22 %	0 %	-5 %
Tržby za prodej zboží a výkony	3 563 336	3 323 419	3 145 071	2 876 847	3 005 596
meziroční růst		-7 %	-5 %	-9 %	4 %
EBITDA marže	39,9%	216,5 %	32,0 %	26,4 %	23,9%
meziroční růst		442 %	-85 %	-18 %	-9 %
EBIT marže	29,8%	206,1%	23,4 %	17,0 %	15,4 %
meziroční růst		591 %	-89 %	-27 %	-9 %

Zdroj: finanční výkazy Společnosti, vlastní zpracování

- / Společnost v rámci sledovaného období nevykazovala úročený cizí kapitál, tzn. v rámci nákladů nevidovala nákladové úroky, proto hodnota EBIT koresponduje s výsledkem hospodaření před zdaněním.
- / Z analýzy je patrné, že hodnota ukazatele EBIT po nárůstu o více než 500 % v roce 2012 poklesla ve sledovaném období na hodnotu nižší než v roce 2011.
- / EBITDA marže v roce 2012 vykázala velmi výrazný nárůst a poté v následujících letech postupně klesala až na hodnotu 23,9 %, což v porovnání s hodnotou 39,9 % na začátku sledovaného období znamená pokles.
- / EBIT marže ke konci roku 2015 znamenala hodnotu 15,4 %, což podobně jako u EBITDA marže znamenalo pokles oproti roku 2011.

3.4 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál je jedním z nejvýznamnějších ukazatelů finanční analýzy, protože přímo poukazuje na likviditu dané společnosti. Pracovní kapitál tvoří položky oběžných aktiv, od

jejichž součtu je odečtena suma krátkodobých závazků. Poukazuje tak na finanční situaci společnosti, pokud uhradí své krátkodobé závazky pomocí krátkodobých aktiv.

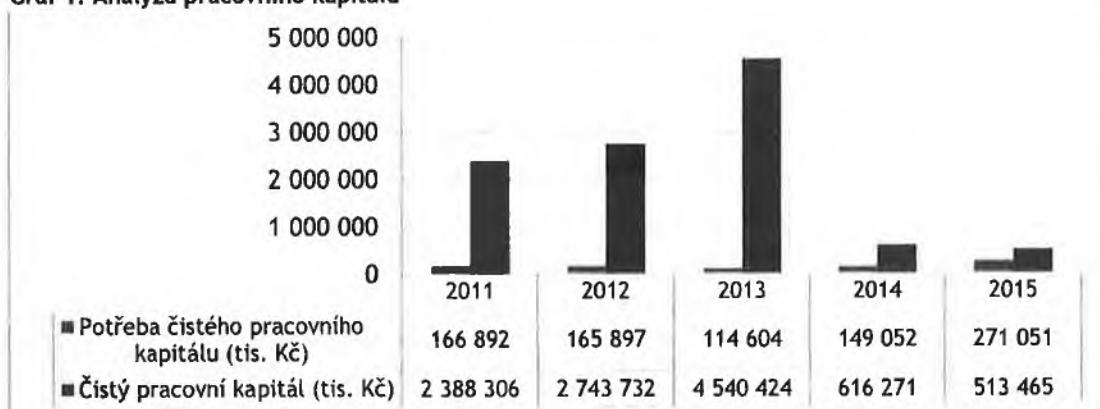
Tabulka 8: Analýza pracovního kapitálu [tis. Kč]

	2011	2012	2013	2014	2015
Zásoby	136 469	43 145	32 083	29 080	35 143
Krátkodobé pohledávky	369 341	380 699	341 604	335 741	438 595
Krátkodobý finanční majetek	2 432 963	2 890 355	4 696 663	621 795	427 973
Časové rozlišení aktivní	3 218	34 022	2 315	3 306	3 166
Celkem	2 941 991	3 348 221	5 072 665	989 922	904 877
Krátkodobé závazky	547 128	598 390	525 856	356 528	383 949
Časové rozlišení pasivní	6 557	6 099	6 385	17 123	7 463
Celkem	553 685	604 489	532 241	373 651	391 412
Pracovní kapitál	2 388 306	2 743 732	4 540 424	616 271	513 465
Změna stavu ČPK	-	355 426	1 796 692	-3 924 153	-102 806

Zdroj: vlastní zpracování

- / Pracovní kapitál ze začátku sledovaného období vykazoval silný růst, zejména vlivem růstu krátkodobého finančního majetku. V roce 2014 došlo k výraznému poklesu, přičemž mírným poklesem pokračoval vývoj i v roce 2015.
- / Pracovní kapitál byl ve všech letech sledovaného období kladný, což je známkou dobré finanční situace Společnosti ve sledovaném období.

Graf 1: Analýza pracovního kapitálu



Zdroj: vlastní zpracování

- / Při porovnání hodnot pracovního kapitálu s ukazatelem potřeby pracovního kapitálu, který je tvořen součinem obratového cyklu peněz a jednodenních nákladů, vykazuje Společnost výrazně vyšší hodnoty pracovního kapitálu, což ukazuje opět na dobrou finanční kondici.

3.5 Investice a odpisy

- / Společnost vlastnila k 31. 12. 2015 dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek vykazovala 3 198 698 tis. Kč, přičemž 98,6 % z této hodnoty tvořil dlouhodobý hmotný majetek.

Tabulka 9: Dlouhodobý nehmotný majetek k datu ocenění [tis. Kč]

Dlouhodobý nehmotný majetek	2015
Software	8 406
Ocenitelná práva - povolenky CO ₂	31 558
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	1 314
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	4 612
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	285
Dlouhodobý nehmotný majetek celkem	46 175

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 10: Dlouhodobý hmotný majetek k datu ocenění [tis. Kč]

Dlouhodobý hmotný majetek	2015
Pozemky	373 593
Stavby	2 243 322
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	468 828
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	157
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	75 430
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	2 685
Opravná položka	-11 492
Dlouhodobý hmotný majetek celkem	3 152 523

Zdroj: vlastní zpracování

- / Přírůstky jednotlivých položek dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku ve sledovaném období kolísají. Po výrazném poklesu v roce 2012 je již vykazován stabilní pokles, přičemž nehmotný dlouhodobý majetek v roce 2015 vykázal růst, zatímco dlouhodobý hmotný majetek klesal v celém sledovaném období.

Tabulka 11: Přírůstky dlouhodobého majetku ve sledovaném období [v tis. Kč]

Přírůstky majetku	2011	2012	2013	2014	2015
Software	25 986	12 850	5 636	6 936	8 406
Ocenitelná práva	57 657	49 195	36 170	26 272	31 558
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	1 640	1 141	2 111	1 708	1 314
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	3 166	1 680	1 566	4 034	4 612
Poskytnuté zálohy na dl. nehmotný majetek	0	0	0	285	285
Dlouhodobý nehmotný majetek celkem	88 449	64 866	45 483	39 235	46 175
Přírůstky dlouhodobého nehmotného majetku	x	-23 583	-19 383	-6 248	6 940
Pozemky	364 559	364 193	365 961	373 593	373 593
Stavby	3 186 488	2 411 523	2 381 822	2 318 209	2 243 322
Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	944 788	645 152	606 867	527 381	468 828

Přírůstky majetku	2011	2012	2013	2014	2015
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	157	157	157	157	157
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	25 652	49 427	31 651	35 035	75 430
Poskytnuté zálohy na dl. hmotný majetek	1 687	252	289	169	2 685
Dlouhodobý hmotný majetek celkem	4 533 443	3 470 704	3 373 460	3 241 826	3 152 523
Přírůstky dlouhodobého hmotného majetku	-	-1 062 739	-97 244	-131 634	-89 303
Přírůstky DHM a DNM celkem	-	-1 086 322	-116 627	-137 882	-82 363

Zdroj: vlastní zpracování

V následující tabulce jsou uvedeny výdaje Společnosti spojené s nabytím dlouhodobého majetku ve sledovaném období.

Tabulka 12: Investice brutto ve sledovaném období [v tis. Kč]

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr ³
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	128 752	917 646	183 645	152 811	168 871	-	310 345
Plánované investice dle výročních zpráv	-	311 575	219 660	175 454	251 289	358 721	305 005
Odpisy	360 815	347 150	269 240	269 586	254 903	-	300 339

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky je zřejmé, že Společnost investovala v jednotlivých letech spíše pod odpisy (průměrná výše 300 339 tis. Kč, což nemůže být dlouhodobý stav, Zhotovitel předpokládá dlouhodobě udržitelnou míru investic brutto přibližně na úrovni průměru let 2011 až 2015 (310 345 tis. Kč), čemuž odpovídají i průměrné plánované investice z výročních zpráv publikovaných pro roky 2014 a 2015 tj. 251 289 tis. Kč a 358 721 tis. Kč. Dlouhodobě udržitelnou míru investic Zhotovitel odhaduje na 305 005 tis. Kč.

3.6 Poměrové ukazatele

3.6.1 Ukazatele *rentability*⁴

Ukazatele *rentability* se používají pro hodnocení a komplexní posouzení celkové efektivnosti podniku, tedy schopnosti podniku generovat zisk. Ukazatel *rentability* aktiv vyjadřuje, kolik je podnik schopný vygenerovat zisku z aktiv, která má k dispozici. Rentabilita tržeb hodnotí, kolik zisku vygenerovaly celkové tržby (tržby za prodej zboží a výkony). Rentabilita celkového kapitálu a dlouhodobého investovaného kapitálu byla určena vzhledem k provoznímu zisku,

³ Průměry jsou za celé období s výjimkou plánovaných investic, kde je průměrný údaj pouze za poslední 2 roky

⁴ ROA = (hospodářský výsledek před zdaněním + nákladové úroky) / celková aktiva

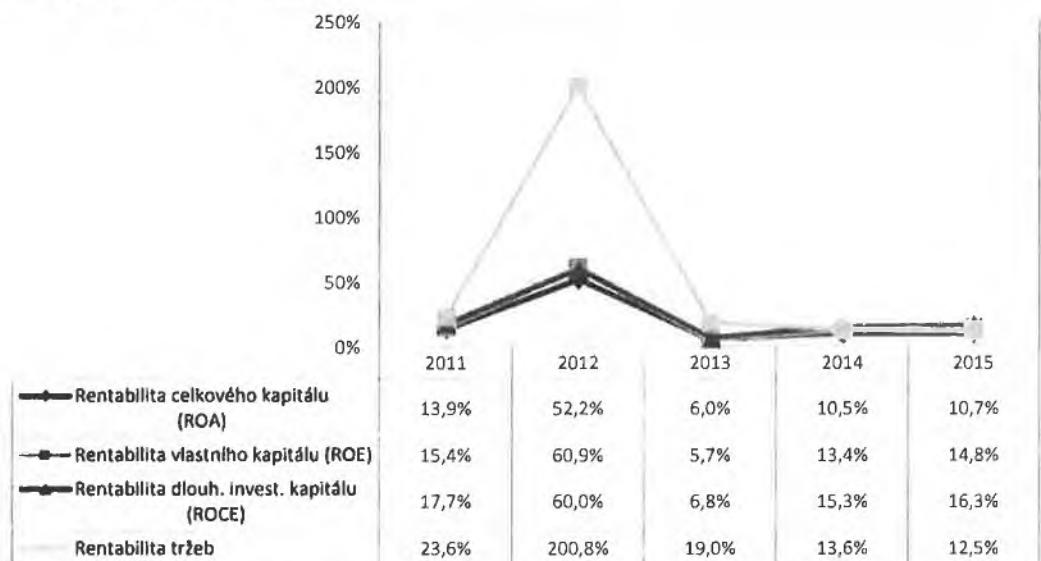
ROE = Výsledek hospodaření za účetní období / vlastní kapitál

ROCE = (HV před zdaněním + nákladové úroky) / (vlastní kapitál + rezervy + dlouhodobé závazky + dlouhodobé úvěry)

Rentabilita tržeb = Výsledek hospodaření za účetní období / (tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb)

rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita tržeb a výkonů naopak k celkovému výsledku hospodaření.

Graf 2: Vývoj ukazatelů rentability



Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

- / Ukazatele vykázaly v roce 2012 velmi výrazný nárůst způsobený výše analyzovaným nárůstem výsledků hospodaření. Celkově ve sledovaném období všechny ukazatele rentability vykázaly pokles.

3.6.2 *Ukazatele aktivity⁵*

Ukazatele obratu měří úroveň hospodaření a využívání jednotlivých složek majetku.⁶

- / Doba obratu zásob se ve sledovaném období snížila z velmi vysokých hodnot (582 dní) v roce 2011, kdy byly zásoby vykazovány v hodnotě několikanásobně vyšší, než v následujících obdobích. Na konci sledovaného období tento ukazatel zaznamenal hodnotu 118 dní.

⁵ Doba obratu celkových aktiv = (celková aktiva / (tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb)) * 365

Doba obratu zásob = (zásoby / (Náklady vynaložené na prodané zboží + Spotřeba materiálu a energie)) * 365

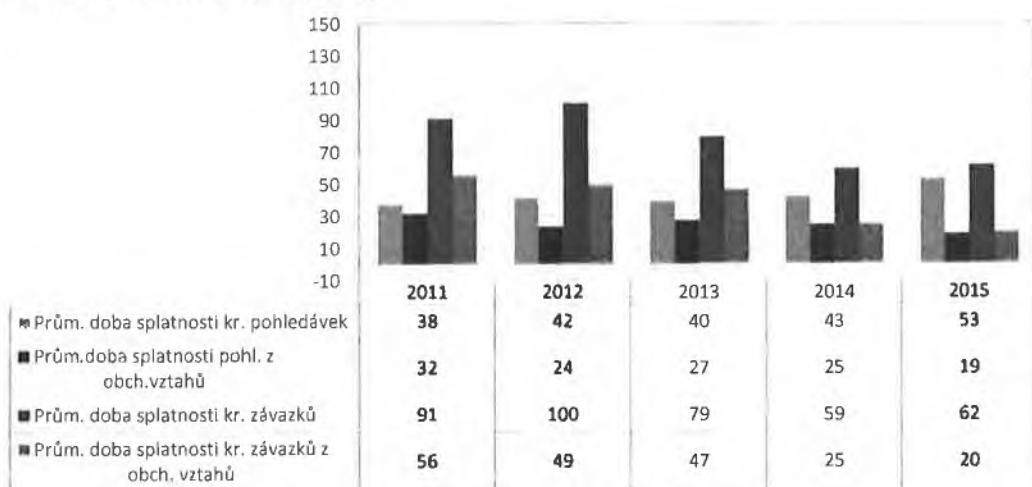
Doba inkasa kr. pohledávek = (kr. pohledávky / (tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb)) * 365

Doba splatnosti kr. závazků = (kr. závazky / (Náklady vynaložené na prodané zboží + Výkonová spotřeba + Osobní náklady)) * 365

⁶ Doba obratu zásob byla určena jako podíl hodnoty zásob a průměrnými denními tržbami a výkony v daném roce. Stejným způsobem byla určena i doba inkasa krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů i krátkodobých pohledávek celkem, tj. v obou případech byly položky vztažené tržbám a výkonům. Doba splatnosti závazků byla naopak vztažena k průměrné denní výkonové spotřebě v jednotlivých letech.

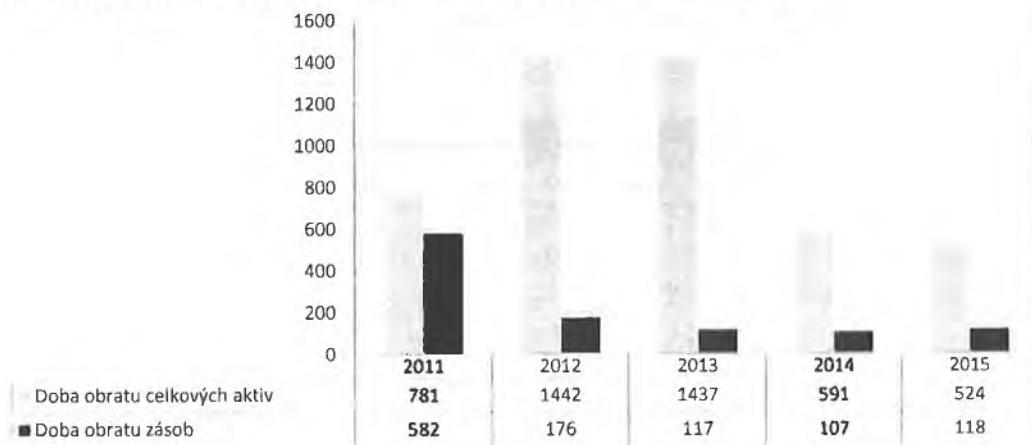
- / Doba obratu celkových aktiv výrazně vzrostla v letech 2012 a 2013, kdy proběhl výrazný nárůst výše popsaný, poté jeho hodnota poklesla.
- / Průměrná doba inkasa krátkodobých pohledávek jako jediný ukazatel ve sledovaném období vzrostla.

Graf 3: Vývoj ukazatelů aktivity [dny]



Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

Graf 4: Vývoj ukazatelů aktivity - Doba obratu zásob a celkových aktiv [dny]



Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

3.6.3 Ukazatele likvidity⁷

Ukazatele likvidity měří schopnost podniku promptně uhrazovat své splatné závazky. Pro hodnocení této schopnosti je důležitý rozbor vzájemných vztahů mezi položkami aktiv a pasiv,

⁷ Běžná likvidita = (oběžná aktiva - dl. pohledávky) / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci)

konkrétně mezi oběžnými aktivy, krátkodobými závazky a krátkodobými úvěry. Ukazatele by měly dosahovat hodnot v doporučeném rozmezí.

Tabulka 13: Ukazatele likvidity

	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita	5,37	5,54	9,64	2,77	2,35
Rychlá likvidita	5,12	5,47	9,58	2,69	2,26
Peněžní likvidita	4,45	4,83	8,93	1,74	1,11

Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

- / Peněžní likvidita Společnosti je výrazně vyšší, než jsou doporučené hodnoty (0,1-0,3), ale ke konci sledovaného období lze pozorovat její pokles.
- / Rychlá likvidita ze začátku sledovaného období vykazovala rostoucí tendenci, kdy její výše výrazně převyšovala doporučované hodnoty. Ke konci sledovaného období však lze pozorovat výraznější pokles a přiblížení se k doporučovaným hodnotám (tj. 0,9 - 1,1). Běžná likvidita vykazovala ve sledovaném období obdobný vývoj jako likvidita běžná či peněžní.

3.6.4 *Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy*⁸

Ukazatele zadlužení měří úroveň dlouhodobé finanční stability podniku. Pojem zadluženost vyjadřuje skutečnost, že podnik používá k financování svých aktiv a činností cizí zdroje (dluh). Používání cizích zdrojů ovlivňuje na jedné straně výnosnost vlastního kapitálu, na straně druhé riziko a zadluženost.

Tabulka 14: Ukazatele zadluženosti

	2011	2012	2013	2014	2015
Zadluženost celková (Stupeň zadlužnosti)	0,14	0,08	0,07	0,14	0,16
Zadluženost vlastního kapitálu	0,20	0,10	0,09	0,23	0,27
Krytí dl. majetku celkovým dl. kapitálem	1,25	1,16	1,47	0,88	0,84
Krytí dl. majetku vlastním kapitálem	1,17	1,13	1,43	0,80	0,75

Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

- / Celkové zadlužení Společnosti se ve sledovaném období pohybovalo mezi 7 % až 16 %. Propad hodnot zadlužení v letech 2012 a 2013 byl zapříčiněn výrazně zvýšenými aktivy,

Rychlá likvidita = (krátkodobý finanční majetek + krátkodobé pohledávky) / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci)

Okamžitá likvidita = krátkodobý finanční majetek / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci)

⁸ Zadluženost celková = (cizí zdroje + časové rozlišení pasivní) / aktiva celkem

Zadluženost vlastního kapitálu = (cizí zdroje + časové rozlišení pasivní) / vlastní kapitál

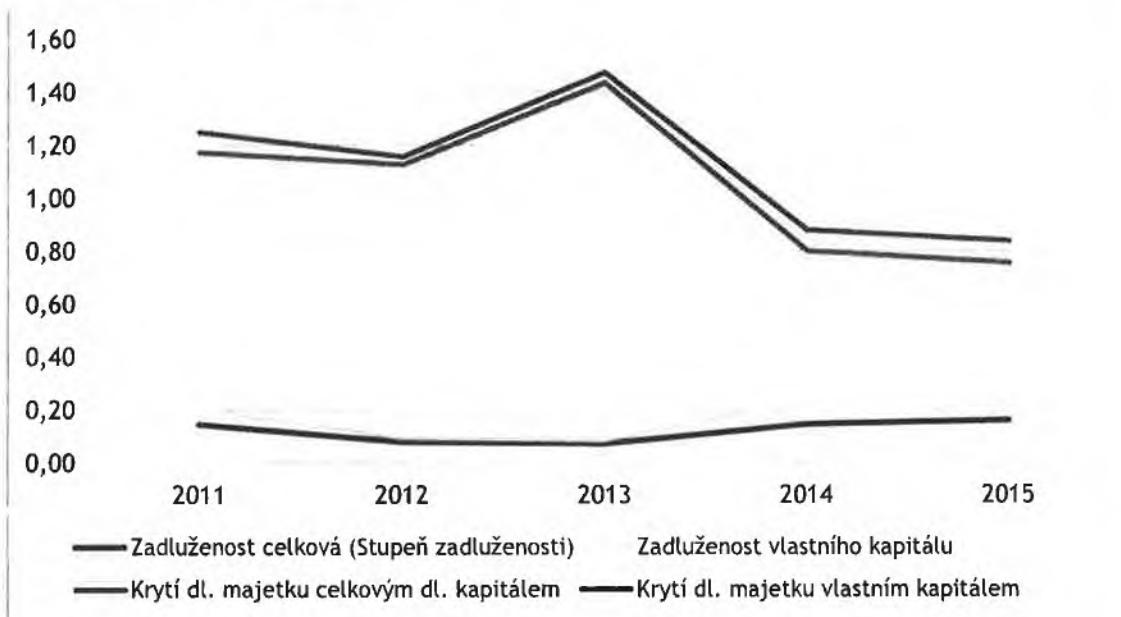
Krytí dl. majetku celkovým dl. kapitálem = (Vlastní kapitál + Dl. závazky + Dl. bankovní úvěry) / Dl. majetek

Krytí dl. majetku celkovým vl. Kapitálem = vlastní kapitál / dlouhodobý majetek

resp. vlastním kapitálem s mírně klesajícími cizími zdroji. V následujících letech je již patrný rostoucí trend.

- / Ukazatele krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem a vlastním kapitálem klesají.

Graf 5: Vývoj ukazatelů zadluženosti



Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

3.7 Porovnání s konkurencí v České republice

Porovnání Konsolidovaného celku s jeho konkurenty v tuzemsku vychází z komparace jednotlivých poměrových ukazatelů v letech 2013 až 2015. V rámci porovnání s konkurencí byly hodnoceny ukazatele následujících společností:

- / ČEZ Teplárenská - ČEZ a.s. (dále také „ČEZ Teplárenská“)
- / innogy Česká republika a.s. (dále také „innogy“)
- / KOMTERM a.s. (dále také „KOMTERM“)

Data pro analýzu byla čerpána z výročních zpráv a účetních závěrek jednotlivých společností.

3.7.1 Analýza konkurence

ČEZ Teplárenská, a.s.

V dubnu 2007 se 100% vlastníkem společnosti Teplárenská a.s. stala společnost ČEZ. V lednu 2008 pak došlo ke změně jména společnosti na ČEZ Teplárenská, a.s. a následně v polovině roku 2008 byla využita příležitost vyčlenit většinu teplárenských aktivit z divize Výroba společnosti ČEZ, a. s. do dceřiné společnosti ČEZ Teplárenská, a.s.

V současné době je hlavní činností společnosti nákup tepelné energii tzv. na plotě, tedy na výstupu z areálu zdroje - elektráren a prodej tepla a služeb koncovým zákazníkům. Společnost ČEZ Teplárenská, a.s. zásobuje přibližně 7 700 odběrných míst a kromě více než 144 000 domácností jsou odběrateli tepla i nemocnice, úřady, školy a průmyslové podniky. Celková roční dodávka tepla činí okolo 7 800 TJ. Zásobuje teplem zákazníky ve 39 městech v Ústeckém, Karlovarském, Středočeském, Pardubickém, Královéhradeckém, Moravskoslezském a Jihomoravském kraji, kde také exportuje teplo přes hranice, z elektrárny Hodonín do slovenského města Holíče.

Innogy Česká republika a.s.

Tato společnost do nedávna známá pod označením RWE je jednou z největších energetických podniků v Evropě. Innogy zřizuje, modernizuje, financuje a provozuje soustavy centrálního a lokálního zásobování teplem doprovázeného výrobou elektřiny. Innogy zaměstnává přes 40 tisíc pracovníků především v Německu, Anglii, Francii, Španělsku, Polsku, Portugalsku, Itálii, Švýcarsku, České republice. Společnost podniká v oblasti výroby a distribuce tepla a elektřiny na českém trhu od roku 1997. V současnosti společnost provozuje 18 tepláren především v Praze, Středočeském a Moravskoslezském kraji.

KOMTERM, a.s.

KOMTERM je firma působící na Slovensku a v České republice a nabízí v oblasti energetiky ucelené portfolio vzájemně provázaných služeb k zajištění komplexní dodávky nejen tepelné energie a s nimi spojené podpůrné činnosti - servis energetických zařízení, technologických zařízení budov, energetický management, pronájem a modernizace zařízení, provádění měření a regulace. Naprosto dominantním z pohledu obratu společnosti je prodej energií. Zde se koncentrují činnosti související s nákupem, výrobou, distribucí a prodejem energie konečným zákazníkům. Mezi zákazníky společnosti patří průmyslové a výrobní podniky, nemocnice, školy, bytová družstva, majitelé samostatných, objektů či městských zdrojů tepla. Konkrétně se jedná například o společnost Jitex Písek, Tatra Kopřivnice, FTVS Praha nebo hotel Corinthia Panorama.

3.7.2 *Ukazatele rentability*

Následující tabulka ilustruje porovnání hodnot ukazatelů krátkodobé likvidity Společnosti a konkurentů v letech 2013 až 2015.

Tabulka 15: Mezipodnikové srovnání ukazatelů rentability

	Společnost			ČEZ Teplárenská		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
ROA	5,96%	10,51%	10,74%	1,85%	-0,38%	1,74%
ROE	5,73%	13,45%	14,77%	1,99%	0,00%	2,50%
ROCE	6,85%	15,27%	16,28%	2,08%	-0,44%	1,98%
ROS	18,95%	13,58%	12,52%	2,22%	0,00%	2,69%
innogy			KOMTERM			
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
	-5,34%	5,00%	10,18%	0,67%	-5,38%	-
ROA	-6,06%	2,93%	2,71%	0,09%	-12,44%	-
ROE	-6,64%	6,51%	13,32%	0,86%	-6,61%	-
ROCE	-4,77%	2,57%	2,48%	0,44%	-66,37%	-

Zdroj: vlastní zpracování

- / Z tabulky je patrné, že Společnost vykazuje ve všech třech letech vyšší rentabilitu, než konkurence.
- / Druhým nejsilnějším v tomto porovnání je z hlediska rentability ČEZ Teplárenská. Tento podnik vykazuje na rozdíl od dvou zbylých konkurentů, ač mnohem nižší oproti Společnosti, tak stálé kladné hodnoty rentability.
- / Společnost innogy vykázala v prvním roce záporné hodnoty rentabilit, poté ve druhém roce kladné a ve třetím roce opět záporné.
- / Společnost KOMTERM vykazovala v letech 2013 a 2015 hodnoty rentabilit mírně nad nulou a v roce 2014 záporné hodnoty rentabilit.

3.7.3 *Ukazatele aktivity*

Následující tabulka ilustruje porovnání hodnot ukazatelů aktivity Společnosti a konkurentů v letech 2013 až 2015.

Tabulka 16: Mezipodnikové srovnání ukazatelů aktivity

	Společnost			ČEZ Teplárenská		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Doba obratu celkových aktiv	1 437	591	524	508	562	499
Doba obratu zásob	117	107	118	1	2	1
Prům. doba inkasa kr. pohledávek	40	43	53	81	87	83
Prům. doba splatnosti kr. závazků	27	25	19	45	49	40

	innogy			KOMTERM		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Doba obratu celkových aktiv	517	540	514	3 205	3 330	-
Doba obratu zásob	14	15	15	0	0	-
Prům. doba inkasa kr. pohledávek	151	138	28	695	522	-
Prům. doba splatnosti kr. závazků	14	24	21	77	27	-

Zdroj: vlastní zpracování

- / Hodnota doby obratu zásob vykazovaná Společností je ve všech obdobích vyšší, než hodnoty konkurentů. Zvláště v roce 2015 je tato hodnota relativně vysoká.
- / Společnost KOMTERM vykazuje výrazně vyšší hodnoty průměrné doby inkasa krátkodobých pohledávek a průměrné doby splatnosti krátkodobých závazků, přičemž data o tomto konkurenčním podniku v roce 2015 nebyla k dispozici.
- / Co se týče průměrné doby inkasa pohledávek a splatnosti závazků z osobních vztahů, je na tom Společnost poněkud lépe, než konkurence. Celkově jsou tyto dvě hodnoty nižší nebo srovnatelné s konkurencí a ve všech letech převyšuje doba splatnosti závazků dobu inkasa pohledávek, což znamená, že Společnosti se daří splácet své obchodní závazky za delší dobu, než inkasuje pohledávky z obchodních vztahů.
- / Doba obratu celkových aktiv Společnosti je ve všech obdobích, kromě KOMTERM, vyšší než u jejích dvou konkurentů. V roce 2013 je tento rozdíl výrazný, v následujících dvou obdobích je tento rozdíl minimální.
- / Z hlediska aktivity lze Společnost hodnotit opět pozitivně ve většině aspektů.

3.7.4 Ukazatele likvidity

Následující tabulka ilustruje porovnání hodnot ukazatelů krátkodobé likvidity Společnosti a konkurentů v letech 2013 až 2015.

Tabulka 17: Mezipodnikové srovnání ukazatelů likvidity

	Společnost			ČEZ Teplárenská		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Běžná likvidita	9,64	2,77	2,35	1,42	1,24	1,39
Rychlá likvidita	9,58	2,69	2,26	1,40	1,22	1,37
Peněžní likvidita	8,93	1,74	1,11	0,00	0,00	0,00

	innogy			KOMTERM		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Běžná likvidita	1,64	1,21	0,31	0,99	0,85	-
Rychlá likvidita	1,56	1,15	0,24	0,99	0,85	-

	innogy			KOMTERM		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Peněžní likvidita	0,07	0,05	0,01	0,01	0,01	-

Zdroj: vlastní zpracování

- / Ve všech letech Společnost převyšuje hodnoty ukazatelů likvidity konkurence. Zejména markantní rozdíl je v peněžní likviditě, kterou vykazují konkurenti téměř nulovou, zatímco Společnost disponuje hodnotou minimálně více než jedna.
- / Z hlediska likvidity, tedy schopnosti splácat krátkodobé závazky, je na tom Společnost výrazně lépe než konkurence a lze ji označit za finančně stabilnější. Vzhledem k tomu, že Společnost vykazuje nejvyšší hodnoty rentabilit, není pozorován negativní vliv vysoké likvidity na rentabilitu.

3.7.5 Ukazatele zadluženosti

Následující tabulka ilustruje porovnání hodnot ukazatelů dlouhodobé finanční rovnováhy resp. zadluženosti Společnosti a konkurentů v letech 2013 až 2015.

Tabulka 18: Mezipodnikové srovnání ukazatelů dlouhodobé finanční rovnováhy

	Společnost			ČEZ Teplárenská		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Celková zadluženost	7,23%	14,50%	15,98%	19,95%	21,63%	21,13%
Zadluženost vlastního kapitálu	8,61%	23,25%	27,08%	24,92%	27,61%	26,79%
Krytí dl. majetku dl. kapitálem	1,47	0,88	0,84	1,05	1,02	1,04
Krytí dl. majetku vlastním kapitálem	1,43	0,80	0,75	0,96	0,93	0,95
innogy						
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
	44,38%	40,72%	34,86%	42,38%	41,53%	-
Celková zadluženost	79,80%	68,69%	53,52%	73,55%	71,02%	-
Zadluženost vlastního kapitálu	1,16	1,05	0,82	1,01	0,98	-
Krytí dl. majetku dl. kapitálem	0,82	0,82	0,71	0,75	0,71	-
Krytí dl. majetku vlastním kapitálem						

Zdroj: vlastní zpracování

- / Na základě výše uvedené tabulky lze je patrné, že Společnost vykazuje nízkou výši zadluženosti, která je srovnatelná se zadlužeností společnosti ČEZ Teplárenská. Ostatní konkurenční společnosti dosahují výrazně vyšších hodnot.
- / Co se týče krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem a vlastním kapitálem, převyšuje Společnost tohoto konkrenta jen v prvním roce, poté vykazuje nižší hodnoty. Tyto ukazatele po roce 2013 vykazují nižší hodnoty než 1 a je proto část dlouhodobých aktiv kryta krátkodobým kapitálem.

- / Z hlediska celkové zadluženosti je Společnost stabilnější, nebo srovnatelná s konkurencí, co se týče časové symetrie aktiv a zdrojů jejich financování, je na tom Společnost lépe než konkurence pouze v prvním roce a poté vykazuje horší, nebo srovnatelné hodnoty.

3.8 Shrnutí

Na hospodaření Konsolidačního celku byl patrný výrazný výkyv v letech 2012 a 2013, který znamenal nárůst bilanční sumy na straně aktiv způsobený nárůstem finančního majetku, ze strany pasiv způsobený nárůstem výsledku hospodaření běžného účetního období v roce 2012 a výsledku hospodaření minulých let v roce 2013. Celkově bilanční suma, a tedy i většina položek aktiv a pasiv, ve sledovaném období klesala. Z majetkového hlediska se konsolidovaný celek zmenšil.

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, tvořící naprostou většinu obratu Konsolidačního celku vykazovaly ve sledovaném období pokles. Tento pokles byl spojen s mírným nárůstem výkonové spotřeby. Ostatní nákladové položky vykazovaly pokles. Z hlediska zisku došlo ve sledovaném období také k poklesu. S tímto vývojem korespondoval vývoj ziskové marže a to jak z pohledu EBIT marže, tak marže na úrovni EBITDA, vyjma roku 2012, ve kterém byl zaznamenán velmi výrazný nárůst zisku.

Analýza čistého pracovního kapitálu vyšla pro Společnost pozitivně. Přestože hodnota čistého pracovního kapitálu celkově poklesla, ve všech obdobích překonala hodnotu ukazatele potřeby čistého pracovního kapitálu.

Ukazatele rentability po nárůstu v roce 2012 vykázaly celkově pokles. Ukazatele aktivity vykazovaly ve sledovaném období pokles doby obratu, kromě ukazatele průměrného inkasa krátkodobých pohledávek. Ukazatele likvidity ve sledovaném období poklesly, avšak z velmi vysokých hodnot a nebyla tak ohrožena krátkodobá finanční stabilita Společnosti. Ukazatele zadluženosti z pohledu celkové zadluženosti a zadluženosti vlastního kapitálu po poklesu v 2012 a 2013 vykazují rostoucí trend. Ukazatele krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem a vlastním kapitálem ve sledovaném období poklesly. Dlouhodobá finanční stabilita se tedy vyvíjela mírně negativně.

Poměrové ukazatele jsou ovšem v konkurenčním srovnání hodnoceny pozitivně. Společnost disponuje vyšší rentabilitou, než konkurence, mnohem vyšší krátkodobou finanční stabilitou a srovnatelnou, nebo lepší dlouhodobou finanční stabilitou. Z hlediska aktivity je Společnost hodnocena ve většině aspektů pozitivně v porovnání s konkurencí.

Dlouhodobá finanční rovnováha Společnosti je hodnocena rovněž velmi pozitivně a v odvětvovém srovnání nadprůměrně, poněvadž oceňovaný podnik dlouhodobě uplatňuje konzervativní finanční strategii a cizí zdroje využívá ve velmi malém rozsahu.

Na základě provedené finanční analýzy lze konstatovat, že hospodářská činnost Společnosti je stabilizována s výnosovým potenciálem do budoucna, neboť dosahuje dlouhodobého růstu výsledku hospodaření při konzervativnější strategii financování. V budoucnosti nejsou předpokládány významnější rizika ohrožující chod Společnosti a existuje tak vysoká pravděpodobnost dlouhodobé existence, čímž je naplněn princip *going-concern*.

4 Strategická analýza

4.1 Makroekonomická situace

4.1.1 Ekonomický výkon

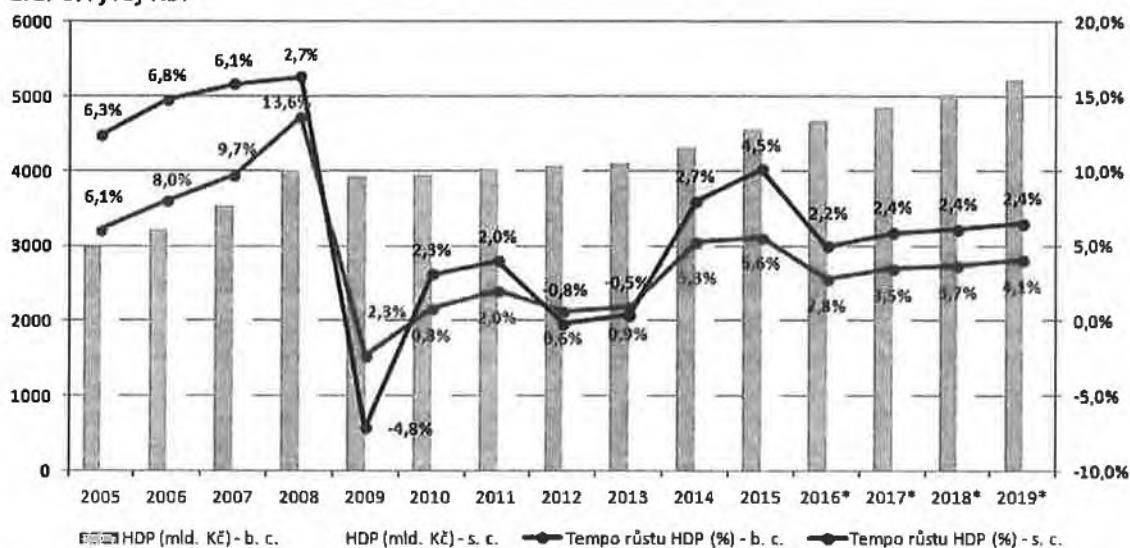
Podle Ministerstva financí výkonnost ekonomiky měřená reálným HDP v 1. čtvrtletí 2016 meziročně vzrostla o 2,7 % (proti 2,1 %), sezónně očištěný HDP se mezičtvrtletně zvýšil o 0,4 % (proti 0,8 %). K mezičtvrtletnímu růstu hrubé přidané hodnoty o 0,5 % nejvíce přispěl zpracovatelský průmysl a dále odvětví obchod, doprava, ubytování a pohostinství a penězničtví a pojišťovnictví.

Meziroční zvýšení HDP v 1. čtvrtletí 2016 odráželo rostoucí domácí i zahraniční poptávku. Hlavním tahounem růstu byly výdaje na konečnou spotřebu, a to jak domácnosti (nárůst o 2,6 %), jejíž nejdynamičtěji rostoucí složku spotřeby představovaly výdaje na statky dlouhodobé spotřeby, tak vlády (nárůst o 2,5 %), u které za navýšením stál především růst zaměstnanosti ve státní správě a zvýšení výdajů na nákupy zboží a služeb. Tvorba hrubého fixního kapitálu působila na HDP neutrálne, a její příspěvek k růstu byl tedy oproti minulému roku výrazně nižší. Tempo růstu vývozu se sice snížilo, spolu s pomalejším růstem domácí poptávky to však přispělo ke zpomalení růstu dovozu. V součtu tak bilance zahraničního obchodu se zbožím a službami růstovou dynamiku HDP nezanedbatelně zvýšila.

Podle předběžného odhadu Ministerstva financí reálný HDP ve 2. čtvrtletí meziročně vzrostl o 3,0 % (proti 3,1 %) a mezičtvrtletně o 0,4 % (proti 0,7 %). Za zvýšením HDP by pak měl stát zejména růst spotřeby domácností (nárůst o 3,5 %) a zahraničního obchodu. Podle odhadů vývoz zboží a služeb vzrostl o 5,9 % (proti 5,1 %), zatímco dovoz se v návaznosti na vývoj domácí poptávky a vývozu zvýšil o 5,6 % (proti 6,2 %). V neposlední řadě na HDP pozitivně působila i spotřeba vlády, která vzrostla o 2,1 %.

Predikce pro rok 2016 předpokládá, že hlavním tahounem růstu by v roce 2016 měly být výdaje na konečnou spotřebu (zejména domácností, k růstu však přispěje i spotřeba vlády) a čistý vývoz. Očekává se, že reálný HDP v roce 2016 vzroste o 2,2 % (proti 2,5 %) a v roce 2017 o 2,4 % (proti 2,6 %). Spotřeba domácností, u které je v roce 2016 očekáván růst o 3,1 % a následujícím roce o 2,7 %, bude podpořena růstem reálného disponibilního důchodu, poklesem míry úspor a také optimistickým očekáváním spotřebitelů. Nárůst spotřeby vlády je v roce 2016 očekáván ve výši 2,2 % (proti 2,1 %) a v roce 2017 pak ve výši 1,6 % (bez změny). Ministerstvo financí očekává, že se vývoz zboží a služeb v roce 2016 zvýší o 5,6 % (proti 5,5 %) a v roce 2017 o 4,9 % (proti 5,9 %). Snížení růstové dynamiky oproti roku 2015 odráží především předpokládané zpomalení růstu exportních trhů i exportní výkonnosti. Na straně dovozu zboží a služeb je očekáván vliv pomalejšího růstu vývozu i slabší dovozně náročné investiční poptávky. Dovoz tak v tomto roce pravděpodobně poroste o 5,2 % (proti 5,6 %) a v roce 2017 o 5,1 % (proti 6,1 %).

Graf 6: Vývoj HDP

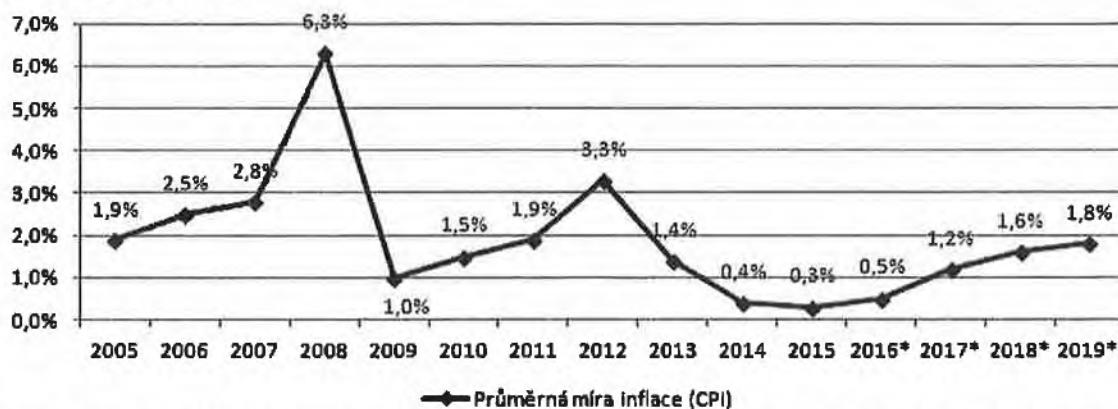


Zdroj:<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/makroekonomicka-predikce-cervenec-2016-25705>

4.1.2 Inflace

Česká ekonomika se nadále vyznačuje nízkou inflací, jejíž příčiny leží primárně ve vnějším prostředí, zejména ve výrazném poklesu ceny ropy a klesajících cenách výrobců v eurozóně. Působení domácí ekonomiky je naproti tomu hodnoceno protiinflačně. Meziroční růst spotřebitelských cen v červnu 2016 dosáhl 0,1 % (proti 0,3 %). V roce 2016 by průměrná míra inflace měla podobně jako v předchozích dvou letech dosáhnout velmi nízké hodnoty (0,5 %). Z administrativních opatření se ve spotřebitelských cenách již v 1. čtvrtletí projevilo zvýšení spotřební daně z tabákových výrobků. Ve 2. čtvrtletí došlo ke snížení ceny zemního plynu o 0,2 procentního bodu, ve 2. pololetí by mělo dojít k dalšímu zlevnění. Ve 4. čtvrtletí je pak počítáno se snížením DPH v oblasti stravovacích služeb z 21 % na 15 %. V roce 2017 by se inflace měla dále zvýšit. V současnosti není počítáno s žádnými podstatnějšími činiteli, které by měly působit protiinflačně. Pro rok 2017 je odhadováno s průměrnou mírou inflace ve výši 1,2 %.

Graf 7: Vývoj inflace

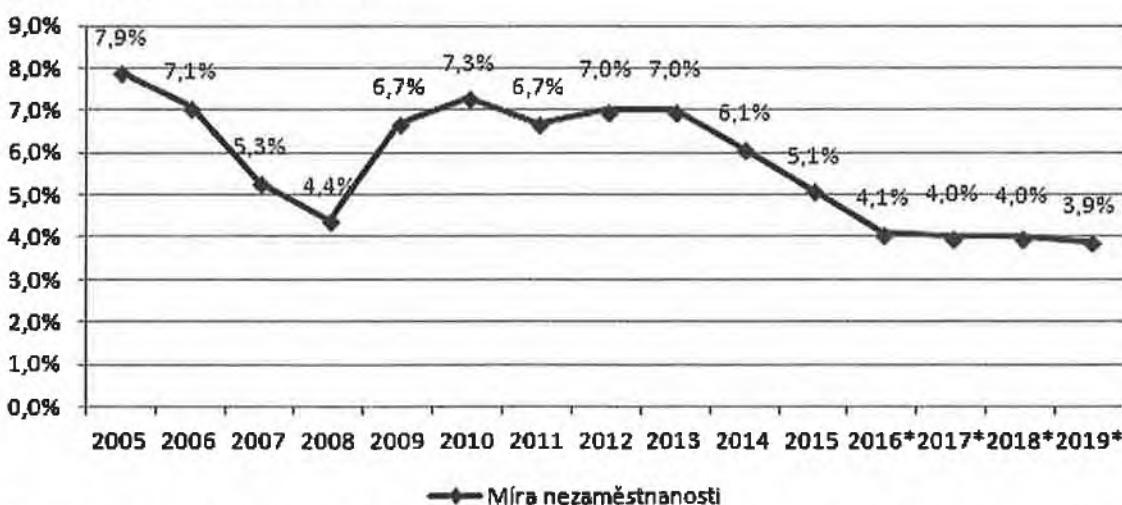


Zdroj:<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/makroekonomicka-predikce-cervenec-2016-25705>

4.1.3 Trh práce

Trh práce se v 1. čtvrtletí 2016 vyvíjel o poznání příznivěji, než by odpovídalo pozici v hospodářském cyklu. Výrazný růst zaměstnanosti tažený kategorií zaměstnanců pokračoval - míry zaměstnanosti i ekonomické aktivity pro věkovou skupinu 15-64 let dosáhly nových historicky rekordních hodnot (71,0 %, resp. 74,3 %). Tyto faktory determinovaly růst objemu mezd a platů i průměrné mzdy. Počet zaměstnanců se v 1. čtvrtletí 2016 zvýšil o 2,8 %, zatímco počet podnikatelů poklesl o 1,8 %. Díky pokračujícím příznivým makroekonomickým podmínkám a mimořádně dobré situaci na trhu práce v první polovině roku 2016 by míra nezaměstnanosti v průměru za celý rok měla dosáhnout 4,1 % (proti 4,4 %), přičemž v roce 2017 by měla ještě nepatrně klesnout na 4,0 % (proti 4,3 %).

Graf 8: Vývoj míry nezaměstnanosti



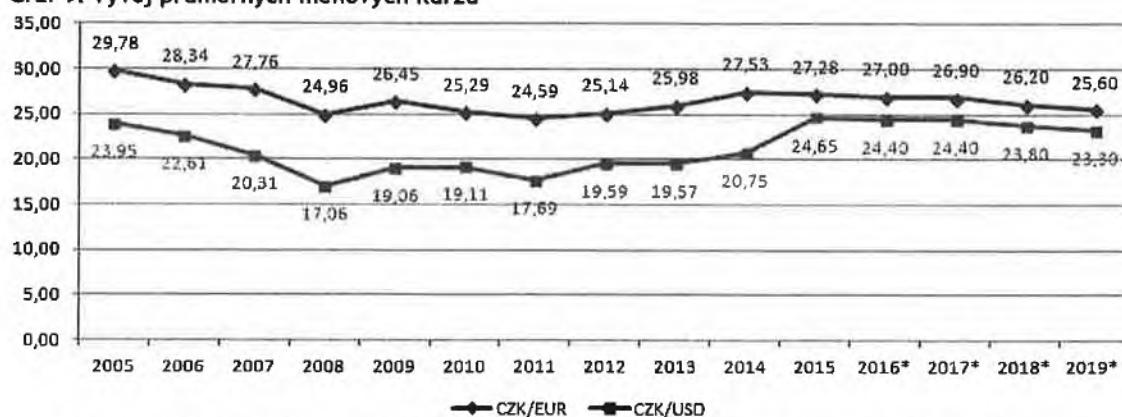
Zdroj:<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/makroekonomicka-predikce-cervenec-2016-25705>

Míra ekonomické aktivity v 1. čtvrtletí 2016 meziročně vzrostla o 0,4 procentního bodu na 74,3 % (proti růstu o 0,1 procentního bodu na 74,0 %). V dalším období by měla ve směru vyšších mezd a platů kromě reálné produktivity práce působit také nízká nezaměstnanost. Postupně by měla podle očekávání k růstu mezd přispívat i rostoucí míra inflace. Nová mzdová vyjednávání, nedostatek disponibilních pracovníků a očekávaný růst platů některých profesí ve veřejném sektoru by měly vytvářet další impuls pro zvýšení mezd a platů v příštím roce, pro rok 2017 je tedy předpokládán růst mezd a platů o 4,9 %. Objem mezd v 1. čtvrtletí 2016 vykázal silný růst o 5,6 % (proti 4,2 %). Robustní růst byl zaznamenán např. ve zpracovatelském průmyslu (7,4 %), informačních a komunikačních činnostech (10,3 %), či v odvětví obchod, doprava, ubytování a pohostinství (6,4 %). Průměrná mzda (podniková, přepočtená na plný úvazek) v 1. čtvrtletí 2016 vzrostla o 4,4 % (proti 3,7 %), k čemuž přispěl zejména růst mezd v podnikatelské sféře, ke zvýšení mezd však došlo i ve sféře nepodnikatelské. Průměrná nominální mzda by se mohla v roce 2016 zvýšit o 4,4 %, v roce následujícím pak o 4,7 %.

4.1.4 Měnový kurz (CZK/EUR, CZK/USD)

Měnový kurz koruny vůči euro se od změny kurzového režimu v listopadu 2013, kdy ČNB zahájila devizové intervence s cílem udržet kurz okolo hladiny 27 CZK/ EUR, většinou pohyboval v blízkosti hladiny 27,50 CZK/ EUR. Ke konci 2. čtvrtletí 2015 začal kurz v souvislosti s příznivým vývojem ekonomiky posilovat a přibližovat se k úrovni 27 CZK/EUR, poblíž které se pak udržoval v průběhu druhé poloviny roku 2015 i první poloviny roku 2016. Na konci června 2016 v souvislosti s výsledkem referenda o setrvání Spojeného království v EU koruna přechodně oslabila z hodnoty těsně u 27 CZK/EUR na hodnoty kolem 27,10 CZK/EUR. Jednalo se však pouze o krátkodobý výkyv.

Graf 9: Vývoj průměrných měnových kurzů

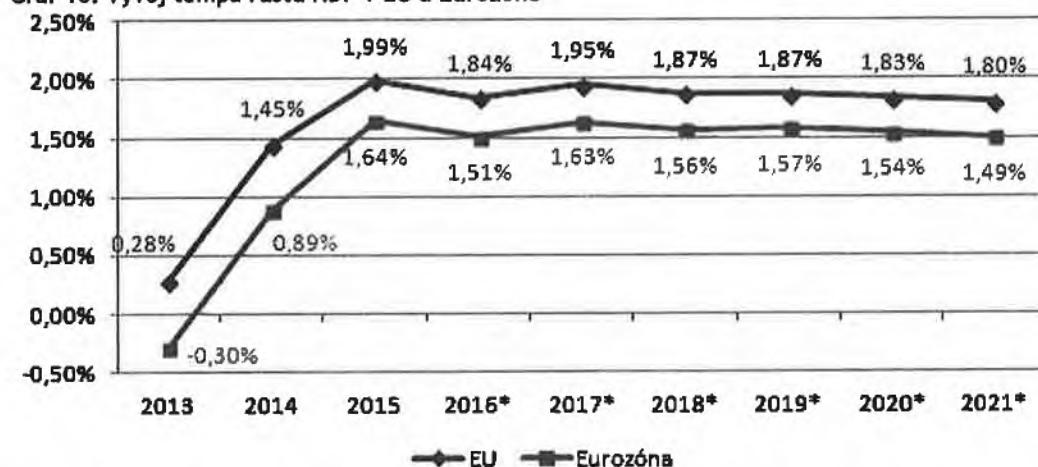


Zdroj:<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/makroekonomicka-predikce-cervenec-2016-25705>

4.1.5 Hospodářský vývoj EU⁹

Očekává se, že hospodářský růst v Evropě bude i nadále nevýrazný zejména kvůli zpomalení růstu klíčových obchodních partnerů. V důsledku toho se očekává jen mírný růst HDP v eurozóně v letech 2015 až 2017. Evropská komise předpokládá, že HDP eurozóny poroste o 1,6 % v roce 2016 a o 1,8 % v roce 2017 (1,7 % v roce 2015). Pokud jde o růst HDP celé EU, růst zřejmě zpomalí z loňských 2 % na 1,8 % v roce 2016 a poté opět velmi mírně zrychlí na 1,9 % v roce 2017.

Graf 10: Vývoj tempa růstu HDP v EU a Eurozóně



Zdroj: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>

Hospodářský růst by se měl v letech 2016 a 2017 ve většině členských států zvyšovat nebo zůstat víceméně stabilní. Očekává se, že ekonomiky všech členských států budou v příštím roce expandovat, ale růst bude v celé EU nadále nerovnoměrný.

Čistý vývoz by měl zůstat brzdou růstu v roce 2016, v roce 2017 by tomu již tak být nemělo. Z tohoto důvodu bude růst záviset na domácí poptávce: investice by se měly zvednout v příštím roce na 3,8% jak v eurozóně, tak v Evropské unii a u soukromé spotřeby se očekává mírné zhoršení, protože očekávaná inflace sníží růst reálných příjmů.

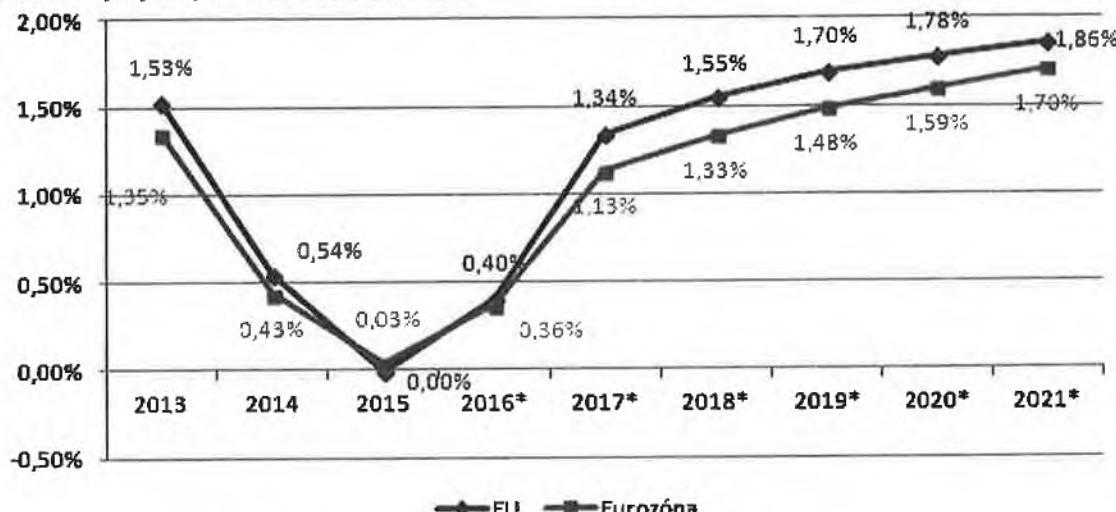
Situace na trhu práce by se i nadále měla mírně zlepšovat, k tomu by měla přispět zpožděná reakce na lepší cyklické podmínky a mírný růst mezd. V některých členských státech byly v posledních letech uskutečněné reformy či opatření v oblasti fiskální politiky, což přispělo k čisté tvorbě pracovních míst. Přestože na trhu práce jsou v jednotlivých zemích rozdíly, očekává se, že nezaměstnanost v eurozóně klesne na 10,3 % v roce 2016 a poté 9,9 % v roce

⁹ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-1613_en.htm

2017 (v roce 2015 - 10,9 %). V EU jako celku se očekává, že nezaměstnanost poklesne z 9,4 % v roce 2015 na 8,9 % v roce 2016 a 8,5 % v roce 2017.

Inflace zůstává řízena cenami energií. Ceny ropy opět začátkem roku 2016 klesly a táhly inflaci pod nulu. Očekává se, že v blízké budoucnosti se inflace bude pohybovat kolem nuly zejména z důvodu cen energií, které jsou nižší než před rokem. Vnější cenové tlaky jsou rovněž slabé, k tomu se přidává mírně posilující euro a nízké ceny světových výrobců. Inflace by mohla vzrůst výrazněji v druhé polovině letošního roku, když se ceny energií budou postupně zvedat a ceny na domácím trhu se zvýší z důvodu posílení domácí poptávky. Inflace by se měla pohybovat na úrovni 0,2 % v eurozóně v tomto roce (EU 0,3 %) a v roce 2017 by se měla zvednout na 1,4 % (EU 1,5 %).

Graf 11: Vývoj míry inflace v EU a Eurozóně



Zdroj: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>

4.2 Relevantní trh

Na úvod analýzy relevantního trhu vymezíme trh, na kterém Společnost, resp. společnost Pražská teplárenská a.s. jakožto hlavní generátor výnosů působí, a to z hlediska věcného, geografického a z hlediska zákazníků. V dalším textu se pak zaměříme na stručný popis relevantního trhu, a to zejména s důrazem na příležitosti a rizika, které z působení na tomto trhu vyplývají.

4.2.1 Vymezení relevantního trhu

Za relevantní trh z hlediska tržeb Pražské teplárenské a.s. považujeme výrobu a především rozvod tepelné energie, z geografického hlediska považujeme za relevantní trh především území hlavního města Prahy a přilehlé okolí.

CZ NACE

Tabulka 19: Činnosti Pražské teplárenské a.s. dle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE)

3530	Výroba a rozvod tepla a klimatizovaného vzduchu, výroba ledu
26200	Výroba počítačů a periferních zařízení
26510	Výroba měřicích, zkušebních a navigačních přístrojů
351	Výroba, přenos a rozvod elektřiny
36000	Shromažďování, úprava a rozvod vody
38	Shromažďování, sběr a odstraňování odpadů, úprava odpadů k dalšímu využití
4120	Výstavba bytových a nebytových budov
43210	Elektrické instalace
46900	Nespecializovaný velkoobchod
47300	Maloobchod s pohonnými hmotami ve specializovaných prodejnách
49	Pozemní a potrubní doprava
5590	Ostatní ubytování
61	Telekomunikační činnosti
620	Činnosti v oblasti informačních technologií
62020	Poradenství v oblasti informačních technologií
63	Informační činnosti
68310	Zprostředkovatelské činnosti realitních agentur
69200	Účetnické a auditorské činnosti; daňové poradenství
702	Poradenství v oblasti řízení
711	Architektonické a inženýrské činnosti a související technické poradenství
7120	Technické zkoušky a analýzy
74	Ostatní profesní, vědecké a technické činnosti
772	Pronájem a leasing výrobků pro osobní potřebu a převážně pro domácnost

Zdroj: Český statistický úřad - Registr ekonomických subjektů

4.2.2 Výroba tepelné energie

Teplo se produkuje v teplárnách, tedy zařízeních, které dostupné zdroje přeměňují na teplo. To slouží k centrálnímu, nebo lokálnímu zásobování teplem a TUV (teplá užitková voda). Teplárna může být kombinována s elektrárnou, tedy teplo nevyužité pro výrobu elektřiny poslouží k ohřevu přenosového média.

Teplárny lze dle druhu paliv rozdělit do tří skupin:

- / plynové teplárny - zemní plyn, bioplyn apod.
- / teplárny na kapalná paliva - lehké topné oleje apod.
- / teplárny na tuhá paliva - černé a hnědé uhlí, lignit, koks, biomasa, apod.

K produkci tepla je možné použít také například geotermální či sluneční energii, jejich spoutání je však spojeno s mnoha nevýhodami a obtížnými výzvami.

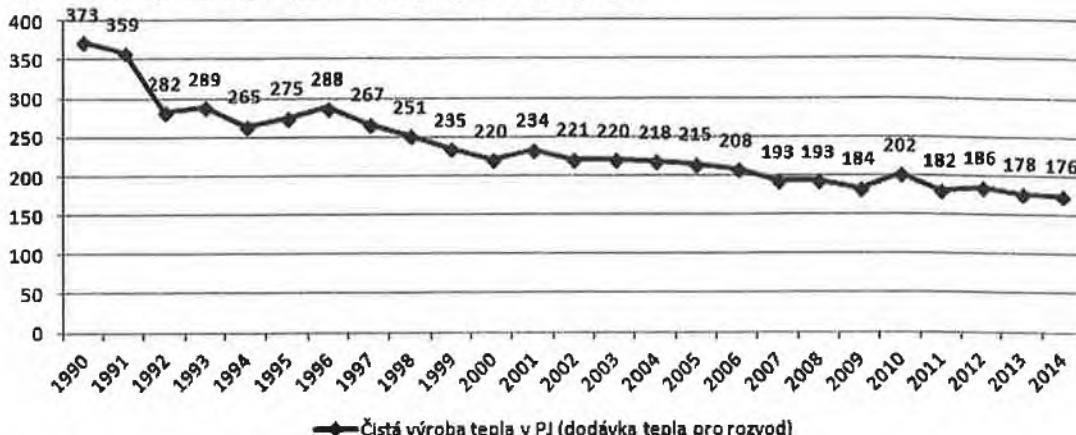
Stále častější je v energetice kombinovaná výroba elektřiny a tepla (KVET). Pro tento druh výroby energií se často používá pojem kogenerace. Oproti klasickým elektrárnám, ve kterých je teplo vzniklé při výrobě elektrické energie vypouštěno do okolí, využívá kogenerační jednotka teplo k vytápění a šetří tak palivo i finanční prostředky na jeho nákup. Elektrická energie vzniká ve všech elektrárnách roztočením elektrického generátoru pomocí turbín. Teplo nutné k výrobě páry, která turbínu pohání, se v České republice nejčastěji získává spalováním uhlí. Velká část tepla však není využita a je bez užitku vypouštěna do ovzduší. Účinnost výroby v tepelných elektrárnách se pohybuje kolem 30 %, nejmodernější teplárny, kde je realizována společná výroba elektřiny a tepla, dosahují účinnosti až 90 %.

4.2.3 Rozvod tepelné energie v ČR

Pražská teplárenská a.s. se v posledních letech začala odklánět od samotné výroby tepla a postupně se stává podnikem čistě zaměřeným na distribuci tepelné energie na území hlavního města Prahy. Do budoucna lze dle prohlášení managementu očekávat přetrvení tohoto trendu. Většinu tepla (okolo 90 %) pro rozvod pak získává z externího zdroje, kterým je Elektrárna Mělník, jejímž provozovatelem je společnost Energotrans a.s. Jedná se o technologický komplex tří tepelných hnědouhelných elektráren.

Vývoj rozvodu tepelné energie v ČR zobrazuje následující tabulka.

Graf 12 Čistá výroba tepla (dodávka tepla pro rozvod) v PJ¹⁰



Zdroj: Český statistický úřad - Transformační procesy v energetice - 2014

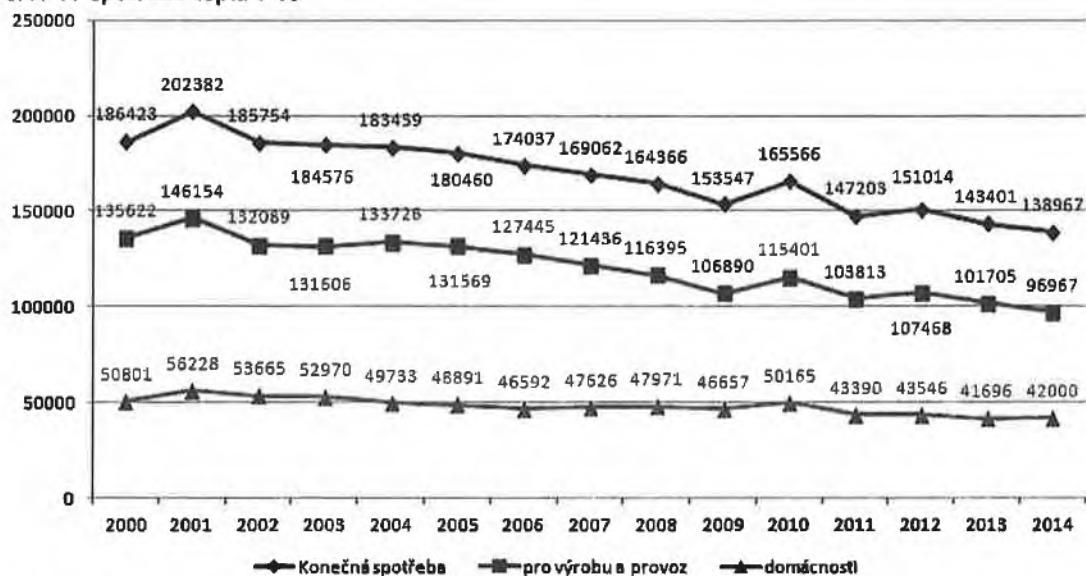
4.2.4 Spotřeba tepelné energie v ČR

Od roku 1990 klesla podle Teplárenského sdružení ČR (TSČR) u standardního bytu průměrná roční spotřeba tepla pro vytápění a ohřev vody z 60 na 25 GJ. Spotřeba tepla v soustavách centrálního zásobování teplem poklesla jenom za posledních 15 let o více než 24 %. Trend poklesu spotřeby trvá především díky zateplování budov a stále častějším nadprůměrně teplým zimám. Teplotně nadprůměrné poslední tři zimy se projevily v nižších dodávkách tepla z českých tepláren, průměrná teplota topných sezón se podle TSČR pohybovala vždy skoro 2 °C nad dlouhodobým normálem, přičemž každý kladný stupeň oproti dlouhodobému normálu představuje snížení spotřeby tepla přibližně o 6 %. Dominantní položkou celkové spotřeby jsou dodávky do výroby a provozu, spotřeba domácností činí pouze přibližně třetinu.

Vývoj spotřeby tepla na území České republiky zachycuje následující graf.

¹⁰ PJ = petajoule = 10^{15} joulů

Graf 13 Spotřeba tepla v TJ¹¹



Zdroj: ČSÚ

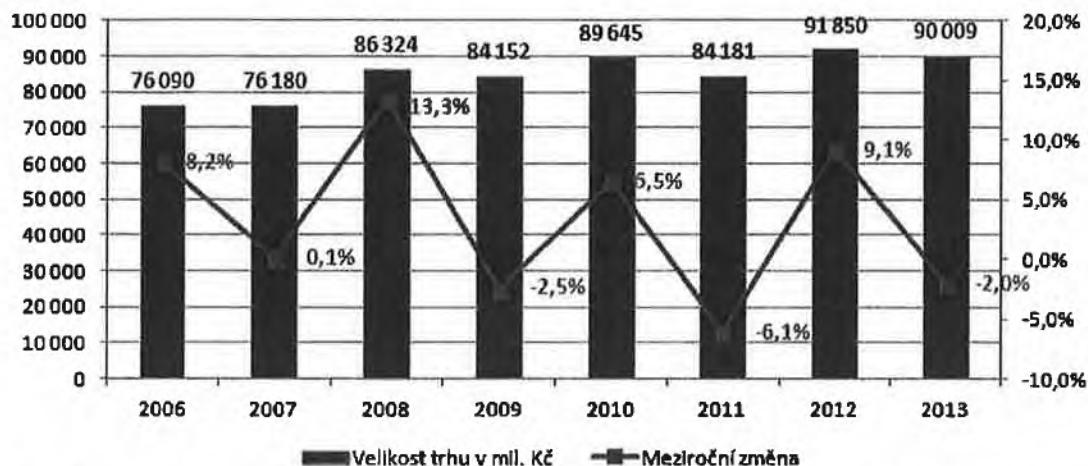
4.2.5 Vývoj trhu s tepelnou energií

U tepelné energie vyrobené z ostatních paliv je zřejmý vysoký meziroční nárůst v letech 2005, 2008, 2010 a 2012. Vývoj cen tepelné energie je ovlivněn především změnou cen paliv a rovněž poklesem objemu dodávek tepelné energie. Na cenu tepelné energie měl také významný vliv růst sazby DPH, zavedení ekologické daně a nutný nákup emisních povolenek. Za sledované období (13 let) vzrostla pro konečné spotřebitele průměrná cena tepelné energie vyrobené z uhlí o 243,55 Kč/GJ, tj. asi o 82,0 procenta a cena tepelné energie vyrobené z ostatních paliv o 265,19 Kč/GJ, tj. přibližně o 77,4 procenta. Naopak negativně na vývoj tržeb tepláren působí pokles spotřebovaného množství tepelné energie vlivem vyšší míry zateplení budov, racionalizace spotřebitelů a nedávných mírných zim. Proti těmto negativním faktorům ve prospěch tepláren působí modernizace technologií a s nimi spojené snížení ztrát z rozvodu tepelné energie, které se v minulosti pohybovaly okolo 20 PJ.

Vývoj trhu s tepelnou energií sestavený na základě spotřebovaného množství tepelné energie a váženého průměru cen tepla dle Energetického regulačního úřadu je předmětem následujícího grafu.

¹¹ TJ = terajoule = 10^{12} joulů

Graf 14 Velikost trhu s tepelnou energií v ČR (mil. Kč)

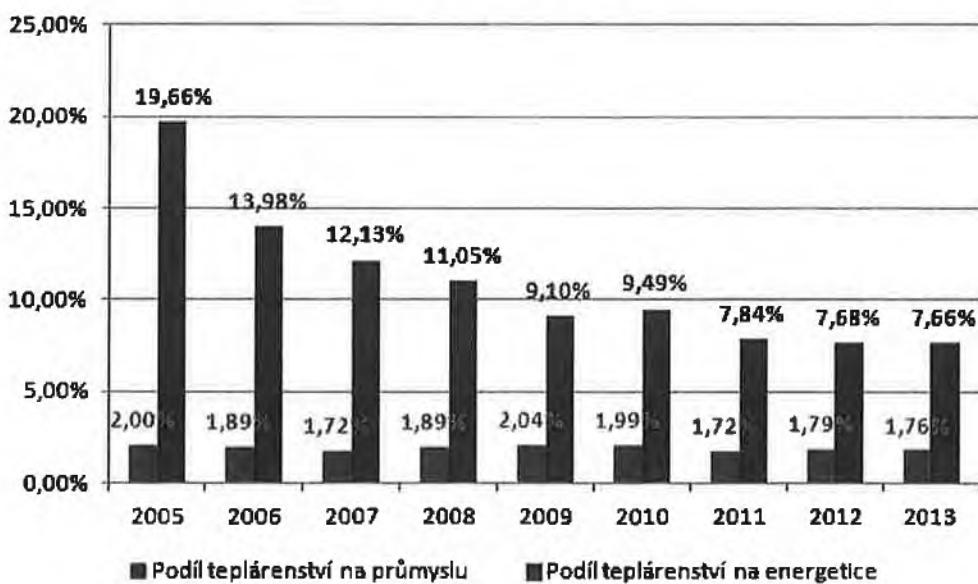


Zdroj: Energetický regulační úřad - Zpráva o činnosti a hospodaření za rok 2014, vlastní zpracování

4.2.6 Pozice teplárenství v rámci průmyslu

Produkce a dodávky tepla jsou přirozeně nepostradatelnou součástí energetiky i průmyslu celkem, nicméně jejich vývoj je zpomalován faktory uvedenými v předchozí podkapitole. Během sledovaného období klesá podíl teplárenství ve finančním vyjádření na průmyslu i energetice, kde propad nebyl až tak prudký. Od roku 2011 se jeví podíl na obou segmentech relativně stabilní.

Graf 15 Podíl teplárenství na průmyslu a energetice v ČR



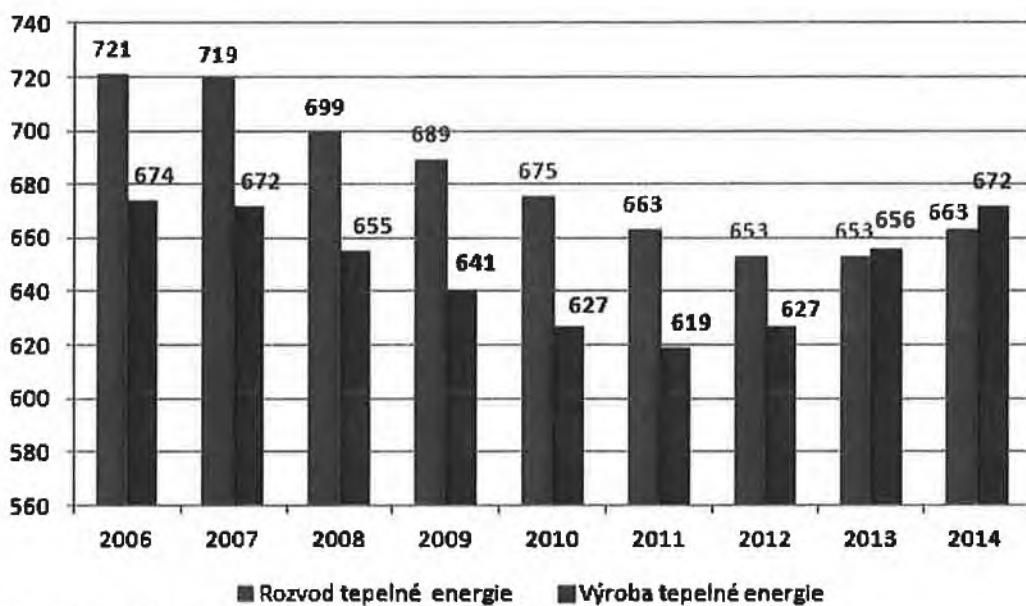
Zdroj: Český statistický úřad, vlastní zpracování

4.2.7 Počet subjektů v teplárenství

Počet subjektů zabývající se rozvodem a výrobou tepelné energie mezi lety 2006 a 2011 stabilně klesal. Od následujícího roku naopak počet subjektů s udělenou licencí v obou oborech stoupal. Počet licencí na výrobu tepelné energie byl vyšší než na rozvod pouze v letech 2013 a 2014. Celkový počet platných licencí se mezi lety 2006 a 2014 pohyboval mezi od 1 280 do 1 395.

Počet subjektů působících v teplárenství zobrazuje následující graf.

Graf 16 Počet platných licencí v teplárenství



Zdroj: Energetický regulační úřad - Zpráva o činnosti a hospodaření za rok 2014

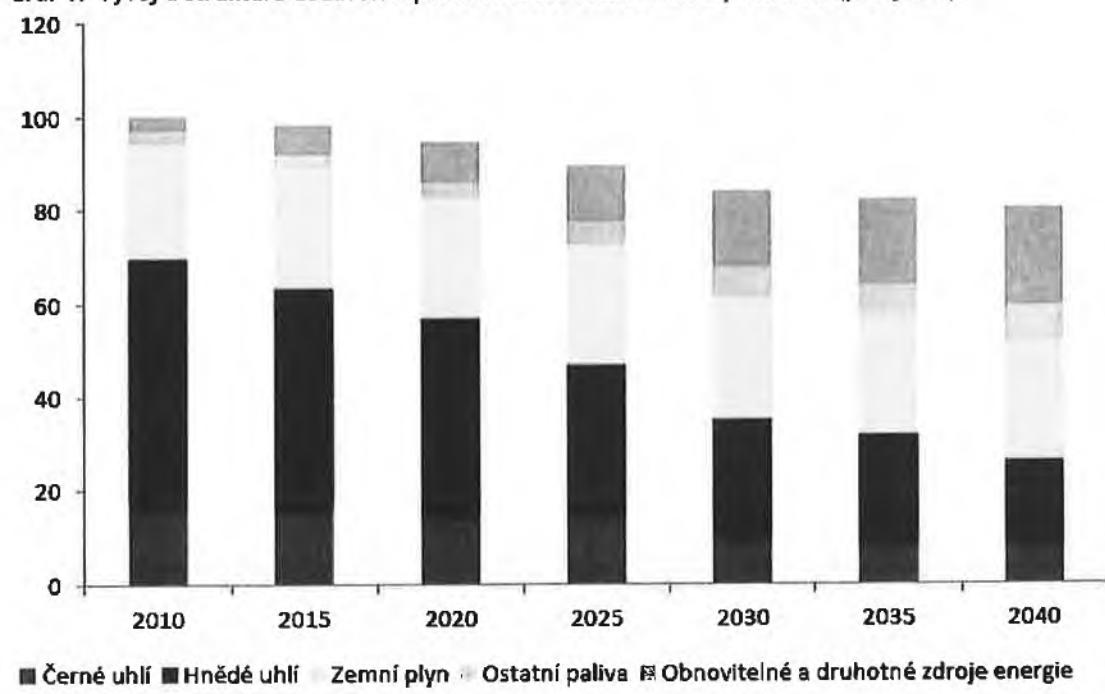
4.2.8 Výhled tepelné energie

V soustavách zásobování teplem se v letech 2010 až 2040 očekává významný pokles spotřeby, především z důvodu úsporných opatření na straně konečné spotřeby, ale i snížení ztrát při rozvodu tepla. V jejich struktuře roste podíl obnovitelných a druhotních zdrojů energie, především biomasy a odpadů jako významných tuzemských energetických zdrojů. Naopak podíl dalšího a v současné době rozhodujícího tuzemského zdroje, kterým je kvalitní hnědé uhlí, bude ve sledovaném období postupně klesat s výrazným poklesem především mezi lety 2035 až 2040. V případě zemního plynu byl výchozí rok 2010 výjimečný kvůli dlouhotrvajícím extrémně nízkým teplotám. V následujících letech se spotřeba plynu pro výrobu tepla v soustavách zásobování teplem opětovně vrací na úroveň před tímto datem, s mírným meziročním navyšováním spotřeby. To je počátek dlouhodobějšího trendu vyššího využívání zemního plynu především v malých a středních teplárenských systémech.

V roce 2017 a nejbližších letech by mohla cena tepla klesnout. Zatímco cena tepla vyrobeného z uhlí bude pravděpodobně převážně stagnovat, v případě tepelné energie vyrobené ze zemního plynu je očekávána stagnace či mírný pokles ceny.

Předpokládaný vývoj spotřeby jednotlivých zdrojů tepelné energie shrnuje následující graf a tabulka.

Graf 17 Vývoj a struktura dodávek tepla ze soustav zásobování teplem v PJ (petajoule)



■ Černé uhlí ■ Hnědé uhlí ■ Zemní plyn ■ Ostatní paliva ■ Obnovitelné a druhotné zdroje energie

Zdroj: Státní energetická koncepce České republiky - 2014 s. 116

Tabulka 20 Vývoj zdrojů tepla v PJ

Zdroj energie	2010	2015	2020	2025	2030	2035	2040
Černé uhlí	16,8	16,3	14,5	14,3	9,8	7,9	8,2
Hnědé uhlí	53	47	42,4	32,4	25,4	23,9	18,1
Zemní plyn	24	25,3	25,3	25,4	25,4	24,8	25
Ostatní paliva	3,2	3,2	3,7	5,1	7	7	8,1
Obnovitelné zdroje	3	6,6	8,7	12,3	16,4	18,6	20,8
Celkem	100	98	95	90	84	82	80

Zdroj: Státní energetická koncepce České republiky - 2014 s. 116

4.3 Shrnutí strategické analýzy

Předmětem podnikatelské činnosti Společnosti, resp. Pražské teplárenské a.s., jakožto hlavního generátora výnosů, je především prodej a distribuce tepelné energie na území hlavního města Prahy. České teplárenství zažívá dynamický rozvoj se zaměřením na obnovitelné zdroje a ekologii. To ve výrobě tepelné energie představuje odklon od paliv jako je černé a hnědé uhlí k zemnímu plynu a obnovitelným zdrojům. Klíčovým rysem budoucího vývoje odvětví je

snižování spotřebovaného množství koncovými zákazníky vlivem stále častějšího efektivního zateplování budov, rationalizace spotřebního chování a oteplováním klimatu.

5 Metodika ocenění

V teorii a praxi oceňování podniků se využívá velké množství metod pro stanovení hodnoty společnosti, přičemž lze rozlišit tři základní přístupy k ocenění:

- / výnosový přístup
- / Metody tržní komparace
- / majetkový přístup

Hodnotu podniku lze stanovit na základě několika obecně používaných metod. Volba metody je závislá na jedné straně na účelu ocenění a na straně druhé je nezbytné přihlédnout k charakteristikám oceňované Společnosti.

5.1 Základní metody ocenění

5.1.1 Výnosový přístup

Výnosový přístup k ocenění aktiva je založen na principu očekávání. Hodnota daného aktiva vychází z budoucích hotovostních toků či výnosů, které bude dané aktivum generovat po dobu své životnosti.

Existuje několik metod, které se v rámci výnosového přístupu používají pro ocenění. Metody diskontovaných peněžních toků, ekonomické přidané hodnoty a analytická metoda kapitalizovaných čistých výnosů využívají ke stanovení hodnoty podniku predikce ekonomických veličin stanovených ve finančním plánu.

Na základě prognózy výnosů, nákladů, potřebného pracovního kapitálu, investic a plánu financování jsou stanoveny budoucí výnosy z hlavní činnosti za určité prognózované období. Budoucí výnosy lze definovat jako čistý zisk nebo peněžní tok. Peněžní toky lze dále definovat jako peněžní tok na úrovni equity (peněžní toky dostupné vlastníkům aktiva) a peněžní tok na úrovni entity (peněžní toky dostupné investorům s vlastním i dluhovým kapitálem). Následně je stanovena pokračující hodnota představující současnou hodnotu budoucích výnosů generovaných po konci prognózovaného období. Budoucí výnosy a pokračující hodnota jsou diskontovány na současnou hodnotu požadovanou mírou výnosnosti, kterou představuje diskontní sazba. Metody využívající predikce budoucích výsledků jsou považovány za teoreticky nejsprávnější metody ocenění, protože explicitně berou v úvahu budoucí užitek z vlastnictví oceňovaného podniku.

Paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů je založena na kapitalizaci tzv. trvale odnímatelného čistého výnosu, který je stanoven na základě analýzy historických hospodářských výsledků oceňované společnosti. Úroveň kapitalizace odráží jak riziko, tak i dlouhodobé

vyhlídky oceňovaného aktiva. Při kapitalizaci historických ukazatelů finanční výkonnosti je nutné vzít na vědomí, že historické údaje slouží pro předpověď budoucnosti.

U všech výnosových metod se v diskontní sazbě, respektive v mře kapitalizace, odráží podmínky na trhu a jedinečnost oceňovaného aktiva.

5.1.2 Metody tržní komparace

Přístup tržního porovnávání určuje hodnotu vlastního kapitálu podniku na základě porovnání oceňované společnosti se srovnatelnými firmami působícími v podobné oblasti podnikání, které jsou veřejně obchodovatelné nebo jsou součástí veřejné či soukromé transakce. Přihlíží se rovněž k předchozím transakcím týkajícím se vlastního kapitálu předmětné společnosti. Odhad se provádí na základě „metody srovnatelných podniků“ nebo na základě „metody srovnatelných transakcí“. Metoda srovnatelných podniků vychází ze srovnání s obdobnými podniky, u kterých je známa cena jejich obchodovaných akcií. Ze srovnání s obdobnými podniky, které byly jako celek předmětem transakcí a známe tedy jejich realizační cenu, vychází metoda srovnatelných transakcí. Ocenění na základě metody tržní komparace lze provést při splnění několika podmínek, kterými jsou především dostupnost široké základny dat o srovnatelných podnicích a uskutečněných transakcích.

Nedílnou součástí tohoto přístupu je finanční analýza a porovnání oceňovaného podniku se srovnatelnými podniky z hlediska likvidity, zisků, výnosů, jejich růstu a produktivity. Srovnatelné transakce jsou analyzovány na základě kritérií porovnatelnosti, jakými jsou podmínky transakce, její rozsah a termín realizace. Tato analýza je důležitá při výběru příslušných koeficientů, které se aplikují na finanční údaje oceňovaného podniku. Příslušné údaje jsou porovnány a náležitě upraveny s ohledem na oceňovaný podnik.

Při oceněné metodou srovnatelných podniků je však nutné vzít v úvahu nejen jednotlivé srovnatelné podniky, ale také prostředí, ve kterém se nacházejí. Podstatné je uvažovat v kontextu makroekonomických charakteristik, které souvisí s příslušným odvětvím, ve kterém oceňované společnosti působí, a vytvořit si tak určitý rámec pro následné analýzy. Po důkladném zhodnocení finanční situace oceňovaného podniku a jeho postavení na relevantním trhu je poté možné přistoupit k výběru srovnatelných podniků a následné zvolit příslušné násobitele, pomocí kterých bude stanoven násobitel vhodný pro oceňovaný podnik a jež povede k odvození konečné hodnoty jeho akcie.

5.1.3 Majetkový přístup

Majetkový přístup ocenění podniků stanovuje hodnotu majetkové podstaty podniku (substanci). Majetková hodnota podniku je pak dána jako rozdíl individuálně oceněných položek majetku a závazků. Majetkové ocenění lze členit v závislosti na tom, podle jakých zásad a předpokladů budeme oceňovat jednotlivé složky.

V případě, že pracujeme s předpokladem „going concern“, ocenění by mělo odrážet náklady na znovupořízení majetku (reprodukční hodnotu sníženou o hodnotu opotřebení) - metoda substanční hodnoty. Další majetkovou metodou je metoda likvidační hodnoty. V daném případě nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku a posuzujeme hodnotu z pohledu peněz, které bychom mohli získat prodejem jednotlivých částí majetku podniku po úhradě závazků. Mezi majetkové metody patří rovněž metoda účetní hodnoty. V tomto případě vycházíme z ocenění majetku a závazků na bázi účetních principů a zásad. V rámci přecenění dílčích složek majetku a závazků lze samozřejmě využít i ostatní aplikovatelné metody.

5.1.4 Metoda amortizační hodnoty

Pro ocenění podniků, u kterých není možné přijmout předpoklad going concern, ale které není nutné likvidovat okamžitě, lze s výhodou použít metodu amortizační hodnoty. Tato metoda pracuje se zbývající životností podniku (několik let) a likvidací na konci životnosti.

Její základní podoba odpovídá výnosovým metodám, a proto je možné ji s výhodou použít i pro ocenění podniku. Metoda amortizační hodnoty je založená na peněžních tocích a jejich prognóze. Na rozdíl od běžné metody diskontovaného cash flow ale v tomto případě zjišťujeme, jaké množství peněžních prostředků můžeme z podniku odčerpat bez ohledu na to, zda to bude z vlastního hospodaření nebo z likvidace.

5.2 Volba metody

Ze závěrů finanční a strategické analýzy vyplynulo, že dlouhodobá existence Společnosti není ohrožena a je splněn tzv. going concern princip, tj. předpoklad nekonečného trvání podniku. Jako primární metoda pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění, tj. 51% podílu ve Společnosti, byla vybrána výnosová metoda kapitalizovaných čistých výnosů. K primární metodě Zhotovitel dále zvolil alternativní přístup, konkrétně metodu tržního porovnání pomocí odvětvových násobitelů.

6 Stanovení hodnoty Předmětu ocenění pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV) je oceňovací postup vedoucí ke zjištění výnosové hodnoty podniku. Tato metoda je na úrovni „netto“ (nebo „equity“), tj. výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledkem je tedy přímo hodnota vlastního kapitálu. Metoda KČV rozlišuje dvě základní varianty přístupu k ocenění - paušální metodu a analytickou metodu. V případě Předmětu ocenění byla použita paušální metoda, ve které je základem ocenění výnosový potenciál k datu ocenění, tj. vychází se z historických výsledků hospodaření Předmětu ocenění.

Paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů představuje variantu metody kapitalizovaných čistých výnosů, která se opírá o historickou výkonnost Společnosti a představuje určitý „trvale odnimatelný čistý výnos“, který lze minimálně předpokládat i pro budoucí období. Tato metoda objektivizuje čistý výnos a stanovuje hodnotu dle minulých upravených výsledků hospodaření.

Při použití paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů probíhá výpočet v následujících krocích. Prvním krokem je určení trvale odnimatelného čistého výnosu (TOČV). Následně je určena diskontní míra, kterou je nutné očistit o dlouhodobě prognózovanou inflaci, neboť metoda počítá se stálými cenami, zatímco dílčí složky pro výpočet diskontní míry jsou uváděny v nominální výši, tedy včetně inflace. Poté vypočteme provozní hodnotu podniku netto jako věčnou rentu trvale odnimatelného čistého výnosu. V závěrečném kroku se výsledek koriguje připočtením hodnoty neprovozního majetku.

Při rozdelení majetku na provozně potřebná a nepotřebná aktiva vycházíme z předpokladu, že část podniku potřebuje majetek určité velikosti a struktury ke své podnikatelské činnosti. Aktiva nezbytná pro základní podnikatelské zaměření jsou označována za aktiva provozně nutný. Ostatní jsou pak označována jako provozně nepotřebná/ neprovozní aktiva. Důvody rozdelení spočívají jednak v tom, že část aktiv nemusí být používána nebo z nich neplynou žádné popř. nízké příjmy. S neprovozními aktivy je rovněž spojeno odlišné riziko na rozdíl od hlavního provozu.

6.1.1 Způsob stanovení trvale odnimatelného čistého výnosu

Určení trvale odnimatelného čistého výnosu probíhá ve dvou krocích. Nejprve se analyzuje minulé výsledky hospodaření a upravují na základě analýzy dosavadního vývoje firmy. Cílem je určit čisté výnosy, které by bylo možné rozdělit, aniž bychom snižovali majetkovou podstatu (substanci) podniku. Obecně existuje řada úprav, přičemž úprava hospodářských výsledků se týká především následujících korekcí:

- / vyčlenění nákladů a výnosů, které plynou z majetku provozně nepotřebného,

- / eliminace mimořádných nákladů a výnosů,
- / eliminace nákladů a výnosů jednorázové povahy.

Upravené výsledky hospodaření za minulé období je třeba přepočítat na cenovou hladinu k datu ocenění, neboť tato metoda je založena na předpokladu stálých cen.

K upraveným výsledkům hospodaření za minulé období je vhodné přiřadit váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnimatelného čistého výnosu - zpravidla platí zásada přiřadit vyšší váhu k nejbližším výsledkům k datu ocenění a vyloučit či korigovat extrémní hodnoty, nelze ale vyloučit ani přidělení vyšších vah minulým výsledkům, v případě že aktuální výsledky nejsou plně v souladu s budoucím očekáváním.

Z časové řady upravených minulých výsledků hospodaření vypočítáme trvalý čistý výnos k rozdělení, neboli trvale odnimatelný čistý výnos (TOČV), a to jako vážený průměr těchto minulých upravených čistých výnosů:

$$TO\check{C}V = \sum_{t=1}^K q_t \times \check{C}V_t$$

kde:

- $\check{C}V_t$ minulé upravené čisté výnosy
 q_t váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnimatelného čistého výnosu
 K počet minulých let zahrnutých do výpočtu

6.1.2 Způsob stanovení diskontní míry

Diskontní míra pro účely kapitalizace čistých výnosů resp. převodu na současnou hodnotu je stanovena na úrovni nákladů na vlastní kapitál.

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu byl použit model CAPM (Capital Asset Pricing Model). Je-li předmětem zájmu tržní hodnota, měla by diskontní míra odrážet stav na kapitálovém trhu (zejména pak tržní rizika). Vzhledem k nerozvinutému kapitálovému trhu v České republice (malá využitelnost a spolehlivost dat z tuzemského kapitálového trhu) jsme použili informace z rozvinutějších trhů (zejména pak z amerického kapitálového trhu a evropského trhu) a získané výsledky upravili o rizikovou prémii země.

Zároveň model CAPM ve své podstatě postihuje pouze systematická rizika, která jsou vyvolána faktory ovlivňující celý kapitálový trh (např. makroekonomické nebo politické vlivy) a není možné je eliminovat. Naproti tomu nesystematická rizika (resp. specifická) jsou spojena s konkrétní společností. S ohledem na to, že model CAPM nepopisuje specifická rizika, je nutné

náklady vlastního kapitálu doplnit o přirážky, resp. srážky, vymezující rizikovost společnosti nad rámec rizika trhu.

Jako výpočtový základ byl použit následující vzorec:

$$n_{VK} = r_f(USA) + \beta_z * RPT(USA) + RPZ + p$$

kde:

n_{VK}	náklady na vlastní kapitál
r_f	bezriziková úroková míra
β_z	zadlužený koeficient β
RPT	riziková prémie kapitálového trhu USA
RPZ	riziková prémie země
P	specifické rizikové přirážky

Bezriziková úroková míra

Bezriziková úroková míra je založena na výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů, které se vyznačují nízkým rizikem a odrážejí dlouhodobé inflační očekávání. Vzhledem k nerozvinutosti kapitálového trhu v České republice jsme použili informace z amerického trhu.

Bezriziková úroková míra byla stanovena na úrovni průměrné výnosnosti 30-letých U.S. Treasury bonds, která za posledních 12 měsíců před datem ocenění činila **2,68 %¹²**.

Zadlužený koeficient beta

Koeficient beta hodnotí rizikovost odvětví relativně ve vztahu ke kapitálovému riziku celého trhu. Pokud je beta = 1, je riziko, a tudíž i prémie za riziko daného odvětví na úrovni průměru kapitálového trhu. Je-li beta větší (nebo menší) než 1, je i riziková přirážka větší (nebo menší) než průměrná riziková prémie kapitálového trhu.

Při stanovení koeficientu beta vycházel Zhotovitel z dostupných informací o koeficientech beta nezadlužených podniků evropských společností působících v relevantním odvětví dostupných na stránkách profesora Damodarana¹³.

Koeficient beta nezadlužených podniků byl stanoven podle odvětví „Coal & Related Energy“. Metoda stanovení koeficientu beta nezadlužených podniků pomocí aritmetického průměru zohledňuje tuto závislost a zároveň vyvažuje volatilitu rizikovosti jednotlivých odvětví.

¹² Zdroj: Federal Reserve Statistical Release, <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>

¹³ www.damodaran.com

Koeficient beta nezadlužených podniků byl na základě uvedeného stanoven ve výši **0,57**.

Tabulka 21: Koeficient beta nezadlužených podniků

Odvětví	Počet firem v odvětví	Beta nezadluženého podniku
Coal & Related Energy	21	0,57

Zdroj: internetové stránky A. Damodarana - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

K zohlednění konkrétní zadluženosti Společnosti do koeficientu beta byl použit vzorec:

$$\text{beta zadluženého podniku} = \text{beta nezadluženého podniku} * \left[1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK} \right], \text{kde:}$$

d = sazba daně z příjmu¹⁴,

CK = úročený cizí kapitál,

VK = vlastní kapitál.

Vzhledem ke skutečnosti, že Společnost v minulosti nevyužívala úročený cizí kapitál, pracoval Zhotovitel se zadlužeností ve výši 0 %, tj. beta zadlužená odpovídá hodnotě bety nezadlužené.

Riziková prémie kapitálového trhu

Riziková prémie oceňuje výnosnost tržního portfolia převyšující bezrizikovou úrokovou sazbu. Byla určena dle údajů dostupných na stránkách profesora Damodarana, a to ve výši **6,18 %**. Jedná se o průměrnou tržní rizikovou prémii (aritmetický průměr za období 1928 až 2015) oproti vládním dluhopisům na americkém trhu¹⁵.

Riziková prémie země

Riziková prémie země zohledňuje vyšší rizikost národního trhu oproti trhu americkému, ze kterého byl převzat parametr výpočtu nákladů vlastního kapitálu RPT. Riziko selhání České republiky (s ratingem A1) je dle zdrojů uváděných prof. Damodaranem **1,09 %**.

Specifické rizikové přirážky

Specifické přirážky slouží k promítnutí specifických rizik, která nejsou ve výše uvedených součástech výpočtu uvedena. V rámci stanovení nákladů na vlastní kapitál Zhotovitel promítl přirážku za nízkou likviditu kapitálového trhu ve výši **2 %**.

Tabulka 22: Výsledný výpočet nákladů vlastního kapitálu

Položka	31. 8. 2016
Bezriziková výnosová míra - r_f	2,68%
Beta nezadlužená	0,57

¹⁴ Sazba daně je uvedena v zákoně o daních z příjmů a pro příštích několik letech by měla být na úrovni 19 %.

¹⁵ Vypočteno na základě dluhopisů T. Bonds

Položka	31. 8. 2016
Zadlužená beta	0,57
Riziková prémie trhu	6,18%
Riziková prémie země	1,09%
Přirážka za menší likviditu	2,00%
Náklady vlastního kapitálu	9,26%

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná výše nákladů vlastního kapitálu (kalkulovaná úroková míra) činí **9,26 %**.

6.2 Neprovozní čistý obchodní majetek

K datu ocenění 31. 8. 2016 resp. 31. 12. 2015 byl identifikován následující neprovozní majetek Společnosti:

- / krátkodobý finanční majetek nad rámec okamžité likvidity ve výši 0,15, tj. 370 381 tis. Kč k 31. 12. 2015
- / dlouhodobý finanční majetek ve výši 179 397 tis. Kč k 31. 12. 2015
- / rezervy, konkrétně rezerva na náklady ze soudních sporů, rezerva na ostatní rizika, rezerva na garanční opravy, v celkové výši 5 979 tis. Kč k 31. 12. 2015
- / jiné krátkodobé závazky, konkrétně závazky z vyplácených podílů na zisku a závazky vůči akcionářům z titulu dražeb akcií, v celkové výši 42 850 tis. Kč k 31. 12. 2015.

Krátkodobý finanční majetek lze považovat za nejlikvidnější aktivum, z toho důvodu byla jeho tržní hodnota stanovena na úrovni k datu 31. 12. 2015, tj. ve výši 370 381 tis. Kč. Vzhledem ke skutečnosti, že k datu ocenění, tj. k 31. 8. 2016 se předpokládá již uskutečněná historická realizace přibližně poloviční dividendy (viz. Předpoklady a omezení v úvodu tohoto znaleckého posudku) na úrovni konsolidovaného celku oproti výplatě v roce 2015, je potřeba tuto hodnotu přibližně o 1/3 snížit, tj. na částku **246 920 tis. Kč**.

Dlouhodobý finanční majetek se skládal z následujících položek:

- / 2,37% podíl ve společnosti Areál Třebořadice, a.s. v účetní hodnotě 1 433 tis. Kč
- / Poskytnuté dlouhodobé úvěry společnosti PT-Holding Investment B. V. v celkové zůstatkové hodnotě 177 964 tis. Kč.

Tržní hodnota podílu ve společnosti Areál Třebořadice, a.s. byla s ohledem na jeho charakter a úroveň materiality ponechána na jeho účetní hodnotě, tj. ve výši 1 433 tis. Kč.

Společnost v roce 2015 poskytla půjčku společníkovi PT-Holding Investment B. V. Vzhledem ke skutečnosti, že se jedná o půjčku mezi spřízněnými osobami a hodnota podílu společníka ve

Společnosti výrazně převyšuje hodnotu půjčky, byla tržní hodnota ponechána na úrovni hodnoty účetní.

Rezervy a jiné krátkodobé závazky byly s ohledem na jejich charakter ponechány na úrovni účetní hodnoty, tj. ve výši 48 829 tis. Kč.

Tabulka 23: Výše neprovozního čistého obchodního majetku Společnosti k datu ocenění [v tis. Kč]

Položka	Tržní hodnota
Dlouhodobý finanční majetek	179 397
Krátkodobý finanční majetek	246 920
Rezervy	5 979
Krátkodobé závazky	42 850
Celkem	377 488

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota neprovozního čistého obchodního majetku byla k datu ocenění 31. 8. 2016 identifikována ve výši 377 488 tis. Kč.

6.3 Výpočet metodou KČV

V následující části bude stanovena hodnota Předmětu ocenění pomocí paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů. Tento přístup odvozuje výnosový potenciál Společnosti z historických výsledků hospodaření dosažených v minulých letech.

Pro dosažení srovnatelnosti a kontinuity minulých výsledků byly výsledky hospodaření před zdaněním korigovány, a to následovně:

- / V rámci provozního výsledku hospodaření byly vyloučeny výnosy a náklady spojené s odprodejem majetku.
- / Z provozního a finančního výsledku hospodaření byly dále vyloučeny tvorba a čerpání rezerv a opravných položek, jež jsou nepravidelnou nákladovou, resp. výnosovou položkou a často nejsou peněžním výdajem ani příjmem.
- / Vyčlenění ostatních provozních nákladů souvisejících se spotřebou nebo odprodejem povolenek a ostatních provozních výnosů souvisejících s rozpuštěním poměrné části dotace na povolenky. Z veřejně dostupných informací je patrné, že do roku 2014 část ostatních provozních výnosů a ostatních provozních nákladů souvisela s obchodováním s emisními povolenkami. Pro rok 2015 nebyly tyto údaje zveřejněny, Zhotovitel se však rozhodl z opatrnostních a konzervativních důvodů tyto výnosy/náklady očistit v rámci úprav výsledku hospodaření i v roce 2015.

Tabulka 24: Kalkulace upraveného výsledku hospodaření [v tis. Kč]

Položka	2013	2014	2015
Výsledek hospodaření před zdaněním	737 394	489 718	463 380
(+) Odpisy	269 240	269 586	254 903
(+) Náklady na majetek neprovozního charakteru	45 672	74 571	60 098
Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu	1 467	35 545	5 264
Ostatní provozní náklady	44 205	39 026	54 834
(-) Výnosy z majetku neprovozního charakteru	11 417	36 265	7 715
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	11 417	36 265	7 715
(-) Finanční výnosy plynoucí z nepr. majetku	50 241	54 502	26 884
Ostatní provozní výnosy	50 241	54 502	26 884
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy¹⁶	990 648	743 108	743 782

Zdroj: vlastní zpracování

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky je nutno dále přepočít na ceny k datu ocenění. Za tímto účelem byly nejprve stanoveny běžné meziroční indexy a následně bazické indexy vztažené k datu 31. 12. 2015 (k 31. 8. 2016 je z pohledu Zhotovitele hodnota obdobná). Indexy byly stanoveny na základě průměrné míry inflace v jednotlivých letech.

Tabulka 25: Stanovení míry inflace

Položka	2013	2014	2015
Míra inflace	1,4%	0,4%	0,3%

Zdroj: <http://www.czso.cz>

- / Za účelem stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu byly k jednotlivým rokům přisouzeny váhy dle jejich významnosti. Zhotovitel se rozhodl při stanovení vah uplatnit zásadu přiřazení vyšší váhy k hodnotám čistých výnosů bližším k datu ocenění, přičemž jako nejvíce relevantní bral poslední 3 roky, tj. 2013 - 2015.
- / Trvale odnímatelný výnos je pak spočten jako vážený průměr z minulých upravených výsledků hospodaření. Trvale odnímatelný výnos je dále upraven o daň. Sazba daně je uvedena v zákoně o daních z příjmů a pro příštích několik let by měla být na úrovni 19 %.

Tabulka 26: Kalkulace trvale odnímatelného čistého výnosu před odpisy [v tis. Kč]

Položka	2013	2014	2015
Upravený VH před odpisy	990 648	743 108	743 782
Cenový index řetězový	1,014	1,004	1,003
Cenový index bazický vztažený k datu ocenění	0,973	0,993	1,000
UVH upravený o inflaci	1 018 654	748 319	743 782
Váhy	1	2	3

¹⁶ Součástí upraveného výsledku hospodaření jsou i výnosy a náklady související se společností Pražská teplárenská LPZ, a.s., která byla v průběhu roku 2016 prodána

Položka	2013	2014	2015
UVH upravený o inflaci x váhy	1 018 654	1 496 637	2 231 346

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy (vážený průměr) 791 106

Zdroj: vlastní zpracování

Následující tabulka zobrazuje výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu po dani. Odpisy z reprodukčních cen byly stanoveny jako průměr plánovaných investic za rok 2016 a investic v roce 2015.

Tabulka 27: Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu po dani [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	791 106
Odpisy z reprodukčních cen tj. investice brutto	305 005
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	486 101
Daňový základ	486 101
Daňová sazba	19%
Daň	92 359
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	393 742

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 28: Výpočet výsledné hodnoty Předmětu ocenění metodou KČV [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Trvale odnímatelný čistý výnos	393 742
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,0%
Náklady vlastního kapitálu (nvk včetně inflace)	9,3%
Kapitalizační míra (lk očištěná o vliv inflace)	7,3%
Výnosová hodnota netto	5 421 159
(+) Neprovozní čistý obchodní majetek k datu ocenění	377 488
Hodnota Společnosti celkem podle KČV	5 798 647
Hodnota Předmětu ocenění (51% podíl ve Společnosti)	2 957 310

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota Předmětu ocenění stanovená pomocí výnosové metody kapitalizovaných čistých výnosů (paušální metoda) k datu ocenění, tj. k 31. 8. 2016 činí 2 957 310 tis. Kč.

7 Stanovení hodnoty Předmětu ocenění pomocí tržního porovnání

Jako alternativní přístup pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění byla zvolena metoda tržního porovnání, konkrétně pomocí odvětvových násobitelů.

7.1 Způsob stanovení hodnoty

Metoda tržního porovnání je založena na porovnání oceňované společnosti s podobnými společnostmi, jejichž akcie jsou běžně obchodované. „Srovnatelnost“ těchto podniků by měla být vyjádřena z hlediska odvětví a oboru podnikání, vyráběných produktů, výkonnosti, rizika apod. Druhou možností je stanovit tržní hodnotu na základě porovnání s daty za konkrétní obor či odvětví, na kterém oceňovaná společnost působí. Odvětvová data i data porovnávaných společností jsou dostupná na stránkách prof. Damodarana¹⁷.

Na výběr srovnatelných podniků navazuje výběr vhodných násobitelů. Princip násobitelů je založen na poměru tržní ceny ke vztahové veličině. Násobitele je možné rozlišovat podle způsobu vyjádření tržní ceny akcie a podle vyjádření vztahové veličiny. Podle způsobu vyjádření tržní ceny akcie z kapitálových trhů, a variantu enterprise value, kde se počítá s hodnotou podniku (hodnotou brutto) jako celku na akci. Podle vyjádření vztahové veličiny odlišujeme násobitele výnosové a majetkové. Výnosové násobitele je možné počítat na základě zisku za běžné období, EBIT, EBITDA, cash flow či tržeb. V majetkových násobitelích je vztahová veličina vyjádřena ve formě účetní hodnoty vlastního kapitálu či účetní hodnoty investovaného kapitálu.

Po výběru násobitelů jsou určeny jejich hodnoty za srovnatelné podniky či odvětví. Následně je stanovena hodnota oceňovaného podniku na základě součinu zvoleného násobitele a vztahové veličiny. V dalším kroku je nutno přičíst tzv. neprovozní majetek podniku. Při rozdělení majetku podniku na provozně potřebná a nepotřebná aktiva vycházíme z předpokladu, že podnik potřebuje majetek určité velikosti a struktury k podnikatelské činnosti. Aktiva nezbytná pro základní podnikatelské zaměření jsou označována za aktiva provozně nutná. Ostatní jsou pak označována jako provozně nepotřebná/ neprovozní aktiva. Důvody pro rozdělení spočívají jednak v tom, že část aktiv nemusí být používána nebo z nich neplynou žádné popř. nízké příjmy. S neprovozními aktivy je rovněž spojeno odlišné riziko na rozdíl od hlavního provozu podniku.

¹⁷ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

7.2 Stanovení násobitele

Při stanovení odvětvových násobitelů Zhotovitel vycházel ze souboru evropských podniků, jejichž předmět činnosti byl klasifikován jako „Coal & Related Energy“, což dle názoru Zhotovitele nejlépe odpovídá odvětví, ve kterém Společnost působí.

Dalším krokem je volba vhodného násobitele. Společnost v rámci sledovaného období byla schopna generovat zisky a dle závěrů finanční a strategické analýzy lze předpokládat výnosový potenciál i do budoucna. Vzhledem ke skutečnosti, že Společnost v minulých letech ani k datu ocenění, resp. k 31. 12. 2015 nevyužívala úročený cizí kapitál a Společnost nevykazovala úhradu nákladových úroků, byl pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění zvolen výnosový násobitel Forward P/E, tj. price/ forward earnings ratio, který poměruje tržní cenu akcie plánovaným s čistým ziskem na akci, resp. tržní kapitalizaci společnosti a jejím plánovaným čistým ziskem. Dle názoru Zhotovitele tento ukazatel navíc adekvátně reflekтуje ziskovost, od které se odvíjí tržní hodnota Předmětu ocenění.

Tabulka 29: Násobitel P/E pro odvětví Coal & Related Energy

Položka	2015	2016
Počet podniků	23	21
Forward P/E	13,79	14,03
Průměr	13,91	

Zdroj: stránky prof. Damodarana

Pro účely stanovení hodnoty Předmětu ocenění byl zvolen násobitel Forward P/E ve výši 13,91.

7.3 Stanovení výsledné hodnoty

Vynásobením zvoleného násobitele, tj. Forward P/E za zvolené odvětví a vztahové veličiny Společnosti je získána hodnota Společnosti netto. Výsledná hodnota Společnosti přičtením neprovozního čistého obchodního majetku.

Tabulka 30: Výsledná kalkulace [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	393 742
Forward P/E	13,9
Hodnota Společnosti netto	5 477 437
(+) Neprovozní čistý obchodní majetek k datu ocenění	377 488
Hodnota Společnosti celkem	5 854 926
Hodnota Předmětu ocenění	2 986 012

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota Předmětu ocenění stanovená na základě metody tržního porovnání pomocí odvětvových násobitelů k datu ocenění, tj. k 31. 8. 2016 činí 2 986 012 tis. Kč.

8 Rekapitulace

Při vypracování tohoto znaleckého posudku vzal Zhotovitel v úvahu všechny podstatné faktory a rizika, která ovlivňují či mohou ovlivňovat výslednou hodnotu.

Předmět ocenění

Předmětem tohoto znaleckého posudku je ocenění vlastnického podílu Hlavního města Prahy, tj. 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., IČO: 264 16 808, se sídlem Partyzánská 1, 170 00 Praha 7, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 6889.

Účel

Znalecký posudek je vypracován pro účely prodeje.

Použitý způsob ocenění

Pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel použil dvě metody, konkrétně výnosovou metodu kapitalizovaných čistých výnosů a metodu tržního porovnání. Hodnota Předmětu ocenění byla pomocí těchto metod stanovena následovně:

/ metodou kapitalizovaných čistých výnosů:	2 957 310 tis. Kč
/ metodou tržního porovnání:	2 986 012 tis. Kč

Použitými metodickými postupy bylo dosaženo odlišných výsledků v rámci stanovení hodnoty Předmětu ocenění. S ohledem na skutečnost, že Zhotovitel při stanovení hodnoty Předmětu ocenění disponoval omezenými informacemi, tj. pouze podklady z veřejně dostupných zdrojů, přistoupil ke stanovení výsledné hodnoty více konzervativně a zvolil přístup kapitalizovaných čistých výnosů.

Domníváme se, že zvolená výnosová metoda poskytuje reálný obraz významných aspektů popisujících ekonomický přínos oceňovaného Předmětu ocenění a jako takovou považujeme metodu kapitalizovaných čistých výnosů za metodu nejlépe vystihující výslednou hodnotu Předmětu ocenění, tj. 51% podílu ve společnosti Pražská teplárenská Holding a.s.

9 Závěrečný výrok

Na základě použitých podkladů a předpokladů uvedených v tomto znaleckém posudku jsme dospěli k závěru, že hodnota Předmětu ocenění, tj. 51% podílu ve společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., IČO: 264 16 808, se sídlem Partyzánská 1, 170 00 Praha 7, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 6889, k datu ocenění, tj. k 31. 8. 2016 činí:

2 957 310 tis. Kč

(Slovy: dvě miliardy devět set padesát sedm milionů tři sta deset tisíc korun českých)

Nakládání s obsahem znaleckého posudku a znaleckým posudkem jako celkem se řídí zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon), ve znění pozdějších předpisů; jeho obsah ani jeho jednotlivé části nesmí být reprodukovány, ukládány do vyhledávacího systému či převáděny do jakékoli formy pro používání v zobrazovacích zařízeních a přístrojích za účelem kopirování, zaznamenání nebo k jiným účelům bez předchozího písemného souhlasu podepsaného Zhotovitele.

10 Znalecká doložka

Znalecký posudek jsme zpracovali jako ústav kvalifikovaný pro výkon znalecké činnosti, jmenovaný podle ustanovení §21, odst. 3 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, a ustanovení §6 odst. 1 vyhlášky č. 37/1967 Sb., ve znění pozdějších předpisů, Ministerstvem spravedlnosti České republiky rozhodnutím č.j. 109/2008-OD-ZN/3 s rozsahem oprávnění ve znění rozhodnutí č.j. 93/2012-OSD-SZN/25 pro znaleckou činnost:

Obor Ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění:

Oceňování movitých věcí (včetně strojů, přístrojů, zařízení, motorových vozidel, výpočetní techniky), Oceňování nemovitostí (včetně budov, bytů a nebytových prostor, pozemků, stanovení výše nájemného) a práv k nemovitostem (zástav, břemen), Oceňování podniků (včetně práv podniků, práv k podnikům, veškerých položek aktiv a pasiv podniků, prodeje a nájmu podniků), Oceňování obchodního jméni při přeměnách (fúze, převod jméni na společníka, rozdělení, změna právní formy), včetně přezkoumání a posuzování přeměn obchodních společností z ekonomického hlediska, vyhotovení znaleckých zpráv o fúzi, výpočtu výměnných poměrů, Oceňování HW a SW (včetně výpočetní techniky, informačních a komunikačních technologií - ICT, systémů, přístrojů a zařízení).

Obor Kybernetika s rozsahem znaleckého oprávnění:

HW a SW (včetně výpočetní techniky, informačních a komunikačních technologií - ICT, systémů, přístrojů a zařízení).

Znalecký posudek je zapsán pod pořadovým číslem 1343-123/2016 znaleckého deníku.

Otisk znalecké pečeti:



Ing. Pavel Tůma, Ph. D.
partner znaleckého ústavu

Podpis za znalecký ústav:

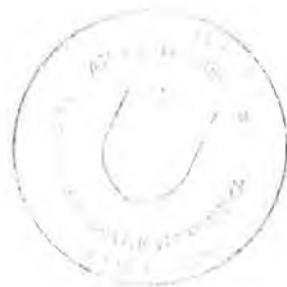

Josef Jaroš, MBA
predseda predstavenstva

V Praze dne 20. 12. 2016



✓

✓



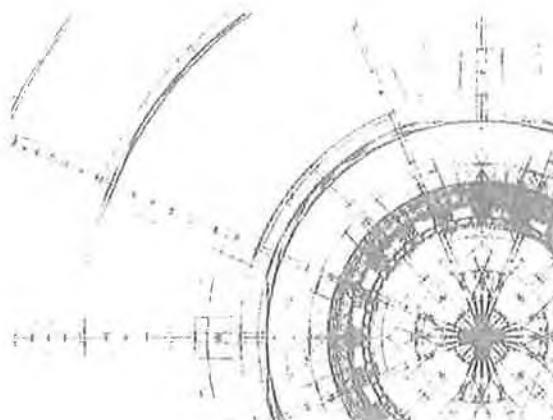
ODBORNÉ STANOVISKO ZNALECKÉHO ÚSTAVU

Stanovení hodnoty 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce

Zhotovitel: APOGEO Esteem, a.s., znalecký ústav
Rohanské nábřeží 671/15
186 00 Praha 8
IČO: 261 03 451

Zadavatel: Hlavní město Praha
Mariánské náměstí 2/2
110 01 Praha 1
IČO: 000 64 581

Odborné stanovisko obsahuje celkem **68** stran textu včetně titulní strany a příloh a je vyhotoven ve třech výtiscích. Jedno vyhotovení je uloženo v elektronickém archivu Zhotovitele.



Obsah

1 ÚVOD	6
1.1 Účel a předmět ocenění	6
1.2 Obecné předpoklady a omezující podmínky	6
1.3 Rozhodné datum ocenění	8
1.4 Vymezení pojmu hodnota	9
1.4.1 Pojmy definice tržní hodnoty dle IVS 011	10
1.5 Podkladové materiály	10
1.6 Použitá literatura.....	11
2 CHARAKTERISTIKA PŘEDMĚTU OCENĚNÍ.....	13
2.1 Akcionářská smlouva	13
2.1.1 Smlouva I	13
2.1.2 Smlouva II	14
2.2 Identifikace Společnosti k datu ocenění.....	15
2.2.1 Představenstvo	16
2.2.2 Dozorčí rada:	16
2.3 Vlastnická struktura a podíly	17
2.4 Historie a předmět činnosti Společnosti.....	19
2.5 Charakteristika významných společností konsolidačního celku	19
2.5.1 Pražská teplárenská a.s.	19
2.5.2 PT měření, a.s.	20
2.5.3 PT Real Estate a.s.	20
3 FINANČNÍ ANALÝZA KONSOLIDAČNÍHO CELKU	21
3.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy	21
3.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	25
3.3 Zisková marže	27
3.4 Pracovní kapitál.....	27
3.5 Investice a odpisy.....	29
3.6 Poměrové ukazatele	30
3.6.1 Ukazatele rentability	30
3.6.2 Ukazatele aktivity	31
3.6.3 Ukazatele likvidity	33
3.6.4 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy.....	33
3.7 Shrnutí.....	34
4 STRATEGICKÁ ANALÝZA	36
4.1 Makroekonomická situace	36
4.1.1 Ekonomický výkon	36
4.1.2 Inflace	37
4.1.3 Trh práce.....	38

4.1.4	Měnový kurz (CZK/EUR, CZK/USD)	40
4.1.5	Hospodářský vývoj EU.....	41
4.1.6	Dopady makroekonomické situace na Společnost	43
4.2	Relevantní trh	44
4.2.1	Vymezení relevantního trhu	44
4.2.2	Výroba tepelné energie.....	45
4.2.3	Rozvod tepelné energie v ČR	45
4.2.4	Spotřeba tepelné energie v ČR.....	46
4.2.5	Vývoj trhu s tepelnou energií	47
4.2.6	Pozice teplárenství v rámci průmyslu.....	48
4.2.7	Počet subjektů v teplárenství	49
4.2.8	Výhled tepelné energie.....	49
4.3	Shrnutí strategické analýzy	50
5	METODIKA OCENĚNÍ.....	52
5.1	Základní metody ocenění	52
5.1.1	Výnosový přístup.....	52
5.1.2	Metody tržní komparace.....	53
5.1.3	Majetkový přístup	53
5.1.4	Metoda amortizační hodnoty	54
5.2	Volba metody.....	54
6	STANOVENÍ PŘEDMĚTU OCENĚNÍ.....	55
6.1	Stanovení hodnoty 51% podílu Společnosti prostřednictvím metody kapitalizovaných čistých výnosů	55
6.1.1	Způsob stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu.....	56
6.1.2	Způsob stanovení diskontní míry.....	57
6.1.3	Neprovozní čistý obchodní majetek.....	59
6.1.4	Vlastní ocenění.....	61
6.2	Očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury Pražská teplárenská Holding a.s.....	63
6.2.1	Synergie z úspory nákladů na ČOS	63
6.2.2	Synergie z rozpuštění likvidní rezervy	65
6.3	Výsledná hodnota Předmětu ocenění	66
7	REKAPITULACE	67
8	ZÁVĚREČNÝ VÝROK	68

Tabulky

Tabulka 1: Vlastnická struktura Společnosti 17

Tabulka 2: Společnosti vstupující do konsolidovaného celku Společnosti	17
Tabulka 3: Společnosti vstupující do konsolidačního celku společnosti Pražská teplárenská, a.s.	18
Tabulka 4: Vertikální analýza aktiv ve sledovaném období	21
Tabulka 5: Vertikální analýza pasiv ve sledovaném období	23
Tabulka 6: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období	25
Tabulka 7: Vývoj ziskové marže ve sledovaném období [v tis. Kč].....	27
Tabulka 8: Analýza pracovního kapitálu [tis. Kč].....	28
Tabulka 9: Dlouhodobý nehmotný majetek k datu ocenění [tis. Kč]	29
Tabulka 10: Dlouhodobý hmotný majetek k datu ocenění [tis. Kč]	29
Tabulka 11: Přírůstky dlouhodobého majetku ve sledovaném období [v tis. Kč].....	29
Tabulka 12: Investice brutto ve sledovaném období [v tis. Kč]	30
Tabulka 13: Ukazatele likvidity	33
Tabulka 14: Ukazatele zadluženosti.....	33
Tabulka 15: Činnosti Pražské teplárenské a.s. dle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) 44	
Tabulka 16 Vývoj zdrojů tepla v PJ	50
Tabulka 17: Koeficient beta nezadlužených podniků	58
Tabulka 18: Výsledný výpočet nákladů vlastního kapitálu	59
Tabulka 19: Výše neprovozního čistého obchodního majetku Společnosti k datu ocenění [v tis. Kč]	
.....	60
Tabulka 20: Kalkulace upraveného výsledku hospodaření [v tis. Kč]	61
Tabulka 21: Stanovení míry inflace	62
Tabulka 22: Kalkulace trvale odnímatelného čistého výnosu před odpisy [v tis. Kč].....	62
Tabulka 23: Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu po dani [v tis. Kč]	62
Tabulka 24: Výsledná hodnota 51% podílu Společnosti [v tis. Kč]	62
Tabulka 25: Průměrné jednotkové Personální náklady na ČOS za rok [v tis. Kč]	63
Tabulka 26: Vyčíslení roční úspory celkových Personálních nákladů na ČOS [v tis. Kč]	64
Tabulka 27: Současná hodnota úspory Personálních nákladů na ČOS – PTH [v tis. Kč]	64
Tabulka 28: Současná hodnota úspory Personálních nákladů na ČOS – PT [v tis. Kč].....	65
Tabulka 29: Výsledná hodnota synergie plynoucí z úspory Personálních nákladů na ČOS [v tis. Kč]	
.....	65
Tabulka 30: Výsledná hodnota synergie plynoucí z rozpuštění likvidní rezervy [v tis. Kč]	66
Tabulka 31: Výsledná hodnota Předmětu ocenění [v tis. Kč]	66

Grafy

Graf 1: Analýza pracovního kapitálu	28
Graf 2: Vývoj ukazatelů rentability.....	31
Graf 3: Vývoj ukazatelů aktivity [dny]	32
Graf 4: Vývoj ukazatelů aktivity - Doba obratu zásob a celkových aktiv [dny]	32
Graf 5: Vývoj ukazatelů zadluženosti	34
Graf 6: Vývoj HDP	37
Graf 7: Vývoj inflace	38
Graf 8: Vývoj míry nezaměstnanosti	39

Graf 9: Vývoj průměrných měnových kurzů	41
Graf 10: Vývoj tempa růstu HDP v EU a eurozóně	42
Graf 11: Vývoj míry inflace v EU a Eurozóně – Mezinárodní měnový fond	43
Graf 12 Čistá výroba tepla (dodávka tepla pro rozvod) v PJ	46
Graf 13 Spotřeba tepla v TJ	47
Graf 14 Velikost trhu s tepelnou energií v ČR (mil. Kč)	48
Graf 15 Podíl teplárenství na průmyslu a energetice v ČR	48
Graf 16 Počet platných licencí v teplárenství	49
Graf 17 Vývoj a struktura dodávek tepla ze soustav zásobování teplem v PJ (petajoule)	50

1 Úvod

1.1 Účel a předmět ocenění

Předmětem tohoto odborného stanoviska je ocenění 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., IČO: 264 16 808, se sídlem Partyzánská 1, 170 00 Praha 7, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 6889 (dále také „Společnost“) se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce mezi Magistrátem hlavního města Prahy a společností Energetický a průmyslový holding, a.s., resp. AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. (EP Industries, a.s.) (dále také „Předmět ocenění“).

1.2 Obecné předpoklady a omezující podmínky

Toto ocenění je zpracováno v souladu s následujícími obecnými a omezujícími podmínkami:

1. Toto odborné stanovisko je použitelné pouze pro účely, které jsou vymezeny v kapitole č. 1.1 Účel a předmět ocenění, a závěry v něm uvedené nelze zobecňovat k jakýmkoli jiným případům.
2. Informace z dostupných veřejných zdrojů, na nichž je založeno celé nebo část ocenění, jsou věrohodné, ale nebyly ve všech případech ověřovány.
3. Analýzy, názory a závěry uvedené v tomto odborném stanovisku jsou platné jen za omezujících podmínek a předpokladů, které jsou uvedeny v tomto stanovisku a jsou našimi osobními, nezaujatými analýzami, názory a závěry.
4. Zhotovitel nepřebírá odpovědnost za změny v tržních podmínkách. Nepředpokládá, že by důvodem k přezkoumání tohoto tržního ocenění mělo být zohlednění událostí nebo podmínek, které by se vyskytly následovně po datu ocenění.
5. V rámci podnikání dotčených společností se předpokládá plný soulad se všemi aplikovanými zákony a předpisy v ČR.
6. Ocenění zohledňuje všechny veřejně dostupné skutečnosti známé Zhotoviteli nejpozději k datu ocenění, které by mohly ovlivnit dosažené závěry nebo odhadnuté hodnoty.
7. Konstatujeme, že nemáme žádné současné ani budoucí zájmy na předmětu ocenění v rámci tohoto odborného stanoviska ani na zúčastněných osobách

a současně neexistuje žádný osobní zájem nebo zaujatost v souvislosti s výsledkem odborného stanoviska.

8. Konstatujeme, že v rámci stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel reflektoval pouze veřejně dostupné informace. V případě nedostatečných informací k některým položkám, Zhotovitel přistoupil k ocenění v konzervativním duchu.
9. Konstatujeme, že si jsme vědomi skutečnosti, že společnost Pražská teplárenská a.s. podala odvolání proti rozhodnutí Energetického regulačního úřadu, dle kterého měly být ceny tepla v roce 2011 na levém břehu Vltavy nepřiměřené. Zhotovitel nedisponoval k datu vyhotovení bližšími informacemi, proto není v rámci stanovení výsledné hodnoty tato skutečnost zohledněna.
10. Vzhledem ke skutečnosti, že k datu ocenění nejsou zpracovány konsolidované finanční výkazy za rok 2016, v rámci vypracování tohoto odborného stanoviska Zhotovitel pracoval pouze s veřejně dostupnými údaji, tj. s konsolidovanými finančními výkazy k 31. 12. 2015. Zhotovitel si je vědom skutečnosti, že konsolidované finanční výkazy k 31. 12. 2015 v sobě zahrnují výnosy a náklady plynoucí ze společnosti Pražská teplárenská LPZ, a.s., která byla v průběhu roku 2016 prodána. Předpokládáme, že prodej společnosti Pražská teplárenské LPZ, a.s. byl realizován za tržní cenu, přičemž mimořádné peněžní prostředky plynoucí z prodeje zůstaly ve Společnosti. V takovém případě by výsledná hodnota uvedená v tomto odborném stanovisku měla být nezkreslena. Z toho důvodu rovněž nelze interpretovat dílčí hodnoty v rámci kalkulace separátně - tj. např. rozdelení na provozní a neprovozní část, kdy s ohledem na relevanci k datu ocenění lze takto interpretovat pouze výslednou hodnotu Společnosti.
11. Zhotovitel měl omezené zdroje týkající se prodeje 100% majetkové účasti společnosti Nový Veleslavín, a.s., tj. dceřiné společnosti PT Real Estate a.s. Zhotovitel předpokládá, že prodej společnosti Nový Veleslavín, a.s., která byla v průběhu roku 2016 prodána, byl realizovaná za tržní cenu.
12. Zhotovitel si je vědom existence menšinových podílů, které však mají pouze minoritní, tj. nevýznamný vliv, tedy případné úpravy se nachází pod hladinou materiality, proto jim Zhotovitel v rámci tohoto odborného stanoviska nevěnuje pozornost.
13. Zhotovitel měl omezené zdroje týkající se společnosti Areál Třeboradice, a.s. S ohledem na minoritní podíl ve společnosti a její nízkou významnost ve vztahu k výsledné hodnotě Společnosti vyplývající z výroční zprávy společnosti za rok 2014 předpokládáme, že pořizovací cena koresponduje s reálnou hodnotou společnosti.

14. Zhotovitel neměl k dispozici blížší informace k neprovoznímu majetku Společnosti, proto při jeho identifikaci vycházel pouze z veřejně dostupných informací a na základě vlastního posouzení plynoucí ze zkušeností Zhotovitele. Ze znaleckého posudku č. 475-2016 společnosti Deloitte Advisory s.r.o. uloženého ve sbírce listin společnosti Pražská teplárenská a.s. vyplývá, že předmětem štěpení byly i některé pozemky, které by mohly být předmětem neprovozního majetku, ve vztahu k výsledné hodnotě Předmětu ocenění by však tato skutečnost neměla mít zásadní význam.
15. Případný vliv úročení neprovozních půjček v dlouhodobém finančním majetku není zahrnut, neboť je z pohledu Zhotovitele pod hladinou materiality.
16. Při stanovení hodnoty očekávaných možností budoucího vývoje Zhotovitel zohledňuje pouze synergické efekty plynoucí z úspory personálních nákladů na ČOS a rozpuštění likvidní rezervy. Ostatní očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury jsou s ohledem na výslednou hodnotu Společnosti nevýznamné a pod hranicí materiality, díky čemuž pro potřeby tohoto odborného stanoviska nejsou dále uvažovány.
17. Zhotovitel zohledňuje pro potřeby tohoto odborného stanoviska pouze očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury tvořené jednak na úrovni samotné Společnosti, jednak na úrovni dceřiné společnosti Pražská teplárenská a.s. očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury u ostatních dceřiných společností, tj. PT měření, a.s. a PT Real Estate a.s., jsou s ohledem na výslednou hodnotu podílu Společnosti nevýznamné a pod hranicí materiality, díky čemuž nejsou pro potřeby tohoto odborného stanoviska dále uvažovány.
18. S ohledem na použitou datovou základnu na konsolidované bázi k 31. 12. 2015, resp. k 31. 8. 2016, je ve výsledné hodnotě neprovozního majetku, potažmo pak Předmětu ocenění zohledněna hodnota předpokládaného vyplacení dividend stávajícím akcionářům Společnosti k datu výplaty, tj. do 30. 7. 2017. Zhotovitel tak předpokládá vypořádání plánovaných dividend před transakcemi uvedenými v Předmětu ocenění dle stávající vlastnické struktury.

1.3 Rozhodné datum ocenění

Za rozhodné datum pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění je považováno datum 30. 4. 2017.

1.4 Vymezení pojmu hodnota

Pojmem hodnota se dle Standardu 2 IVS 2005¹:

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investiční majetku.“

Základní charakteristiky investiční hodnota jsou následující:²

1. Budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně jsou mírně upraveny proti těmto představám obvykle směrem dolů. Každopádně však reprezentují v rozhodující míře představu řídících pracovníků oceňovaného subjektu, případně investora.
2. Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.

Investiční hodnota je tedy v rozhodující míře dána subjektivními názory a představami a případně konkrétními podmínkami subjektu, z jehož hlediska je sestavena. Rozdíly mezi investiční a tržní hodnotou tak mohou být dány například tím, že konkrétní subjekt:

- / očekává ze zamýšlené transakce určité synergie,
- / plánuje proniknutí na nové trhy,
- / má jiný postoj k riziku, než je obvyklé na trhu jako celku,
- / je v odlišné daňové pozici, než neobvyklé,
- / je optimističtější nebo naopak pesimističtější než „průměrný“ investor, apod.

Dle Standardu 1 IVS 2005 a IVS 20113 se pod pojmem hodnota rozumí:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými

¹ International Valuation Standards 2005, str. 94 (kapitola International Valuation Standard 2, odst. 3.2)

² MAŘÍK, Miloš, et al. Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy. 2. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

³ International Valuation Standards 2005, str. 82-83; International Valuation Standards 2011, str. 12.

a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ Jedná se tedy o tržní hodnotu ve smyslu ceny obvyklé.

1.4.1 Pojmy definice tržní hodnoty dle IVS 4011

- / „...odhadnutá částka...“ - odpovídá ceně vyjádřené v penězích, která by byla zaplacena za aktivum v transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery,
- / „...by měl být majetek směněn...“ - odráží skutečnost, že hodnota majetku je odhadnutá částka, nikoli předem určená částka nebo skutečná prodejní cena,
- / „...k datu ocenění...“ - požaduje, aby stanovená tržní hodnota byla časově omezena,
- / „...mezi ochotným kupujícím...“ - kupující není příliš dychtivý ani nucený kupovat za každou cenu,
- / „...ochotným prodávajícím...“ - prodávající není příliš dychtivý ani nucený prodávat za každou cenu,
- / „...při transakci samostatných a nezávislých partnerů...“ - určuje transakci mezi osobami, které nemají mezi sebou blízké či zvláštní vztahy (např. dceřiná společnost, vlastník-nájemce),
- / „...po náležitém marketingu...“ - majetek by měl být na trhu vystaven nejvhodnějším způsobem, aby za něj byla získána nejlepší cena přicházející v úvahu,
- / „...ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně...“ - kupující i prodávající byly k datu ocenění dostatečně informováni o podstatě a vlastnostech majetku, jeho využití a stavu trhu k datu ocenění,
- / „...a bez nátlaku...“ - žádná ze stran nebyla nucena ani tlačena do realizace.

1.5 Podkladové materiály

Šetření bylo provedeno na základě relevantních dokumentů, které byly získány Zhotovitelem z veřejně dostupných zdrojů resp. od kontaktní osoby pověřené Zadavatelem. Mezi nejvýznamnější dokumenty patří:

- / Výroční zprávy společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. za období 2011 až 2015 obsahující konsolidovanou účetní závěrku
- / Výroční zpráva společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. za rok 2016 obsahující nekonsolidovanou účetní závěrku

⁴ MAŘÍK, Miloš, et al. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. ISBN 978-80-86929-32-3. Tržní hodnota, s. 22-24.

- / Znalecký posudek č. 475-2016 ve věci ocenění odštěpované části jmění společnosti Pražská teplárenská a.s. dne 13. 5. 2016
- / Pražská teplárenská a.s. vypracovaný společností Deloitte Advisory s.r.o.
- / Výroční zpráva společnosti Areál Třebovadice, a.s. za rok 2014
- / Výroční zpráva společnosti Pražská teplárenská a.s. za období 2015 obsahující konsolidovanou účetní závěrku
- / Dodatek č. 4 akcionářské smlouvy společnosti Pražská teplárenská a.s., uzavřené mezi společností NPTH, a.s. a společností Pražská teplárenská Holding a.s., dne 22. 6. 2016
- / Dodatek č. 3 dohody o spolupráci mezi akcionáři společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., uzavřená mezi společností PT-Holding Investment B.V. a Hlavním městem Prahou, dne 22. 6. 2016
- / Akcionářská smlouva společnosti PT měření, a.s., uzavřená mezi společností NPTH, a.s. a společností Pražská teplárenská Holding a.s., dne 22. 6. 2016
- / Akcionářská smlouva společnosti PT Real Estate, a.s., uzavřená mezi společností NPTH, a.s. a společností Pražská teplárenská Holding a.s., dne 22. 6. 2016
- / Detail rozdělení zisku společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. za rok 2015 a 2016
- / Detail personálních nákladů na ČOS a paušálních nákladů na konání jedné valné hromady společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., Pražská teplárenská a.s., PT měření, a.s. a PT Real Estate, a.s. za rok 2016
- / Informace ohledně možné redukce počtu členů výkonných a dozorčích orgánů, tj. představenstva a dozorčí rady, po případné uskutečněné transakci na úrovni Společnosti a dceřiných společností, tj. Pražské teplárenské a.s., PT měření, a.s. a PT Real Estate, a.s., předané zástupci společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. v rámci emailové komunikace.
- / Ostatní informace týkající se společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. dostupné na webu společnosti (výplata dividend, předmět činnosti, organizační struktura, atd.)

Dále byla použita veřejně dostupná data z Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, Ministerstva financí ČR, Českého statistického úřadu (ČSÚ), internetového portálu justice.cz, z internetových stránek oceňované Společnosti a z dalších zdrojů zveřejněných na internetu.

1.6 Použitá literatura

- / BREALEY, R.A., MYERS, S.C. *Teorie a praxe firemních financí*. Strnad Zdeněk. Praha : Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.

- / COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. Blahoutová Helena. Praha : Victoria Publishing, 1994. 359 s. ISBN 80-85605-41-4.
- / KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Praha : C.H.Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- / KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha : C.H.Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.
- / MALÝ, Josef. *Obchod nehmotnými statky: patenty, vynálezy, know-how, ochranné známky*. Praha: C.H.Beck, 2002. 257 s. ISBN 80-7179-320-5.
- / MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. Praha : Ekopress, s.r.o., 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- / MAŘÍK, Miloš, et al. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopres, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- / MAŘÍK, Miloš, a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopres, s.r.o., 2011. 532 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

Zákony a vyhlášky

- / Zákon o obchodních korporacích, zákon č. 90/2012 Sb. o obchodních společnostech a družstvech.
- / Občanský zákoník, zákon č. 89/2012 Sb.
- / Vyhláška Ministerstva spravedlnosti ČSR č. 37/1967 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
- / Vyhláška č. 456/2008, kterou se mění vyhláška č. 3/2008 Sb., o provedení některých ustanovení zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů, (oceňovací vyhláška).
- / Zákon o oceňování majetku, Zákon č. 151/1997 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
- / Zákon o znalcích a tlumočnících č. 36/1967 Sb., ve znění pozdějších předpisů.
- / Znalecký standard č. 1/2005 Vysoké učení technické v Brně, Ústav soudního inženýrství.

2 Charakteristika Předmětu ocenění

Předmětem odborného stanoviska je stanovení 51% podílu ve Společnosti se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce mezi Magistrátem hlavního města Prahy a společností Energetický a průmyslový holding, a.s., resp. AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. (EP Industries, a.s.)

2.1 Akcionářská smlouva

Jedná se o dohodu mezi akcionáři uzavřenou ve smyslu § 1746 odst. 2 zákona č. 89/2012 Sb., občanského zákoníku, jejímž předmětem je spolupráce při správě dané společnosti, uplatňování hlasovacích práv a postupu řešení určitých otázek, např. při rozdělení zisku aj. Mimo výše uvedené akcionářská smlouva dále upravuje výkon akcionářských práv a plnění povinností předmětné společnosti.

Pro potřeby tohoto odborného stanoviska jsou relevantní právě takové akcionářské smlouvy, v jejichž rámci jsou upraveny vztahy předmětné Společnosti, a to jak v podobě jedné ze smluvních stran, tj. jednoho z akcionářů (dále také jako „Smlouva I“), tak v podobě Společnosti jakožto předmětu akcionářské smlouvy (dále také jako „Smlouva II“).

2.1.1 Smlouva I

Předmětem této akcionářské smlouvy je dohoda o spolupráci mezi akcionáři oceňované Společnosti ze dne 16. října 2008 v aktualizovaném dodatku č. 3 ze dne 22. 6. 2016, uzavřená mezi společností PT-Holding Investment B.V. a hlavním městem Prahou, jakožto jedinými akcionáři Společnosti. Smlouva je platná na dobu určitou, tj. do **29. 6. 2032**.

Smlouva jako taková v první řadě zakotvuje skutečnost, že představenstvo Společnosti má 4 členy a dozorčí rada 6 členů volených paritně. Dále pak uvádí výčet takových rozhodnutí, které mohou být valnou hromadou přijaty pouze jednomyslně:

- / rozhodnutí o prodeji podniku nebo jeho části, jeho nájmu či zástavě;
- / rozhodnutí o nakládání s akcemi v portfoliu PTH;
- / rozhodnutí o rozdělení zisku a stanovení tantiém;
- / udělení pokynu k výkonu hlasovacích práv v dceřiných společnostech;
- / volba a odvolání členů orgánů Společnosti.

Mimo výše uvedené obsahuje Smlouva I rovněž ustanovení týkající se pravidel k uplatňování vlivu jednotlivých akcionářů v dceřiných společnostech, tj. společnosti Pražská teplárenská a.s., PT měření a.s. a PT Real Estate a.s. Především se pak jedná o „klíč“ k obsazování pozic do vrcholového managementu těchto společností.

Společnost je na základě Smlouvy II oprávněna do představenstva Pražské teplárenské a.s. **nominovat 3 členy (celkem 5)**, přičemž akcionář PTHIBV může nominovat pouze 1 člena a Hlavní město Praha 2 členy. Do dozorčí rady PT je pak dle Smlouvy II možno za Společnost nominovat celkem 3 členy, tj. PTHIBV 1 osobu a zbytek zůstává v režii Hlavního města Prahy.

Společnost je na základě Smlouvy II oprávněna do představenstva PT měření a.s. **nominovat 2 členy (celkem 3)**, přičemž akcionář PTHIBV může nominovat pouze 1 člena a Hlavní město Praha rovněž 1 člena. Do dozorčí rady PTM je pak dle Smlouvy II možno za Společnost nominovat celkem 2 osoby, tj. PTHIBV a Hlavní město Praha vždy po jedné osobě.

Společnost je na základě Smlouvy II oprávněna do představenstva PT Real Estate a.s. **nominovat 3 osoby (celkem 5)**, přičemž akcionář PTHIBV může nominovat pouze 1 člena a Hlavní město Praha 2 členy. Do dozorčí rady PTRE je pak dle Smlouvy II možno za Společnost nominovat celkem 2 členy, tj. PTHIBV a Hlavní město Praha vždy po jedné osobě.

V případě, kdy jeden z uvedených akcionářů nabude 100% akciový podíl na Společnosti, zanikají veškeré závazky s touto smlouvou související.

2.1.2 Smlouva II

Předmětem této akcionářské smlouvy, resp. smluv (3) je dohoda o spolupráci mezi akcionáři společnosti Pražská teplárenská a.s. (dále také jako „PT“) ze dne 11. 8. 2008 v aktualizovaném dodatku č. 4 ze dne 22. 6. 2016, PT měření a.s. (dále také jako „PTM“) a PT Real Estate a.s. (dále také jako PTRE), to vše ze dne 22. 6. 2016. Jedná se tedy o celkem 3 akcionářské smlouvy, kde oceňovaná Společnost vystupuje jako jedna ze smluvních stran, tj. jeden z akcionářů výše uvedených společností (dále také jako „Dceřiné společnosti“). Smlouvy jsou tak uzavřené mezi oceňovanou Společností a společností NPTH a.s., jakožto hlavními akcionáři, jejichž souhrnný akciový podíl na těchto společnostech činí 98 %. Smlouvy jsou platné na dobu určitou, tj. do **29. 6. 2032**.

Smlouvy v první řadě zakotvují skutečnost, že představenstvo Dceřiných společností má následující počet členů: **PT - 5; PTM - 3; PTRE - 5**. Oceňovaná Společnost je pak oprávněna volit do jejich představenstva následující počet osob: **PT - 3; PTM - 2; PTRE - 3**, přičemž zbytek nominovaných přísluší druhému akcionáři, tj. společnosti NPTH a.s.

V případě dozorčí rady deklaruje Smlouva II nutný počet členů: **PT - 6; PTM - 4; PTRE - 4**, přičemž Společnost je oprávněna nominovat následující počet členů: **PT - 3; PTM - 2; PTRE - 2**. V kompetenci společnosti NPTH, a.s., jakožto druhého akcionáře Dceřiných společností je nominovat následující: **PT - 1; PTM - 2; PTRE - 2**. Zbytek nominovaných (u PT) je v režii drobných akcionářů.

Dále pak akcionářská smlouva uvádí výčet takových záležitostí a rozhodnutí, jejichž schválení je možné pouze na základě písemného souhlasu obou akcionářů, tj. oceňované Společnosti a společnosti NPTH, a.s.:

- / prodej dceřiných společností nebo jejich vklad na základní kapitál;
- / fúze, rozdelení, změna právní formy, likvidace, snížení nebo zvýšení základního kapitálu;
- / prodej podniku nebo jeho části, jeho nájem či zástava;
- / uzavření jakékoli smlouvy v investicích nad (PT - 75 mil, Kč; PTM, PTRE - 10 mil. Kč);
- / uzavření jakékoli smlouvy s dceřinou společností mimo rámec běžného obchodního styku nad 100 tis. Kč;
- / uzavření smlouvy související se zajišťovacími operacemi k zajištění kurzového nebo úrokového rizika na dobu delší než nejbližší kalendářní rok, pokud nejsou uzavřeny s renomovanou bankou;
- / uzavření smlouvy mimo předmět podnikání přesahující (PT - 37,5 mil, Kč; PTM, PTRE - 5 mil. Kč);
- / uzavření smlouvy o převodu nemovitosti z majetku dané společnosti nad (PT - 5,5 mil, Kč; PTM, PTRE - 5 mil. Kč);
- / poskytnutí půjčky nebo záruky třetím osobám či společnostem, které jsou 100 % vlastněny ze strany PT, PTM či PTRE, s výjimkou půjček akcionářům za podmínky, že je lze započít na dividendu;
- / uzavření půjčky nebo úvěru ze strany PT, PTM či PTRE jako dlužníka, pokud zadlužení v době uzavření předmětné smlouvy nepřesáhne dvou a půl násobek hodnoty EBITDA;
- / rozhodnutí o zvýšení nebo snížení variabilní složky ceny tepelné energie;
- / schválení strategického plánu včetně přílohy a jeho změn;
- / návrh na určení auditora, pokud by nebyl některou z následujících společností: KPMG Česká republika Audit, s.r.o., PricewaterhouseCoopers Audit, s.r.o., Ernst & Young Audit, s.r.o. nebo Deloitte Audit s.r.o.

Mimo výše uvedené obsahují Smlouvy II rovněž ustanovení týkající se skutečnosti, že souhlas s uzavíráním smluv či přijímáním výše uvedených opatření ze strany Společnosti jakožto akcionáře, je podmíněno jejich schválením Radou hlavního města Prahy, jakožto akcionáře oceňované Společnosti, uplatňující nepřímý vliv na Dceřiné společnosti.

2.2 Identifikace Společnosti k datu ocenění

Obchodní firma:	Pražská teplárenská Holding a.s.
Identifikační číslo:	264 16 808
Sídlo:	Praha 7, Partyzánská 1, PSČ 170 00
Právní forma:	Akciová společnost

Akcie společnosti: 1 937 691 ks kmenové akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč, listinné akcie
Základní kapitál: 1 937 691 000,- Kč
Den zápisu do obchodního rejstříku: 7. prosince 2000

Předmět podnikání:

- / spravování majetkových účastí právnických osob
- / výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

2.2.1 Představenstvo

Předseda: JUDr. Petr Novotný, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku funkce: 11. května 2015

Den vzniku členství: 26. června 2015

Člen: Mgr. Petr Sekanina, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku členství: 20. prosince 2014

Člen: Ing. Jiří Karvánek, LL.M., dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku členství: 26. března 2015

Člen: Mgr. Marek Spurný, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku členství: 14. srpna 2015

Způsob jednání:

- / Za společnost jednají vždy tři členové představenstva společně. Osoby oprávněné jednat za společnost podepisují tak, že k napsanému nebo vytištěnému obchodnímu jménu společnosti připojí svůj podpis.

2.2.2 Dozorčí rada:

Člen: Pavel Horský, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku členství: 3. září 2013

Člen: Mgr. Jan Stříteský, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku členství: 19. prosince 2014

Člen: Ing. Vladimír Novák, dat. nar. [REDACTED]
[REDACTED] Den vzniku členství: 26. března 2015

Člen: Robert Králíček, dat. nar. [REDACTED]
[REDACTED] Den vzniku členství: 26. března 2015

Člen: Ing. arch. Martin Polách, dat. nar. [REDACTED]
[REDACTED] Den vzniku členství: 18. února 2017

2.3 Vlastnická struktura a podíly

Společnost má dva akcionáře, konkrétně:

Tabulka 1: Vlastnická struktura Společnosti

Akcionář	Počet akcií	Podíl na ZK (v %)	Podíl na ZK (v tis. Kč)
Hlavní město Praha	988 222	51%	988 222
PT-Holding Investment B.V.	949 469	49%	949 469

Zdroj: nekonsolidovaná výroční zpráva Společnosti 2016

Společnost drží podíl v několika společnostech. Účetní výkazy Společnosti jsou zpracovány na bázi konsolidovaného celku. Následující tabulka zobrazuje společnosti, které vstupují do konsolidačního celku Společnosti, podíl Společnosti na jejich vlastním kapitálu a použitou konsolidační metodu.

Tabulka 2: Společnosti vstupující do konsolidovaného celku Společnosti

Společnost	Podíl na ZK (v %)	Metoda konsolidace
Pražská teplárenská a.s.	47,42%	poměrná
PT měření, a.s.	47,42%	poměrná
PT Real Estate a.s.	47,42%	

Zdroj: výroční zpráva Společnosti 2015

V následující tabulce jsou uvedeny společnosti, které dle nejaktuálnějších veřejně dostupných dat k datu ocenění, tj. z konsolidované výroční zprávy Společnosti za rok 2015, vstupují do konsolidačního celku společnosti Pražská teplárenská, a.s.

Tabulka 3: Společnosti vstupující do konsolidačního celku společnosti Pražská teplárenská, a.s.

Název a sídlo	Vlastnický podíl a podíl na hlasovacích právech
Mateřská společnost: Pražská teplárenská a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Dceřiná společnost: Energotrans SERVIS, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	45%
TERMONTA PRAHA a.s. Třebohostická 46/11, 110 00 Praha 1	47,42%
Teplo Neratovice, spol. s r.o. Školní 162, 277 11 Neratovice	47,42%
Pražská teplárenská Trading a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Michelský Trojúhelník, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Nová Invalidovna, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Nové Modřany, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Nový Veleslavín, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Pod Jilskou, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
Pražská teplárenská LPZ, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
PT Properties I, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
PT Properties II, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
PT Properties III, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
PT Properties IV, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%
RPC, a.s. Partyzánská 1/7, 170 00 Praha 7	47,42%

Zdroj: výroční zpráva Společnosti 2015

Dále také „Skupina“ nebo „Konsolidační celek“.

Rozhodující vliv Společnosti je vykonáván přímo v Pražské teplárenské a.s., v PT měření, a.s. a PT Real Estate a.s. V ostatních dceřiných společnostech je vykonáván nepřímo, prostřednictvím společnosti Pražská teplárenská a.s., protože jsou vlastněny Pražskou teplárenskou, a.s., která má 100% podíl na základním kapitálu.

2.4 Historie a předmět činnosti Společnosti

Společnost byla založena zakladatelskou smlouvou dne 24. července 2000 a jejími zakladateli byly Hlavní město Praha a GESO Beteiligungs- und Beratungs-AG. Dne 7. prosince 2000 byla společnost zapsána do obchodního rejstříku vedeného Městským soudem v Praze. K 1. říjnu 2003 byly všechny akcie ve vlastnictví GESO Beteiligungs- und Beratungs-AG převedeny na společnost EnBW Energie Baden-Württemberg AG. Ke dni 29. července 2010 byl celý podíl společnosti EnBW Energie Baden-Württemberg AG převeden na nového akcionáře, společnost PT-Holding Investment B.V.

Hlavním oborem činnosti Společnosti je správa majetkových účastníků právnických osob.

2.5 Charakteristika významných společností konsolidačního celku

2.5.1 Pražská teplárenská a.s.

Společnost Pražská teplárenská a.s. byla založena v roce 1992 a svými aktivitami navazuje na tradici Elektrických podniků královského hlavního města Prahy, které byly ustaveny dne 1. září 1897.

Pražská teplárenská je z hlediska počtu provozovaných zařízení jednou z největších teplárenských společností v České republice. Aktivity společnosti jsou soustředěny na oblast hlavního města Prahy a přilehlých oblastí. V Praze společnost pokrývá téměř 25 % trhu s tepelnou energií a dodává teplo pro více než 224 tis. domácností, řadu administrativních budov, průmyslových podniků, stovky školských a zdravotnických zařízení a dalších subjektů.

Hlavním předmětem činnosti společnosti Pražská teplárenská je výroba a rozvod tepelné energie. Důležitým krokem pro podporu ekologického řízení společnosti bylo získání mezinárodního certifikátu pro systém ekologického řízení společností dle ČSN ISO 14001 společně se systémem řízení bezpečnosti a ochrany zdraví při práci dle ČSN OHSAS 18001.

K hlavním prioritám společnosti patří:

- / Spokojení zákazníci - poskytování kvalitních služeb zvyšujících uživatelský komfort a udržení dobrých vztahů se stávajícími i potenciálními zákazníky.
- / Ochrana životního prostředí - respektování zásad státní politiky životního prostředí a všech právních předpisů v oblasti životního prostředí.
- / Bezpečnost práce - zvyšování úrovně bezpečnosti a ochrany zdraví zaměstnanců i veřejnosti.

Předmět činnosti společnosti Pražská teplárenská lze vymezit následovně:

- / výroba a rozvod tepelné energie,

- / výroba elektřiny,
- / obchod s elektřinou,
- / provozování drážní dopravy (dráhy) na železničních drahách-vlečkách,
- / výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona,
- / projektová činnost ve výstavbě,
- / provádění staveb, jejich změn a odstraňování,
- / podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady,
- / montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení,
- / výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení,
- / činnosti účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence,
- / poskytování služeb v oblasti bezpečnosti a ochrany zdraví při práci,
- / technicko-organizační činnost v oblasti požární ochrany,
- / poskytování telekomunikačních služeb a sdělovací techniky.

2.5.2 PT měření, a.s.

Společnost PT měření, a.s. vznikla jako nástupnická společnost v důsledku rozdělení odštěpením společnosti Pražská teplárenská a.s. K 1. lednu 2015 na společnost přešla část jméni rozdělované společnosti. Hlavní podnikatelskou činností společnosti je montáž, opravy a ověřování stanovených měřidel. Společnost zajišťuje profesionální služby v oblasti zkoušení, kalibrace a ověřování průtokoměru, kalorimetru a teploměru. Autorizované metrologické středisko K26 provádí ověřování měřidel protečeného množství vody a měřiců tepla a chladu. Zkušebna měřiců tepla je vybavena moderním zkušebním zařízením a etalony. Dokáže tedy spolehlivě ověřit měřidla a případně provést kalibraci pracovních měřidel s vystavením kalibračního listu v souladu s ČNS EN ISO/IEC 17025.

Část administrativních a dalších podpůrných činností pro společnost vykonává na základě smlouvy o spolupráci Pražská teplárenská a.s.

2.5.3 PT Real Estate a.s.

Společnost PT Real Estate, a.s. vznikla jako nástupnická společnost v důsledku rozdělení odštěpením společnosti Pražská teplárenská a.s. K 1. lednu 2016 na společnost přešla část jméni rozdělované společnosti určené projektem rozdělení, vyhotoveným dne 19. května 2016. Hlavní podnikatelskou činností společnosti je správa vlastního majetku, pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor včetně výroby, obchodu a služeb neuvedených v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona.

3 Finanční analýza Konsolidačního celku

Finanční analýza byla zpracována za účelem ohodnocení finančního zdraví Konsolidačního celku a poskytnutí základních východisek pro výběr oceňovací metody a následného ocenění. Finanční analýza byla provedena na základě konsolidovaných dat, přičemž při konsolidaci byla použita obecně platná pravidla pro konsolidace daná vyhláškou č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví.

Analýza finanční situace Skupiny byla zpracována na základě nejaktuálnějších veřejně dostupných konsolidovaných účetních výkazů, tj. výkazů sestavených za období od 1. 1. 2011 do 31. 12. 2015 (dále také „sledované období“) s cílem zjištění silných a slabých stránek Skupiny a vyvození následujících závěrů:

- / výrok o perspektivnosti Skupiny do budoucna;
- / stanovení rizika podniku, pokud jsou ve finančním hospodaření identifikovány výrazné nedostatky nebo naopak přednosti.

3.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy

V rámci finanční analýzy byla provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy sledující trendy nejvýznamnějších položek aktiv a pasiv Společnosti ve sledovaném období.

Tabulka 4: Vertikální analýza aktiv ve sledovaném období

ROZVAHA [tis. Kč]	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA CELKEM	7 620 625	13 131 791	12 377 994	4 659 791	4 315 954
Dlouhodobý majetek	4 660 666	9 745 116	7 267 070	3 636 620	3 378 095
% Aktiv celkem	61,2%	74,2%	58,7%	78,0%	78,3%
Dlouhodobý nehmotný majetek	88 449	64 866	45 483	39 235	46 175
Software	25 986	12 850	5 636	6 936	8 406
Oceněná prava - povolenky CO ₂	57 657	49 195	36 170	26 272	31 558
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	1 640	1 141	2 111	1 708	1 314
Nedostatečně dlouhodobý nehmotný majetek	3 166	1 680	1 566	4 034	4 612
Přeplněný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	285	285
Dlouhodobý hmotný majetek	4 533 443	3 470 704	3 373 460	3 241 826	3 152 523
Opravná položka k DHM	14 190	13 226	13 054	12 718	11 492
Pozemky	364 559	364 193	365 961	373 593	373 593
Stavby	3 186 488	2 411 523	2 381 822	2 318 209	2 243 322
výrobního, výroba a výrobkového, výroba i	944 788	645 152	606 867	527 381	468 828
Dlouhodobý dlouhodobý hmotný majetek	25 652	49 427	31 651	35 035	75 430
Dlouhodobý dlouhodobý hmotný majetek	1 687	252	289	169	2 685
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	157	157	157	157	157

ROZVAHA [tis. Kč]	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý finanční majetek	38 774	6 209 546	3 848 127	3 355 559	179 397
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	4 300	1 433	1 433
Půjčky a úvery ovládaným a řízeným osobami užitým jednotkám pod podstatným vlivem	13 988	6 184 760	3 843 827	354 126	177 964
% Aktiv celkem	0,5%	47,3%	31,1%	7,6%	4,2%
Oběžná aktiva	2 956 741	3 352 653	5 108 609	1 019 865	934 693
% Aktiv celkem	38,8%	25,5%	41,3%	21,9%	21,7%
Zásoby	136 469	43 145	32 083	29 080	35 143
% Aktiv celkem	1,8%	0,3%	0,3%	0,6%	0,8%
Materiál	136 469	43 145	19 992	18 787	21 186
Reprodukční výroba a položky	0	0	14 121	12 198	15 928
Dlouhodobé pohledávky	17 968	38 454	38 259	33 249	32 982
% Aktiv celkem	0,2%	0,3%	0,3%	0,7%	0,8%
Krátkodobé pohledávky	369 341	380 699	341 604	335 741	438 595
Opravná položka ke krátkodobým pohledávkám	11 813	10 005	11 479	12 700	13 491
% Aktiv celkem	4,8%	2,9%	2,8%	7,2%	10,2%
Pohledávky z dluhu jednotek vlastní	310 941	216 442	235 941	195 666	157 424
Výrobního řetězce	44 444	24 437	29 307	28 165	69 704
z dluhu jednotek vlastní	23 428	142 581	7 301	17 810	4 144
z dluhu jednotek vlastní	1 210	6 122	79 845	17 235	11 574
z dluhu jednotek vlastní	1 131	1 122	689	18 435	455
Krátkodobý finanční majetek	2 432 963	2 890 355	4 696 663	621 795	427 973
% Aktiv celkem	31,9%	22,0%	37,9%	13,3%	9,9%
Časové rozložení	3 218	34 022	2 315	3 306	3 166
% Aktiv celkem	0,0%	0,3%	0,0%	0,1%	0,1%

Zdroj: účetní výkazy Společnosti, vlastní zpracování

- / Bilanční suma mezi lety 2011 a 2015 poklesla ze 7 620 625 tis. Kč na 4 315 954 tis. Kč. Vývoj bilanční sumy zaznamenal mezi lety 2011 a 2013 silně rostoucí trend, poté v letech 2014 a 2015 výrazně poklesl. Příčinou tohoto výkyvu byl nárůst dlouhodobého finančního majetku zapříčiněný poskytnutím úvěrů společnostem NPTH a.s. a PT-Holding Investment, které byly v dalších obdobích splaceny.
- / Podíl dlouhodobého finančního majetku na aktivech Společnosti ve sledovaném období celkově vzrostl, stejně tak jeho absolutní hodnota, přičemž vývoj obojího zaznamenal výše popsaný nárůst v letech 2012 a 2013.
- / Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek vykazoval klesající trend v celém sledovaném období, zapříčiněný plynulým odepisováním dlouhodobých aktiv.
- / Nehmotný majetek byl tvořen primárně softwarem, jehož hodnota ve sledovaném období vykazovala klesající trend, a povolenkami na emise CO₂ vykazujícími také klesající trend hodnoty v průběhu sledovaného období.

- / Mezi položkami dlouhodobého hmotného majetku vykazoval růstový trend pouze nedokončený dlouhodobý hmotný majetek a poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek.
- / Oběžná aktiva vykázaly do roku 2013 výrazný růst a poté v letech 2014 a 2015 výrazný pokles. Tyto výrazné změny byly způsobeny vývojem položky krátkodobého finančního majetku.
- / Zásoby v roce 2012 výrazně poklesly a poté se vyvýjely relativně stabilní výši mezi 29 080 tis. Kč a 43 145 tis. Kč., jejich podíl na celkových aktivech Společnosti ve sledovaném období celkově poklesl.
- / Krátkodobé pohledávky vykazovaly stabilní výši až do roku 2014, v roce 2015 pak vykázaly nárůst absolutních hodnot a jejich podíl na aktivech po snížení mezi lety 2011 a 2013 v letech 2014 a 2015 vzrostl. Pohledávky z obchodních vztahů ve sledovaném období poklesly, stejně tak poklesly krátkodobé poskytnuté zálohy a jiné pohledávky.
- / Krátkodobý finanční majetek vykazoval v rámci sledovaného období do roku 2013 rostoucí trend, poté došlo k výraznému poklesu, kdy v posledních dvou letech jeho podíl na celkových aktivech činil cca 11,5 %.
- / Hodnoty časového rozlišení v rámci sledovaného období dosahovaly zanedbatelných hodnot.

Tabulka 5: Vertikální analýza pasív ve sledovaném období

PASIVA [tis. Kč]	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM	7 620 625	13 131 791	12 377 994	4 659 791	4 315 954
Vlastní kapitál	6 516 260	12 026 399	11 460 133	3 961 853	3 603 519
% <i>Pasiv celkem</i>	85,5 %	91,6 %	92,6 %	85,0 %	83,5 %
Základní kapitál	1 937 691	1 937 691	1 937 691	1 937 691	1 937 691
Kapitálové fondy	-31 567	0	0	0	0
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	375 679	326 864	326 274	326 413	2 846
Konsolidační rezervní fond (5.1.bb) ČÚS 020)	1 055 750	1 055 750	1 055 750	1 055 750	1 055 750
Výsledek hospodaření minulých let	2 338 937	2 025 762	7 544 286	251 219	231 036
Výsledek hospodaření běžného úč. období (+/-)	839 770	6 680 332	596 132	390 780	376 196
Cizí zdroje	1 097 808	1 040 052	889 106	658 417	682 402
% <i>Pasiv celkem</i>	14,4 %	7,9 %	7,2 %	14,1 %	15,8 %
Rezervy	189 022	151 765	71 171	16 624	19 772
Dlouhodobé závazky	361 658	289 897	292 079	285 265	278 681
% <i>Pasiv celkem</i>	4,7 %	2,2 %	2,4 %	6,1 %	6,5 %
Krátkodobé závazky	547 128	598 390	525 856	356 528	383 949
% <i>Pasiv celkem</i>	7,2 %	4,6 %	4,2 %	7,7 %	8,9 %

PASIVA [tis. Kč]	2011	2012	2013	2014	2015
Závazky z obchodních vztahů	334 208	292 404	309 256	151 098	124 312
Závazky k vydání jiných článků	0	0	0	0	3 173
Závazky k zaměstnancům	14 509	10 317	12 352	13 364	11 967
Závazky ze závladního a abu po zájmu z hlasování pojistění	7 016	5 345	7 041	6 702	6 717
Stát - daňové závazky a dluhy	61 113	51 707	51 236	21 585	52 834
Krátkodobé přijaté zálohy	4 288	20 690	6 757	8 855	5 344
Dohodnuté hotové pasiva	65 466	191 251	87 747	105 618	136 752
Jiné závazky	60 528	26 676	51 467	49 306	42 850
Časové rozlišení	6 557	6 099	6 385	17 123	7 463
% Pasiv celkem	0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,4 %	0,2 %
Menšínový vlastní kapitál	0	59 241	22 370	22 398	22 570

Zdroj: účetní výkazy Společnosti, vlastní zpracování

- / Vlastní kapitál zaujímá stabilní podíl na pasivech Společnosti, a to v rozmezí hodnot 83,5 % až 92,6 %, přičemž hodnoty přes 90 % jsou vykázány pouze v letech 2012 a 2013.
- / Zákonný rezervní fond je vytvořen v roce 2011 v plné zákonné výši, tedy 20 % ze základního kapitálu a dále se již nevytváří, v roce 2015 byl rozpuštěn na základě rozhodnutí valné hromady do nerozdělených zisků z minulých let.
- / V rámci položky konsolidační rezervní fond je zahrnutý jednorázový odpis záporného konsolidačního rozdílu při vzniku koncernu PTH upravený o výplatu dividend a především postakviziční přírůstky vlastního kapitálu dílčího konsolidačního celku Pražská teplárenská a.s.
- / Výsledek hospodaření z běžného účetního období a z minulých let vykazuje klesající trend, kromě výše popsaných změn v letech 2012 a 2013.
- / Cizí zdroje vykazují ve sledovaném období celkově pokles, jejich podíl na pasivech Společnosti ale celkově vzrostl s propadem v letech 2012 a 2013, kvůli výše popsaným změnám v položkách vlastního kapitálu.
- / Rezervy vykazují klesající trend způsobený zejména pohybem dvou největších položek rezerv, a to rezerv na opravy a rezerv na daň z příjmu. Rezervy na opravy výrazně poklesly v roce 2013 a rezervy na daň z příjmu výrazně poklesly v roce 2014.
- / Podíl dlouhodobých závazků ve sledovaném období vzrostl a podíl krátkodobých závazků také, obě položky prodělaly propad hodnot v letech 2012 a 2013. Závazky z obchodních vztahů jako nejvýraznější položka krátkodobých závazků vykázaly ve sledovaném období pokles.

- / Položka menšinového vlastního kapitálu zde vyjadřuje menšinové podíly na vlastním kapitálu ovládaných a řízených osob, tato položka byla vykázána poprvé v roce 2012 ve výši 59 241 tis. Kč a poté poklesla v roce 2013 na hodnotu 22 507 tis. Kč a okolo této hodnoty se pohybovala až do konce sledovaného období.

3.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Součástí finanční analýzy byla dále horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty sledující hlavní trendy nejvýznamnějších položek nákladových a výnosových položek Společnosti ve sledovaném období.

Tabulka 6: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období

VÝSLEDOVKA [tis. Kč]	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	85 557	88 391	100 132	100 245	109 386
Náklady na prodané zboží	85 552	89 393	100 039	98 755	108 598
Obchodní marže	5	-1 002	93	1 490	788
% Tržeb celkem	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Výkony	3 477 779	3 235 028	3 044 939	2 776 602	2 896 210
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	3 477 779	3 235 028	3 044 939	2 776 602	2 896 210
% Tržeb celkem	97,6%	97,3%	96,8%	96,5%	96,4%
Výkonová spotřeba	1 831 503	1 830 590	2 041 910	1 825 727	1 900 409
% Tržeb celkem	51,4%	55,1%	64,9%	63,5%	63,2%
Přidaná hodnota	1 646 281	1 403 436	1 003 122	952 365	996 589
% Tržeb celkem	46,2%	42,2%	31,9%	33,1%	33,2%
Osobní náklady	280 862	253 335	276 393	271 548	266 041
% Tržeb celkem	7,9%	7,6%	8,8%	9,4%	8,9%
Daně a poplatky	41 698	13 133	2 504	3 018	2 684
% Tržeb celkem	1,2%	0,4%	0,1%	0,1%	0,1%
Odpisy dlouhodobého majetku	360 815	347 150	269 240	269 586	254 903
% Tržeb celkem	10,1%	10,4%	8,6%	9,4%	8,5%
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	79 373	1 035	11 417	36 265	7 715
% Tržeb celkem	2,2%	0,0%	0,4%	1,3%	0,3%
ZC prodaného majetku	2 821	50	1 467	35 545	5 264
Změna stavu rezerv a OP	2 070	-15 714	-102 343	2 173	-2 363
Ostatní provozní výnosy	434 744	147 494	50 241	54 502	26 884
% Tržeb celkem	12,2%	4,4%	1,6%	1,9%	0,9%
Ostatní provozní náklady	458 712	159 091	44 205	39 026	54 834
% Tržeb celkem	12,9%	4,8%	1,4%	1,4%	1,8%
Provozní VH	1 013 420	794 920	573 314	422 236	449 825
% Tržeb celkem	28,4%	23,9%	18,2%	14,7%	15,0%
Finanční VH	49 303	6 054 713	164 080	63 136	13 555
% Tržeb celkem	1,4%	182,2%	5,2%	2,2%	0,5%
VH za běžnou činnost	1 062 723	6 849 633	737 394	485 372	463 380
Daň z příjmů za běžnou činnost	214 685	175 587	141 399	98 910	87 011

VÝSLEDOVKA	2011	2012	2013	2014	2015
Mimořádný VH	-8 268	-1 864	0	0	0
VH za účetní období	839 770	6 672 182	595 995	390 808	376 369
% Tržeb celkem	23,6%	200,8%	19,0%	13,6%	12,5%

Zdroj: vlastní zpracování

- / Tržby za prodej zboží jsou tvořeny tržbami za prodej vody a elektřiny a v rámci sledovaného období vykazovaly rostoucí trend. Vzhledem k velmi nízké obchodní marži nemá však tento růst významný vliv na hospodářské výsledky.
- / Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb jsou hlavní výnosovou položkou Společnosti a v rámci sledovaného období docházelo k jejich poklesu.
- / Výkonová spotřeba vykázala ve sledovaném období mírný nárůst, přičemž její podíl na obratu Společnosti se zvýšil z 51,4 % v roce 2011 na 63,2 % v roce 2015. S tímto vývojem korespondovala přidaná hodnota, která vykázala ve sledovaném období pokles absolutních hodnot i podílu na obratu Společnosti
- / Osobní náklady vykázaly ve sledovaném období pokles, jejich podíl na obratu dosahoval stabilní úrovně okolo 9 %.
- / Ostatní provozní výnosy vykázaly ve sledovaném období pokles, byly tvořeny výnosy z prodeje emisních povolenek a z čerpání dotací k povolenkám. Výjimečně vysokých hodnot dosáhly v roce 2011 díky čerpání dotace k bezplatné přiděleným emisním povolenkám, rozpuštění rezervy z roku 2010 a prodej části emisních povolenek, v následujících letech jsou dále do téhoto výnosů rozpouštěny dotace.
- / Položka ostatních provozních nákladů souvisí s prodejem nebo spotřebou bezplatně přidělených emisních povolenek CO₂. Ostatní provozní náklady jsou ve většině sledovaného období vyšší než ostatní provozní výnosy, což je zapříčiněno spotřebou emisních povolenek provozem Společnosti.
- / Provozní zisk od začátku sledovaného období do roku 2014 klesal, v roce 2015 pak mírně vzrostl. Podíl provozního zisku na tržbách Společnosti, tedy provozní zisková marže, ve sledovaném období klesal, a to z hodnoty 28,4 % v roce 2011 na hodnotu 15 % v roce 2015.
- / Finanční výsledek hospodaření vykázal v roce 2012 velmi výrazný nárůst ze 49 303 tis. Kč na 6 054 713 tis. Kč, a poté postupný pokles až na hodnotu 13 555 tis. Kč v roce 2015.

- / Výsledek hospodaření za běžnou činnost se pak taktéž s výkyvem v roce 2012 vyvíjel ve sledovaném období v klesajícím trendu.

3.3 Zisková marže

Zisková marže vyjadřuje podíl výsledku hospodaření na tržbách společnosti. V účetních výkazech se pro stanovení ziskové marže často používá ukazatel EBIT (tj. zisk před nákladovými úroky a daněmi) či EBITDA (zisk před nákladovými úroky, daněmi, depreciací a amortizací). Směrodatná je především marže EBITDA, ze které je na rozdíl od marže EBIT vyloučen vliv odpisové politiky hmotného i nehmotného majetku, který může být značný především u podniků s vysokým podílem dlouhodobého hmotného majetku.

Tabulka 7: Vývoj ziskové marže ve sledovaném období [v tis. Kč]

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	1 062 723	6 849 633	737 394	489 718	463 380
meziroční růst		545 %	-89 %	-34 %	-5 %
Odpisy	360 815	347 150	269 240	269 586	254 903
meziroční růst		-4 %	-22 %	0 %	-5 %
Tržby za prodej zboží a výkony	3 563 336	3 323 419	3 145 071	2 876 847	3 005 596
meziroční růst		-7 %	-5 %	-9 %	4 %
EBITDA marže	39,9%	216,5 %	32,0 %	26,4 %	23,9%
meziroční růst		442 %	-85 %	-18 %	-9 %
EBIT marže	29,8%	206,1%	23,4 %	17,0 %	15,4 %
meziroční růst		591 %	-89 %	-27 %	-9 %

Zdroj: finanční výkazy Společnosti, vlastní zpracování

- / Společnost v rámci sledovaného období nevykazovala úročený cizí kapitál, tzn. v rámci nákladů nevidovala nákladové úroky, proto hodnota EBIT koresponduje s výsledkem hospodaření před zdaněním.
- / Z analýzy je patrné, že hodnota ukazatele EBIT po nárůstu o více než 500 % v roce 2012 poklesla ve sledovaném období na hodnotu nižší než v roce 2011.
- / EBITDA marže v roce 2012 vykázala velmi výrazný nárůst a poté v následujících letech postupně klesala až na hodnotu 23,9 %, což v porovnání s hodnotou 39,9 % na začátku sledovaného období znamená pokles.
- / EBIT marže ke konci roku 2015 znamenala hodnotu 15,4 %, což podobně jako u EBITDA marže znamenalo pokles oproti roku 2011.

3.4 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál je jedním z nejvýznamnějších ukazatelů finanční analýzy, protože přímo poukazuje na likviditu dané společnosti. Pracovní kapitál tvoří položky oběžných aktiv, od

jejichž součtu je odečtena suma krátkodobých závazků. Poukazuje tak na finanční situaci společnosti, pokud uhradí své krátkodobé závazky pomocí krátkodobých aktiv.

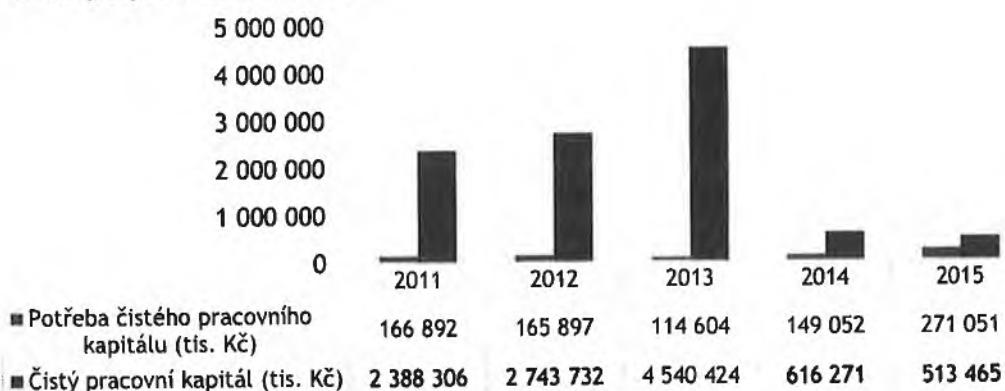
Tabulka 8: Analýza pracovního kapitálu [tis. Kč]

	2011	2012	2013	2014	2015
Zásoby	136 469	43 145	32 083	29 080	35 143
Krátkodobé pohledávky	369 341	380 699	341 604	335 741	438 595
Krátkodobý finanční majetek	2 432 963	2 890 355	4 696 663	621 795	427 973
Časové rozlišení aktivní	3 218	34 022	2 315	3 306	3 166
Celkem	2 941 991	3 348 221	5 072 665	989 922	904 877
Krátkodobé závazky	547 128	598 390	525 856	356 528	383 949
Časové rozlišení pasivní	6 557	6 099	6 385	17 123	7 463
Celkem	553 685	604 489	532 241	373 651	391 412
Pracovní kapitál	2 388 306	2 743 732	4 540 424	616 271	513 465
Změna stavu ČPK	-	355 426	1 796 692	-3 924 153	-102 806

Zdroj: vlastní zpracování

- / Pracovní kapitál ze začátku sledovaného období vykazoval silný růst, zejména vlivem růstu krátkodobého finančního majetku. V roce 2014 došlo k výraznému poklesu, přičemž mírným poklesem pokračoval vývoj i v roce 2015.
- / Pracovní kapitál byl ve všech letech sledovaného období kladný, což je známkou dobré finanční situace Společnosti ve sledovaném období.

Graf 1: Analýza pracovního kapitálu



Zdroj: vlastní zpracování

- / Při porovnání hodnot pracovního kapitálu s ukazatelem potřeby pracovního kapitálu, který je tvořen součinem obratového cyklu peněz a jednodenních nákladů, vykazuje Společnost výrazně vyšší hodnoty pracovního kapitálu, což ukazuje opět na dobrou finanční kondici.

3.5 Investice a odpisy

- / Společnost vlastnila k 31. 12. 2015 dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek vykazovala
3 198 698 tis. Kč, přičemž 98,6 % z této hodnoty tvořil dlouhodobý hmotný majetek.

Tabulka 9: Dlouhodobý nehmotný majetek k datu ocenění [tis. Kč]

Dlouhodobý nehmotný majetek	2015
Software	8 406
Ocenitelná práva - povolenky CO ₂	31 558
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	1 314
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	4 612
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	285
Dlouhodobý nehmotný majetek celkem	46 175

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 10: Dlouhodobý hmotný majetek k datu ocenění [tis. Kč]

Dlouhodobý hmotný majetek	2015
Pozemky	373 593
Stavby	2 243 322
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	468 828
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	157
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	75 430
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	2 685
Opravná položka	-11 492
Dlouhodobý hmotný majetek celkem	3 152 523

Zdroj: vlastní zpracování

- / Přírůstky jednotlivých položek dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku ve sledovaném období kolísají. Po výrazném poklesu v roce 2012 je již vykazován stabilní pokles, přičemž nehmotný dlouhodobý majetek v roce 2015 vykázal růst, zatímco dlouhodobý hmotný majetek klesal v celém sledovaném období.

Tabulka 11: Přírůstky dlouhodobého majetku ve sledovaném období [v tis. Kč]

Přírůstky majetku	2011	2012	2013	2014	2015
Software	25 986	12 850	5 636	6 936	8 406
Ocenitelná práva	57 657	49 195	36 170	26 272	31 558
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	1 640	1 141	2 111	1 708	1 314
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	3 166	1 680	1 566	4 034	4 612
Poskytnuté zálohy na dl. nehmotný majetek	0	0	0	285	285
Dlouhodobý nehmotný majetek celkem	88 449	64 866	45 483	39 235	46 175
Přírůstky dlouhodobého nehmotného majetku	x	-23 583	-19 383	-6 248	6 940
Pozemky	364 559	364 193	365 961	373 593	373 593
Stavby	3 186 488	2 411 523	2 381 822	2 318 209	2 243 322

Přírůstky majetku	2011	2012	2013	2014	2015
Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	944 788	645 152	606 867	527 381	468 828
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	157	157	157	157	157
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	25 652	49 427	31 651	35 035	75 430
Poskytnuté zálohy na dl. hmotný majetek	1 687	252	289	169	2 685
Dlouhodobý hmotný majetek celkem	4 533 443	3 470 704	3 373 460	3 241 826	3 152 523
Přírůstky dlouhodobého hmotného majetku	-	-1 062 739	-97 244	-131 634	-89 303
Přírůstky DHM a DNM celkem	-	-1 086 322	-116 627	-137 882	-82 363

Zdroj: vlastní zpracování

V následující tabulce jsou uvedeny výdaje Společnosti spojené s nabytím dlouhodobého majetku ve sledovaném období.

Tabulka 12: Investice brutto ve sledovaném období [v tis. Kč]

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr ⁵
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	128 752	917 646	183 645	152 811	168 871	-	310 345
Plánované investice dle výročních zpráv	-	311 575	219 660	175 454	251 289	358 721	305 005
Odpisy	360 815	347 150	269 240	269 586	254 903	-	300 339

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky je zřejmé, že Společnost investovala v jednotlivých letech spíše pod odpisy (průměrná výše 300 339 tis. Kč, což nemůže být dlouhodobý stav, Zhotovitel předpokládá dlouhodobě udržitelnou míru investic brutto přibližně na úrovni průměru let 2011 až 2015 (310 345 tis. Kč), čemuž odpovídají i průměrné plánované investice z výročních zpráv publikovaných pro roky 2014 a 2015 tj. 251 289 tis. Kč a 358 721 tis. Kč. Dlouhodobě udržitelnou míru investic Zhotovitel odhaduje na 305 005 tis. Kč.

3.6 Poměrové ukazatele

3.6.1 Ukazatele rentability⁶

Ukazatele rentability se používají pro hodnocení a komplexní posouzení celkové efektivnosti podniku, tedy schopnosti podniku generovat zisk. Ukazatel rentability aktiv vyjadřuje, kolik je podnik schopný vygenerovat zisku z aktiv, která má k dispozici. Rentabilita tržeb hodnotí, kolik zisku vygenerovaly celkové tržby (tržby za prodej zboží a výkony). Rentabilita celkového kapitálu a dlouhodobého investovaného kapitálu byla určena vzhledem k provoznímu zisku,

⁵ Průměry jsou za celé období s výjimkou plánovaných investic, kde je průměrný údaj pouze za poslední 2 roky

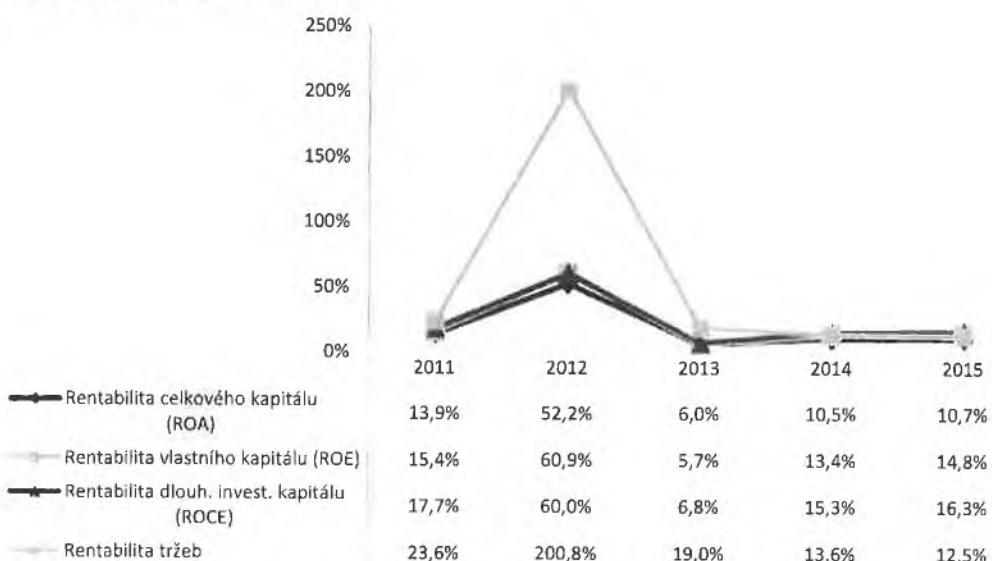
⁶ ROA = (hospodářský výsledek před zdaněním + nákladové úroky) / celková aktiva

ROE = Výsledek hospodaření za účetní období / vlastní kapitál

ROCE = (HV před zdaněním + nákladové úroky) / (vlastní kapitál + rezervy + dlouhodobé závazky + dlouhodobé úvěry)
Rentabilita tržeb = Výsledek hospodaření za účetní období/(tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb)

rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita tržeb a výkonů naopak k celkovému výsledku hospodaření.

Graf 2: Vývoj ukazatelů rentability



Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

- / Ukazatele vykázaly v roce 2012 velmi výrazný nárůst způsobený výše analyzovaným nárůstem výsledků hospodaření. Celkově ve sledovaném období všechny ukazatele rentability vykázaly pokles.

3.6.2 Ukazatele aktivity⁷

Ukazatele obratu měří úroveň hospodaření a využívání jednotlivých složek majetku.⁸

- / Doba obratu zásob se ve sledovaném období snížila z velmi vysokých hodnot (582 dní) v roce 2011, kdy byly zásoby vykazovány v hodnotě několikanásobně vyšší, než v následujících obdobích. Na konci sledovaného období tento ukazatel zaznamenal hodnotu 118 dní.

⁷ Doba obratu celkových aktiv = (celková aktiva / (tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb)) * 365

Doba obratu zásob = (zásoby / (Náklady vynaložené na prodané zboží + Spotřeba materiálu a energie)) * 365

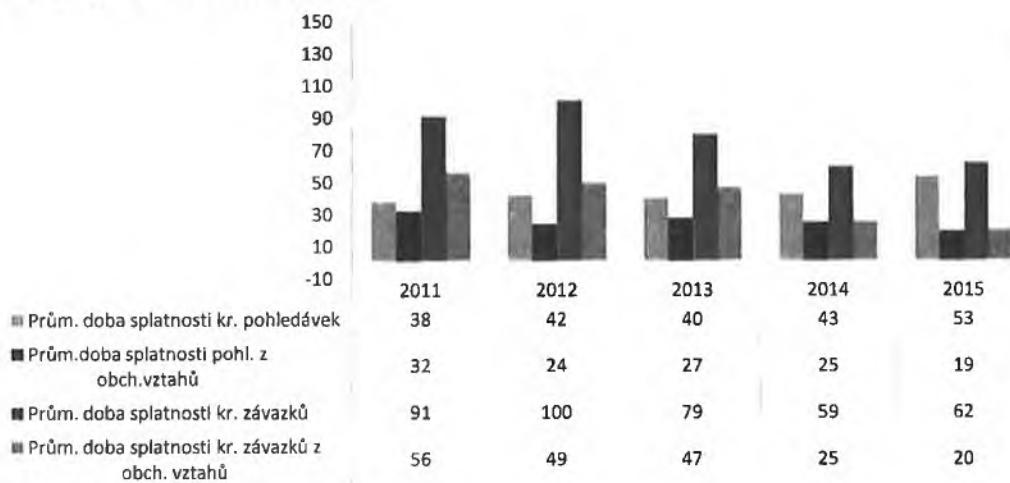
Doba inkasa kr. pohledávek = (kr. pohledávky / (tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků a služeb)) * 365

Doba splatnosti kr. závazků = (kr. závazky / (Náklady vynaložené na prodané zboží + Výkonová spotřeba + Osobní náklady)) * 365

⁸ Doba obratu zásob byla určena jako podíl hodnoty zásob a průměrnými dennimi tržbami a výkony v daném roce. Stejným způsobem byla určena i doba inkasa krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů i krátkodobých pohledávek celkem, tj. v obou případech byly položky vztažené tržbám a výkonům. Doba splatnosti závazků byla naopak vztažena k průměrné denní výkonové spotřebě v jednotlivých letech.

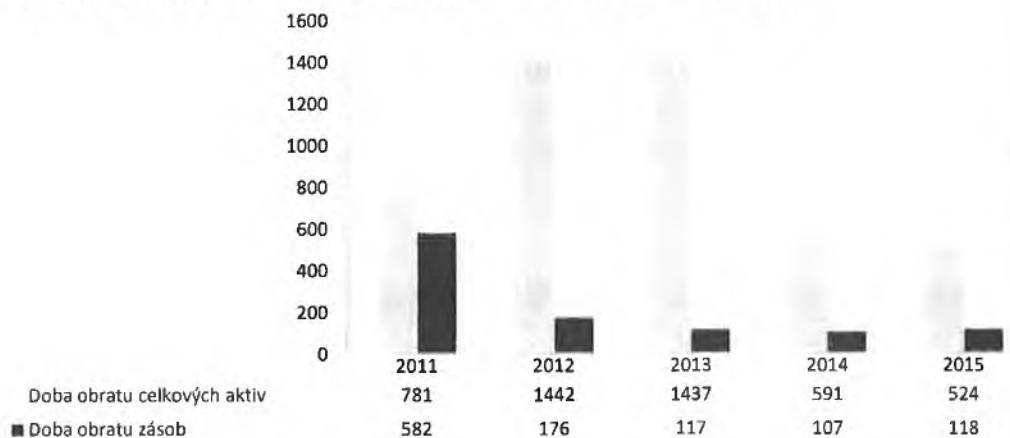
- / Doba obratu celkových aktiv výrazně vzrostla v letech 2012 a 2013, kdy proběhl výrazný nárůst výše popsaný, poté jeho hodnota poklesla.
- / Průměrná doba inkasa krátkodobých pohledávek jako jediný ukazatel ve sledovaném období vzrostla.

Graf 3: Vývoj ukazatelů aktivity [dny]



Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

Graf 4: Vývoj ukazatelů aktivity - Doba obratu zásob a celkových aktiv [dny]



Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

3.6.3 Ukazatele likvidity⁹

Ukazatele likvidity měří schopnost podniku promptně uhrazovat své splatné závazky. Pro hodnocení této schopnosti je důležitý rozbor vzájemných vztahů mezi položkami aktiv a pasív, konkrétně mezi oběžnými aktivy, krátkodobými závazky a krátkodobými úvěry. Ukazatele by měly dosahovat hodnot v doporučeném rozmezí.

Tabulka 13: Ukazatele likvidity

	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita	5,37	5,54	9,64	2,77	2,35
Rychlá likvidita	5,12	5,47	9,58	2,69	2,26
Peněžní likvidita	4,45	4,83	8,93	1,74	1,11

Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

- / Peněžní likvidita Společnosti je výrazně vyšší, než jsou doporučené hodnoty (0,1-0,3), ale ke konci sledovaného období lze pozorovat její pokles.
- / Rychlá likvidita ze začátku sledovaného období vykazovala rostoucí tendenci, kdy její výše výrazně převyšovala doporučované hodnoty. Ke konci sledovaného období však lze pozorovat výraznější pokles a přiblížení se k doporučovaným hodnotám (tj. 0,9 - 1,1). Běžná likvidita vykazovala ve sledovaném období obdobný vývoj jako likvidita běžná či peněžní.

3.6.4 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy¹⁰

Ukazatele zadlužení měří úroveň dlouhodobé finanční stability podniku. Pojem zadluženost vyjadřuje skutečnost, že podnik používá k financování svých aktiv a činností cizí zdroje (dluh). Používání cizích zdrojů ovlivňuje na jedné straně výnosnost vlastního kapitálu, na straně druhé riziko a zadluženost.

Tabulka 14: Ukazatele zadluženosti

	2011	2012	2013	2014	2015
Zadluženost celková (Stupeň zadluženosti)	0,14	0,08	0,07	0,14	0,16
Zadluženost vlastního kapitálu	0,20	0,10	0,09	0,23	0,27
Krytí dl. majetku celkovým dl. kapitálem	1,25	1,16	1,47	0,88	0,84
Krytí dl. majetku vlastním kapitálem	1,17	1,13	1,43	0,80	0,75

⁹ Běžná likvidita = (oběžná aktiva - dl. pohledávky) / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci)

Rychlá likvidita = (krátkodobý finanční majetek + krátkodobé pohledávky) / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci)

Okamžitá likvidita = krátkodobý finanční majetek / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci)

¹⁰ Zadluženost celková = (cizí zdroje + časové rozlišení pasivní) / aktiva celkem

Zadluženost vlastního kapitálu = (cizí zdroje + časové rozlišení pasivní) / vlastní kapitál

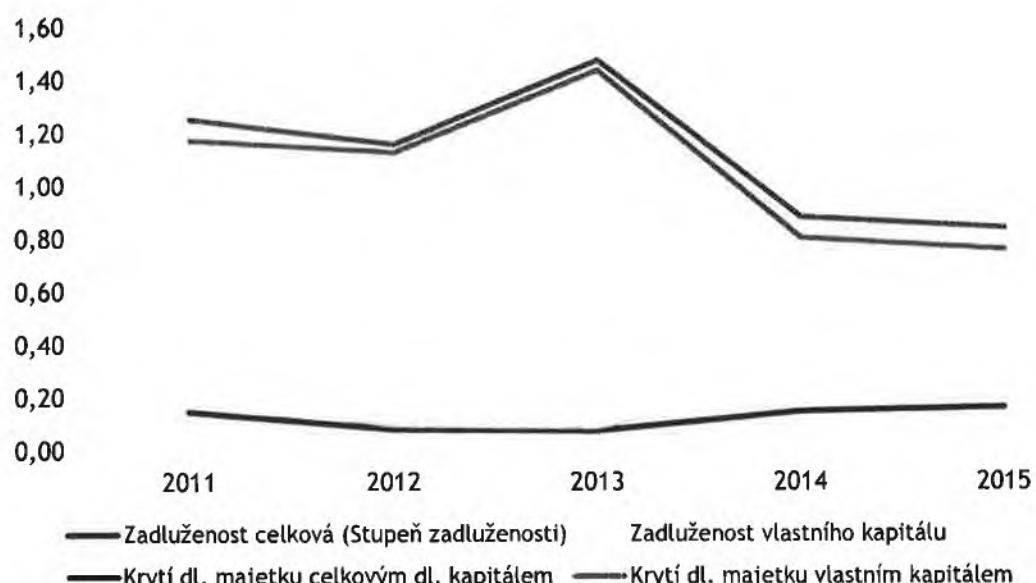
Krytí dl. majetku celkovým dl. kapitálem = (Vlastní kapitál + Dl. závazky + Dl. bankovní úvěry) / Dl. majetek

Krytí dl. majetku celkovým vl. Kapitálem = vlastní kapitál / dlouhodobý majetek

Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

- / Celkové zadlužení Společnosti se ve sledovaném období pohybovalo mezi 7 % až 16 %. Propad hodnot zadlužení v letech 2012 a 2013 byl zapříčiněn výrazně zvýšenými aktivity, resp. vlastním kapitálem s mírně klesajícími cizími zdroji. V následujících letech je již patrný rostoucí trend.
- / Ukazatele krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem a vlastním kapitálem klesají.

Graf 5: Vývoj ukazatelů zadluženosti



Zdroj: vlastní zpracování, finanční výkazy Společnosti

3.7 Shrnutí

Na hospodaření Konsolidačního celku byl patrný výrazný výkyv v letech 2012 a 2013, který znamenal nárůst bilanční sumy na straně aktiv způsobený nárůstem finančního majetku, ze strany pasiv způsobený nárůstem výsledku hospodaření běžného účetního období v roce 2012 a výsledku hospodaření minulých let v roce 2013. Celkově bilanční suma, a tedy i většina položek aktiv a pasiv, ve sledovaném období klesala. Z majetkového hlediska se konsolidovaný celek zmenšil.

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, tvořící naprostou většinu obratu Konsolidačního celku vykazovaly ve sledovaném období pokles. Tento pokles byl spojen s mírným nárůstem výkonové spotřeby. Ostatní nákladové položky vykazovaly pokles. Z hlediska zisku došlo ve sledovaném období také k poklesu. S tímto vývojem korespondoval vývoj ziskové marže a to

jak z pohledu EBIT marže, tak marže na úrovni EBITDA, vyjma roku 2012, ve kterém byl zaznamenán velmi výrazný nárůst zisku.

Analýza čistého pracovního kapitálu vyšla pro Společnost pozitivně. Přestože hodnota čistého pracovního kapitálu celkově poklesla, ve všech obdobích překonala hodnotu ukazatele potřeby čistého pracovního kapitálu.

Ukazatele *rentability* po nárůstu v roce 2012 vykázaly celkově pokles. Ukazatele aktivity vykazovaly ve sledovaném období pokles doby obratu, kromě ukazatele průměrného inkasa krátkodobých pohledávek. Ukazatele likvidity ve sledovaném období poklesly, avšak z velmi vysokých hodnot a nebyla tak ohrožena krátkodobá finanční stabilita Společnosti. Ukazatele zadlužnosti z pohledu celkové zadlužnosti a zadlužnosti vlastního kapitálu po poklesu v 2012 a 2013 vykazují rostoucí trend. Ukazatele krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem a vlastním kapitálem ve sledovaném období poklesly. Dlouhodobá finanční stabilita se tedy vyvíjela mírně negativně.

Poměrové ukazatele jsou ovšem v konkurenčním srovnání hodnoceny pozitivně. Společnost disponuje vyšší rentabilitou, než konkurence, mnohem vyšší krátkodobou finanční stabilitou a srovnatelnou, nebo lepší dlouhodobou finanční stabilitou. Z hlediska aktivity je Společnost hodnocena ve většině aspektů pozitivně v porovnání s konkurencí.

Dlouhodobá finanční rovnováha Společnosti je hodnocena rovněž velmi pozitivně a v odvětvovém srovnání nadprůměrně, poněvadž oceňovaný podnik dlouhodobě uplatňuje konzervativní finanční strategii a cizí zdroje využívá ve velmi malém rozsahu.

Na základě provedené finanční analýzy lze konstatovat, že hospodářská činnost Společnosti je stabilizována s výnosovým potenciálem do budoucna, neboť dosahuje dlouhodobého růstu výsledku hospodaření při konzervativnější strategii financování. V budoucnosti nejsou předpokládány významnější rizika ohrožující chod Společnosti a existuje tak vysoká pravděpodobnost dlouhodobé existence, čímž je naplněn princip *going-concern*.

4 Strategická analýza

4.1 Makroekonomická situace

4.1.1 Ekonomický výkon

Podle Ministerstva financí výkonnost ekonomiky měřená reálným HDP ve 4. čtvrtletí 2016 meziročně vzrostla o 2,0 % (proti 2,2 %), sezónně očištěný HDP se mezičtvrtletně zvýšil o 0,4 % (proti 0,7 %). K mezičtvrtletnímu růstu hrubé přidané hodnoty o 0,3 % nejvíce přispěly zpracovatelský průmysl, činnosti v oblasti nemovitostí, peněžnictví a pojišťovnictví a informační a komunikační činnosti. Růst hrubé přidané hodnoty naopak významněji zpomalovalo propadem poptávky sektoru vládních institucí zasažené stavebnictvím. ČSÚ rovněž revidoval strukturu růstu HDP za první tři čtvrtletí 2016 při zachování jeho celkové dynamiky. Došlo tak ke zvýšení růstu spotřeby domácností při prohloubení propadu investic do fixního kapitálu, který z části kompenzoval růst zásob. Přispěvek zahraničního obchodu k růstu HDP byl snížen.

Nárůst spotřeby domácností plynul z rostoucího disponibilního důchodu při vysoké důvěře spotřebitelů. Výdaje domácností na konečnou spotřebu podpořil také meziroční pokles míry úspor. Nejdynamičtěji rostoucí složku spotřeby domácností představovaly výdaje na statky střednědobé a dlouhodobé spotřeby, což svědčí o optimismu domácností ohledně budoucího vývoje ekonomiky. K růstu celkové spotřeby domácností přispívaly také výdaje na služby a zejména předměty krátkodobé spotřeby, jež jsou na hospodářské fluktuace méně citlivé. Reálně se spotřeba domácností zvýšila o 3,0 % (proti 2,8 %). Spotřeba vládních institucí vzrostla o 0,2 % (proti 2,0 %), k čemuž přispěl pokles běžných výdajů, financovaných z části z prostředků EU.

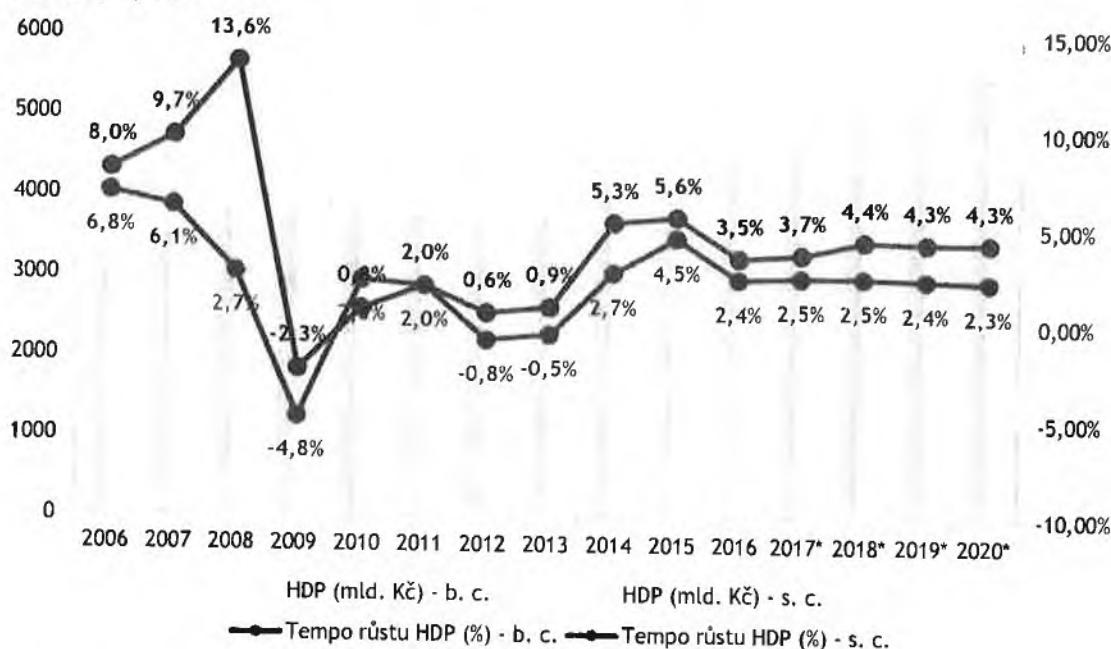
Meziroční růst vývozu zboží a služeb se při zpomalení vývozu obou složek oproti stejnemu čtvrtletí předchozího roku snížil o 7,5 p. b. na 1,8 % (proti 4,8 %) nejen vlivem mírného zpomalení růstu exportních trhů, ale především kvůli zhoršení exportní výkonnosti. Dovoz zboží a služeb se zvýšil o 0,5 % (proti 3,7 %), jeho slabší dynamika odrážela především výrazné zpomalení exportu a propad dovozně náročné investiční poptávky.

V roce 2017 by měl být ekonomický růst tažen zejména domácí poptávkou v čele s výdaji na konečnou spotřebu domácností a obnovou investiční aktivitou firem a vládních institucí. Růst HDP by měly posílit také spotřeba sektoru vládních institucí a zahraniční obchod. Ministerstvo financí očekává, že reálný HDP v roce 2017 a 2018 vzroste shodně o 2,5 % (proti 2,6 %, resp. 2,4 %). Spotřeba domácností bude podpořena růstem reálného disponibilního důchodu, který však bude oproti roku 2016 pomalejší, a klesající mírou úspor. V letošním roce by se ve vývoji spotřeby domácností měla pozitivně promítnout i dynamika spotřebitelských úvěrů a optimistická očekávání spotřebitelů (viz kapitolu 2.2). Spotřeba domácností by se

tak letos mohla zvýšit o 2,4 % (beze změny). S ohledem na řadu diskrečních změn v sociální oblasti, k jejichž legislativnímu schválení pravděpodobně dojde ještě před podzimními volbami do poslanecké sněmovny, pro rok 2018 je možné počítat se zrychlením růstu spotřeby domácností na 2,7 % (proti 2,4 %). Ministerstvo financí odhaduje, že spotřeba vládních institucí v roce 2017 vzroste o 1,7 % (proti 1,6 %) a v roce 2018 o 1,5 % (proti 1,4 %).

Ministerstvo financí očekává, že se vývoz zboží a služeb v roce 2017 zvýší o 3,0 % (proti 4,0 %) a v roce 2018 o 4,1 % (proti 4,3 %). Snížení růstové dynamiky oproti roku 2016 odráží předpokládané zpomalení růstu exportních trhů bez významného zrychlení exportní výkonnosti (viz kapitolu 3.4). Na straně dovozu zboží a služeb lze očekávat vliv pomalejšího růstu vývozu, který však bude kompenzován růstem hrubých domácích výdajů, a v jejich rámci zejména dovozně náročnou investiční poptávkou. Dovoz tak v roce 2017 pravděpodobně poroste o 3,1 % (proti 4,1 %) a v roce 2018 o 4,1 % (proti 4,2 %).

Graf 6: Vývoj HDP



Zdroj:<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-duben-2017-28211>

4.1.2 Inflace

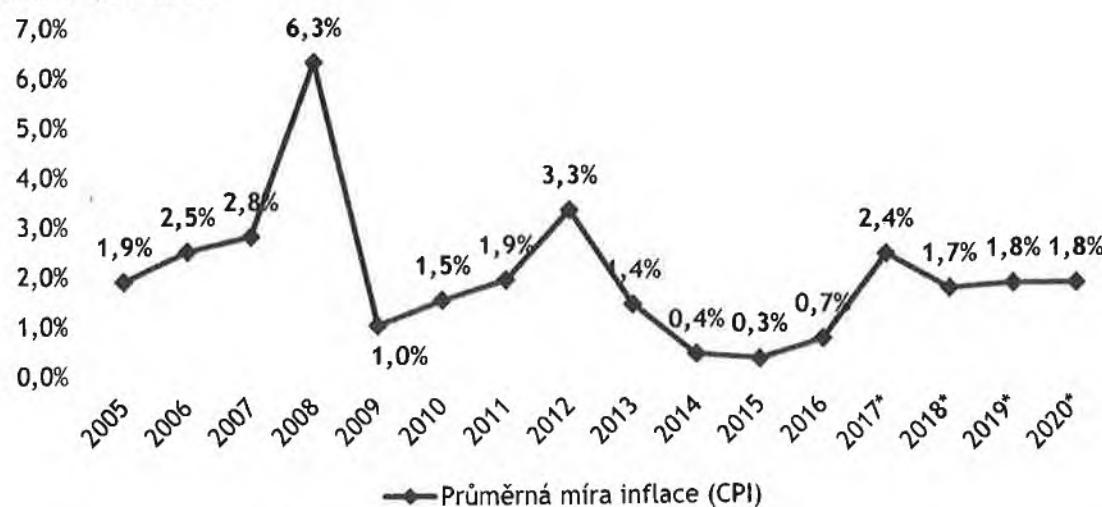
Meziroční růst spotřebitelských cen v únoru 2017 činil 2,5 % (proti 2,0 %). K odchylce skutečnosti od predikce přispěl zejména vývoj cen v oddíle potraviny a nealkoholické nápoje. Naplnilo se tak proinflační riziko identifikované Ministerstvem financí začátkem roku 2017.

Vyšší inflace byla v ČR naposledy v listopadu 2012, kdy ovšem zásadní roli hrála administrativní opatření. V únoru 2017 však jejich příspěvek k meziroční inflaci dosáhl -0,2 p. b., a to zejména vlivem mírného poklesu regulovaných cen. Z hlediska jednotlivých oddílů spotřebního koše byl v meziroční inflaci zřetelný především příspěvek oddílu potraviny a nealkoholické nápoje (0,8 p. b.) a oddílu doprava (0,7 p. b.).

Průměrná míra inflace by v roce 2017 měla dosáhnout 2,4 % (proti 2,0 %) při prosincovém meziročním růstu spotřebitelských cen o 2,0 % (proti 1,6 %). Meziroční inflace se k dubnu 2017 již dva měsíce nacházela nad 2% cílem ČNB, přičemž by nad ním podle naší predikce měla setrvat po většinu roku 2017. V následujících letech by se měla pohybovat v tolerančním pásmu ±1 p. b. okolo inflačního cíle.

V roce 2018 by se inflace měla snížit po odeznění jednorázových faktorů ze 4. čtvrtletí 2016 a počátku roku 2017 (ceny potravin, zavedení elektronické evidence tržeb) a se slabým přispěním posilující koruny. Neutrálne by měla působit stagnující cena ropy a jen velmi mírně proinflačně administrativní opatření. Podobně jako v roce 2017 by se v inflaci měl odrážet růst jednotkových nákladů práce, domácí poptávky a kladná mezera produktu. Průměrná míra inflace by v roce 2018 mohla činit 1,7 % (proti 1,6 %), prosincový meziroční růst spotřebitelských cen také 1,7 % (proti 1,6 %).

Graf 7: Vývoj inflace



Zdroj:<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-duben-2017-28211>

4.1.3 Trh práce

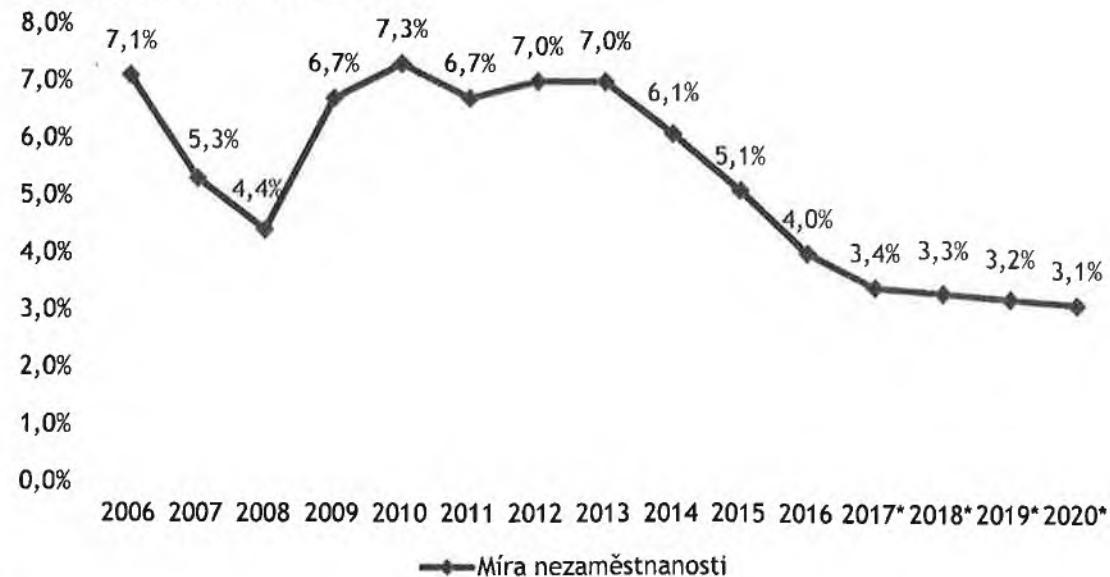
Trh práce se v závěru roku 2016 opět vyvíjel o poznání příznivěji, než by odpovídalo situaci reálné ekonomiky. Pokračoval meziroční růst zaměstnanosti tažený jak počtem zaměstnanců, tak i podnikatelů. Míry zaměstnanosti i ekonomické aktivity pro skupinu 15-64 let dosáhly ve

4. čtvrtletí nových historických maxim ve výši 72,8 %, resp. 75,6 %. Míra nezaměstnanosti (VŠPS) dále klesala na rekordně nízké hodnoty, u registrované nezaměstnanosti pak došlo k opětovnému zrychlení jejího meziročního poklesu. Počet volných pracovních míst opět vzrostl, a blíží se tak dosavadním maximum z roku 2008. Rychle narůstající frikce na trhu práce se promítly i do znatelného růstu objemu mezd a platů. Zaměstnanost podle VŠPS ve 4. čtvrtletí 2016 meziročně vzrostla o 2,2 % (proti 1,9 %). Počet zaměstnanců se zvýšil o 1,8 % (proti 1,9 %), počet podnikatelů byl vyšší o 3,8 % (proti 0,2 %). Pokračoval růst počtu podnikatelů bez zaměstnanců (o 6,9 %), počet podnikatelů se zaměstnanci naopak opět klesl (o 5,8 %).

Z odvětvového hlediska byl růst zaměstnanosti (podle podnikové statistiky) dán zpracovatelským průmyslem, silně též rostl počet zaměstnanců v odvětvích informační a komunikační činnosti; profesní, vědecké a technické činnosti; činnosti v oblasti nemovitostí či energetika. Silný pokles byl naopak zaznamenán v těžbě a dobývání (o 8,0 %), a dále ve stavebnictví a zemědělství. Nedostatek pracovníků se projevuje prakticky ve všech odvětvích a stává se bariérou pro ekonomický růst.

Vlivem silného růstu v závěru roku 2016 Ministerstvo financí zvýšilo predikci růstu zaměstnanosti v roce 2017 na 1,1 % (proti 0,3 %). Pro rok 2018 je již počítáno s pouze slabým růstem zaměstnanosti o 0,3 % (bez změny).

Graf 8: Vývoj míry nezaměstnanosti



Zdroj:<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicke-predikce/2017/makroekonomicke-predikce-duben-2017-28211>

Podle odhadů Ministerstva financí míra ekonomické aktivity (15-64 let) ve 4. čtvrtletí 2016 meziročně vzrostla o 1,4 p. b. na 75,6 % (proti 75,5 %). Předpokládá se, že stále ještě existuje

určitý prostor pro další růst míry participace, přičemž zásadní roli budou hrát demografické aspekty v podobě zvyšující se váhy věkových skupin s přirozeně vysokou mírou ekonomické aktivity (zejména v kategorii 40-49 let) a postupné zvyšování statutárního i skutečného věku odchodu do důchodu.

Tempo růstu objemu mezd (národní účty, domácí koncept) se ve 4. čtvrtletí 2016 zpomalilo na 5,6 % (proti 5,4 %). Podílel se na tom zejména zpracovatelský průmysl, v němž byl růst mezd o 5,5 % nejnižší za poslední dva roky. Nejvyšší dynamiku mezd zaznamenalo odvětví veřejná správa a obrana, vzdělávání, zdravotní a sociální péče (o 8,5 %), ve stavebnictví se objem mezd naopak téměř nezměnil (růst o 0,1 %). Za celý rok 2016 vzrostly mzdy a platy v národním hospodářství o 5,8 % (proti 5,6 %).

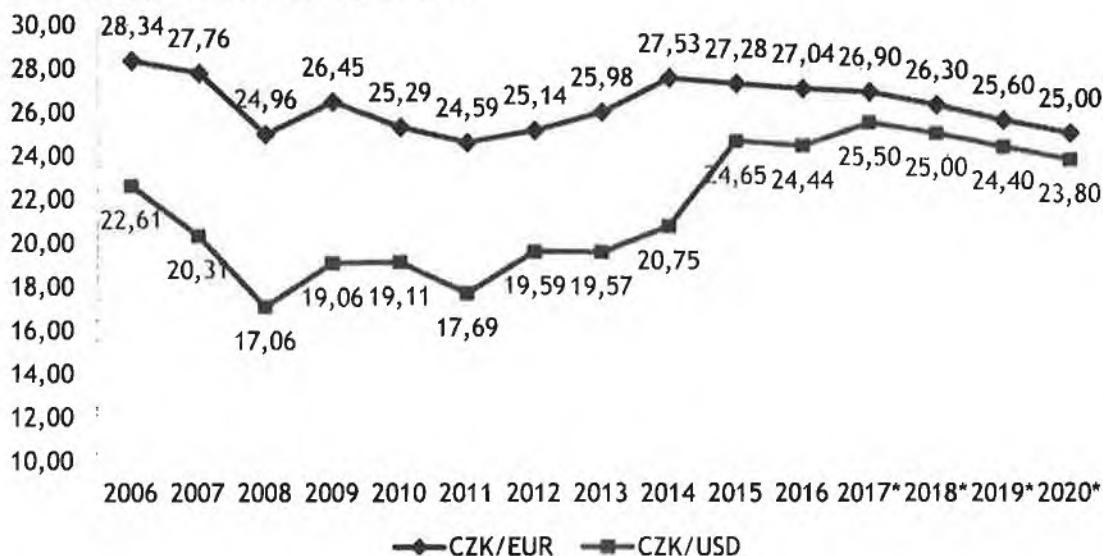
Průměrná mzda (podniková, přepočtená na plný úvazek) ve 4. čtvrtletí 2016 vzrostla o 4,2 % (proti 4,5 %). Vysoká poptávka po manuálních pracovních se projevila dynamickým růstem mezd hlavně v nízko- a středněvýdělkových profesích. Nárůst mzdového mediánu o 6 % ve 4. čtvrtletí 2016 byl oproti dynamice průměrné mzdy (zvýšení o 4,2 %) výrazně vyšší. V 1. čtvrtletí 2017 by průměrná nominální mzda mohla růst o 4,5 % (beze změny), v roce 2017 pak o 4,6 % (beze změny). Tempo navyšování mezd by se v roce 2018 mohlo mírně zpomalit na 4,5 % (proti 4,3 %).

4.1.4 Měnový kurz (CZK/EUR, CZK/USD)

Od listopadu 2013 ČNB jako jeden z nástrojů měnové politiky využívá měnový kurz, a to prostřednictvím závazku nepřipustit posílení koruny pod hladinu 27 CZK/EUR. Měnový kurz koruny vůči euru od 3. čtvrtletí 2015 setrvává v blízkosti kurzového závazku 27 CZK/EUR. Od poloviny roku 2015 ČNB na obranu kurzového závazku opět intervenuje na devizovém trhu, přičemž mezi červencem 2015 a lednem 2017 dosáhl objem intervencí v úhrnu 40,3 mld. eur. Vzhledem k rostoucím spekulacím na posílení koruny po ukončení kurzového závazku byly intervence v lednu 2017 zvláště intenzivní (14,5 mld. eur).

Na základě předchozích prohlášení Bankovní rady ČNB, že neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve 2. čtvrtletí 2017, přičemž pravděpodobné ukončení závazku vidí okolo poloviny roku 2017, Ministerstvo financí pro 2. čtvrtletí roku 2017 zvolilo technický předpoklad stability kurzu na hladině 27,0 CZK/EUR. Očekává se, že poté začne koruna proti euru znova mírně posilovat, a to zhruba o 0,6 % mezičtvrtletně. Lze přitom očekávat, že ČNB bude intervence na devizovém trhu dočasně využívat i po ukončení kurzového závazku, aby omezila případnou zvýšenou volatilitu kurzu. Odhadovaný vývoj kurzu koruny k doláru je implikován kurzem USD/EUR, pro nějž Ministerstvo financí nadále stanovilo technický předpoklad stability na úrovni 1,05 USD/EUR (beze změny).

Graf 9: Vývoj průměrných měnových kurzů



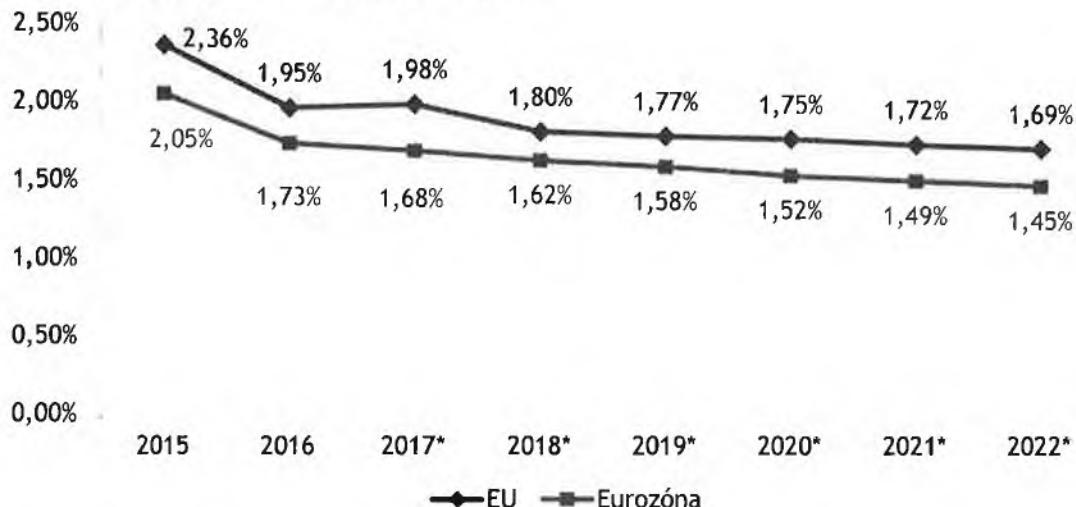
Zdroj:<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-duben-2017-28211>

4.1.5 Hospodářský vývoj EU¹¹

Hospodářské oživení Evropy, které v roce 2016 projevilo svou odolnost vůči globálním výzvám, má podle očekávání pokračovat i v roce 2017 a v roce následujícím: poprvé za téměř deset let by měly ekonomiky všech členských států EU růst během celého prognózovaného období (2016, 2017 a 2018). Reálné HDP v eurozóně roste již patnáct čtvrtletí, značným tempem se zvyšuje zaměstnanost a nezaměstnanost nadále klesá, ačkoli se stále drží nad úrovni před krizí. Motorem růstu zůstává soukromá spotřeba. Růst investic pokračuje, ale je stále jen mírný. Podle aktuální zveřejněné prognózy očekává Evropská komise růst HDP v eurozóně ve výši 1,6 % v roce 2017 a 1,8 % v roce 2018. Růst HDP v celé EU by měl sledovat obdobný trend a dosáhnout v roce 2017 i následujícím roce 1,8 %. V grafu níže je zobrazen vývoj tempa růstu HDP v EU a eurozóně podle predikce Mezinárodního měnového fondu.

¹¹http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-251_en.htm

Graf 10: Vývoj tempa růstu HDP v EU a eurozóně



Zdroj: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx>

V roce 2016 začaly podle předpokladů opět růst dokonce i členské státy, jež byly nejhůře zasaženy během hospodářské recese. Dopad zhodnocení amerického dolaru a vyšších dlouhodobých úrokových sazeb by však mohl vést k větším rozdílům v tempu růstu jednotlivých členských států.

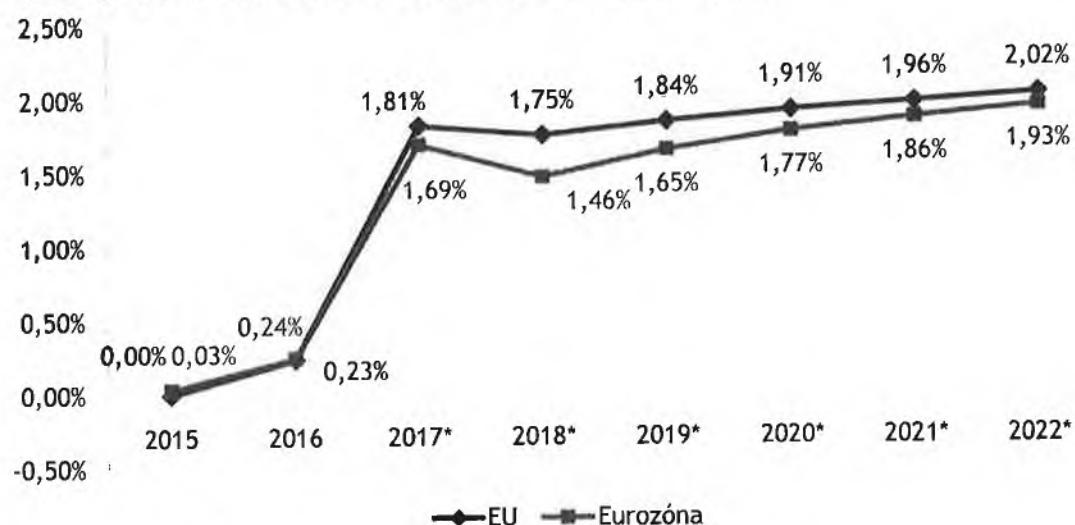
Investice se budou podle Evropské komise pravděpodobně dále zvyšovat, třebaže jen mírně, a to díky řadě faktorů, jako jsou velmi nízké náklady na financování a posilování hospodářské aktivity ve světě. Investice v eurozóně jsou celkově o 8,2 % vyšší než na začátku hospodářského oživení v prvních měsících roku 2013 a v roce 2017 mají dále růst o 2,9 % a o rok později o 3,4 % (2,9 % a 3,1 % v EU).

Hospodářské oživení má v návaznosti na rozsáhlé strukturální reformy v několika členských státech i nadále silný pozitivní vliv na trhy práce. Růst zaměstnanosti podle prognózy Evropské komise zůstane relativně stabilní, i když bude v letech 2017 a 2018 poněkud pomalejší než v minulém roce. Míra nezaměstnanosti v eurozóně by se měla dále snížit z 10,0 % v roce 2016 na 9,6 % v roce 2017 a 9,1 % v roce 2018. V EU jako celku má klesnout z 8,5 % v roce 2016, na 8,1 % v roce následujícím a na 7,8 % v roce 2018. Jedná se o nejnižší míru nezaměstnanosti od roku 2009, ačkoli je stále vyšší než v době před krizí.

Inflace v eurozóně se podle Evropské komise v nedávné době začala zvyšovat, protože ceny energií, které se v minulosti snížily, nyní opět stoupají. V letech 2015 a 2016 byla inflace velmi nízká, ale ve dvou následujících letech bude pravděpodobně růst, i když ani tak nedosáhne cílové hodnoty „ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovni“, která představuje cenovou stabilitu. Jádrová inflace, z níž jsou vyloučeny kolísavé ceny energií a potravin, by měla růst jen pozvolna. Celkově se očekává, že inflace v eurozóně stoupne z

0,2 % v roce 2016 na 1,7 % v roce 2017 a 1,4 % v roce 2018. V celé EU by měla vzrůst z 0,3 % v roce 2016 na 1,8 % v roce 2017 a 1,7 % v roce 2018. Predikci Mezinárodního měnového fondu týkající se vývoje inflace v EU a eurozóně zobrazuje následující graf.

Graf 11: Vývoj míry inflace v EU a Eurozóně - Mezinárodní měnový fond



Zdroj: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx>

4.1.6 Dopady makroekonomické situace na Společnost

Podle výše uvedených predikcí lze v dalších letech očekávat růst hrubého domácího produktu jak v České republice, tak v Evropské unii. Vzhledem k závislosti odvětví na hospodářském cyklu lze tedy předpokládat i pozitivní vývoj celého odvětví.

4.2 Relevantní trh

Na úvod analýzy relevantního trhu vymezíme trh, na kterém Společnost, resp. společnost Pražská teplárenská a.s. jakožto hlavní generátor výnosů působí, a to z hlediska věcného, geografického a z hlediska zákazníků. V dalším textu se pak zaměříme na stručný popis relevantního trhu, a to zejména s důrazem na příležitosti a rizika, které z působení na tomto trhu vyplývají.

4.2.1 Vymezení relevantního trhu

Za relevantní trh z hlediska tržeb Pražské teplárenské a.s. považujeme výrobu a především rozvod tepelné energie, z geografického hlediska považujeme za relevantní trh především území hlavního města Prahy a přilehlé okolí.

CZ NACE

Tabulka 15: Činnosti Pražské teplárenské a.s. dle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE)

3530	Výroba a rozvod tepla a klimatizovaného vzduchu, výroba ledu
26200	Výroba počítačů a periferních zařízení
26510	Výroba měřicích, zkušebních a navigačních přístrojů
351	Výroba, přenos a rozvod elektřiny
36000	Shromažďování, úprava a rozvod vody
38	Shromažďování, sběr a odstraňování odpadů, úprava odpadů k dalšímu využití
4120	Výstavba bytových a nebytových budov
43210	Elektrické instalace
46900	Nespecializovaný velkoobchod
47300	Maloobchod s pohonnými hmotami ve specializovaných prodejnách
49	Pozemní a potrubní doprava
5590	Ostatní ubytování
61	Telekomunikační činnosti
620	Činnosti v oblasti informačních technologií
62020	Poradenství v oblasti informačních technologií
63	Informační činnosti
68310	Zprostředkovatelské činnosti realitních agentur
69200	Účetnické a auditorské činnosti; daňové poradenství
702	Poradenství v oblasti řízení
711	Architektonické a inženýrské činnosti a související technické poradenství
7120	Technické zkoušky a analýzy
74	Ostatní profesní, vědecké a technické činnosti
772	Pronájem a leasing výrobků pro osobní potřebu a převážně pro domácnost

Zdroj: Český statistický úřad - Registr ekonomických subjektů

4.2.2 Výroba tepelné energie

Teplo se produkuje v teplárnách, tedy zařízeních, které dostupné zdroje přeměňují na teplo. To slouží k centrálnímu, nebo lokálnímu zásobování teplem a TUV (teplá užitková voda). Teplárna může být kombinována s elektrárnou, tedy teplo nevyužité pro výrobu elektřiny poslouží k ohřevu přenosového média.

Teplárny lze dle druhu paliv rozdělit do tří skupin:

- / plynové teplárny - zemní plyn, bioplyn apod.
- / teplárny na kapalná paliva - lehké topné oleje apod.
- / teplárny na tuhá paliva - černé a hnědé uhlí, lignit, koks, biomasa, apod.

K produkci tepla je možné použít také například geotermální či sluneční energii, jejich spoutání je však spojeno s mnoha nevýhodami a obtížnými výzvami.

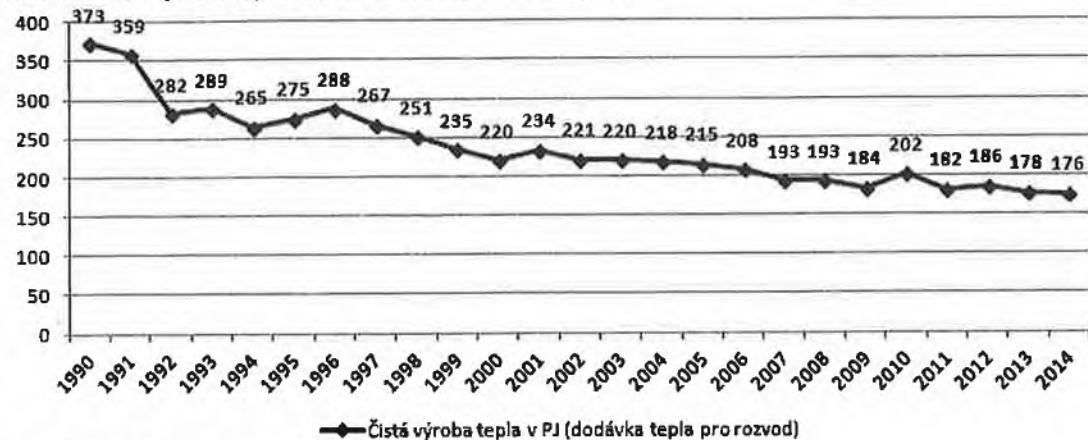
Stále častější je v energetice kombinovaná výroba elektřiny a tepla (KVET). Pro tento druh výroby energií se často používá pojem kogenerace. Oproti klasickým elektrárnám, ve kterých je teplo vzniklé při výrobě elektrické energie vypouštěno do okolí, využívá kogenerační jednotka teplo k vytápění a šetří tak palivo i finanční prostředky na jeho nákup. Elektrická energie vzniká ve všech elektrárnách roztočením elektrického generátoru pomocí turbíny. Teplo nutné k výrobě páry, která turbínu pohání, se v České republice nejčastěji získává spalováním uhlí. Velká část tepla však není využita a je bez užitku vypouštěna do ovzduší. Účinnost výroby v tepelných elektrárnách se pohybuje kolem 30 %, nejmodernější teplárny, kde je realizována společná výroba elektřiny a tepla, dosahují účinnosti až 90 %.

4.2.3 Rozvod tepelné energie v ČR

Pražská teplárenská a.s. se v posledních letech začala odklánět od samotné výroby tepla a postupně se stává podnikem čistě zaměřeným na distribuci tepelné energie na území hlavního města Prahy. Do budoucna lze dle prohlášení managementu očekávat přetrvání tohoto trendu. Většinu tepla (okolo 90 %) pro rozvod pak získává z externího zdroje, kterým je Elektrárna Mělník, jejímž provozovatelem je společnost Energotrans a.s. Jedná se o technologický komplex tří tepelných hnědouhelných elektráren.

Vývoj rozvodu tepelné energie v ČR zobrazuje následující tabulka.

Graf 12 Čistá výroba tepla (dodávka tepla pro rozvod) v PJ¹²



Zdroj: Český statistický úřad - Transformační procesy v energetice - 2014

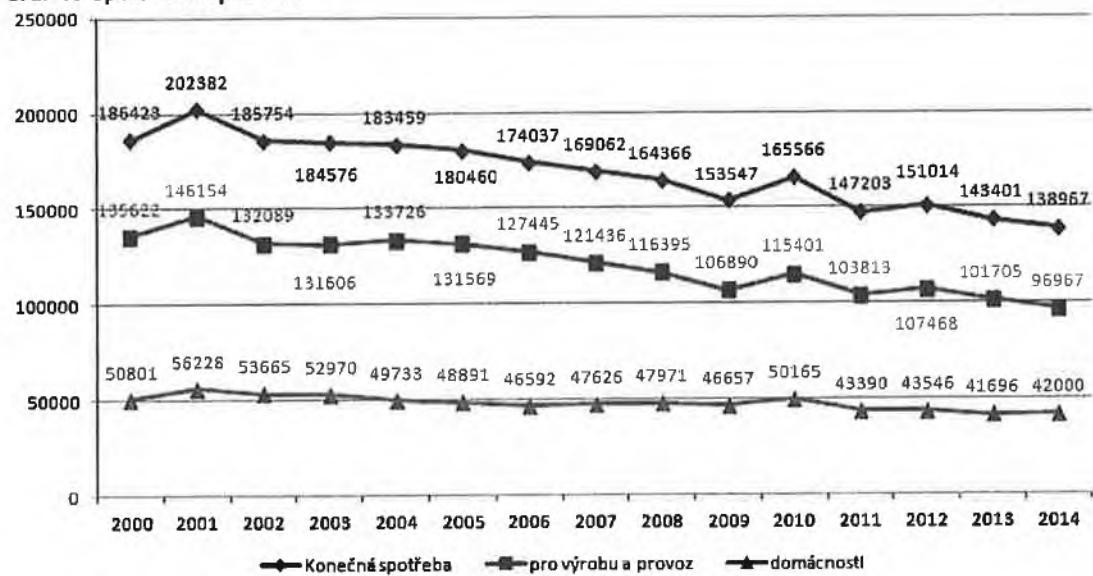
4.2.4 Spotřeba tepelné energie v ČR

Od roku 1990 klesla podle Teplárenského sdružení ČR (TSČR) u standardního bytu průměrná roční spotřeba tepla pro vytápění a ohřev vody z 60 na 25 GJ. Spotřeba tepla v soustavách centrálního zásobování teplem poklesla jenom za posledních 15 let o více než 24 %. Trend poklesu spotřeby trvá především díky zateplování budov a stále častějším nadprůměrně teplým zimám. Teplotně nadprůměrné poslední tři zimy se projevily v nižších dodávkách tepla z českých tepláren, průměrná teplota topných sezón se podle TSČR pohybovala vždy skoro 2 °C nad dlouhodobým normálem, přičemž každý kladný stupeň oproti dlouhodobému normálu představuje snížení spotřeby tepla přibližně o 6 %. Dominantní položkou celkové spotřeby jsou dodávky do výroby a provozu, spotřeba domácností činí pouze přibližně třetinu.

Vývoj spotřeby tepla na území České republiky zachycuje následující graf.

¹² PJ = petajoule = 10^{15} joulů

Graf 13 Spotřeba tepla v TJ¹³



Zdroj: ČSÚ

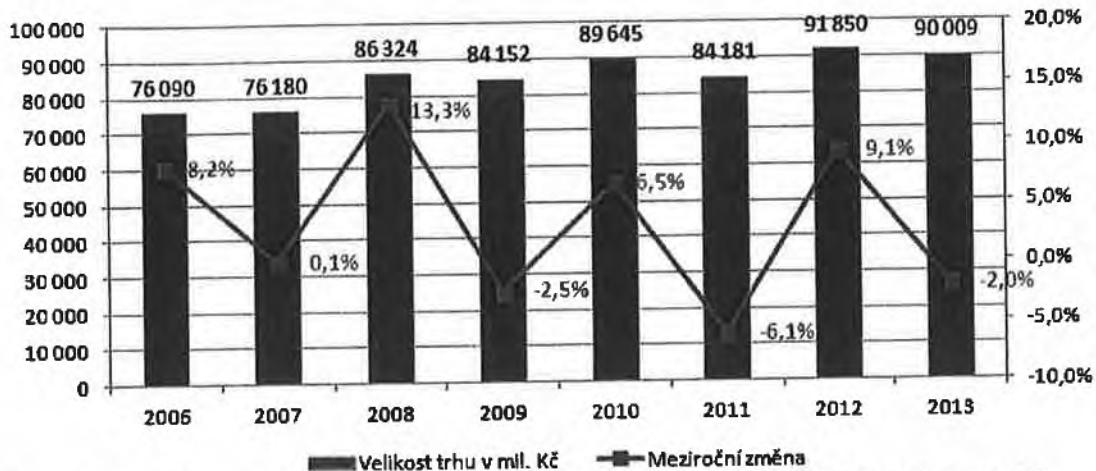
4.2.5 Vývoj trhu s tepelnou energií

U tepelné energie vyrobené z ostatních paliv je zřejmý vysoký meziroční nárůst v letech 2005, 2008, 2010 a 2012. Vývoj cen tepelné energie je ovlivněn především změnou cen paliv a rovněž poklesem objemu dodávek tepelné energie. Na cenu tepelné energie měl také významný vliv růst sazby DPH, zavedení ekologické daně a nutný nákup emisních povolenek. Za sledované období (13 let) vzrostla pro konečné spotřebitele průměrná cena tepelné energie vyrobené z uhlí o 243,55 Kč/GJ, tj. asi o 82,0 procenta a cena tepelné energie vyrobené z ostatních paliv o 265,19 Kč/GJ, tj. přibližně o 77,4 procenta. Naopak negativně na vývoj tržeb tepláren působí pokles spotřebovaného množství tepelné energie vlivem vyšší míry zateplení budov, racionalizace spotřebitelů a nedávných mírných zim. Proti těmto negativním faktorům ve prospěch tepláren působí modernizace technologií a s nimi spojené snížení ztrát z rozvodu tepelné energie, které se v minulosti pohybovaly okolo 20 PJ.

Vývoj trhu s tepelnou energií sestavený na základě spotřebovaného množství tepelné energie a váženého průměru cen tepla dle Energetického regulačního úřadu je předmětem následujícího grafu.

¹³ TJ = terajoule = 10^{12} joulů

Graf 14 Velikost trhu s tepelnou energií v ČR (mil. Kč)

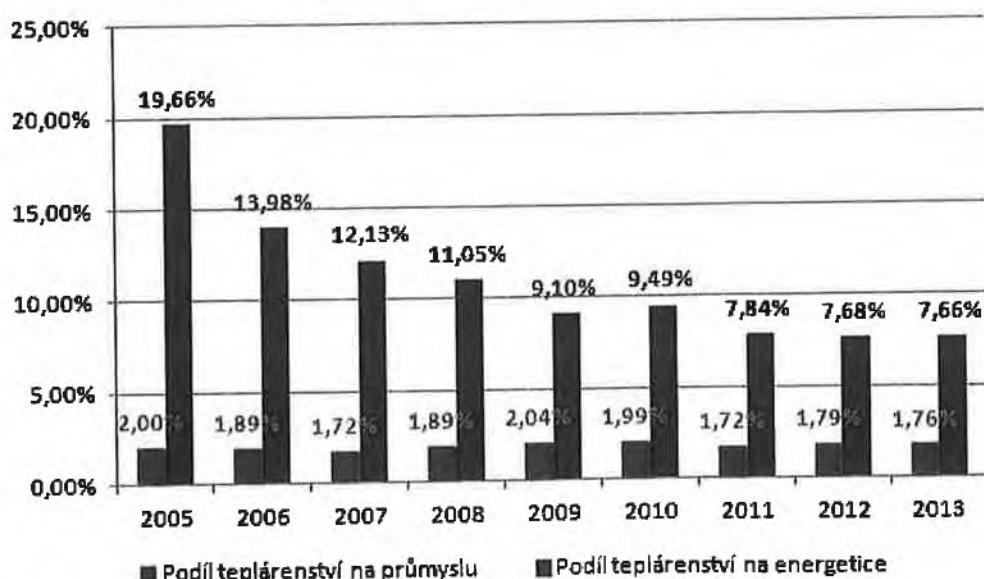


Zdroj: Energetický regulační úřad - Zpráva o činnosti a hospodaření za rok 2014, vlastní zpracování

4.2.6 Pozice teplárenství v rámci průmyslu

Produkce a dodávky tepla jsou přirozeně nepostradatelnou součástí energetiky i průmyslu celkem, nicméně jejich vývoj je zpomalován faktory uvedenými v předchozí podkapitole. Během sledovaného období klesá podíl teplárenství ve finančním vyjádření na průmyslu i energetice, kde propad nebyl až tak prudký. Od roku 2011 se jeví podíl na obou segmentech relativně stabilní.

Graf 15 Podíl teplárenství na průmyslu a energetice v ČR



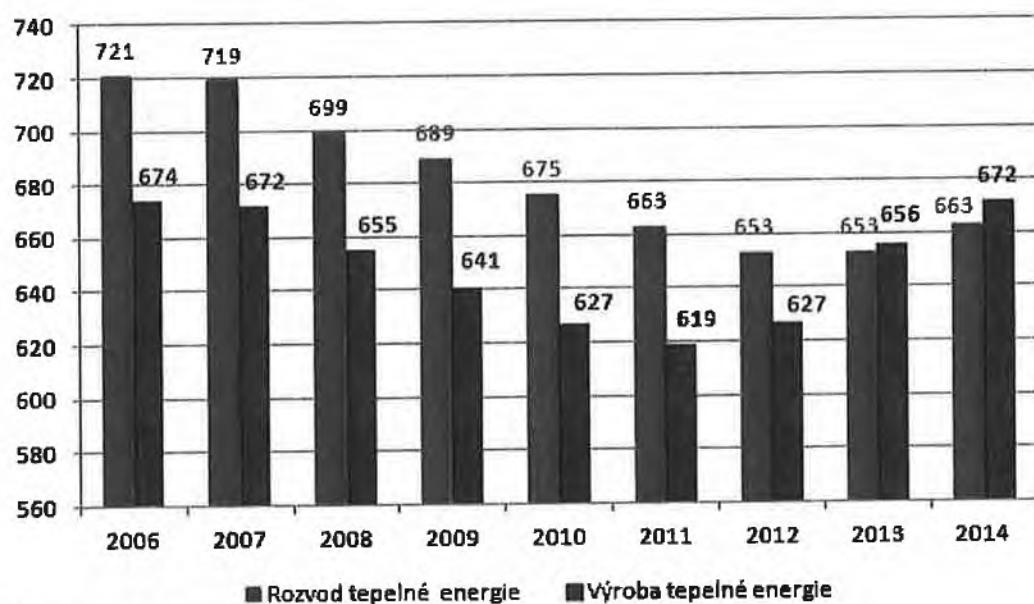
Zdroj: Český statistický úřad, vlastní zpracování

4.2.7 Počet subjektů v teplárenství

Počet subjektů zabývající se rozvodem a výrobou tepelné energie mezi lety 2006 a 2011 stabilně klesal. Od následujícího roku naopak počet subjektů s udělenou licencí v obou oborech stoupal. Počet licencí na výrobu tepelné energie byl vyšší než na rozvod pouze v letech 2013 a 2014. Celkový počet platných licencí se mezi lety 2006 a 2014 pohyboval mezi od 1 280 do 1 395.

Počet subjektů působících v teplárenství zobrazuje následující graf.

Graf 16 Počet platných licencí v teplárenství



Zdroj: Energetický regulační úřad - Zpráva o činnosti a hospodaření za rok 2014

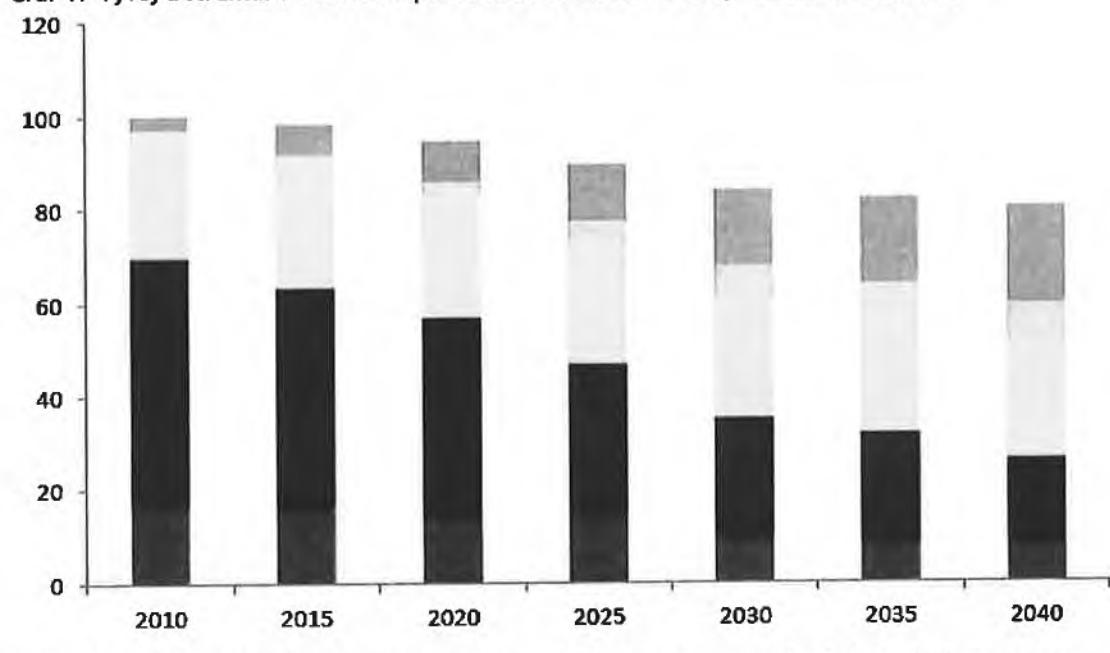
4.2.8 Výhled tepelné energie

V soustavách zásobování teplem se v letech 2010 až 2040 očekává významný pokles spotřeby, především z důvodu úsporných opatření na straně konečné spotřeby, ale i snížení ztrát při rozvodu tepla. V jejich struktuře roste podíl obnovitelných a druhotních zdrojů energie, především biomasy a odpadů jako významných tuzemských energetických zdrojů. Naopak podíl dalšího a v současné době rozhodujícího tuzemského zdroje, kterým je kvalitní hnědé uhlí, bude ve sledovaném období postupně klesat s výrazným poklesem především mezi lety 2035 až 2040. V případě zemního plynu byl výchozí rok 2010 výjimečný kvůli dlouhotrvajícím extrémně nízkým teplotám. V následujících letech se spotřeba plynu pro výrobu tepla v soustavách zásobování teplem opětovně vrátí na úroveň před tímto datem, s mírným meziročním navýšováním spotřeby. To je počátek dlouhodobějšího trendu vyššího využívání zemního plynu především v malých a středních teplárenských systémech.

V roce 2017 a nejbližších letech by mohla cena tepla klesnout. Zatímco cena tepla vyrobeného z uhlí bude pravděpodobně převážně stagnovat, v případě tepelné energie vyrobené ze zemního plynu je očekávána stagnace či mírný pokles ceny.

Předpokládaný vývoj spotřeby jednotlivých zdrojů tepelné energie shrnuje následující graf a tabulka.

Graf 17 Vývoj a struktura dodávek tepla ze soustav zásobování teplem v PJ (petajoule)



■ Černé uhlí ■ Hnědé uhlí ■ Zemní plyn ■ Ostatní paliva ■ Obnovitelné a druhotné zdroje energie

Zdroj: Státní energetická koncepce České republiky - 2014 s. 116

Tabulka 16 Vývoj zdrojů tepla v PJ

Zdroj energie	2010	2015	2020	2025	2030	2035	2040
Černé uhlí	16,8	16,3	14,5	14,3	9,8	7,9	8,2
Hnědé uhlí	53	47	42,4	32,4	25,4	23,9	18,1
Zemní plyn	24	25,3	25,3	25,4	25,4	24,8	25
Ostatní paliva	3,2	3,2	3,7	5,1	7	7	8,1
Obnovitelné zdroje	3	6,6	8,7	12,3	16,4	18,6	20,8
Celkem	100	98	95	90	84	82	80

Zdroj: Státní energetická koncepce České republiky - 2014 s. 116

4.3 Shrnutí strategické analýzy

Předmětem podnikatelské činnosti Společnosti, resp. Pražské teplárenské a.s., jakožto hlavního generátora výnosů, je především prodej a distribuce tepelné energie na území hlavního města Prahy. České teplárenství zažívá dynamický rozvoj se zaměřením na obnovitelné zdroje a ekologii. To ve výrobě tepelné energie představuje odklon od paliv jako je černé a hnědé uhlí k zemnímu plynu a obnovitelným zdrojům. Klíčovým rysem budoucího vývoje odvětví je snižování spotřebovaného množství koncovými zákazníky vlivem stále



audit | tax | valuation | finance

častějšího efektivního zateplování budov, racionalizace spotřebního chování a oteplováním klimatu.

5 Metodika ocenění

V teorii a praxi oceňování podniků se využívá velké množství metod pro stanovení hodnoty společnosti, přičemž lze rozlišit tři základní přístupy k ocenění:

- / výnosový přístup
- / Metody tržní komparace
- / majetkový přístup

Hodnotu podniku lze stanovit na základě několika obecně používaných metod. Volba metody je závislá na jedné straně na účelu ocenění a na straně druhé je nezbytné přihlédnout k charakteristikám oceňované Společnosti.

5.1 Základní metody ocenění

5.1.1 Výnosový přístup

Výnosový přístup k ocenění aktiva je založen na principu očekávání. Hodnota daného aktiva vychází z budoucích hotovostních toků či výnosů, které bude dané aktivum generovat po dobu své životnosti.

Existuje několik metod, které se v rámci výnosového přístupu používají pro ocenění. Metody diskontovaných peněžních toků, ekonomické přidané hodnoty a analytická metoda kapitalizovaných čistých výnosů využívají ke stanovení hodnoty podniku predikce ekonomických veličin stanovených ve finančním plánu.

Na základě prognózy výnosů, nákladů, potřebného pracovního kapitálu, investic a plánu financování jsou stanoveny budoucí výnosy z hlavní činnosti za určité prognázované období. Budoucí výnosy lze definovat jako čistý zisk nebo peněžní tok. Peněžní toky lze dále definovat jako peněžní tok na úrovni equity (peněžní toky dostupné vlastníkům aktiva) a peněžní tok na úrovni entity (peněžní toky dostupné investorům s vlastním i dluhovým kapitálem). Následně je stanovena pokračující hodnota představující současnou hodnotu budoucích výnosů generovaných po konci prognázovaného období. Budoucí výnosy a pokračující hodnota jsou diskontovány na současnou hodnotu požadovanou mírou výnosnosti, kterou představuje diskontní sazba. Metody využívající predikce budoucích výsledků jsou považovány za teoreticky nejsprávnější metody ocenění, protože explicitně berou v úvahu budoucí užitek z vlastnictví oceňovaného podniku.

Paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů je založena na kapitalizaci tzv. trvale odnímatelného čistého výnosu, který je stanoven na základě analýzy historických hospodářských výsledků oceňované společnosti. Úroveň kapitalizace odráží jak riziko, tak i

dlouhodobé vyhlídky oceňovaného aktiva. Při kapitalizaci historických ukazatelů finanční výkonnosti je nutné vzít na vědomí, že historické údaje slouží pro předpověď budoucnosti.

U všech výnosových metod se v diskontní sazbě, respektive v míře kapitalizace, odráží podmínky na trhu a jedinečnost oceňovaného aktiva.

5.1.2 Metody tržní komparace

Přístup tržního porovnávání určuje hodnotu vlastního kapitálu podniku na základě porovnání oceňované společnosti se srovnatelnými firmami působícími v podobné oblasti podnikání, které jsou veřejně obchodovatelné nebo jsou součástí veřejné či soukromé transakce. Přihlíží se rovněž k předchozím transakcím týkajícím se vlastního kapitálu předmětné společnosti. Odhad se provádí na základě „metody srovnatelných podniků“ nebo na základě „metody srovnatelných transakcí“. Metoda srovnatelných podniků vychází ze srovnání s obdobnými podniky, u kterých je známa cena jejich obchodovaných akcií. Ze srovnání s obdobnými podniky, které byly jako celek předmětem transakcí a známe tedy jejich realizační cenu, vychází metoda srovnatelných transakcí. Ocenění na základě metody tržní komparace lze provést při splnění několika podmínek, kterými jsou především dostupnost široké základny dat o srovnatelných podnicích a uskutečněných transakcích.

Nedílnou součástí tohoto přístupu je finanční analýza a porovnání oceňovaného podniku se srovnatelnými podniky z hlediska likvidity, zisků, výnosů, jejich růstu a produktivity. Srovnatelné transakce jsou analyzovány na základě kritérií porovnatelnosti, jakými jsou podmínky transakce, její rozsah a termín realizace. Tato analýza je důležitá při výběru příslušných koeficientů, které se aplikují na finanční údaje oceňovaného podniku. Příslušné údaje jsou porovnány a náležitě upraveny s ohledem na oceňovaný podnik.

Při oceněné metodou srovnatelných podniků je však nutné vzít v úvahu nejen jednotlivé srovnatelné podniky, ale také prostředí, ve kterém se nacházejí. Podstatné je uvažovat v kontextu makroekonomických charakteristik, které souvisí s příslušným odvětvím, ve kterém oceňované společnosti působí, a vytvořit si tak určitý rámec pro následné analýzy. Po důkladném zhodnocení finanční situace oceňovaného podniku a jeho postavení na relevantním trhu je poté možné přistoupit k výběru srovnatelných podniků a následné zvolit příslušné násobitele, pomocí kterých bude stanoven násobitel vhodný pro oceňovaný podnik a jež povede k odvození konečné hodnoty jeho akcie.

5.1.3 Majetkový přístup

Majetkový přístup ocenění podniků stanovuje hodnotu majetkové podstaty podniku (substanci). Majetková hodnota podniku je pak dána jako rozdíl individuálně oceněných položek majetku a závazků. Majetkové ocenění lze členit v závislosti na tom, podle jakých zásad a předpokladů budeme oceňovat jednotlivé složky.

V případě, že pracujeme s předpokladem „going concern“, ocenění by mělo odrážet náklady na znovupořízení majetku (reprodukční hodnotu sníženou o hodnotu opotřebení) - metoda substanční hodnoty. Další majetkovou metodou je metoda likvidační hodnoty. V daném případě nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku a posuzujeme hodnotu z pohledu peněz, které bychom mohli získat prodejem jednotlivých částí majetku podniku po úhradě závazků. Mezi majetkové metody patří rovněž metoda účetní hodnoty. V tomto případě vycházíme z ocenění majetku a závazků na bázi účetních principů a zásad. V rámci přecenění dílčích složek majetku a závazků lze samozřejmě využít i ostatní aplikovatelné metody.

5.1.4 Metoda amortizační hodnoty

Pro ocenění podniků, u kterých není možné přijmout předpoklad going concern, ale které není nutné likvidovat okamžitě, lze s výhodou použít metodu amortizační hodnoty. Tato metoda pracuje se zbývající životností podniku (několik let) a likvidací na konci životnosti.

Její základní podoba odpovídá výnosovým metodám, a proto je možné ji s výhodou použít i pro ocenění podniku. Metoda amortizační hodnoty je založená na peněžních tocích a jejich prognóze. Na rozdíl od běžné metody diskontovaného cash flow ale v tomto případě zjišťujeme, jaké množství peněžních prostředků můžeme z podniku odčerpat bez ohledu na to, zda to bude z vlastního hospodaření nebo z likvidace.

5.2 Volba metody

Ze závěrů finanční a strategické analýzy vyplynulo, že dlouhodobá existence Společnosti není ohrožena a je splněn tzv. going concern princip, tj. předpoklad nekonečného trvání podniku. S ohledem na výše uvedené zvolil Zhotovitel pro účely stanovení hodnoty Předmětu ocenění metodu kapitalizovaných čistých výnosů, která z pohledu Zhotovitele nejlépe reflekтуje hodnotu Společnosti.

Pro stanovení očekávaných specifických možností budoucího vývoje plynoucích z nové vlastnické struktury, tedy z úspory personálních nákladů na členy orgánů společnosti, tj. představenstvo a dozorčí radu (dále také jako „ČOS“), zvolil Zhotovitel výnosovou metodu, která vychází ze současné hodnoty pravidelných předpokládaných ročních úspor generovaných z redukce počtu členů orgánů a personálních nákladů s tím spojených.

Hodnota očekávaných specifických možností budoucího vývoje v souvislosti s novou vlastnickou strukturou plynoucích z možnosti rozpuštění likvidní rezervy Dceřiných společností byla s ohledem na jednorázový charakter stanovena prostřednictvím metodické rekvalifikace předmětných provozně nutných peněžních prostředků, byť negenerujících žádný přínos, na peněžní prostředky provozně nepotřebné odpovídající úrovni příslušné Dceřiné společnosti, neboť by Společnost mohla v případě potřeby využít kontokorentní úvěr.

6 Stanovení Předmětu ocenění

Pro účely ocenění Zhotovitel rozdělil Předmět ocenění do dvou částí, které kalkuloval samostatně, konkrétně se jedná o:

- / 51% podíl Společnosti,
- / očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury Společnosti.

V rámci stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel nejprve stanovil hodnotu 51% podílu Společnosti vycházející z platných ustanovení zakotvených v rámci Akcionářských smluv k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017. Následně byly zohledněny synergické efekty plynoucí z očekávaných specifických možností budoucího vývoje, tj. z nové vlastnické struktury společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. a výsledná hodnota Předmětu ocenění.

6.1 Stanovení hodnoty 51% podílu Společnosti prostřednictvím metody kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV) je oceňovací postup vedoucí ke zjištění výnosové hodnoty podniku. Tato metoda je na úrovni „netto“ (nebo „equity“), tj. výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledkem je tedy přímo hodnota vlastního kapitálu. Metoda KČV rozlišuje dvě základní varianty přístupu k ocenění - paušální metodu a analytickou metodu. V případě Předmětu ocenění byla použita paušální metoda, ve které je základem ocenění výnosový potenciál k datu ocenění, tj. vychází se z historických výsledků hospodaření Předmětu ocenění.

Paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů představuje variantu metody kapitalizovaných čistých výnosů, která se opírá o historickou výkonnost Společnosti a představuje určitý „trvale odnímatelný čistý výnos“, který lze minimálně předpokládat i pro budoucí období. Tato metoda objektivizuje čistý výnos a stanovuje hodnotu dle minulých upravených výsledků hospodaření.

Při použití paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů probíhá výpočet v následujících krocích. Prvním krokem je určení trvale odnímatelného čistého výnosu (TOČV). Následně je určena diskontní míra, kterou je nutné očistit o dlouhodobě prognózovanou inflaci, neboť metoda počítá se stálými cenami, zatímco dílčí složky pro výpočet diskontní míry jsou uváděny v nominální výši, tedy včetně inflace. Poté vypočteme provozní hodnotu podniku netto jako věčnou rentu trvale odnímatelného čistého výnosu. V závěrečném kroku se výsledek koriguje připočtením hodnoty neprovozního majetku.

Při rozdelení majetku na provozně potřebná a nepotřebná aktiva vycházíme z předpokladu, že část podniku potřebuje majetek určité velikosti a struktury ke své podnikatelské činnosti. Aktiva nezbytná pro základní podnikatelské zaměření jsou označována za aktiva provozně

nutný. Ostatní jsou pak označována jako provozně nepotřebná/ neprovozní aktiva. Důvody rozdělení spočívají jednak v tom, že část aktiv nemusí být používána nebo z nich neplynou žádné popř. nízké příjmy. S neprovozními aktivy je rovněž spojeno odlišné riziko na rozdíl od hlavního provozu.

6.1.1 Způsob stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu

Určení trvale odnímatelného čistého výnosu probíhá ve dvou krocích. Nejprve se analyzuje minulé výsledky hospodaření a upravují na základě analýzy dosavadního vývoje firmy. Cílem je určit čisté výnosy, které by bylo možné rozdělit, aniž bychom snižovali majetkovou podstatu (substanci) podniku. Obecně existuje řada úprav, přičemž úprava hospodářských výsledků se týká především následujících korekcí:

- / vyčlenění nákladů a výnosů, které plynou z majetku provozně nepotřebného,
- / eliminace mimořádných nákladů a výnosů,
- / eliminace nákladů a výnosů jednorázové povahy.

Upravené výsledky hospodaření za minulé období je třeba přepočítat na cenovou hladinu k datu ocenění, neboť tato metoda je založena na předpokladu stálých cen.

K upraveným výsledkům hospodaření za minulé období je vhodné přiřadit váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu - zpravidla platí zásada přiřadit vyšší váhu k nejbližším výsledkům k datu ocenění a vyloučit či korigovat extrémní hodnoty, nelze ale vyloučit ani přidělení vyšších vah minulým výsledkům, v případě že aktuální výsledky nejsou plně v souladu s budoucím očekáváním.

Z časové řady upravených minulých výsledků hospodaření vypočítáme trvalý čistý výnos k rozdělení, neboli trvale odnímatelný čistý výnos (TOČV), a to jako vážený průměr těchto minulých upravených čistých výnosů:

$$TOČV = \sum_{t=1}^K q_t \times ČV_t$$

kde:

- ČV_t minulé upravené čisté výnosy
 q_t váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu
 K počet minulých let zahrnutých do výpočtu

6.1.2 Způsob stanovení diskontní míry

Diskontní míra pro účely kapitalizace čistých výnosů, resp. převodu na současnou hodnotu je stanovena na úrovni nákladů na vlastní kapitál.

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu byl použit model CAPM (Capital Asset Pricing Model). Je-li předmětem zájmu tržní hodnota, měla by diskontní míra odrážet stav na kapitálovém trhu (zejména pak tržní rizika). Vzhledem k nerozvinutému kapitálovému trhu v České republice (malá využitelnost a spolehlivost dat z tuzemského kapitálového trhu) jsme použili informace z rozvinutějších trhů (zejména pak z amerického kapitálového trhu a evropského trhu) a získané výsledky upravili o rizikovou prémii země.

Zároveň model CAPM ve své podstatě postihuje pouze systematická rizika, která jsou vyvolána faktory ovlivňující celý kapitálový trh (např. makroekonomické nebo politické vlivy) a není možné je eliminovat. Naproti tomu nesystematická rizika (resp. specifická) jsou spojena s konkrétní společností. S ohledem na to, že model CAPM nepopisuje specifická rizika, je nutné náklady vlastního kapitálu doplnit o přirážky, resp. srážky, vymezující rizikovost společnosti nad rámec rizika trhu.

Jako výpočtový základ byl použit následující vzorec:

$$n_{VK} = r_f(USA) + \beta_z * RPT(USA) + RPZ + p$$

kde:

n_{VK}	náklady na vlastní kapitál
r_f	bezriziková úroková míra
β_z	zadlužený koeficient β
RPT	riziková prémie kapitálového trhu USA
RPZ	riziková prémie země
P	specifické rizikové přirážky

Bezriziková úroková míra

Bezriziková úroková míra je založena na výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů, které se vyznačují nízkým rizikem a odrážejí dlouhodobé inflační očekávání. Vzhledem k nerozvinutosti kapitálového trhu v České republice jsme použili informace z amerického trhu.

Bezriziková úroková míra byla stanovena na úrovni průměrné výnosnosti 30-letých U.S. Treasury bonds, která za posledních 12 měsíců před datem ocenění činila **2,69 %¹⁴**.

Zadlužený koeficient beta

¹⁴ Zdroj: Federal Reserve Statistical Release, <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>

Koefficient beta hodnotí rizikovost odvětví relativně ve vztahu ke kapitálovému riziku celého trhu. Pokud je beta = 1, je riziko, a tudiž i prémie za riziko daného odvětví na úrovni průměru kapitálového trhu. Je-li beta větší (nebo menší) než 1, je i riziková přirážka větší (nebo menší) než průměrná riziková prémie kapitálového trhu.

Při stanovení koefficientu beta vycházel Zhotovitel z dostupných informací o koefficientech beta nezadlužených podniků evropských společností působících v relevantním odvětví dostupných na stránkách profesora Damodarana¹⁵.

Koefficient beta nezadlužených podniků byl stanoven podle odvětví „Coal & Related Energy“. Metoda stanovení koefficientu beta nezadlužených podniků pomocí aritmetického průměru zohledňuje tuto závislost a zároveň vyvažuje volatilitu rizikovosti jednotlivých odvětví.

Koefficient beta nezadlužených podniků byl na základě uvedeného stanoven ve výši **0,54**.

Tabulka 17: Koefficient beta nezadlužených podniků

Odvětví	Počet firem v odvětví	Beta nezadluženého podniku
Coal & Related Energy	17	0,54

Zdroj: internetové stránky A. Damodarana - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

K zohlednění konkrétní zadlužnosti Společnosti do koefficientu beta byl použit vzorec:

$$\text{beta zadluženého podniku} = \text{beta nezadluženého podniku} * \left[1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK} \right], \text{kde:}$$

d = sazba daně z příjmu¹⁶,

CK = úročený cizí kapitál,

VK = vlastní kapitál.

Vzhledem ke skutečnosti, že Společnost v minulosti nevyužívala úročený cizí kapitál, pracoval Zhotovitel se zadlužeností ve výši 0 %, tj. beta zadlužená odpovídá hodnotě bety nezadlužené.

Riziková prémie kapitálového trhu

Riziková prémie oceňuje výnosnost tržního portfolia převyšující bezrizikovou úrokovou sazbu.

Byla určena dle údajů dostupných na stránkách profesora Damodarana, a to ve výši **6,24 %**. Jedná se o průměrnou tržní rizikovou prémii (aritmetický průměr za období 1928 až 2016) oproti vládním dluhopisům na americkém trhu¹⁷.

Riziková prémie země

¹⁵ www.damodaran.com

¹⁶ Sazba daně je uvedena v zákoně o daních z příjmů a pro příštích několik letech by měla být na úrovni 19 %.

¹⁷ Vypočteno na základě dluhopisů T. Bonds

Riziková prémie země zohledňuje vyšší rizikost národního trhu oproti trhu americkému, ze kterého byl převzat parametr výpočtu nákladů vlastního kapitálu RPT. Riziko selhání České republiky (s ratingem A1) je dle zdrojů uváděných prof. Damodaranem 1,00 %.

Specifické rizikové přirážky

Specifické přirážky slouží k promítnutí specifických rizik, která nejsou ve výše uvedených součástech výpočtu uvedena. V rámci stanovení nákladů na vlastní kapitál Zhotovitel promítl přirážku za nízkou likviditu kapitálového trhu ve výši 2 %.

Tabulka 18: Výsledný výpočet nákladů vlastního kapitálu

Položka	30. 4. 2017
Bezriziková výnosová míra - r_f	2,69%
Beta nezadlužená	0,54
Zadlužená beta	0,54
Riziková prémie trhu	6,24%
Riziková prémie země	1,00%
Přirážka za menší likviditu	2,00%
Náklady vlastního kapitálu	9,04%

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná výše nákladů vlastního kapitálu (kalkulovaná úroková míra) činí 9,04 %.

6.1.3 Neprovozní čistý obchodní majetek

K datu ocenění byl identifikován následující neprovozní majetek Společnosti:

- / krátkodobý finanční majetek nad rámec okamžité likvidity ve výši 0,15, tj. 370 381 tis. Kč k 31. 12. 2015
- / dlouhodobý finanční majetek ve výši 179 397 tis. Kč k 31. 12. 2015
- / rezervy, konkrétně rezerva na náklady ze soudních sporů, rezerva na ostatní rizika, rezerva na garanční opravy, v celkové výši 5 979 tis. Kč k 31. 12. 2015
- / jiné krátkodobé závazky, konkrétně závazky z vyplácených podílů na zisku a závazky vůči akcionářům z titulu dražeb akcií, v celkové výši 42 850 tis. Kč k 31. 12. 2015.

Krátkodobý finanční majetek lze považovat za nejlikvidnější aktivum, z toho důvodu byla jeho tržní hodnota k 31. 12. 2015 stanovena na úrovni 370 381 tis. Kč. Vzhledem ke skutečnosti, že k 31. 8. 2016 resp. 30. 4. 2017 proběhla výplata dividend v téměř poloviční hodnotě oproti roku 2015 je třeba tuto hodnotu přibližně o 1/3 snížit, tj. na částku 246 920 tis. Kč.

Zhotovitel upozorňuje na skutečnost, kdy s ohledem na datum ocenění, tj. 30. 4. 2017 dochází k jisté disproporci z hlediska výplaty příslušných dividend Společnosti, neboť ty jsou

k datu ocenění nevyplacený (výplata cca do konce 7/2017), čímž fakticky dochází ke kumulaci provozně nepotřebných peněžních prostředků na bankovních účtech podniku a tím sekundárně k růstu hodnoty celé Společnosti v porovnání s daty relevantními k 31. 8. 2016, resp. k 31. 12. 2015. S ohledem na použitou datovou základnu na konsolidované bázi k 31. 12. 2015, resp. k 31. 8. 2016, je třeba upozornit, že ve výsledné hodnotě neprovozního majetku, potažmo pak Předmětu ocenění, je zohledněna hodnota za předpokládané vyplacení dividend stávajícím akcionářům Společnosti v roce 2017.

Dlouhodobý finanční majetek se skládal z následujících položek:

- / 2,37% podíl ve společnosti Areál Třebořadice, a.s. v účetní hodnotě 1 433 tis. Kč
- / Poskytnuté dlouhodobé úvěry společnosti PT-Holding Investment B. V. v celkové zůstatkové hodnotě 177 964 tis. Kč.

Tržní hodnota podílu ve společnosti Areál Třebořadice, a.s. byla s ohledem na jeho charakter a úroveň materiality ponechána na jeho účetní hodnotě, tj. ve výši 1 433 tis. Kč.

Společnost v roce 2015 poskytla půjčku společníkovi PT-Holding Investment B. V. Vzhledem ke skutečnosti, že se jedná o půjčku mezi spřízněnými osobami a hodnota podílu společníka ve Společnosti výrazně převyšuje hodnotu půjčky, byla tržní hodnota ponechána na úrovni hodnoty účetní.

Rezervy a jiné krátkodobé závazky byly s ohledem na jejich charakter ponechány na úrovni účetní hodnoty, tj. ve výši 48 829 tis. Kč.

Tabulka 19: Výše neprovozního čistého obchodního majetku Společnosti k datu ocenění [v tis. Kč]

Položka	Tržní hodnota
Dlouhodobý finanční majetek	179 397
Krátkodobý finanční majetek	246 920
Rezervy	5 979
Krátkodobé závazky	42 850
Celkem	377 488

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota neprovozního čistého obchodního majetku byla k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 identifikována ve výši 377 488 tis. Kč, přičemž v této hodnotě je již zahrnuta očekávaná výplata dividend realizovaná do konce července 2017.

6.1.4 Vlastní ocenění

V následující části bude stanovena hodnota Předmětu ocenění pomocí paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů. Tento přístup odvozuje výnosový potenciál Společnosti z historických výsledků hospodaření dosažených v minulých letech.

Pro dosažení srovnatelnosti a kontinuity minulých výsledků byly výsledky hospodaření před zdaněním korigovány, a to následovně:

- / V rámci provozního výsledku hospodaření byly vyloučeny výnosy a náklady spojené s odprodejem majetku.
- / Z provozního a finančního výsledku hospodaření byly dále vyloučeny tvorba a čerpání rezerv a opravných položek, jež jsou nepravidelnou nákladovou, resp. výnosovou položkou a často nejsou peněžním výdajem ani příjmem.
- / Vyčlenění ostatních provozních nákladů souvisejících se spotřebou nebo odprodejem povolenek a ostatních provozních výnosů souvisejících s rozpuštěním poměrné části dotace na povolenky. Z veřejně dostupných informací je patrné, že do roku 2014 část ostatních provozních výnosů a ostatních provozních nákladů souvisela s obchodováním s emisními povolenkami. Pro rok 2015 nebyly tyto údaje zveřejněny, Zhotovitel se však rozhodl z opatrnostních a konzervativních důvodů tyto výnosy/náklady očistit v rámci úprav výsledku hospodaření i v roce 2015.

Tabulka 20: Kalkulace upraveného výsledku hospodaření [v tis. Kč]

Položka	2013	2014	2015
Výsledek hospodaření před zdaněním	737 394	489 718	463 380
(+) Odpisy	269 240	269 586	254 903
(+) Náklady na majetek neprovozního charakteru	45 672	74 571	60 098
Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu	1 467	35 545	5 264
Ostatní provozní náklady	44 205	39 026	54 834
(-) Výnosy z majetku neprovozního charakteru	11 417	36 265	7 715
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	11 417	36 265	7 715
(-) Finanční výnosy plynoucí z nepr. majetku	50 241	54 502	26 884
Ostatní provozní výnosy	50 241	54 502	26 884
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy¹⁸	990 648	743 108	743 782

Zdroj: vlastní zpracování

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky je nutno dále přepočít na ceny k datu ocenění. Za tímto účelem byly nejprve stanoveny běžné meziroční indexy a následně bazické indexy vztažené k datu 31. 12. 2015 (k 31. 8. 2016 resp. 30. 4. 2017 je z pohledu Zhotovitele hodnota obdobná). Indexy byly stanoveny na základě průměrné míry inflace v jednotlivých letech.

¹⁸ Součástí upraveného výsledku hospodaření jsou i výnosy a náklady související se společností Pražská teplárenská LPZ, a.s., která byla v průběhu roku 2016 prodána

Tabulka 21: Stanovení míry inflace

Položka	2013	2014	2015
Míra inflace	1,4%	0,4%	0,3%

Zdroj: <http://www.czso.cz>

- / Za účelem stanovení trvale odnáimatelného čistého výnosu byly k jednotlivým rokům přisouzeny váhy dle jejich významnosti. Zhotovitel se rozhodl při stanovení vah uplatnit zásadu přiřazení vyšší váhy k hodnotám čistých výnosů bližším k datu ocenění, přičemž jako nejvíce relevantní bral poslední 3 roky, tj. 2013 - 2015.
- / Trvale odnáimatelný výnos je pak spočten jako vážený průměr z minulých upravených výsledků hospodaření. Trvale odnáimatelný výnos je dále upraven o daň. Sazba daně je uvedena v zákoně o daních z příjmů a pro příštích několik letech by měla být na úrovni 19 %.

Tabulka 22: Kalkulace trvale odnáimatelného čistého výnosu před odpisy [v tis. Kč]

Položka	2013	2014	2015
Upravený VH před odpisy	990 648	743 108	743 782
Cenový index řetězový	1,014	1,004	1,003
Cenový index bazický vztažený k datu ocenění	0,973	0,993	1,000
UVH upravený o inflaci	1 018 654	748 319	743 782
Váhy	1	2	3
UVH upravený o inflaci x váhy	1 018 654	1 496 637	2 231 346

Trvale odnáimatelný čistý výnos před odpisy (vážený průměr) 791 106

Zdroj: vlastní zpracování

Následující tabulka zobrazuje výpočet trvale odnáimatelného čistého výnosu po daní. Odpisy z reprodukčních cen byly stanoveny jako průměr plánovaných investic za rok 2016 a investic v roce 2015.

Tabulka 23: Výpočet trvale odnáimatelného čistého výnosu po daní [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Trvale odnáimatelný čistý výnos před odpisy	791 106
Odpisy z reprodukčních cen tj. investice brutto	305 005
Trvale odnáimatelný čistý výnos před daní	486 101
Daňový základ	486 101
Daňová sazba	19%
Daň	92 359

Trvale odnáimatelný čistý výnos po daní 393 742

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 24: Výsledná hodnota 51% podílu Společnosti [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Trvale odnáimatelný čistý výnos	393 742
Předpokládaná dlouhodobá inflace	1,8%
Náklady vlastního kapitálu (nvk včetně inflace)	9,0%

Položka	Hodnota
Kapitalizační míra (ík očištěná o vliv inflace)	7,2%
Výnosová hodnota netto	5 440 680
(+) Neprovozní čistý obchodní majetek k datu ocenění	377 488
Hodnota Společnosti celkem podle KČV	5 818 168
Výsledná hodnota 51% podílu	2 967 266

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota 51% podílu Společnosti stanovená pomocí výnosové metody kapitalizovaných čistých výnosů (paušální metoda) k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 činí 2 967 266 tis. Kč

6.2 Očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury Pražská teplárenská Holding a.s.

Dne 22. 6. 2016 byly uzavřeny aktualizované dodatky k Akcionářským smlouvám zevrubněji upravujícím spolupráci akcionářů při správě Společnosti (viz Smlouva I) a PT (viz Smlouva II). V případě ostatních Dceřiných společností pak došlo k výše uvedenému datu k prvotnímu vyhotovení a podpisu příslušných Akcionářských smluv (viz Smlouva II). Veškeré Akcionářské smlouvy jsou pak uzavřeny na dobu s platností 16 let od nabytí účinností, tj. do 29. 6. 2032.

6.2.1 Synergie z úspory nákladů na ČOS

Na základě informací od Zadavatele se předpokládá, že v důsledku uvažovaných transakcí získá Energetický a průmyslový holding, a.s., resp. AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. (EP Industries, a.s.) takový podíl na Pražské teplárenské Holding a.s., který umožní změnu, resp. zrušení příslušných Akcionářských smluv a nastavení nových, příznivějších podmínek z hlediska obsazenosti členů výkonných a kontrolních orgánů nejen oceňované Společnosti, nýbrž zprostředkovaně rovněž na úrovni PT a s tím spojených redukovaných personálních nákladů v podobě odměn a tantiém vyplácených na roční bázi členům představenstva a dozorčí rady (dále také jako „Personální náklady“). Redukce nákladů na úrovni PTM a PTRE se nachází pod hranicí materiality a pro potřeby tohoto odborného stanoviska s ní není dále kalkulováno.

Pro účely zohlednění Očekávaných specifických možností budoucího vývoje plynoucího z nové vlastnické struktury Pražské teplárenské Holding a.s. kalkuloval Zhotovitel v prvním kroku průměrné jednotkové Personální náklady na člena orgánů Společnosti a PT za poslední dva sledované roky, tj. rok 2015 a 2016, jak je uvedeno v následující tabulce.

Tabulka 25: Průměrné jednotkové Personální náklady na ČOS za rok [v tis. Kč]

Subjekt	Odměny		Tantiémy	
	Představenstvo	Dozorčí rada	Představenstvo	Dozorčí rada
Pražská teplárenská Holding a.s.	680	200	400	173
Pražská teplárenská a.s.	743	245	1 308	513

Zdroj: informace předané Zadavatelem, vlastní zpracování

Následně je nutné provést přepočet Personálních nákladů na úrovni představenstva a dozorčí rady jako celku za Společnost a PT před a po uvažované transakci, přičemž rozdíl obou hodnot představuje úsporu nákladů na ČOS, jak je uvedeno v následující tabulce.

Tabulka 26: Vyčíslení roční úspory celkových Personálních nákladů na ČOS [v tis. Kč]

Položka	Počet členů ČOS		Personální náklady		Úspora nákladů (A - B)
	Před transakcí	Po transakci	Před transakcí (A)	Po transakci (B)	
Pražská teplárenská Holding a.s.	10	4	6 557	2 906	3 651
Pražská teplárenská a.s.	4	2	4 320	2 160	2 160
Dokladový			2 720	1 360	1 360
Dokladový			1 600	800	800
Pražská teplárenská a.s.	6	2	2 237	746	1 491
Dokladový			1 199	400	799
Dokladový			1 039	346	692
Pražská teplárenská a.s.	11	10	11 726	9 675	4 102
Pražská teplárenská a.s.	5	4	10 255	8 204	2 051
Dokladový			3 713	2 970	743
Dokladový			6 542	5 234	1 308
Pražská teplárenská a.s.	6	5	1 471	1 471	0
			1 471	1 471	0
			3 079	3 079	0
Celkem	21	14	18 283	12 580	7 753

Zdroj: Informace předané Zadavatelem, vlastní zpracování

Přepočtená hodnota úspory nákladů za předpokladu, že vlastnická struktura zůstane po provedené transakci nadále neměnná, tj. že PT-Holding Investment B.V. či jiná propojená entita bude trvale držet 100% podíl ve Společnosti, činí na úrovni Společnosti 3 649 tis. Kč/rok, na úrovni PT pak 4 103 tis. Kč/rok. Diskontní míra, resp. náklady na vlastní kapitál byly stanoveny na stejně úrovni, jak bylo uvedeno v kapitole č. 6.1.4. Výslednou hodnotu synergie je v posledním kroku nutno korigovat 51% podílem na úrovni PTH a 24,2%¹⁹ efektivním podílem na úrovni PT.

V následující tabulce je uveden přepočet úspory Personálních nákladů na současnou hodnotu za předpokladu neměnnosti vlastnické struktury po zamýšlené transakci do budoucna.

Tabulka 27: Současná hodnota úspory Personálních nákladů na ČOS - PTH [v tis. Kč]

Položka	PTH (v tis. Kč)
Úspora Personálních nákladů	(=) 3 651
Daňový štít (19%) ²⁰	(-) 410
Úspora Personálních nákladů (očištěná o daňový štít)	(=) 3 241
Náklady vlastního kapitálu (nvy očištěné o vliv inflace)	(/) 7,2%
Výsledná hodnota synergie PTH	(=) 44 786
Výsledná hodnota 51% podílu synergie PTH	(=) 22 841

¹⁹ Efektivní podíl = 0,51_(oceňovaný podíl PTH) × 0,4742_(majetkový podíl PTH na PT) = 0,242

²⁰ Uzavřeny smlouvy o výkonu funkce členů orgánů společnosti - daňová uznatelnost odměn, nezahrnutý tantiémy

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 28: Současná hodnota úspory Personálních nákladů na ČOS - PT [v tis. Kč]

Položka	PT (v tis. Kč)
Úspora Personálních nákladů	(=) 4 102
Daňový štít	(-) 141
Úspora Personálních nákladů (ocištěná o daňový štít)	(=) 3 961
Náklady vlastního kapitálu (n_{VK} očištěné o vliv inflace)	(/) 7,2%
Výsledná hodnota synergy PT	(=) 54 731
Výsledná hodnota 24,2% podílu synergy PT	(=) 13 236

Zdroj: vlastní zpracování

V následující tabulce je uvedeno stanovení výsledné hodnoty synergy plynoucí z úspory Personálních nákladů na ČOS.

Tabulka 29: Výsledná hodnota synergy plynoucí z úspory Personálních nákladů na ČOS [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Hodnota 51% podílu synergy na úrovni PTH	22 841
Hodnota 24,2% podílu synergy na úrovni PT	13 236
Synergie plynoucí z úspory Personálních nákladů na ČOS	36 077

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota synergii z úspory Personálních nákladů na ČOS v důsledku Očekávaných specifických možností budoucího vývoje plynoucích z nové vlastnické struktury Pražské teplárenské Holding a.s. k datu ocenění činí 36 077 tis. Kč.

6.2.2 Synergie z rozpuštění likvidní rezervy

Na základě informací od Zadavatele se předpokládá, že v důsledku uvažovaných transakcí získá Energetický a průmyslový holding, a.s., resp. AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. (EP Industries, a.s.) takový podíl na Pražské teplárenské Holding a.s., který umožní změnu, resp. zrušení příslušných Akcionářských smluv a nastavení nových, příznivějších podmínek z hlediska nutnosti Dceřiných společností udržovat likvidní rezervu, tj. provozně nutné náklady, pro případné krytí potřeb pracovního kapitálu se zřetelem na možný sezónní vývoj cash flow.

Pro účely zohlednění Očekávaných specifických možností budoucího vývoje plynoucího z nové vlastnické struktury Pražské teplárenské Holding a.s., kalkuloval Zhotovitel s předpokladem možného plného rozpuštění likvidní rezervy dceřiné společnosti Pražská teplárenská a.s. v hodnotě 100 mil. Kč a jejího plného financování úročenými cizími zdroji (např. kontokorentním úvěrem od komerčních bank), neboť k datu ocenění PT úročené cizí zdroje nevyužívá²¹.

²¹ průměrná obvyklá míra zadluženosti cizími zdroji dle informací dostupných na stránkách profesora Damodarana pro evropské společnosti působící na relevantním trhu „Coal & Related Energy“, dosahuje přibližně výše 25 %.

Likvidní rezerva ostatních Dceřiných společností, tj. PTM a PTRE, se nachází pod hranicí materiality (5 mil. Kč) a pro potřeby tohoto odborného stanoviska s ní není dále kalkulováno.

Hodnota synergie plynoucí z plného rozpuštění likvidní rezervy, resp. provozních nákladů dceřiné společnosti Pražská teplárenská a.s. je pak spatřována především ve skutečnosti, že vlivem reklassifikace provozně nutných peněžních prostředků PT v hodnotě 100 mil. Kč., do prostředků provozně nepotřebných, dojde k růstu hodnoty PT právě o tuto výši, neboť bude možné jejich rozdělení. S ohledem na vlastnickou strukturu je třeba v posledním kroku výslednou hodnotu synergie pro PTH korigovat efektivním podílem na úrovni PT, tj. hodnotou 24,2 %. V následující tabulce je uvedeno stanovení výsledné hodnoty synergie plynoucí z rozpuštění likvidní rezervy dceřiné společnosti Pražská teplárenská a.s.

Tabulka 30: Výsledná hodnota synergie plynoucí z rozpuštění likvidní rezervy [v tis. Kč]

Položka	PT (v tis. Kč)
Likvidní rezerva na základě akcionářské smlouvy	(=) 100 000
Uvažované rozpuštění likvidní rezervy	(x) 100%
Přiděl likvidní rezervy do neprovozního majetku dceřiné společnosti	(=) 100 000
Výsledná hodnota 24,2% podílu synergie PT	(=) 24 184

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota synergii z rozpuštění likvidní rezervy Dceřiných společností v důsledku Očekávaných specifických možností budoucího vývoje plynoucích z nové vlastnické struktury Pražské teplárenské Holding a.s. k datu ocenění činí 24 184 tis. Kč.

6.3 Výsledná hodnota Předmětu ocenění

V rámci stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel nejprve stanovil hodnotu 51% podílu Společnosti vycházející z platných ustanovení zakotvených v rámci Akcionářských smluv k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017. Následně byly vyčísleny očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury jednak z úspory personálních nákladů na členy orgánů, tj. představenstvo a dozorčí radu, jednak z rozpuštění likvidní rezervy dceřiné společnosti Pražská teplárenská a.s. V následující tabulce je uvedena rekapitulace hodnot vstupujících do výsledné hodnoty Předmětu ocenění.

Tabulka 31: Výsledná hodnota Předmětu ocenění [v tis. Kč]

Položka	Hodnota
Hodnota 51% podílu před zohledněním synergii	(=) 2 967 266
Synergie plynoucí z úspory personálních nákladů na ČOS	(+) 36 077
Synergie plynoucí z rozpuštění likvidní rezervy	(+) 24 184
Výsledná hodnota Předmětu ocenění	(=) 3 027 527

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota Předmětu ocenění byla k datu ocenění 30. 4. 2017 stanovena ve výši 3 027 527 tis. Kč.

7 Rekapitulace

Při vypracování tohoto odborného stanoviska vzal Zhotovitel v úvahu všechny podstatné faktory a rizika, která ovlivňují či mohou ovlivňovat výslednou hodnotu.

Předmět ocenění

Předmětem tohoto odborného stanoviska je ocenění 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., IČO: 264 16 808, se sídlem Partyzánská 1, 170 00 Praha 7, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 6889 se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce mezi Magistrátem hlavního města Prahy a společností Energetický a průmyslový holding, a.s., resp. AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. (EP Industries, a.s.)

Použitý způsob ocenění

Pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel použil výnosovou metodu kapitalizovaných čistých výnosů. Hodnota Předmětu ocenění byla pomocí této metody stanovena následovně:

/ Metoda kapitalizovaných čistých výnosů: 3 027 527 tis. Kč

Domníváme se, že zvolená poskytuje reálný obraz významných aspektů popisujících ekonomický přínos z oceňovaného podniku a jako takovou ji považujeme za metodu nejlépe vystihující hodnotu Předmětu ocenění.

8 Závěrečný výrok

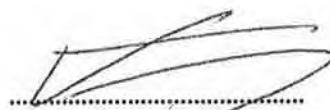
Na základě použitých podkladů a předpokladů uvedených v tomto odborném stanovisku jsme dospěli k závěru, že hodnota Předmětu ocenění, 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., IČO: 264 16 808, se sídlem Partyzánská 1, 170 00 Praha 7, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 6889 se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce mezi Magistrátem hlavního města Prahy a společností Energetický a průmyslový holding, a.s., resp. AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. (EP Industries, a.s.), k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 činí:

3 027 527 tis. Kč

(Slovy: tři miliardy dvacet sedm milionů pět set dvacet sedm tisíc korun českých)

V této hodnotě je v souladu s Předpoklady a omezujícími podmínky (kap. 1.2) uvedenými v úvodu tohoto odborného stanoviska zohledněna hodnota předpokládaného vyplacení dividend stávajícím akcionářům Společnosti k datu výplaty, tj. do 30. 7. 2017. Zhotovitel tak předpokládá vypořádání plánovaných dividend před transakcemi uvedenými v Předmětu ocenění dle stávající vlastnické struktury.

Odborné stanovisko sestavil a případná vysvětlení podá:



.....
Ing. Pavel Tůma, Ph.D.
partner znaleckého ústavu

Podpis za znalecký ústav:



.....
Josef Jaroš, MBA
předseda představenstva
znaleckého ústavu APOGEO Esteem, a.s.

V Praze dne 30. 05. 2017

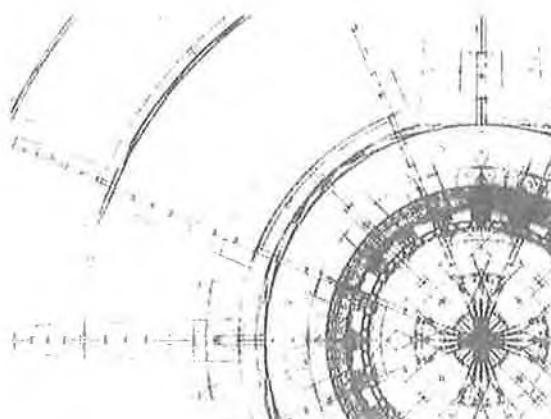
DOPLNĚNÍ č. 1 ODBORNÉHO STANOVISKA ZNALECKÉHO ÚSTAVU

Stanovení hodnoty 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce

Zhotovitel: APOGEO Esteem, a.s., znalecký ústav
Rohanské nábřeží 671/15
186 00 Praha 8
IČO: 261 03 451

Zadavatel: Hlavní město Praha
Mariánské náměstí 2/2
110 01 Praha 1
IČO: 000 64 581

Odborné stanovisko obsahuje celkem 21 stran textu včetně titulní strany a příloh a je vyhotoven ve třech výtiscích. Jedno vyhotovení je uloženo v elektronickém archivu Zhotovitele.



Obsah

1	ÚVOD	3
1.1	Účel a předmět ocenění	3
1.2	Obecné předpoklady a omezující podmínky	3
1.3	Rozhodné datum ocenění	6
1.4	Podkladové materiály	6
2	STANOVENÍ HODNOTY PŘEDMĚTU OCENĚNÍ DOPLNĚNÍ ODBORNÉHO STANOVISKA	8
2.1	Identifikace Předmětu ocenění doplnění odborného stanoviska	8
2.2	Neprovozní čistý obchodní majetek	8
2.3	Výsledná hodnota Předmětu ocenění doplnění č. 1 odborného stanoviska	15
3	ZÁVĚREČNÝ VÝROK	16
4	PŘÍLOHY	17

Tabulky

Tabulka 1: Vliv skutečné výše vyplacené dividendy v roce 2017 [v tis. Kč]	9
Tabulka 2: Tržní hodnota 100% podílů v dceřiných společnostech PTRE k 30. 4. 2017 [v tis. Kč].	11
Tabulka 3: Substanční hodnota majetku společnosti PTRE [v tis. Kč]	13
Tabulka 4: Substanční hodnota závazků společnosti PTRE [v tis. Kč]	13
Tabulka 5: Hodnota 47,42% podílu v PTRE k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 [v tis. Kč]	14
Tabulka 6: Neprovozní čistý obchodní majetek společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. k datu ocenění [v tis. Kč].....	14
Tabulka 7: Výsledná hodnota Předmětu ocenění [v tis. Kč]	15

1 Úvod

1.1 Účel a předmět ocenění

Toto doplnění č. 1 k odbornému stanovisku bylo vyhotovené za účelem aktualizace ocenění 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., IČO: 264 16 808, se sídlem Partyzánská 1, 170 00 Praha 7, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 6889 (dále také „Společnost“) se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce mezi Magistrátem hlavního města Prahy a společností Energetický a průmyslový holding, a.s., resp. AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. (EP Industries, a.s.) (dále také „Předmět ocenění“).

Doplnění odborného stanoviska nově zohledňuje následující skutečnosti:

- / vliv majetku neprovozního charakteru tj. dceřiné společnosti PT Real Estate, a.s. (dále také jako „PTRE“).
- / vliv skutečné výše vyplacené dividendy v roce 2017 oproti výši dividendy kalkulované Zhotovitelem k datu ocenění.

1.2 Obecné předpoklady a omezující podmínky

Toto doplnění č. 1 odborného stanoviska je zpracováno v souladu s následujícími obecnými a omezujícími podmínkami:

1. Toto doplnění odborného stanoviska je použitelné pouze pro účely, které jsou vymezeny v kapitole č. 1.1 Účel a předmět ocenění, a závěry v něm uvedené nelze zobecňovat k jakýmkoli jiným případům.
2. Informace z dostupných veřejných zdrojů, na nichž je založeno celé nebo část ocenění, jsou věrohodné, ale nebyly ve všech případech ověřovány.
3. Analýzy, názory a závěry uvedené v tomto doplnění odborného stanoviska jsou platné jen za omezujících podmínek a předpokladů, které jsou uvedeny v tomto doplnění a jsou našimi osobními, nezaujatými analýzami, názory a závěry.
4. Zhotovitel nepřebírá odpovědnost za změny v tržních podmínkách. Nepředpokládá, že by důvodem k přezkoumání tohoto tržního ocenění mělo být zohlednění událostí nebo podmínek, které by se vyskytly následovně po datu ocenění.
5. V rámci podnikání dotčených společností se předpokládá plný soulad se všemi aplikovanými zákony a předpisy v ČR.

6. Ocenění zohledňuje všechny veřejně dostupné skutečnosti známé Zhotoviteli nejpozději k datu ocenění, které by mohly ovlivnit dosažené závěry nebo odhadnuté hodnoty.
7. Zhotovitel konstataje, že nemá žádné současné ani budoucí zájmy na předmětu ocenění v rámci tohoto doplnění odborného stanoviska ani na zúčastněných osobách a současně neexistuje žádný osobní zájem nebo zaujatost v souvislosti s výsledkem doplnění odborného stanoviska.
8. Zhotovitel konstataje, že v rámci stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel reflektoval pouze veřejně dostupné informace. V případě nedostatečných informací k některým položkám, Zhotovitel přistoupil k ocenění v konzervativním duchu.
9. Zhotovitel konstataje, že si je vědom skutečnosti, že společnost Pražská teplárenská a.s. podala odvolání proti rozhodnutí Energetického regulačního úřadu (dále také jako „ERÚ“), dle kterého měly být ceny tepla v roce 2011 na levém břehu Vltavy nepřiměřené. Na základě informací poskytnutých managementem Společnosti je celá věc aktuálně ve stádiu řízení o správní žalobě u soudu. „*Tento žalobou společnost napadla postup a rozhodnutí ERÚ, a to jak ve věci uložení pokuty, tak ve věci uložení opatření k nápravě spočívajícího v uložení povinnosti vrátit odběratelům tepla přeplatek cen tepla za rok 2011. Současně se žalobou společnost podala návrh na předběžné opatření soudu o odložení vykonatelnosti rozhodnutí ERÚ. Soud tomuto návrhu vyhověl. Společnosti tak prozatím byla vrácena pokuta, kterou společnost před tím ve lhůtě dle napadeného rozhodnutí ERÚ zaplatila, a nemusí vracet údajný přeplatek, minimálně do doby konečného rozhodnutí soudu. V řízení před soudem se čeká na nařízení jednání v dané věci.*“ V kontextu vyjádření managementu společnosti a faktu, že k datu ocenění nebylo v dané věci pravomocně rozhodnuto, nebyla tato skutečnost v rámci stanovení výsledné hodnoty zohledněna, tj. potenciální hodnota nebyla snížena.
10. Zhotovitel v rámci vypracování tohoto doplnění odborného stanoviska pracoval s konsolidovanými finančními výkazy k 31. 12. 2015. Zhotovitel si je vědom skutečnosti, že konsolidované finanční výkazy k 31. 12. 2015 v sobě zahrnují výnosy a náklady plynoucí ze společnosti Pražská teplárenská LPZ, a.s., která byla v průběhu roku 2016 prodána. Zhotovitel, předpokládá, že prodej společnosti Pražská teplárenské LPZ, a.s. byl realizován za tržní cenu, přičemž mimořádné peněžní prostředky plynoucí z prodeje zůstaly ve Společnosti. V takovém případě by výsledná hodnota uvedená v tomto doplnění odborného stanoviska měla být nezkreslena. Z toho důvodu rovněž nelze interpretovat dílčí hodnoty v rámci kalkulace separátně - tj. např. rozdělení na provozní a neprovozní část, kdy

s ohledem na relevanci k datu ocenění lze takto interpretovat pouze výslednou hodnotu Společnosti.

11. Zhotovitel si je vědom existence menšinových podílů, které však mají pouze minoritní, tj. nevýznamný vliv, tedy případné úpravy se nachází pod hladinou materiality, proto jim Zhotovitel v rámci tohoto doplnění odborného stanoviska nevěnuje pozornost.
12. Zhotovitel měl omezené zdroje týkající se společnosti Areál Třebovadice, a.s. S ohledem na minoritní podíl ve společnosti a její nízkou významnost ve vztahu k výsledné hodnotě Společnosti vyplývající z výroční zprávy společnosti za rok 2016 předpokládá Zhotovitel, že pořizovací cena koresponduje s reálnou hodnotou společnosti.
13. Zhotovitel neměl k dispozici bližší informace k neprovoznímu majetku Společnosti s výjimkou společnosti PT Real Estate, a.s., proto při jeho identifikaci vycházel pouze z veřejně dostupných informací a na základě vlastního posouzení plynoucí ze zkušeností Zhotovitele. Ze znaleckého posudku č. 475-2016 společnosti Deloitte Advisory s.r.o. uloženého ve sbírce listin společnosti Pražská teplárenská a.s. vyplývá, že předmětem štěpení byly i některé pozemky, které by mohly být předmětem neprovozního majetku, ve vztahu k výsledné hodnotě Předmětu ocenění by však tato skutečnost neměla mít zásadní význam.
14. Případný vliv úročení neprovozních půjček v dlouhodobém finančním majetku není zahrnut, neboť je z pohledu Zhotovitele pod hladinou materiality.
15. Při stanovení hodnoty očekávaných možností budoucího vývoje Zhotovitel zohledňuje pouze synergické efekty plynoucí z úspory personálních nákladů na ČOS a rozpuštění likvidní rezervy. Ostatní očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury jsou s ohledem na výslednou hodnotu Společnosti nevýznamné a pod hranicí materiality, díky čemuž pro potřeby tohoto doplnění č. 1 odborného stanoviska nejsou dále uvažovány.
16. Zhotovitel zohledňuje pro potřeby tohoto doplnění odborného stanoviska pouze očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury tvořené jednak na úrovni samotné Společnosti, jednak na úrovni dceřiné společnosti Pražská teplárenská a.s. Očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury u ostatních dceřiných společností, tj. PT měření, a.s. a PT Real Estate, a.s., jsou s ohledem na výslednou hodnotu podílu Společnosti nevýznamné a pod hranicí materiality, díky čemuž nejsou pro potřeby tohoto doplnění č. 1 odborného stanoviska dále uvažovány.

17. S ohledem na použitou datovou základnu na konsolidované bázi k 31. 12. 2015, resp. k 31. 8. 2016 a 30. 4. 2017, je ve výsledné hodnotě neprovozního majetku, potažmo pak Předmětu ocenění zohledněna hodnota předpokládaného vyplacení dividend stávajícím akcionářům Společnosti k datu výplaty, tj. do 30. 7. 2017. Zhotovitel tak předpokládá vypořádání plánovaných dividend před transakcemi uvedenými v Předmětu ocenění dle stávající vlastnické struktury.

1.3 Rozhodné datum ocenění

Za rozhodné datum pro stanovení hodnoty Předmětu ocenění je považováno datum 30. 4. 2017.

1.4 Podkladové materiály

Šetření bylo provedeno na základě relevantních dokumentů, které byly získány Zhotovitelem z veřejně dostupných zdrojů resp. od kontaktní osoby pověřené Zadavatelem. Mezi nejvýznamnější dokumenty patří:

- / Výroční zprávy společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. za období 2011 až 2015 obsahující konsolidovanou účetní závěrku
- / Výroční zpráva společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. za rok 2016 obsahující nekonsolidovanou účetní závěrku
- / Znalecký posudek č. 475-2016 ve věci ocenění odštěpované části jmění společnosti Pražská teplárenská a.s. dne 13. 5. 2016, vypracovaný společností Deloitte Advisory s.r.o.
- / Výroční zpráva společnosti Areál Třebořadice, a.s. za rok 2016
- / Výroční zpráva společnosti Pražská teplárenská a.s. za období 2015 obsahující konsolidovanou účetní závěrku
- / Dodatek č. 4 akcionářské smlouvy společnosti Pražská teplárenská a.s., uzavřené mezi společností NPTH, a.s. a společností Pražská teplárenská Holding a.s., dne 22. 6. 2016
- / Dodatek č. 3 dohody o spolupráci mezi akcionáři společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., uzavřená mezi společností PT-Holding Investment B.V. a Hlavním městem Prahou, dne 22. 6. 2016
- / Akcionářská smlouva společnosti PT měření, a.s., uzavřená mezi společností NPTH, a.s. a společností Pražská teplárenská Holding a.s., dne 22. 6. 2016
- / Akcionářská smlouva společnosti PT Real Estate, a.s., uzavřená mezi společností NPTH, a.s. a společností Pražská teplárenská Holding a.s., dne 22. 6. 2016

- / Detail rozdelení zisku společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. za rok 2015 a 2016
- / Detail personálních nákladů na ČOS a paušálních nákladů na konání jedné valné hromady společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., Pražská teplárenská a.s., PT měření, a.s. a PT Real Estate, a.s. za rok 2016
- / Informace ohledně možné redukce počtu členů výkonných a dozorčích orgánů, tj. představenstva a dozorčí rady, po případné uskutečněné transakci na úrovni Společnosti a dceřiných společností, tj. Pražské teplárenské a.s., PT měření, a.s. a PT Real Estate, a.s., předané zástupci společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. v rámci emailové komunikace
- / Zápis z jednání valné hromady společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., konané dne 11. 5. 2017
- / Konsolidovaná účetní závěrka společnosti PT Real Estate, a.s. k 31. 12. 2016
- / Individuální účetní závěrka společnosti PT Real Estate, a.s. k 30. 4. 2017
- / Oceňovací zpráva ve věci stanovení tržní hodnoty 100% podílů v dceřiných společnostech společnosti PT Real Estate, a.s., vypracovaná v září 2017 společností Deloitte Advisory s.r.o., IČO: 275 821 67, se sídlem Karolinská 654/2, 186 00 Praha 8, včetně všech příloh.
- / Ostatní informace týkající se společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. dostupné na webu společnosti (výplata dividend, předmět činnosti, organizační struktura, atd.)

Dále byla použita veřejně dostupná data z Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, Ministerstva financí ČR, Českého statistického úřadu (ČSÚ), internetového portálu justice.cz, z internetových stránek oceňované Společnosti a z dalších zdrojů zveřejněných na internetu.

2 Stanovení hodnoty Předmětu ocenění doplnění odborného stanoviska

2.1 Identifikace Předmětu ocenění doplnění odborného stanoviska

Předmětem ocenění doplnění odborného stanoviska je aktualizace ocenění 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce mezi Magistrátem hlavního města Prahy a společností Energetický a průmyslový holding, a.s., resp. AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. (EP Industries, a.s.).

Doplnění odborného stanoviska nově zohledňuje následující skutečnosti k datu ocenění:

- / vliv majetku neprovozního charakteru tj. dceřiné společnosti PT Real Estate, a.s.
- / vliv skutečné výše vyplacené dividendy v roce 2017 oproti výši dividendy kalkulované Zhotovitelem k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017.

Charakter obou výše uvedených skutečností, na základě informací předaných managementem Společnosti ohledně neprovozního charakteru dceřiné společnosti PTRE a skutečné výše vyplacené dividendy v roce 2017 (dividenda z výsledku hospodaření za rok 2016), Zhotovitel identifikoval jako neprovozní, resp. po metodické stránce byly obě výše uvedené skutečnosti pro potřeby stanovení hodnoty Předmětu ocenění zohledněny v rámci kvantifikace neprovozního čistého obchodního majetku Společnosti.

2.2 Neprovozní čistý obchodní majetek

2.2.1 Zohlednění skutečné výše vyplacené dividendy v roce 2017

Vzhledem ke skutečnosti, že při kalkulaci hodnoty předmětu ocenění odborného stanoviska Zhotovitel vycházel z datové základny na konsolidované bázi k 31. 12. 2015, resp. k 31. 8. 2016 a 30. 4. 2017, byla v hodnotě předmětu ocenění implicitně zohledněna hodnota za předpokládané vyplacení dividend stávajícím akcionářům Společnosti na úrovni skutečné výplaty dividend z výsledku za rok 2015, tj. ve výši **352 660 tis. Kč**, přičemž v rámci odborného stanoviska k **30. 4.** Zhotovitel předpokládal obdobnou výši výplaty i v roce **2017** a stanovení hodnoty za předpokladu realizace výplaty k datu ocenění.

Na základě informací od managementu Pražská teplárenská Holding a.s. došlo po datu ocenění vyplacení dividend ve výši **761 513 tis. Kč**.

Pro potřeby kalkulace Předmětu ocenění doplnění odborného stanoviska, zohledňující skutečnou výši vyplacené dividendy z výsledku za rok 2016, je nutné ponížit hodnotu neprovozního čistého obchodního majetku, resp. hodnotu neprovozního krátkodobého finančního majetku právě o rozdíl hodnoty dividend vyplacených v letech 2017 a 2016 tak, z toho důvodu, že původní kalkulace předpokládala se stabilní výplatou dividendy pouze na úrovni roku 2016.

Tabulka 1: Vliv skutečné výše vyplacené dividendy v roce 2017 [v tis. Kč]

Položka	Vyplacené dividendy v roce 2016 (A)	Vyplacené dividendy v roce 2017 (B)	Korekce (A - B)
Neprovozní majetek	352 660	761 513	-408 853

Zdroj: vlastní zpracování

Vlivem zohlednění skutečné výše vyplacené dividendy z výsledku za rok 2016, byl neprovozní čistý obchodní majetek Společnosti k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 korigován snížením o částku 408 853 tis. Kč.

2.2.2 Zohlednění neprovozního charakteru společnosti PT Real Estate, a.s.

Při kalkulaci hodnoty předmětu ocenění odborného stanoviska Zhotovitel vycházel z datové základny Společnosti na konsolidované bázi k 31. 12. 2015, resp. k 31. 8. 2016 a 30. 4. 2017, kdy v rámci kvantifikace hodnoty Zhotovitel implicitně považoval jednotlivé konsolidující společnosti, resp. jméní těchto konsolidujících společností z důvodu nedostatečné disponibility relevantních dat jako provozně potřebné (vyjma vyjmenovaných položek neprovozního čistého obchodního majetku, specifikovaného v rámci odborného stanoviska).

S ohledem na aktualizované informace od Zadavatele, kdy jméní dceřiné společnosti PT Real Estate, a.s. nesouvisí bezprostředně s naplňováním hlavní podnikatelské činnosti Společnosti (zejména správa, pronájem a prodej vlastních nemovitostí), rozhodl Zhotovitel identifikovat jméní této společnosti jako provozně nepotřebné, tj. nesouvisející s hlavním provozem Společnosti, neboť efekt hospodaření této společnosti není obsažen v trvale odnímatelném čistém výnose.

Ke stanovení aktualizované hodnoty Předmětu ocenění je proto, s ohledem na výše uvedené skutečnosti, potřeba stanovit hodnotu 51% podílu ve Společnosti, v rámci které bude na úrovni neprovozního majetku zohledněna hodnota 47,42% podílu ve společnosti PT Real Estate, a.s., který Společnost k datu ocenění drží. Vzhledem k tomu, že hodnota společnosti PTRE spočívá primárně v jejím majetku a nikoli ve výnosovém potenciálu, byla pro stanovení hodnoty 47,42% podílu ve společnosti PTRE zvolena majetková metoda substanční hodnoty.

Při stanovení 47,42% podílu ve společnosti PTRE vycházel Zhotovitel jednak z obdržených individuálních finančních výkazů sestavených k 30. 4. 2017, jednak z informací obsažených v oceňovací zprávě vypracované v září 2017 společností Deloitte Advisory s.r.o.

Společnost PTRE se k datu ocenění skládá z aktiv, konkrétně:

- / **dlouhodobý finanční majetek** v účetní hodnotě 798 500 tis. Kč;
- / **oběžná aktiva** v účetní hodnotě 1 597 tis. Kč;

Součástí společnosti PTRE jsou dále závazky, konkrétně:

- / **krátkodobé závazky** v účetní hodnotě 7 849 tis. Kč.

2.2.2.1 Dlouhodobý finanční majetek

Dlouhodobý finanční majetek společnosti PTRE byl k datu ocenění tvořen následujícími položkami:

- / **podíly - ovládaná nebo ovládající osoba** v účetní hodnotě 798 500 tis. Kč.

Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba

Společnost PTRE k datu ocenění evidovala 100% majetkové podíly v dceřiných společnostech oddělených od společnosti Pražská teplárenská a.s. v důsledku procesu vyčlenění aktivit nesouvisejících s výrobou a distribucí tepla za účelem agregace odštěpovaných společností pod samostatnou společnost (PT Real Estate, a.s.) nepodléhající regulaci v oblasti teplárenství. Jedná se o následující 100% majetkové účasti, resp. dceřiné společnosti PTRE: RPC,a.s., Pod Juliskou, a.s., Nová Invalidovna, a.s., Michelský trojúhelník, a.s., Nové Modřany, a.s., PT Properties I, a.s., PT Properties II, a.s., PT Properties III, a.s., PT Properties IV, a.s., v souhrnné hodnotě 798 500 tis. Kč.

Tržní hodnota 100% podílů v dceřiných společnostech společnosti PT Real Estate, a.s., byla k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 stanovena na základě oceňovací zprávy ve věci stanovení tržní hodnoty 100% podílů v dceřiných společnostech společnosti PT Real Estate, a.s., vypracované v září 2017 společností Deloitte Advisory s.r.o.

Následující tabulka uvádí výsledné tržní hodnoty 100% podílů v jednotlivých dceřiných společnostech PTRE k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017.

Tabulka 2: Tržní hodnota 100% podílů v dceřiných společnostech PTRE k 30. 4. 2017 [v tis. Kč]

Položka	Tržní hodnota
RPC, a.s.	595 200
Pod Julskou, a.s.	95 000
Nová Invalidovna, a.s.	65 900
Michelský trojúhelník, a.s.	68 200
Nové Modřany, a.s.	13 000
PT Properties I, a.s.	12 200
PT Properties II, a.s.	8 000
PT Properties III, a.s.	7 900
PT Properties IV, a.s.	14 300
Celkem <small>podíly - ovládaná nebo ovládající osoba</small>	879 700

Zdroj: Oceněvací zpráva společnosti Deloitte Advisory s.r.o.

Výsledná souhrnná hodnota 100% podílů v dceřiných společnostech PTRE, stanovená společností Deloitte Advisory s.r.o. k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 činí 879 700 tis. Kč.

2.2.2.2 Oběžná aktiva

Oběžná aktiva byla k datu ocenění tvořena následujícími položkami:

- / dlouhodobé pohledávky v účetní hodnotě 4 100 tis. Kč;
- / krátkodobé pohledávky v účetní hodnotě 100 tis. Kč;
- / krátkodobý finanční majetek v účetní hodnotě 252 301 tis. Kč.

Dlouhodobé pohledávky

Společnost PTRE k datu ocenění evidovala dlouhodobé pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba, a to ve výši 4 100 tis. Kč. S ohledem na skutečnost, že věřitelem PTRE je spřízněná osoba, a s ohledem na imateriální charakter této položky v relaci k výsledné hodnotě společnosti PTRE, byla tržní hodnota dlouhodobých pohledávek - ovládaná nebo ovládající osoba ponechána na úrovni hodnoty účetní, tj. 4 100 tis. Kč.

Výsledná hodnota dlouhodobých pohledávek byla k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 stanovena ve výši 4 100 tis. Kč.

Krátkodobé pohledávky

Společnost k datu ocenění evidovala krátkodobé pohledávky (pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba, daňové pohledávky za státem) v souhrnné hodnotě 100 tis. Kč.

Tržní hodnota krátkodobých pohledávek za ovládanou nebo ovládající osobou byla s ohledem na skutečnost, že věřitelem PTRE je v tomto případě spřízněná osoba, a s ohledem na jejich

imateriální charakter, tj. nevýznamný charakter v relaci k výsledné hodnotě společnosti PTRE, ponechána na úrovni hodnoty účetní hodnoty k datu ocenění. Ostatní pohledávky, tj. daňové pohledávky za státem, byly vzhledem ke svému charakteru rovněž ponechány na úrovni účetní hodnoty k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017.

Výsledná hodnota krátkodobých pohledávek společnosti PTRE byla k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 stanovena ve výši 100 tis. Kč.

Krátkodobý finanční majetek

Součástí hodnoty společnosti PTRE je k rozhodnému datu rovněž krátkodobý finanční majetek ve výši 252 301 tis. Kč, který byl tvořen peněžními prostředky na bankovních účtech.

S ohledem na vysokou likviditu peněžních prostředků, resp. jelikož účetní hodnota v tomto případě představuje skutečnou hodnotu vázanou v krátkodobém finančním majetku, ponechává Zhotovitel hodnotu krátkodobého finančního majetku na úrovni jeho účetní hodnoty k datu ocenění, tj. ve výši 252 301 tis. Kč.

Výsledná hodnota krátkodobého finančního majetku společnosti PTRE byla k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 stanovena ve výši 252 301 tis. Kč.

2.2.2.3 Cizí zdroje a časové rozlišení pasivní

Cizí zdroje a časové rozlišení (pasivní) byly k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 tvořeny následujícími položkami:

- / krátkodobé závazky v účetní hodnotě 10 226 tis. Kč;
- / výdaje příštích období v účetní hodnotě 39 tis. Kč.

Krátkodobé závazky byly tvořeny zejména přijatými zálohami (4 750 tis. Kč) a závazky vůči ovládané nebo ovládající osobě (4 600 tis. Kč). V minoritní výši pak byly k datu ocenění registrovány krátkodobé závazky z obchodních vztahů (129 tis. Kč), závazky za zaměstnance (409 tis. Kč) a sociální zabezpečení a zdravotní pojištění (262 tis. Kč), dohadné účty pasivní (74 tis. Kč) a jiné závazky (2 tis. Kč). Další položkou cizích zdrojů bylo časové rozlišení pasivní ve formě výdajů příštích období ve výši 39 tis. Kč.

Všechny výše uvedené cizí zdroje představují očekávanou budoucí povinnost plnění ze strany společnosti PTRE, zároveň žádný z těchto závazků není společností promlčen či rozporován a PTRE je povinna je uhradit. S ohledem na tyto skutečnosti a na imateriální charakter předmětných závazků v relaci k hodnotě společnosti PTRE je jejich tržní hodnota ponechána na úrovni hodnoty účetní.

Výsledná souhrnná hodnota cizích zdrojů a časového rozlišení (pasivní) společnosti PTRE byla k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 stanovena ve výši 10 265 tis. Kč.

2.2.2.4 Výsledná hodnota 47,42% podílu ve společnosti PTRE

Pro stanovení hodnoty 47,42% podílu ve společnosti PTRE byla použita majetková metoda substanční hodnoty, v rámci které byly přeceněny jednotlivé položky majetku a závazků ve vlastnictví společnosti PTRE.

V následující tabulce je zobrazen přehled jednotlivých položek majetku a závazků společnosti PTRE, které jsou součástí stanovení hodnoty 47,42% podílu ve společnosti PTRE k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017.

Tabulka 3: Substanční hodnota majetku společnosti PTRE [v tis. Kč]

Položka	Účetní hodnota	Substanční hodnota
MAJETEK CELKEM	1 055 000	1 136 201
Dlouhodobý majetek	798 500	879 700
Dlouhodobý finanční majetek	798 500	879 700
Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	798 500	879 700
Oběžná aktiva	256 501	256 501
Dlouhodobé pohledávky	4 100	4 100
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	4 100	4 100
Krátkodobé pohledávky	100	100
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	6	6
Stát - daňové pohledávky	93	93
Krátkodobý finanční majetek	252 301	252 301
Peněžní prostředky na bankovních účtech	252 301	252 301

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 4: Substanční hodnota závazků společnosti PTRE [v tis. Kč]

Položka	Účetní hodnota	Substanční hodnota
Závazky	10 226	10 226
Krátkodobé závazky	10 226	10 226
Krátkodobé přijaté zálohy	4 750	4 750
Závazky z obchodních vztahů	129	129
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	4 600	4 600
Závazky - ostatní	746	746
Časové rozlišení	39	39

Zdroj: vlastní zpracování

V následující tabulce je uvedena výsledná hodnota 47,42% podílu ve společnosti PTRE, stanovená na základě majetkové metody substanční hodnoty.

Tabulka 5: Hodnota 47,42% podílu v PTRE k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 [v tis. Kč]

Položka	Účetní hodnota	Substanční hodnota
Majetek celkem (A)	1 055 001	1 136 201
Cizí zdroje a časové rozlišení celkem (B)	10 265	10 265
Hodnota společnosti PTRE netto (A - B)	1 044 736	1 125 936
Ocenovaný podíl	47,42%	47,42%
Výsledná hodnota 47,42% podílu ve společnosti PTRE	495 414	533 919

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota 47,42% podílu ve společnosti PTRE, stanovená pomocí majetkové metody substanční hodnoty k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 činí 533 919 tis. Kč.

Vlivem zohlednění neprovozního charakteru společnosti PTRE, byl neprovozní čistý obchodní majetek Společnosti k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 korigován zvýšením o částku 533 919 tis. Kč.

2.2.3 Výsledná hodnota neprovozního čistého obchodního majetku

Následující tabulka uvádí vyčíslení aktualizované výsledné hodnoty neprovozního čistého obchodního majetku Společnosti k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017.

Tabulka 6: Neprovozní čistý obchodní majetek společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. k datu ocenění [v tis. Kč]

Položka	Tržní hodnota
(+) Dlouhodobý finanční majetek	179 397
Areal Třeboňské a.s.	1433
Poskytnuté dlouhodobé úvěry společnosti PT Holding Investment B.V.	177 964
(+) Krátkodobý finanční majetek	246 920
(-) Rezervy	5 979
(-) Krátkodobé závazky	42 850
Celkem	377 488
(-) Zohlednění dívidendy za rok 2016	408 853
(+) Neprovozní charakter společnosti PT Real Estate, a.s.	533 919
Celkem neprovozní čistý obchodní majetek	502 554

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná aktualizovaná hodnota neprovozního čistého obchodního majetku byla k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 identifikována ve výši 502 554 tis. Kč, přičemž v této hodnotě je již zahrnuta očekávaná výplata dividend realizovaná do konce července 2017 včetně vlivu neprovozního charakteru společnosti PT Real Estate, a.s.

2.3 Výsledná hodnota Předmětu ocenění doplnění č. 1 odborného stanoviska

V rámci stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění Zhotovitel nejprve stanovil aktualizovanou hodnotu 51% podílu Společnosti, vycházející z platných ustanovení zakotvených v rámci Akcionářských smluv k datu ocenění. Výsledná hodnota nově zohledňuje jednak vliv skutečné výše vyplacené dividendy z výsledku hospodaření za rok 2016, jednak neprovozní charakter 24,2%¹ efektivního podílu v dceřiné společnosti PT Real Estate a.s., a to prostřednictvím aktualizované hodnoty neprovozního čistého obchodního majetku (viz kap. 2.2.3).

Následně byly vyčísleny očekávané specifické možnosti budoucího vývoje plynoucí z nové vlastnické struktury jednak z úspory personálních nákladů na členy orgánů, tj. představenstvo a dozorčí radu, jednak z rozpuštění likvidní rezervy dceřiné společnosti Pražská teplárenská a.s. tak, jak je uvedeno v odborném stanovisku. V následující tabulce je uvedena rekapitulace hodnot vstupujících do výsledné hodnoty Předmětu ocenění doplnění č. 1 odborného stanoviska.

Tabulka 7: Výsledná hodnota Předmětu ocenění [v tis. Kč]

Potožka		Hodnota
Provozní hodnota Společnosti netto	(=)	5 440 680
Neprovozní čistý obchodní majetek k datu ocenění	(+)	502 554
Hodnota 100% podílu ve Společnosti před zohledněním synergii	(=)	5 943 234
Hodnota 51% podílu ve Společnosti před zohledněním synergii	(=)	3 031 049
Synergie plynoucí z úspory personálních nákladů na ČOS	(+)	36 077
Synergie plynoucí z rozpuštění likvidní rezervy	(+)	24 184
Výsledná hodnota Předmětu ocenění	(=)	3 091 311

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota Předmětu ocenění doplnění č. 1 odborného stanoviska byla k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 stanovena ve výši 3 091 311 tis. Kč.

¹ Efektivní podíl = 0,51_(ocenovaný podíl PTH) × 0,4742_(majetkový podíl PTH na PTRE) = 0,242

3 Závěrečný výrok

Na základě použitých podkladů a předpokladů uvedených v tomto doplnění č. 1 k odbornému stanovisku dospěl Zhotovitel k závěru, že hodnota Předmětu ocenění, tj. aktualizovaná hodnota 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., IČO: 264 16 808, se sídlem Partyzánská 1, 170 00 Praha 7, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 6889 se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce mezi Magistrátem hlavního města Prahy a společností Energetický a průmyslový holding, a.s., resp. AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o. (EP Industries, a.s.), k datu ocenění, tj. k 30. 4. 2017 činí:

3 091 311 tis. Kč

(Slovy: tři miliardy devadesát jedna milionů tři sta jedenáct tisíc korun českých)

V této hodnotě je v souladu s Předpoklady a omezujícími podmínky (kap. 1.2) uvedenými v úvodu tohoto doplnění odborného stanoviska zohledněna hodnota předpokládaného vyplacení dividend stávajícím akcionářům Společnosti k datu výplaty, tj. do 30. 7. 2017. Zhotovitel tak předpokládá vypořádání plánovaných dividend před transakcemi uvedenými v Předmětu ocenění dle stávající vlastnické struktury.

Doplnění odborného stanoviska sestavil a případná
vysvětlení podává:

APOGEO Esteem, a.s.

ROHAN BUSINESS CENTRE, Recepce B
Rohanové nábřeží 677/15, 186 00 Praha 8
t: +420 567 997 700 w: www.apogeo.cz
i: 261 03 451 díl: +420 610 3651

APOGEO

Podpis za znalecký ústav:



Ing. Pavel Tůma, Ph.D.

partner znaleckého ústavu


.....

Mgr. et Ing. Josef Jaroš, MBA
předseda představenstva
znaleckého ústavu APOGEO Esteem, a.s.

V Praze dne 20. 9. 2017

4 Přílohy

- Příloha č 1: Individuální rozvaha - aktiva společnosti PT Real Estate, a.s. k 30. 4. 2017 [v Kč]
- Příloha č 2: Individuální rozvaha - pasiva společnosti PT Real Estate, a.s. k 30. 4. 2017 [v Kč]
- Příloha č 3: Zápis z jednání valné hromady Společnosti dne 11. 5. 2017 - rozdělení zisku 2016
- Příloha č 4: Detail rozdělení zisku Společnosti za rok 2015

Příloha č 1: Individuální rozvaha - aktiva společnosti PT Real Estate, a.s. k 30. 4. 2017 [v Kč]

ROZVAVA v plném rozsahu		PT Real Estate, a.s. IČ 05197155
k datu		Partyzánská 1/7 Praha 7 170 00
30.4.2017	CZK	
A.	Pohledávky ze ustanovený základní kapitálu	Běžné účetní období
	Dlouhodobý majetek	Brutto Korekce Netto
B.	Dlouhodobý nehmotný majetek	1 055 001 000 1 055 001 000
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	798 500 000 798 500 000
B. I. 1.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	
B. I. 2.	Ocenitelná práva	
B. I. 2. 1.	Software	
B. I. 2. 2.	Ostatní ocenitelná práva	
B. I. 3.	Goodwill	
B. I. 4.	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	
B. I. 5.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	
B. I. 5. 1.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	
B. I. 5. 2.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	
B. II. 1.	Pozemky a stavby	
B. II. 1. 1.	Pozemky	
B. II. 1. 2.	Stavby	
B. II. 2.	Hmotné movité věci a jejich soubory	
B. II. 3.	Ocenitelné rozdíly k nabývánímu majetku	
B. II. 4.	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	
B. II. 4. 1.	Přestávkové celky trvalých pozostatků	
B. II. 4. 2.	Dospělá zvířata a jejich skupiny	
B. II. 4. 3.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	
B. II. 5.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	
B. II. 5. 1.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	
B. II. 5. 2.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	798 500 000 798 500 000
B. III. 1.	Podíly - ovládané nebo ovládající osoba	798 500 000
B. III. 2.	Zápojky a úvěry - ovládané nebo ovládající osoba	798 500 000
B. III. 3.	Podíly - podstatný vliv	
B. III. 4.	Zápojky a úvěry - podstatný vliv	
B. III. 5.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	
B. III. 6.	Zápojky a úvěry - ostatní	
B. III. 7.	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	
B. III. 7. 1.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	
B. III. 7. 2.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	
C.	Objevované aktiva	256 501 000 256 501 000
C. I.	Zásoby	
C. I. 1.	Materiál	
C. I. 2.	Nedokončená výroba a polotovary	
C. I. 3.	Výrobky a zboží	
C. I. 3. 1.	Výrobky	
C. I. 3. 2.	Zboží	
C. I. 4.	Mladá a ostaraná zvířata a jejich skupiny	
C. I. 5.	Poskytnuté zálohy na rásoby	
C. II.	Pohledávky	4 199 680 4 199 680
C. II. 1.	Dlouhodobé pohledávky	4 100 000
C. II. 1. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	4 100 000
C. II. 1. 2.	Pohledávky - ovládané nebo ovládající osoba	4 100 000
C. II. 1. 3.	Pohledávky - podstatný vliv	4 100 000
C. II. 1. 4.	Odozvě danová pohledávka	
C. II. 1. 5.	Pohledávky - ostatní	
C. II. 1. 5. 1.	Pohledávky za společníky	
C. II. 1. 5. 2.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	
C. II. 1. 5. 3.	Dohadné účty aktivní	
C. II. 1. 5. 4.	Jiné pohledávky	
C. II. 2.	Krátkodobé pohledávky	99 680
C. II. 2. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	
C. II. 2. 2.	Pohledávky - ovládané nebo ovládající osoba	6 186
C. II. 2. 3.	Pohledávky - podstatný vliv	
C. II. 2. 4.	Pohledávky - ostatní	93 494
C. II. 2. 4. 1.	Pohledávky za společníky	93 494
C. II. 2. 4. 2.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojistění	
C. II. 2. 4. 3.	Stát - danové pohledávky	93 494
C. II. 2. 4. 4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	93 494
C. II. 2. 4. 5.	Dohadné účty aktivní	
C. II. 2. 4. 6.	Jiné pohledávky	
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	
C. III. 1.	Podíly - ovládané nebo ovládající osoba	
C. III. 2.	Ostatní krátkodobý finanční majetek	
C. IV.	Peněžní prostředky	252 301 320 252 301 320
C. IV. 1.	Peněžní prostředky v pokladně	
C. IV. 2.	Peněžní prostředky na účtech	252 301 320
D.	Cesové rozlišení aktiv	252 301 320
D. 1.	Náklady příštích období	
D. 2.	Komplexní náklady příštích období	
D. 3.	Příjmy příštích období	

Příloha č 2: Individuální rozvaha - pasiva společnosti PT Real Estate, a.s. k 30. 4. 2017 [v Kč]

Pasiva	Pasiva	
A.	Vlastní kapitál	
A. I.	Základní kapitál	1 055 001 000
A. I. 1.	Základní kapitál	1 044 736 283
A. I. 2.	Vlátné podíly	41 377 700
A. I. 3.	Změny základního kapitálu	41 399 580
A. II.	Ådo o kapitálové fondy	-21 880
A. II. 1.	Ådo	907 283 483
A. II. 2.	Kapitálové fondy	-516 937
A. II. 2. 1.	Ostatní kapitálové fondy	907 800 420
A. II. 2. 2.	Ocenovací rozdíly z pÅecenění majetku v závazkù	
A. II. 2. 3.	Ocenovací rozdíly z pÅecenění při pÅeměnách obchodních korporací	907 800 420
A. II. 2. 4.	Rozdíly z pÅeměn obchodních korporací	
A. II. 2. 5.	Rozdíly z ocenění při změnách obchodních korporací	
A. III.	Fondy ze zisku	
A. III. 1.	Ostatní rezervní fondy	
A. III. 2.	Statutární a ostatní fondy	
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	-5 113 354
A. IV. 1.	Nerozdělený zisk minulých let	-5 113 354
A. IV. 2.	Neuhrazený zisk minulých let	
A. IV. 3.	Jiný výsledek hospodaření minulých let	
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	101 188 459
A. VI.	Rozhodnutia o rôznych výplatách podľa na zisku	
B. + C.	Cti minulosti	10 225 612
B.	Reservy	
B. 1.	Reserva na dluhopisy a podobné závazky	
B. 2.	Reserva na daní z příjmů	
B. 3.	Reservy podle zvláštních právních předpisů	
B. 4.	Ostatní rezervy	
C.	Závazky	10 225 612
C. I.	Dlouhodobé závazky	
C. I. 1.	Vydané dluhopisy	
C. I. 1. 1.	Vymátkové dluhopisy	
C. I. 1. 2.	Ostatní dluhopisy	
C. I. 2.	Závazky k úvěrovým institucím	
C. I. 3.	Dlouhodobé přijaté zálohy	
C. I. 4.	Závazky z obchodních vztahů	
C. I. 5.	Dlouhodobé smlény k úhradě	
C. I. 6.	Závazky - ověřované nebo ověřující osoba	
C. I. 7.	Závazky - podstavný vliv	
C. I. 8.	Odejdený daňový závazek	
C. I. 9.	Závazky - ostatní	
C. I. 9. 1.	Závazky ke zpložníkům	
C. I. 9. 2.	Dohadné účty pasivní	
C. I. 9. 3.	Jiné závazky	
C. II.	Krátkodobé závazky	10 225 612
C. II. 1.	Vydané dluhopisy	
C. II. 1. 1.	Vymátkové dluhopisy	
C. II. 1. 2.	Ostatní dluhopisy	
C. II. 2.	Závazky k úvěrovým institucím	
C. II. 3.	Krátkodobé přijaté zálohy	4 750 000
C. II. 4.	Závazky z obchodních vztahů	129 279
C. II. 5.	Krátkodobé smlény k úhradě	
C. II. 6.	Závazky - ověřované nebo ověřující osoba	4 600 000
C. II. 7.	Závazky - podstavný vliv	
C. II. 8.	Závazky - ostatní	746 333
C. II. 8. 1.	Závazky ke zpložníkům	
C. II. 8. 2.	Krátkodobé finanční výpomoci	
C. II. 8. 3.	Závazky k zaměstnancům	408 647
C. II. 8. 4.	Závazky za sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	261 693
C. II. 8. 5.	Stát - daňové závazky a dotace	
C. II. 8. 6.	Dohadné účty pasivní	74 450
C. II. 8. 7.	Jiné závazky	1 543
D.	Osobné rozlišení poslu	39 106
D. 1.	Výdaje příštích období	39 106
D. 2.	Výnosy příštích období	

Příloha č 3: Zápis z jednání valné hromady Společnosti dne 11. 5. 2017 - rozdělení zisku 2016

Bodem 6 pořadu jednání bylo **Rozhodnutí o rozdělení zisku a stanovení tantiém.**

Předseda valné hromady k tomuto bodu uvedl, že představenstvo navrhuje valné hromadě přijetí následujícího usnesení:

Valná hromada společnosti schvaluje rozdělení čistého zisku společnosti za rok 2016 ve výši 755.983.042,46 Kč a rozdělení částky ve výši 8.160.668,54 Kč z účtu nerozděleného zisku minulých let, tj. celkem 764.143.711,- Kč tak, že

a) částka ve výši 761.512.563,- Kč se vyplatí jako dividenda, tj. na jednu akci společnosti se vyplatí 393,- Kč;

b) částka ve výši 2.631.148,- Kč se vyplatí jako tantiéma členům představenstva a dozorčí rady, kteří v těchto orgánech působili v průběhu roku 2016, a to v závislosti na délce jejich působení v tom kterém orgánu společnosti, a to tak, že členům představenstva se vyplatí částka 1.600.000,- Kč a členům dozorčí rady se vyplatí částka 1.031.148,- Kč;

Dividenda a tantiéma je splatná do 14-ti dnů ode dne, kdy bylo přijato rozhodnutí valné hromady o rozdělení zisku.

Předseda valné hromady informoval valnou hromadu, že v případě schválení návrhu představenstva na rozdělení zisku bude celková částka na účtu nerozděleného zisku minulých let činit 406.401.196,15 Kč.

Předseda valné hromady konstatoval, že k přednesenému návrhu neobdržel žádné návrhy, protinávrhy, žádosti o vysvětlení.

Předseda valné hromady uvedl, že k přijetí rozhodnutí o návrhu na rozdělení zisku a stanovení tantiém se vyžaduje schválení 100% hlasů všech akcionářů a konstatoval, že valná hromada je usnášenischopná. Poté nechal hlasovat.

Po hlasování předseda valné hromady konstatoval, že valná hromada 100% hlasů všech akcionářů schválila rozdělení zisku a stanovení tantiém za rok 2016 podle návrhu představenstva.

Příloha č 4: Detail rozdělení zisku Společnosti za rok 2015

„Valná hromada společnosti schvaluje rozdělení čistého zisku Společnosti za rok 2015 ve výši 361.453.749,46 Kč tak, že

- a) částka ve výši 352.659.762,- Kč se vyplatí jako dividendy, tj. na jednu akci společnosti se vyplatí 182,- Kč;
- b) částka ve výši 2.646.027,- Kč se vyplatí jako tantiéma členům představenstva a dozorčí rady, kteří v těchto orgánech působili v průběhu roku 2015, a to v závislosti na délce jejich působení v tom kterém orgánu společnosti, a to tak, že členům představenstva se vyplatí částka 1.600.000,- Kč a členům dozorčí rady se vyplatí částka 1.046.027,- Kč;
- c) částka ve výši 6.147.960,46 Kč se převede na účet nerozděleného zisku minulých let. Dividenda a tantiéma je splatná do 14-ti dnů ode dne, kdy bylo přijato rozhodnutí valné hromady o rozdělení zisku.“

Příloha č 4: Detail rozdělení zisku Společnosti za rok 2015

„Valná hromada společnosti schvaluje rozdělení čistého zisku Společnosti za rok 2015 ve výši 361.453.749,46 Kč tak, že
a) částka ve výši 352.659.762,- Kč se vyplatí jako dividendy, tj. na jednu akci společnosti se vyplatí 182,- Kč;
b) částka ve výši 2.646.027,- Kč se vyplatí jako tantiéma členům představenstva a dozorčí rady, kteří v těchto orgánech působili v průběhu roku 2015, a to v závislosti na délce jejich působení v tom kterém orgánu společnosti, a to tak, že členům představenstva se vyplatí částka 1.600.000,- Kč a členům dozorčí rady se vyplatí částka 1.046.027,- Kč;
c) částka ve výši 6.147.960,46 Kč se převede na účet nerozděleného zisku minulých let. Dividenda a tantiéma je splatná do 14-ti dnů ode dne, kdy bylo přijato rozhodnutí valné hromady o rozdělení zisku.“

Deloitte

Deloitte Advisory s.r.o.
Nile House
Karolinská 654/2
186 00 Praha 8 - Karlín
Česká republika

Tel: +420 246 042 500
Fax: +420 246 042 555
DeloitteCZ@deloitteCE.com
www.deloitte.cz

26. října 2017

Ing. Zdena Javornická
Zástupkyně ředitelky MHMP
Hlavní město Praha
Mariánské nám. 2/2
110 01 Praha 1
Česká republika

zapsána Městským soudem
v Praze, oddíl C,
vložka 113225
IČO: 27582167
DIČ: CZ27582167

Vážená paní Javornická,

v souladu s objednávkou uzavřenou dne 19. října 2017 (dále také „Objednávka“) mezi Hlavním městem Prahou (dále také „Klient“) a Deloitte Advisory s.r.o. (dále také „Deloitte“) o poskytování služeb předkládáme tuto zprávu (dále také „Zpráva“), shrnující naši analýzu nároků na znalecký posudek a na odborné stanovisko z ekonomického pohledu. Tato Zpráva je vůči adresátům důvěrná a podléhá omezením uvedeným v Objednávce a v následujícím odstavci.

Předpoklady a omezení naší práce

- Tato Zpráva byla připravena na základě Objednávky mezi Klientem a Deloitte a je předmětem v ní stanovených omezení. Zpráva nesmí být bez písemného souhlasu Deloitte použita v písemné nebo ústní podobě, ať už jako celek, nebo i její jednotlivé části, pro jiné účely, než jaké jsou zmíněny v tomto a dalším odstavci.
- Tato Zpráva má sloužit pouze pro interní posouzení Klienta. Deloitte neponese vůči jakémoli třetí straně jakoukoli odpovědnost v souvislosti s vypracováním této Zprávy.
- Tato Zpráva reflekтуje relevantní zákony platné k datu jejího vyhotovení. Na straně Klienta se předpokládá plný soulad se všemi relevantními zákony a předpisy.
- Předmětem analýzy uvedené v této Zprávě není hodnocení právních otázek. Pokud je v některém z bodů této Zprávy zmínováno stanovisko, které závisí na posouzení právních otázek, pak je jeho platnost pouze předpokladem, a nikoli závěrem naší analýzy.
- Tato Zpráva a v ní obsažené informace nejsou (i) oceněním společnosti a jejich částí, (ii) vyjádřením o přiměřenosti kupní ceny (tzv. „fairness opinion“), (iii) poradenstvím v oblasti investic (tzv. „investment advice“), ani (iv) poradenstvím v oblasti účetnictví.
- Tato Zpráva ani žádná její část nepředstavují výrok auditora ani jinou formu nezávislého ověření jakýchkoli informací či údajů a nesmí být takovým způsobem interpretovány. Vstupní údaje naší analýzy jsou uvedeny na příslušných místech. Předpokladem naší analýzy je pravdivost, správnost, přesnost a úplnost těchto informací a údajů ve všech relevantních ohledech, není-li v této Zprávě uvedeno jinak.
- Neprováděli jsme nezávislé ověřování správnosti a úplnosti informací nám poskytnutých. Tyto podklady a jejich správnost, pravost a úplnost jsou v kompetenci Klienta a v tomto smyslu na ně plně spoléháme. Během zpracování Zprávy jsme nicméně nenarazili na žádné informace, které by nás vedly k názoru, že poskytnuté informace jsou nesprávné.
- Upozorňujeme, že ve zmínované Zprávě je reflektován nám známý stav ke dni 26. října 2017, přičemž je možné, že se situace bude v závislosti na vývoji všech relevantních okolností měnit.

Úvod

Předmětem plnění Objednávky je zpracování odborného stanoviska pro potřeby orgánů Klienta ohledně nároků na znalecký posudek a na odborné stanovisko z ekonomického pohledu. Pro zpracování jsme obdrželi následující dokumenty:

1. Znalecký posudek č. 1343-123/2016 Stanovení tržní hodnoty 51% podílu ve společnosti Pražská teplárenská Holding a.s.
2. Odborné stanovisko znaleckého ústavu Stanovení hodnoty 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce
3. Doplnění č. 1 odborného stanoviska znaleckého ústavu Stanovení hodnoty 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce
4. Znalecký posudek č. 1344-124/2016 Stanovení hodnoty majetkového podílu odpovídajícího 19,3% akcií společnosti Pražské služby, a.s.
5. Odborné stanovisko znaleckého ústavu Stanovení hodnoty 19,3% podílu společnosti Pražské služby, a.s. se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce.
6. Vyjádření společnosti APOGEO Esteem, a.s. ze dne 9. října ke skutečnosti, že jimi zpracované odborné výstupy byly zpracované v souladu s Mezinárodními oceňovacími standardy („IVS“)

Předmětem odborného stanoviska nicméně není analýza předpokladů a postupů použitých v jednotlivých podkladech uvedených v bodech 1. až 5. výše, tyto dokumenty jsme tudíž neanalyzovali ani nijak neověřovali. Naše odborné stanovisko je vypracováno v obecné rovině, je tedy platné pro jakékoli znalecké posudky či odborná stanoviska vypracovaná v souladu s IVS.

Tato Zpráva zahrnuje posouzení nároků na ocenění provedeného podle IVS ve formě odborného stanoviska a nároků na ocenění provedeného podle IVS ve formě znaleckého posudku. Zpráva dále zahrnuje posouzení, zda ocenění vypracované v souladu s IVS splňuje zároveň i nároky na ocenění ve formě znaleckého posudku.

Užitá právní východiska

Při vypracování analýzy nároků na ocenění ve formě znaleckého posudku jsme vycházeli z níže popsaných právních předpisů:

- zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících;
- vyhláška č. 37/1967 k provedení zákona o znalcích a tlumočnících;
- další úprava např. (především konkrétní procesní využití znaleckým posudků v předmětných řízeních)
 - zákon č. 90/2012, o obchodních korporacích (zejm. pro ocenění nepeněžitého vkladu do obchodní korporace);
 - zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád;
 - zákon č. 141/1961 Sb., trestní řád;
 - zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev (zákon o přeměnách).

Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících („zákon o znalcích“) mimo jiné obecně stanovuje podmínky pro výkon znalecké činnosti (např. znalec je povinen vykonávat předmětnou činnost osobně, řádně a ve stanovené lhůtě atd.), nicméně sám o sobě nestanovuje náležitosti znaleckého posudku. Ustanovení § 26 zákona o znalcích opravňuje ministerstvo spravedlnosti k vydání vyhlášky, která dále upravuje podmínky výkonu činnosti znalce včetně náležitostí znaleckého posudku.

Vyhláška ministerstva spravedlnosti č. 37/1967 k provedení zákona o znalcích („vyhláška o znalcích“) stanovuje v ustanovení § 13 konkrétní náležitosti posudku. Ustanovení § 15 dále stanovuje, že náležitosti dle § 13 se vztahují i na posudky prováděné na základě dohody s občanem nebo organizací mimo řízení, při kterém by znalce povolal příslušný orgán.

Zvláštní náležitosti pro znalecký posudek se uplatní např. při přeměnách obchodních společností nebo družstev podle stejnojmenného zákona o přeměnách, kde například ustanovení § 75 stanovuje, že posudek znalce pro ocenění jméni musí obsahovat alespoň popis jméni zanikající společnosti, použité způsoby ocenění a další náležitosti dle zákona o přeměnách.

Seznam požadavků na znalecký posudek

Výše uvedená právní východiska a zákon o znalcích stanovují podmínky, při jejichž splnění lze dokument z materiálního hlediska považovat za znalecký posudek bez ohledu na jeho označení:

Obsahové požadavky

1. Popis zkoumaného materiálu, popřípadě jevů (úvod) - např. předmět a účel posudku
2. Souhrn skutečností, k nimž při úkonu přihlížel (nález) - např. podklady, které byly využity při zpracování posudku, popis situace, předpoklady, ze kterých znalec vycházel atd.
3. Výčet otázek, na které má odpovědět (1. část posudku)
4. Odpovědi na položené otázky (2. část posudku) - např. popis postupu znalce při stanovení odpovědí, metodika atd.

Formální požadavky

1. Poslední strana písemného posudku (závěr) obsahuje znaleckou doložku, která obsahuje
 - a. Označení seznamu, ve kterém je znalec zapsán - pokud znalecký posudek znalecký ústav, nemusí být přesně uvedeno, jaká fyzická osoba posudek zpracovala (v případě sporu by se dokazovalo až např. v soudním řízení, ale nejde o povinnou náležitost znaleckého posudku)
 - b. Označení oboru, v němž je znalec oprávněn podávat posudky
 - c. Číslo položky, pod kterou je posudek zapsán ve znaleckém deníku (jakési pořadové číslo posudku)
 - d. Podpis oprávněné osoby/ znalce (není výslovou náležitostí podle zákona o znalcích, nicméně je obvyklá praxe, aby byla podepsána odpovědná osoba)
2. Strany posudku musí být očíslovány
3. Posudek musí být sešitý
4. Sešívací šnůra musí být připevněna k poslední straně posudku
5. Sešívací šnůra musí být přetištěna znaleckou pečetí

Zvláštní náležitosti se mohou odvíjet od konkrétního účelu, ke kterému se znalecký posudek vypracovává (viz již zmínovaný zákon o přeměnách, podle našich informací se ale nevztahuje na právě řešený případ)

Seznam požadavků na ocenění podle IVS

Mezinárodní oceňovací standardy IVS ve znění z roku 2017 uvádí v oddíle IVS 103 Reporting, mimo jiné, následující podmínky:

Odstavec 10.2 - Aby dokument poskytoval užitečné informace, musí obsahovat jasný a přesný popis zkoumaného problému, účel této analýzy a její předpokládané využití (včetně případních omezení tohoto využití) spolu se seznamem všech předpokladů a specifických předpokladů (IVS 104 Bases of Value, odstavec 200.4) a významné nejistoty nebo omezující podmínky, které přímo ovlivňují ocenění.

Odstavec 30.1 - Pokud je zpráva výsledkem analýzy zahrnujícího ocenění majetku, musí zpráva obsahovat minimálně:

- a) rozsah provedených prací, včetně prvků uvedených v odstavci 20.3 IVS 101 Scope of Work, v rozsahu v jakém se vztahuje k dané analýze
- b) použitý přístup nebo přístupy
- c) použitou metodu nebo metody
- d) klíčové vstupy
- e) použité předpoklady
- f) výslednou hodnotu a hlavní důvody vedoucí k tomuto závěru
- g) datum vydání zprávy (které se může lišit ode dne ocenění)

Mezinárodní oceňovací standardy vs. Znalecký posudek

Ve vyjádření ze dne 9. října 2017 znalecký ústav APOGEO ESTEEM, a.s. uvádí, že všech pět jejich odborných výstupů (specifikovaných v Objednávce) bylo zpracováno v souladu s IVS v aktuálním znění z roku 2017.

Ze znění IVS a dříve specifikovaných právních východisek vztahujících se k požadavkům na znalecký posudek vyplývá, že pokud dokument odpovídá IVS, tak nutně splňuje i všechny obsahové požadavky na znalecký posudek (uvedené v prvním bodu Seznamu požadavků na znalecký posudek), pokaždé odborné stanovisko:

1. Nutnost obsahovat popis zkoumaného materiálu, tj. předmět a účel posudku ukládá výše specifikovaný odstavec 10.2 IVS 103 Reporting
2. Nutnost obsahovat souhrn skutečností, k nimž znalec při úkonu přihlížel, tj. podklady, které byly využity při zpracování posudku, popis situace, předpoklady, ze kterých znalec vycházel, ukládají výše specifikované odstavce 10.2 a 30.1 IVS 103 Reporting
3. Nutnost obsahovat výčet otázek, na které má odpověď ukládají výše specifikované odstavce 10.2 a 30.1 IVS 103 Reporting
4. Nutnost obsahovat odpovědi na položené otázky ukládá výše specifikovaný odstavec 30.1 IVS 103 Reporting

Formální požadavky na úpravu znaleckého posudku jako je číslování stran a sešití posudku a požadavky na osobu znalce (uvedené v prvním až pátém bodu Seznamu formálních požadavků na znalecký posudek) dokument odpovídající IVS splňovat nutně nemusí.

Závěr

Předmětem analýzy Deloitte je zpracování odborného stanoviska ohledně nároků na znalecký posudek a na odborné stanovisko z ekonomického pohledu a rovněž posouzení, zda ocenění vypracované v souladu s IVS splňuje zároveň i nároky na ocenění ve formě znaleckého posudku. Odborné stanovisko Deloitte je vypracováno v obecné rovině, je tedy platné pro jakékoli znalecké posudky či odborná stanoviska vypracovaná v souladu s IVS.

Ze znění IVS a právních východisek vztahujících se k požadavkům na znalecký posudek dle našeho názoru vyplývá, že pokud je dokument vypracován v souladu s IVS, tak nutně splňuje i všechny obsahové požadavky na znalecký posudek. Níže uvedené formální požadavky na úpravu znaleckého posudku dokument odpovídající IVS splňovat nutně nemusí:

1. Závěr písemného posudku obsahuje znaleckou doložku zahrnující označení seznamu, ve kterém je znalec zapsán, označení oboru, v němž je znalec oprávněn podávat posudky, případně podpis oprávněné osoby/ znalce a číslo položky, pod kterou je posudek zapsán ve znaleckém deníku
2. Strany posudku musí být očíslovány
3. Posudek musí být sešíty
4. Sešívací šnůra musí být připevněna k poslední straně posudku
5. Sešívací šnůra musí být přetíštěna znaleckou pečetí

Pokud dokument obsahuje otisk znalecké pečeti, mělo by se jednat o znalecký posudek, neboť znalecká pečeť se nesmí otisknout jinam než na znalecký posudek.

Prosím, neváhejte se na nás v této záležitosti obrátit s jakýmkoliv dotazy.

S úctou,



Jan Marek
Partner, Financial Advisory Services

Deloitte označuje jednu či více společností Deloitte Touche Tohmatsu Limited, britské privátní společnosti s ručením omezeným zárukou („DTTL“), jejích členských firem a jejich spřízněných subjektů. Společnost DTTL a každá z jejích členských firem představuje samostatný a nezávislý právní subjekt. Společnost DTTL (rovněž označovaná jako „Deloitte Global“) služby klientům neposkytuje. Podrobné informace o společnosti Deloitte Touche Tohmatsu Limited a jejích členských firmách jsou uvedeny na adrese www.deloitte.com/cz/onas.

Společnost Deloitte poskytuje služby v oblasti auditu, poradenství, právního a finančního poradenství, poradenství v oblasti rizik a daní a související služby klientům v celé řadě odvětví veřejného a soukromého sektoru. Díky globálně propojené sítí členských firem ve více než 150 zemích a teritoriích má společnost Deloitte světové možnosti a poznatky a poskytuje svým klientům, mezi něž patří čtyři z pěti společností figurujících v žebříčku Fortune Global 500®, vysoké kvalitní služby v oblastech, ve kterých klienti řeší své nejkomplexnější podnikatelské výzvy. Chcete-li se dozvědět více o způsobu, jakým zhruba 244 000 odborníků dělá to, co má pro klienty smysl, kontaktujte nás prostřednictvím sociálních sítí Facebook, LinkedIn či Twitter.

Společnost Deloitte ve střední Evropě je regionální organizací subjektů sdružených ve společnosti Deloitte Central Europe Holdings Limited, která je členskou firmou sdružení Deloitte Touche Tohmatsu Limited ve střední Evropě. Odborné služby poskytují dceřiné a přidružené podniky společnosti Deloitte Central Europe Holdings Limited, které jsou samostatnými a nezávislými právními subjekty. Dceřiné a přidružené podniky společnosti Deloitte Central Europe Holdings Limited patří ve středoevropském regionu k předním firmám poskytujícím služby prostřednictvím téměř 6 000 zaměstnanců ze 41 pracovišť v 18 zemích.

Magistrát hl. m. Prahy

Ing. Zdena Javornická

Mariánské náměstí 2

Praha 1

110 00

Dne 9. října 2017 v Praze

Vážená paní Javornická,

značeký ústav APOGEO ESTEEM, a.s., se sídlem Rohanské nábřeží 671/15, 186 00 Praha 8, IČ: 261 03 451, jmenovaný značekým ústavem na základě žádosti 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. ve znění pozdějších předpisů (dále také jako „Zhotovitel“) zpracoval následující výstupy (dále také jako „Odborné výstupy“):

- ✓ Značeký posudek č. 1343-123/2016 ze dne 20. 12. 2016;
- ✓ Značeký posudek č. 1344-124/2016 ze dne 20. 12. 2016;
- ✓ Odborné stanovisko ve věci stanovení hodnoty 19,3% podílu společnosti Pražské služby, a.s. se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce ze dne 30. 5. 2017;
- ✓ Odborné stanovisko ve věci stanovení hodnoty 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce ze dne 30. 5. 2017;
- ✓ Doplnění č. 1 odborného stanoviska ve věci aktualizace ocenění 51% podílu společnosti Pražská teplárenská Holding, a.s. se zohledněním očekávaných specifických možností budoucího vývoje ve vazbě na plánované transakce ze dne 20. 9. 2017.

Zhotovitel se tímto vyjadřuje ke skutečnosti, že výše uvedené Odborné výstupy byly zpracovány v souladu s Mezinárodními oceňovacími standardy, tj. International Valuation Standards (IVS), v aktuálním znění z roku 2017 (IVS 2017)¹.

S pozdravem,

Ing. Petr Novák
APOGEO Esteem, a.s.
Rohanské nábřeží 671/15
186 00 PRAHA 8
Telefon: 267 997 751
Mobil: 777 486 657
E-mail: novak@apogeo.cz

¹ International Valuation Standards 2017. IVSC, 2017, ISBN: 978-0-9931513-0-9.

Znalecký posudek č. 3/353/2017

*Na stanovení hodnoty části závodu společnosti
AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o.
(Provozovna C20 Praha)*

Zpracovatel: ESTIMATES Consulting s.r.o.

Konzultant: BDO Advisory s.r.o.



Datum vyhotovení znaleckého posudku: 17. ledna 2017

Počet vyhotovení: 4 x - 3 výtisky pro objednatele,
1 výtisk pro archiv zpracovatele

Výtisk č. 1

OBSAH

1. ÚVOD.....	5
1.1 ZÁKLADNÍ INFORMACE.....	5
1.2 PŘedmět a účel ocenění	5
1.3 Datum ocenění.....	5
1.4 Objednatel ocenění	5
1.5 Zpracovatel ocenění.....	5
1.6 Konzultant znaleckého posudku	6
1.7 Použité podklady pro zpracování ocenění	6
1.8 Základní obecné předpoklady a omezující podmínky	6
2. POPIS PŘEDMĚTU OCENĚNÍ	8
2.1 Základní údaje o společnosti, resp. provozovně	8
2.1.1 Předmět podnikání Společnosti, resp. Provozovny	8
2.1.2 Vlastnická struktura Společnosti	9
2.1.3 Řídící a organizační struktura Společnosti, resp. Provozovny.....	10
2.1.4 Historie a současnost Provozovny	12
3. STRATEGICKÁ ANALÝZA	14
3.1 Analýza vnějšího potenciálu.....	14
3.1.1 Vymezení relevantního trhu	14
3.1.2 Makroekonomická situace České republiky.....	17
3.1.3 Vybrané ukazatele v oblasti nakládání s odpady a jejich prognóza	23

3.1.4 Prognóza vývoje trhu.....	26
3.2 IDENTIFIKACE KONKURENČNÍHO PROSTŘEDÍ.....	28
4. FINANČNÍ ANALÝZA	34
4.1 ANALÝZA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY	34
4.2 NEJVÝZNAMNĚJŠÍ POLOŽKY MAJETKU.....	35
5. PŘÍSTUP A PŘEDPOKLADY MODELU.....	37
5.1 PŘÍSTUP K OCENĚNÍ.....	37
5.1.1 <i>Varianta 1 (V1)</i>	37
5.1.2 <i>Varianta 2</i>	37
5.2 PŘEDPOKLADY MODELU	38
5.2.1 <i>Předpoklady variant</i>	38
6. OCENĚNÍ	44
6.1 DEFINICE OBECNĚ UZNÁVANÝCH OCENOVACÍCH POSTUPŮ	44
6.2 POSTUP VOLBY METODY OCENĚNÍ	45
6.3 KATEGORIE HODNOTY.....	46
6.4 VÝBĚR METODY OCENĚNÍ.....	47
6.5 METODA DCF EQUITY.....	48
6.5.1 <i>Diskontní míra</i>	48
6.6 VYMEZENÍ VOLNÝCH PENĚZNÍCH TOKŮ V RÁMCI DCF EQUITY	52
6.6.1 <i>Současná hodnota první fáze</i>	52
6.6.2 <i>Pokračující hodnota</i>	52
6.7 STANOVENÍ VÝSLEDNÉ SOUČASNÉ HODNOTY PŘEDMĚTU OCENĚNÍ.....	53

6.7.1 Stanovení současné hodnoty jednotlivých variant	53
6.7.2 Stanovení současné hodnoty Provozovny a Činností.....	53
6.8 ZÁVĚR	54
7. ZNALECKÝ NÁLEZ	56
8. ZNALECKÁ DOLOŽKA.....	58
9. PROHLÁŠENÍ ZPRACOVATELE	59
10. POUŽITÁ LITERATURA.....	60
11. PŘÍLOHY.....	61

1. ÚVOD

1.1 Základní informace

V případě, že v textu není uvedeno jinak, veškeré identifikační údaje o společnosti AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. se sídlem Pražská 1321/38a, Hostivař, 102 00 Praha 10, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl C, vložka 19775 (dále také „Společnost“) a její Provozovně C20 Praha (dále také „Provozovna“) jsou platné k datu ocenění.

1.2 Předmět a účel ocenění

Předmětem ocenění je stanovit hodnotu části závodu AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. (Provozovna C20 Praha) a jeho části představované výkonem činností pro zákazníka hlavní město Praha, tj. zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hlavního města Prahy v období 2016 - 2026 (dále také „Činnosti“) pro interní účely Společnosti.

1.3 Datum ocenění

Ocenění je provedeno ke dni 31. 12. 2016 při zohlednění skutečnosti možného převodu Činností na jiného poskytovatele v letech 2019 - 2025. Poslední poskytnuté informace, které mohou mít vliv na ocenění, byly získány k datu zpracování tohoto znaleckého posudku.

1.4 Objednateľ ocenění

Objednatelem ocenění je společnost EP Industries, a.s. se sídlem Pařížská 130/26, Josefov, 100 00 Praha 1, IČ: 292 94 746.

1.5 Zpracovatel ocenění

ESTIMATES Consulting s.r.o. podává znalecký posudek jako znalecký ústav zapsaný Ministerstvem spravedlnosti ČR dne 4. 2. 2013 pod zn. 142/2012-OSD-SZN/12 do I. oddílu seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění pro ceny a odhady - oceňování nemovitostí. Na základě rozhodnutí ministra spravedlnosti ze dne 15. 7. 2016 č.j. MSP-10/2016-OOJ-SZN/7 bylo znalecké

oprávnění znaleckého ústavu ESTIMATES Consulting s.r.o. rozšířeno o znaleckou činnost v oboru ekonomika o oblast ceny a odhadů - podniků.

1.6 Konzultant znaleckého posudku

Konzultantem při ocenění je společnost BDO Advisory s.r.o. se sídlem Karolinská 661/4, Praha 8, PSČ 186 00, IČ: 272 44 784, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka 107235 (dále jen „BDO Advisory“).

1.7 Použité podklady pro zpracování ocenění

Pro zpracování ocenění byly použity zejména následující podklady:

- Údaje z účetnictví Společnosti za rok 2015 a 2016 pro Provozovnu C20 Praha
- Výpis z obchodního rejstříku Společnosti
- Smlouva o poskytování služeb č. INO/54/11/010585/2016, evid. č. 176852 na zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy v období 2016 - 2026.
- Finanční plán Provozovny C20 Praha na obd. let 2017 - 2026
- Další podklady, které jsou uvedeny v textu posudku
- Informace dostupné na internetových serverech Společnosti, Ministerstva financí ČR, České národní banky, Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, Českého statistického úřadu

1.8 Základní obecné předpoklady a omezující podmínky

Při zpracování tohoto ocenění byly dodrženy následující obecné předpoklady a omezující podmínky:

- Informace a podklady poskytnuté vedením Společnosti považuje Zpracovatel za věrohodné, pravdivé a správné. Další informace z ostatních (zejména veřejných) zdrojů, které byly v tomto materiálu použity, jsou rovněž považovány za věrohodné, pravdivé a správné.
- Obsah tohoto dokumentu je důvěrný, s výjimkami uvedenými níže, slouží pouze pro interní potřeby Společnosti.
- Tento dokument ani žádná jeho část nesmí být šířena třetím stranám bez předchozího souhlasu a schválení Zpracovatelem.

- Zpracovatel prohlašuje, že je nezávislý na předmětu ocenění, že nemá žádný současný ani budoucí zájem na majetku, který je předmětem ocenění, a že nemá žádný osobní ani majetkový vztah ke Společnosti či předmětu ocenění. Zpracovatel dále prohlašuje, že závěry tohoto materiálu vycházely z dokumentů, které mu byly předloženy vedením Společnosti. V případě, že vedení Společnosti nepředložilo Zpracovateli dokumenty, které mohly mít vliv na zpracování tohoto ocenění, nepřijímá Zpracovatel jakoukoli odpovědnost s touto skutečností související.
- Hodnoty prezentované v tomto ocenění jsou založeny na předpokladech v tomto dokumentu uvedených. Případné rozdíly mezi výslednými hodnotami a výstupy průběžných výpočtů jsou způsobeny zaokrouhlením (hodnoty jsou zaokrouhlovány matematicky na celé jednotky nahoru).
- Tento dokument je platný pouze pro výše uvedený účel ocenění k datu 31. 12. 2016 a nelze jej použít za jiným účelem.

2. POPIS PŘEDMĚTU OCENĚNÍ

2.1 Základní údaje o Společnosti, resp. Provozovně

Základní údaje o Společnosti a Provozovně k datu ocenění jsou shrnutý v následující tabulce.

Název:	AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o., Provozovna C20 Praha
Sídlo Společnosti:	Pražská 1321/38a, Hostivař, 102 00 Praha 10 ¹
IČO:	493 56 089
Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Datum zápisu do obchodního rejstříku:	27. dubna 1993
Výše základního kapitálu:	884 333 333 Kč

2.1.1 Předmět podnikání Společnosti, resp. Provozovny

Předmětem podnikání Společnosti podle obchodního rejstříku jsou následující činnosti:

- 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;
- geologické práce;
- opravy silničních vozidel;
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence;
- provádění staveb, jejich změny a odstraňování;
- výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení;

¹ Sídlo Provozovny: Areál společnosti Kovošrot group a.s., Ke Kablu 289, Hostivař, Praha 10.

- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona;
- montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení;
- zámečnictví, nástrojářství;
- montáž, opravy, revize a zkoušky plynových zařízení a plnění nádob plyny;
- montáž, opravy, revize a zkoušky tlakových zařízení a nádob na plyny;
- čištění a praní textilu a oděvů.

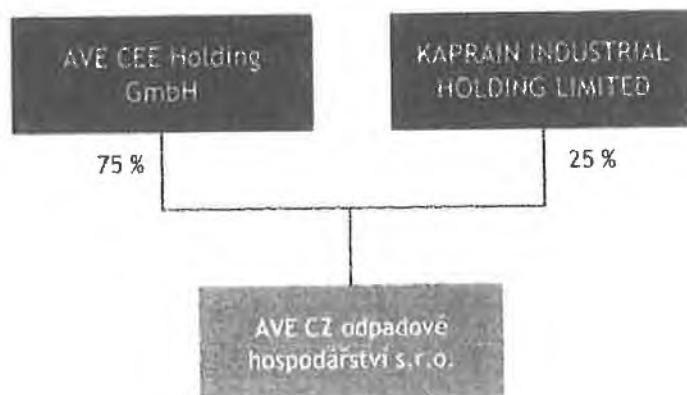
Provozovna jako organizační jednotka Společnosti zajišťuje tyto činnosti:

- svoz a likvidace komunálních odpadů;
- svoz a využití tříděných odpadů;
- svoz a likvidace velkoobjemových odpadů;
- zanáška nádob při svozu odpadu;
- nakládání s biologicky rozložitelnými odpady;
- svoz a recyklace stavebních odpadů;
- nakládání a likvidace nebezpečných odpadů;
- svoz a likvidace zdravotnických odpadů;
- svoz gastroodpadů;
- provoz obecních sběrných dvorů;
- úklid černých skládek;
- provozování překladiště odpadů;
- letní a zimní údržba chodníků a veřejných prostranství;
- vnitřní úklid objektů.

2.1.2 Vlastnická struktura Společnosti

Vlastnická struktura Společnosti je názorně zobrazena na obrázku níže. Společnost AVE CEE Holding GmbH je součástí skupiny EPI Holding, a.s.

Obrázek 2-1: Vlastnická struktura Společnosti



Zdroj: Společnost

2.1.3 Řídící a organizační struktura Společnosti, resp. Provozovny

Společnost má k datu ocenění 4 členy statutárního orgánu, z nichž za Společnost jednají a podepisují společně vždy alespoň dva jednatelé.

Statutární orgán je tvořen:

Jednatel	Mgr. ROMAN MUŽÍK, dat. nar. [REDACTED]
Jednatel	JIŘÍ NOVÁČEK, dat. nar. [REDACTED]
Den vzniku funkce: 12. listopadu 2013	
Jednatel	Ing. DUŠAN SVOBODA, dat. nar. [REDACTED]
	Den vzniku funkce: 18. prosince 2013
Jednatel	Bc. FRANTIŠEK DOMBEK, dat. nar. [REDACTED]
	Den vzniku funkce: 1. dubna 2015
Dozorčí rada je tvořena:	
Předseda dozorčí rady	Ing. KAREL PRAŽÁK, dat. nar. [REDACTED]

Den vzniku funkce: 2. června 2015

Den vzniku členství: 1. dubna 2015

Člen dozorčí rady

Ing. JAN ŽUREK, dat. nar. [REDACTED]

[REDACTED]
Den vzniku členství: 1. dubna 2015

Člen dozorčí rady

Mgr. HANA KREJČÍ, dat. nar. [REDACTED]

[REDACTED]
Den vzniku členství: 1. dubna 2015

Člen dozorčí rady

Ing. JAROMÍR ŠTANTEJSKÝ, dat. nar. [REDACTED]

[REDACTED]
Den vzniku členství: 1. dubna 2015

Člen dozorčí rady

KAREL STRNAD, dat. nar. [REDACTED]

[REDACTED]
Den vzniku členství: 1. dubna 2015

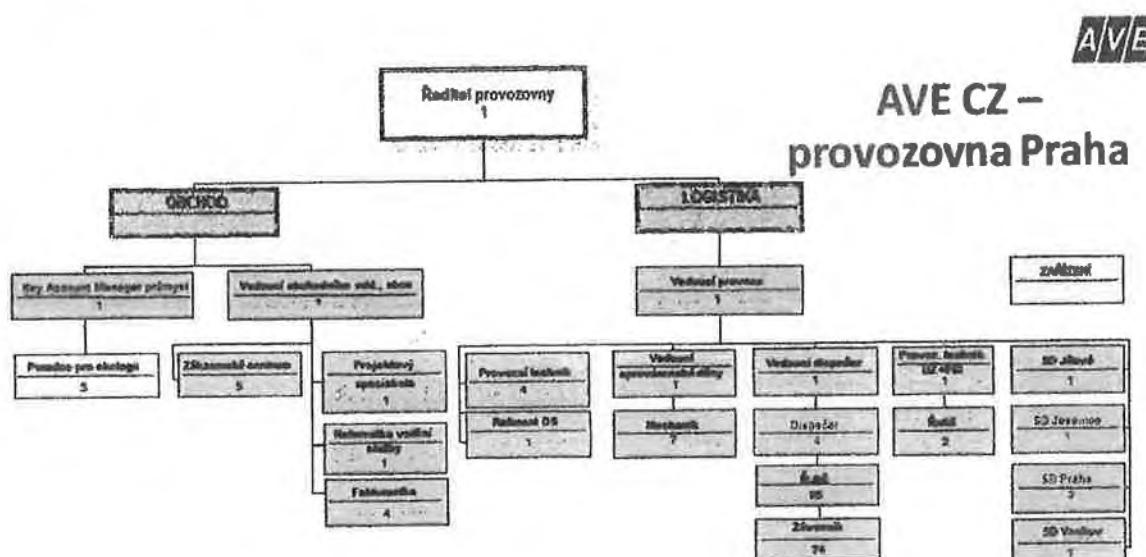
Z pohledu organizační struktury je Společnost členěna na tyto organizační útvary:

- servis Praha;
- provozovna Benátky nad Jizerou;
- provozovna Brno;
- provozovna Třebíč;
- provozovna Čáslav;
- provozovna Česká Lípa;
- provozovna České Budějovice;
- provozovna Frýdlant;
- provozovna Jindřichův Hradec;
- provozovna Karlovy Vary;
- provozovna Pardubice;
- provozovna Pardubice - Dašice;

- * provozovna Plzeň;
- * provozovna Praha;
- * provozovna Řetězce;
- * oddělení Sanace.

Organizační struktura Provozovny jakožto organizační Jednotky Společnosti je znázorněná na následujícím schématu.

Obrázek 2-2: Organizační struktura Provozovny



Zdroj: Společnost

2.1.4 Historie a současnost Provozovny

Provozovna je jedna z nejstarších a největších v rámci celé Společnosti. Její historie sahá až do roku 1994, kdy byla založena společnost RPS Ekologie, která se následně za procesu fúze stala součástí mateřské společnosti. V současné době je Provozovna součástí společnosti AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o.

Sídlo Provozovny se nachází v pronajatém areálu společnosti Kovošrot group a.s., Ke Kablu 289, Hostivař, Praha 10. Jedná se o velmi lukrativní prostor s ohledem na charakter podnikání Společnosti a také s ohledem na výbornou dostupnost koncových zařízení, zejména skládky AVE Benátky a spalovny ZEVO Malešice. Provozovna v areálu využívá především zpevněnou plochu pro parkování vozidel, dále zde provozuje jedno z největších překladišť odpadu v Praze. Součástí pronajatých prostor je také objekt dílen pro servis vlastních vozidel a kancelářské prostory pro 25 zaměstnanců.

Za dobu existence Provozovny až do současnosti se její činnost výrazně rozšířila jednak o nové zakázky v základní oblasti nakládání s odpady a jednak o nové činnosti, jako například provoz překládací stanice odpadů, který organicky roste již od roku 2010. Zcela novými činnostmi Provozovny od r. 2015 jsou rovněž služby Facility management - vnitřní úklidy administrativních objektů nebo stále žádané služby spočívající v údržbě zeleně zejména pro úřady správy obecního majetku - obce a MČ Prahy.

Základem pro poskytování kvalitních komunálních služeb na Provozovně jsou lidské zdroje, provozní tým řidičů a popelářů v aktuálním počtu cca 170 zaměstnanců v dělnických profesích pod vedením zkušeného týmu dispečerů a provozních techniků, kteří zajišťují odvoz odpadu od 400 tisíc obyvatel v Praze a okolí a téměř 4 tisíc podnikatelských subjektů.

Podporou činnosti dispečinka je oddělení oprav vozidel pod vedením jednoho pracovníka, který má na starosti provozuschopnost více než 90 nákladních vozidel v různé specifikaci zahrnující mimo jiné lehké 3,5 tunové úklidové valníky, běžné nosiče kontejnerů, těžké více než 20 tunové popelářské speciály pro sběr směsných nebo vytříděných složek komunálních odpadů. V majetku a evidenci Provozovny je též více než 40 000 ks odpadových nádob, o jejich údržbu a obnovu stará jeden odborný zaměstnanec.

Obchodní oddělení Provozovny je rozděleno na pracoviště se zaměřením na drobné klienty a občany tj. Zákaznické centrum s 5 referentkami, dále oddělení poradců pro ekologii - průmysl se 4 pracovníky. Obchodní zajištění spravují 2 pracovníci. Fakturační oddělení Provozovny v počtu 4 fakturantek vystaví a zpracuje podklady cca 25 tisíc ks faktur ročně. Za evidenci odpadů vč. vážení přijatých odpadů odpovídá jeden pracovník.

3. STRATEGICKÁ ANALÝZA

Cílem strategické analýzy je předložit stručné zhodnocení vnějšího potenciálu Společnosti, resp. Provozovny a následně identifikovat / představit hlavní konkurenty, kteří Společnosti, resp. Provozovně ve svých činnostech konkurují.

3.1 Analýza vnějšího potenciálu

V následující části jsou pro účely analýzy vnějšího potenciálu Společnosti, resp. Provozovny zpracované jednotlivé faktory působící na relevantní trh. Ve své první části je kapitola věnována vymezení relevantního trhu, založeného na kombinaci dílčích aspektů a charakteristik, dále následuje analýza makroekonomické situace České republiky s důrazem na vývoj hlavních makroekonomických veličin, posléze jsou identifikovány klíčové ukazatele v oblasti odpadového hospodářství, jejichž vývojové tendenze poskytují stručný náhled na hospodářskou situaci v rámci zkoumaného relevantního trhu.

3.1.1 Vymezení relevantního trhu

Relevantní trh je pro účely ocenění Provozovny definován na základě kombinace několika hledisek. Zkoumáno bylo věcné, územní, zákaznické a konkurenční hledisko.

Věcné hledisko

Z hlediska klasifikace ekonomických činností CZ-NACE je Provozovna - jako součást Společnosti zařazena do obdobné sekce i oddílu tak, jak je zachyceno v tabulce níže.

Název subjektu	Sekce CZ-NACE	Oddíl CZ-NACE
AVE CZ Odpadové hospodářství s.r.o.	E - Zásobování vodou; činnosti související s odpady a sanacemi	38 - Shromažďování, sběr a odstraňování odpadů, úprava odpadů k dalšímu využití

Územní hledisko

Územní hledisko určení relevantního trhu je, vzhledem k působnosti Společnosti ve všech krajích ČR, definováno trhem České republiky. Pro účely ocenění je však klíčovým územním hlediskem Provozovny, v rámci kterého je za relevantní považována oblast hlavního města Prahy, resp. subjekty na tomto dílčím trhu působící.

Zákaznické hledisko

Zákaznické portfolio Provozovny je možné rozdělit do několika základních oblastí:

- Hlavní město Praha;
- Obce;
- Vlastníci rodinných domů a bytových jednotek;
- Živnostenské, podnikatelské a ostatní subjekty.

Hlavní město Praha

Provozovna zajišťuje služby občanům v systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy od r. 2001, kdy byla jedním ze subdodavatelů společnosti Pražské služby a.s. Následně v r. 2014 získala přímou smlouvu s hl. m. Praha. V roce 2016 založila Společnost společně se společností Pražské služby a.s. konsorcium s názvem „Pražské odpady 2016 - 2025“, které uspělo ve veřejné zakázce Zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy v období 2016 - 2026. Smlouva s hl. m. Praha na zajištění tohoto systému je uzavřena s platností od 19. 7. 2016 na 10 let. Podíl Společnosti (vč. subdodavatele Komwag, podnik čistoty a údržby města, a.s.) na ročním plnění této zakázky činí téměř 290 mil. Kč bez DPH, přičemž Provozovna obsluhuje více než 400 tis. obyvatel.

Cena za poskytnuté služby je stanovena na základě součinu stanovených jednotkových cen a skutečného objemu jednotlivých plnění v daném období. Předpokládaný rozsah poskytnutých služeb, resp. jeho nárůst je jednou ročně mezi smluvními stranami upřesňován. Smlouva obsahuje inflační a deflační doložku, jež umožňuje uplatnit dodavateli, resp. odběrateli nárok na zvýšení, resp. snížení jednotkových cen za plnění předmětu smlouvy o míru inflace, resp. deflace za uvedené období přesahující 2% při dosažení míry inflace, resp. deflace vyšší než 2 % za 12 po sobě jdoucích měsíců.

Smluvní strany jsou oprávněny smlouvu vypovědět bez udání důvodu, a to s výpovědní dobou v délce 12 měsíců, která počíná běžet prvním kalendářním dnem měsíce následujícího po doručení výpověď druhé smluvní straně. Garantovaná doba, po kterou nebude moci být smlouva takto (tedy bez uvedení důvodu) vypovězena, je 24 měsíců od nabytí účinnosti smlouvy v celém jejím rozsahu. Ve vztahu k plnění zajišťování činností pro zařazené původce lze smlouvu bez udání důvodu vypovědět kdykoli (tedy bez respektování výše uvedené garantované doby) se šestiměsíční výpovědní dobou, která počíná běžet

prvním kalendářním dnem měsíce následujícího po doručení výpovědi druhé smluvní straně. Zařazenými původci jsou právnické osoby a fyzické osoby oprávněné k podnikání, kteří na základě smlouvy s hlavním městem Praha využívají systém nakládání s odpady.

V rámci samostatných smluv mimo zakázky komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Praha Provozovna zajišťuje provoz sběrného dvoru Vackov a podílí se na svozu velkoobjemového odpadu dle harmonogramu přistavení velkoobjemových kontejnerů na vybraných stanovištích v Praze.

Obce

Provozovna zajišťuje svoz a odstranění nebo využití komunálních odpadů celkem 20-ti obcím zejména v jižní a jihozápadní části Středočeského kraje s celkovým počtem 27 tis. obyvatel a řady rekreačních objektů. V posledních letech provozovna rozšířila svoz směsného a standardního tříděného odpadu (papír, plasty, sklo, tetrapak) o nové komodity tříděného odpadu, a to bioodpady, kovy a použité potravinářské oleje. Dále provozuje pro občany sběrný dvůr v Jesenici u Prahy a v ostatních obcích zajišťuje mobilní svoz nebezpečných a objemných odpadů. Celkový roční objem služeb pro obce činí 70 mil. Kč bez DPH. Většina smluv s obcemi je uzavřena na dobu neurčitou s výpovědní lhůtou 6 měsíců, některé 12 měsíců; vzhledem k vysoké kvalitě poskytovaných služeb nedochází k situacím, že by obce uzavřené smlouvy vypovídaly - počet obecních zákazníků v čase roste.

Vlastníci rodinných domů a bytových jednotek

Vlastníkům domů v hl. m. Praha Provozovna nabízí nadstandardní služby úzce související se zajištěním svozu směsného komunálního odpadu, tzv. zanášku nádob nebo odemykání dveří nebo nádob. V současné době je uzavřeno celkem 2 700 smluv v celkovém objemu 7,9 mil. Kč bez DPH ročně. Smlouvy jsou uzavírány na dobu neurčitou s výpovědní lhůtou 1 měsíc tak, aby bylo možné reagovat na změny systému svozu hl. m. Praha.

Živnostenské, podnikatelské a ostatní subjekty

Služby odpadového hospodářství Provozovna také poskytuje v Praze a okolí celkem 3 900 obchodním partnerům, živnostenským či podnikatelským subjektům, úřadům, neziskovým organizacím apod. Celkový roční objem služeb činí 80 mil. Kč bez DPH. Smlouvy jsou ve většině případů uzavřeny na dobu neurčitou s výpovědní lhůtou 6 měsíců. V případě specifických zákazníků nebo podmínek výběrových řízení jsou smluvní podmínky

individuální a výpovědní lhůty 1 až 3 měsíce. V oblasti služeb pro živnostenské a podnikatelské subjekty má Společnost na území hl. m. Praha výjimečné postavení díky rozsahu Provozovny; důsledkem jsou výhodné obchodní podmínky, které je Provozovna schopna podnikatelským a živnostenským subjektům nabízet, a proto jejich počet v čase narůstá.

Významným zázemím pro činnost Provozovny je překladiště odpadů v areálu provozovny Ke Kablu a v Jílovém u Prahy. Překladiště jsou využívána k internímu nakládání s odpady a současně příjmu odpadu i od 57 externích smluvních partnerů většinou z řad svozových nebo stavebních firem nebo přepravců odpadu v ročním objemu 35 mil. Kč bez DPH.

Od roku 2015 se Provozovna zaměřuje na poskytování nového segmentu služeb - Facility management, a to služby vnitřního a vnějšího úklidu vč. dodávek hygienického materiálu, údržby zeleně a zimní údržby. Celkem 5 smluvních partnerů a několik jednorázových akcí generují roční obrat v objemu 7 mil. Kč bez DPH.

Pro účely ocenění byly výše zmíněné zákaznické segmenty agregovány a definovány následující klíčové segmenty: Segment Praha, Segment Živnostenské a podnikatelské subjekty (dále jen „Segment Živnostníci“), Segment Ostatní.

Konkurenční hledisko

Z pohledu konkurenčního srovnání jsou pro Společnost a zejména její Provozovnu významné, z hlediska potenciálního dopadu, ekonomicky větší subjekty s alespoň 100 nebo více zaměstnanci, jejichž hlavní činnost představuje rovněž shromažďování, sběr a odstraňování odpadů, úprava odpadů k dalšímu využití, tedy oddíl 38, sekce E klasifikace ekonomických činností CZ-NACE.

Identifikace hlavních konkurentů Společnosti je součástí kapitoly 3.2 Identifikace konkurenčního prostředí.

3.1.2 Makroekonomická situace České republiky

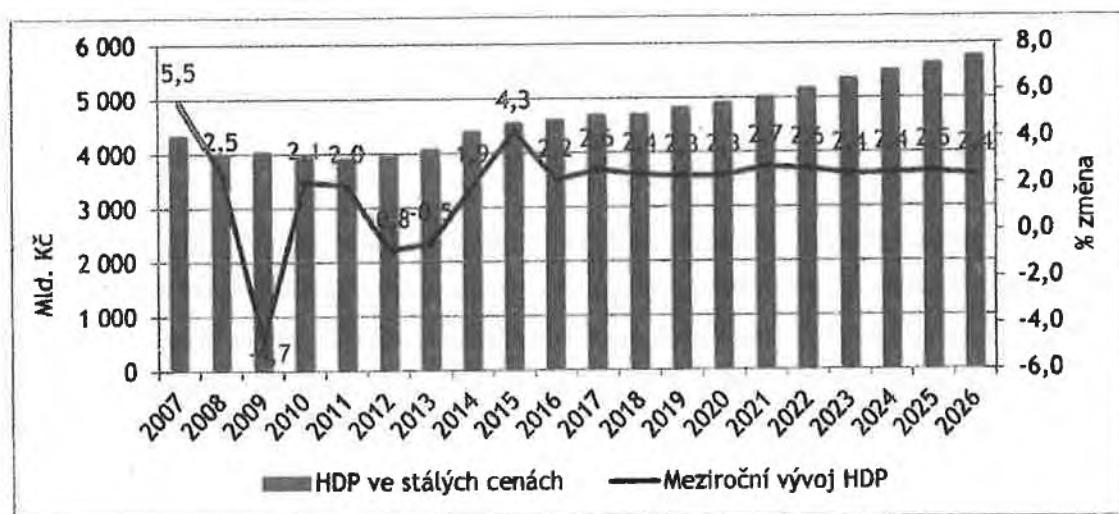
V následující části jsou uvedeny základní makroekonomické faktory, jejichž vývoj ovlivňuje i činnost Provozovny. Tento přehled zároveň poskytuje informace ohledně minulé, aktuální, případně budoucí situace na trhu, v rámci kterého daná Provozovna působí, a rovněž informace o vývoji trhu ve vztahu k trhu globálnímu.

Hospodářský vývoj v ČR

Hrubý domácí produkt (ve stálých cenách) v České republice zaznamenal v roce 2016 po dvou růstových letech opět meziroční nárůst, tentokrát ve výši 2,2 %. Klíčovým faktorem podílejícím se na tomto pohybu byla zejména zvýšená spotřeba v soukromém sektoru projevující se v nárůstu domácí a zahraniční poptávky, a rovněž nárůst fixních investic. Spotřeba domácností byla podpořena primárně rostoucí spotřebitelskou důvěrou a snižující mírou nezaměstnanosti. V oblasti fixních investic se na akceleraci HDP pozitivně projevilo zejména zvýšené čerpání finančních prostředků z fondů Evropské Unie.

Pro následující období je predikován meziroční růst hrubého domácího produktu (ve stálých cenách) ve výši 2,6 % v roce 2017 a ve výši 2,4 % v roce 2018. Klíčovým faktorem i nadále zůstane domácí poptávka.² Vývoj reálného HDP České republiky ve stálých cenách z pohledu absolutního korunového vyjádření a procentní meziroční změny ve sledovaném období zobrazuje následující graf.

Graf 3-1: Vývoj HDP ve stálých cenách (mld. Kč, levá osa) a meziroční změna (v %, pravá osa)



Zdroj: Oxford Economics (July 2016), vlastní zpracování

² NAVRÁTIL, David a Jan SEDINA. Czech Republic | Macro Outlook. CZ Macro Outlook: Czech economy on an accelerating growth path [online]. [cit. 2017-01-13]. Dostupné z:

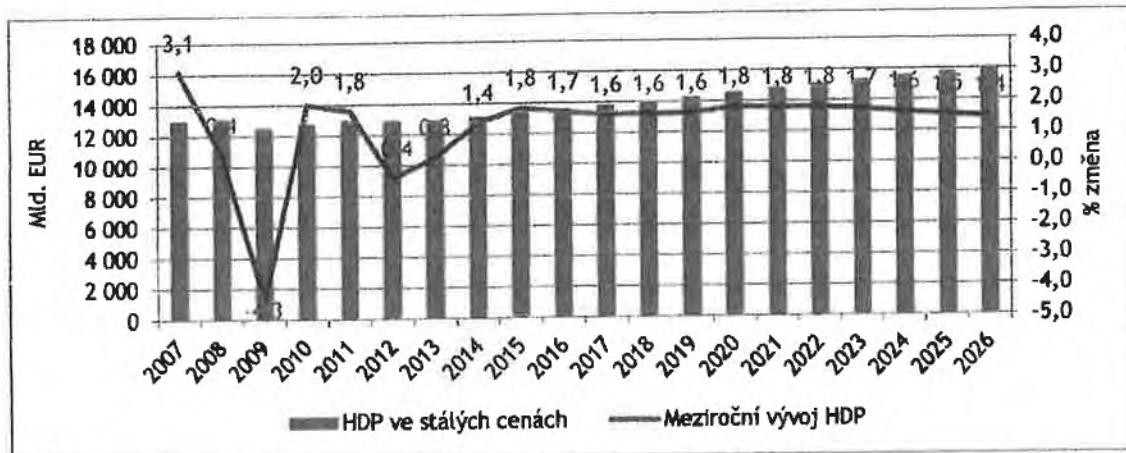
https://cz.products.erste-group.com/Retail/cs/AnaluC3uBDzy_a_prognuC3uB3zy/VyhleduC3uA1vuC3uA1nuC3uAD_analuC3uBDz/Detail_analuC3uBDzy/index.phtml?ID_ENTRY=32496

Vývoj průměrných spotřebitelských cen v období let 2007 - 2015 byl v České republice značně kolísavý. Nejvyšší procento v tomto období dosáhly těsně před začátkem hospodářské krize, a to v roce 2008. Od roku 2012 se procento průměrných spotřebitelských cen postupně snižovalo a v letech 2014 a 2015 již bylo na stabilní úrovni. Mírný nárůst a následné udržení stabilní úrovně se očekává i v následujících letech, a to přibližně na úrovni 1 %.

Hospodářský vývoj v EU

Tempo růstu HDP v rámci Evropské Unie je od roku 2012 stabilně rostoucí. V celém sledovaném období se ekonomika Evropské Unie propadla do recese pouze v roce 2009 v důsledku světové hospodářské krize a v roce 2012, kdy byla recese způsobená měnovou krizí v EU a problémy řecké ekonomiky. V následujících obdobích je předpokládaný stabilní růst HDP v rozmezí 1,4 - 1,8 %. Vývoj reálného HDP Evropské Unie ve stálých cenách z pohledu absolutního vyjádření v EUR a procentní meziroční změny ve sledovaném období zobrazuje následující graf.

Graf 3-2: Vývoj HDP ve stálých cenách (mld. EUR, levá osa) a meziroční změna (v %, pravá osa)



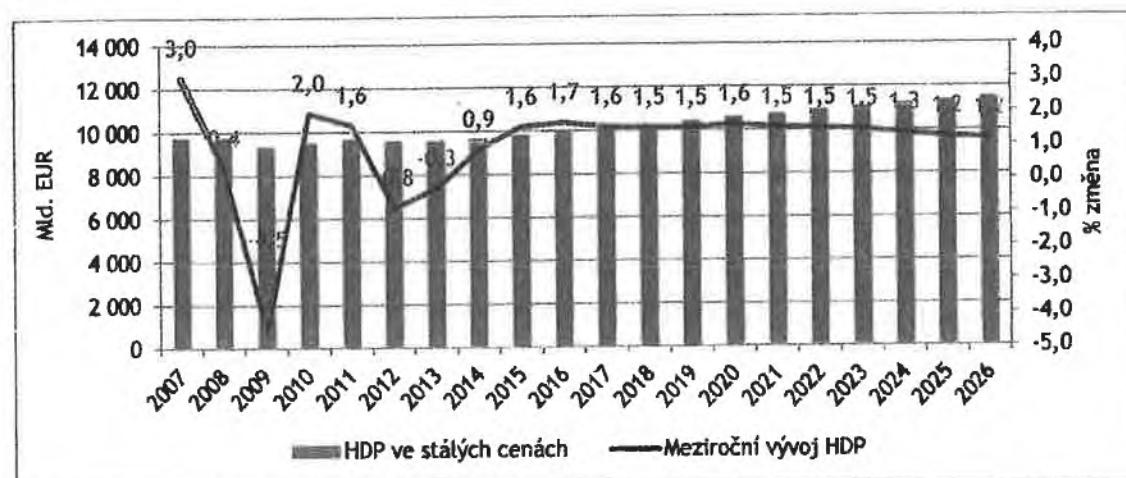
Zdroj: Oxford Economics (July 2016), vlastní zpracování

Průměrné spotřebitelské ceny byly podobně jako v České republice ve sledovaném období značně kolísavé. Od roku 2011 byl trend výrazně klesající a dostal se z 3,1 % v roce 2011 až na -0,01 % v roce 2015. V dalším období se očekává mírný nárůst a následné udržení stabilní hladiny kolem 1 %.

Hospodářský vývoj v Eurozóně

Ve srovnání s ekonomikou EU byl vývoj Eurozóny až na menší odchylky téměř identický a podobný předpoklad platí i do budoucna. Ze střednědobého pohledu vývoje je očekáváno, že tempo růstu HDP Eurozóny do roku 2020 poroste pomaleji než ekonomika České republiky. Průměrný meziroční růst Eurozóny je odhadován na úrovni 1,5 %.

Graf 3-3: Vývoj HDP v stálých cenách (mld. EUR, levá osa) a meziroční změna (v %, pravá osa)



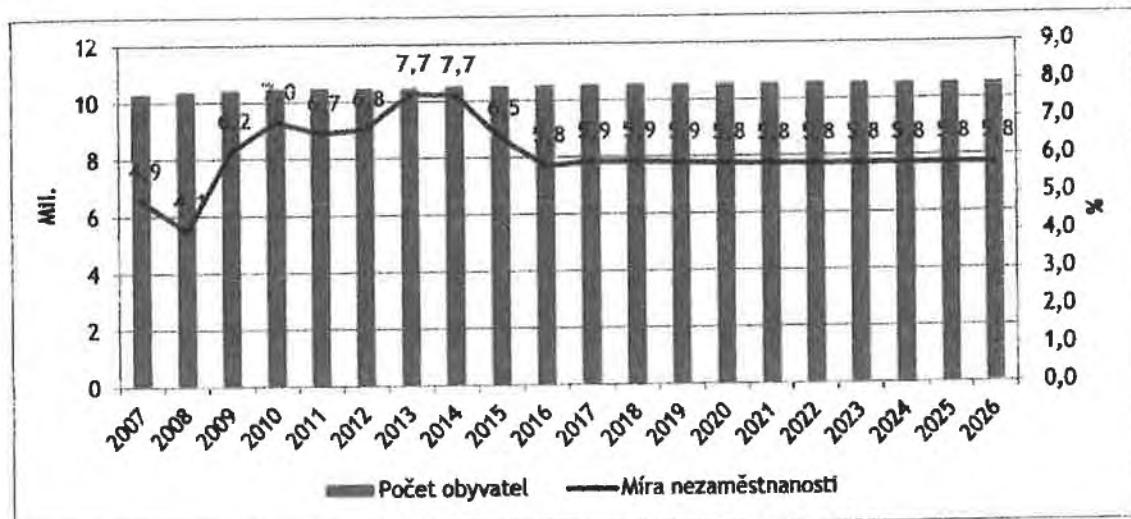
Zdroj: Oxford Economics (July 2016), vlastní zpracování

Vývoj průměrných spotřebitelských cen se pohyboval identickým trendem jako i v EU, od roku 2012 stabilně klesal, až dosáhl úrovně 0,0 % v roce 2015. Předpokládané hodnoty v dalším období jsou průměrně na úrovni přibližně 1,0 %.

Populace, nezaměstnanost v ČR

Demografický vývoj obyvatelstva v České republice se již několik let potýká s trendem stárnutí obyvatelstva, kdy roste počet seniorů a na druhé straně klesá počet obyvatel v produktivním věku. Naopak pozitivním faktorem je klesající míra nezaměstnanosti v posledních dvou letech, která v prosinci 2016 dosáhla úrovně 5,2 %. Růst HDP a nízká míra nezaměstnanosti vyvolává současně tlak na vyšší růst mezd.

Graf 3-4: Vývoj počtu obyvatel (v mil., levá osa), vývoj míry nezaměstnanosti (v %, pravá osa)

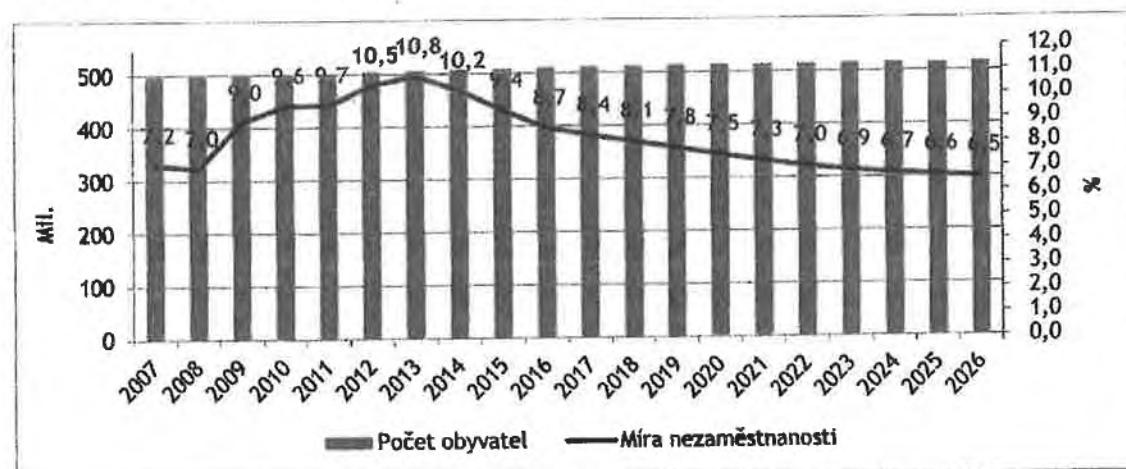


Zdroj: Oxford Economics (July 2016), vlastní zpracování

Populace, nezaměstnanost v EU

Celkový počet obyvatel Evropské Unie po celé sledované období rostl a ve stejném trendu bude podle predikcí pokračovat i nadále. Míra nezaměstnanosti dosahovala z důvodu ekonomické a měnové krize nárůst v období 2008 - 2013, od roku 2013 ale každoročně klesá a pokles míry nezaměstnanosti je očekávaný i v dalších letech.

Graf 3-5: Vývoj počtu obyvatel v Evropské Unii (v mil., levá osa), vývoj míry nezaměstnanosti (v %, pravá osa)

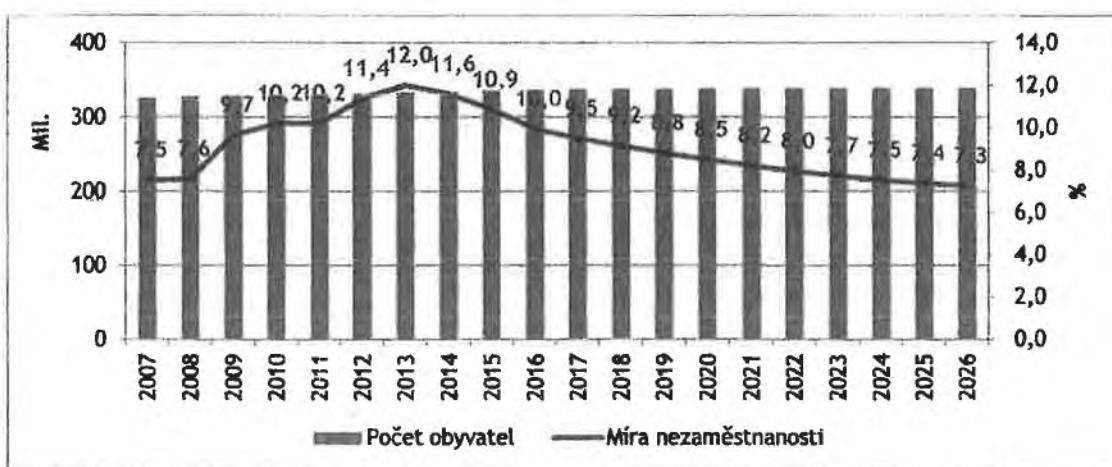


Zdroj: Oxford Economics (July 2016), vlastní zpracování

Populace, nezaměstnanost v Eurozóně

Podobně jako i při předchozích makroekonomických ukazatelích je vývoj v Eurozóně velmi podobný tomu, který je v rámci celé Evropské Unie. Počet obyvatel během celého minulého období stoupal a s velkou pravděpodobností bude stoupat i nadále. Míra nezaměstnanosti měla identický trend jako v celé EU a v budoucnu by se měla rovněž snižovat.

Graf 3-6: Vývoj počtu obyvatel v Eurozóně (v mil., levá osa), vývoj míry nezaměstnanosti (v %, pravá osa)

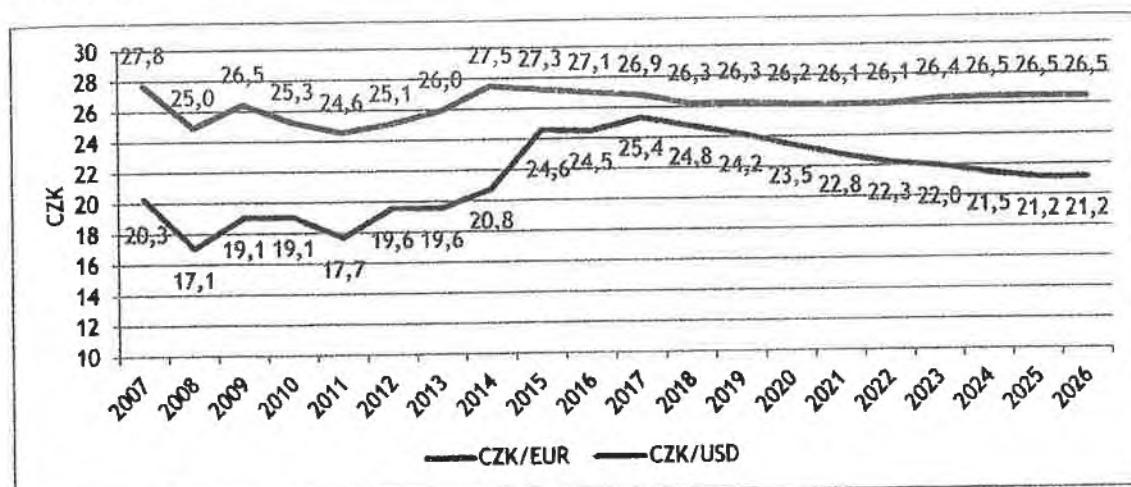


Zdroj: Oxford Economics (July 2016), vlastní zpracování

Měnový kurz

Vývoj kurzu české koruny byl od roku 2013 značně ovlivněn činností České národní banky, která se v rámci své monetární politiky snažila tlačit na oslabení kurzu české koruny. V polovině roku 2017 se dle prohlášení bankovní rady České národní banky (ČNB) ze dne 22. prosince 2016 očekává, že ČNB ustoupí od oslabování koruny a kurz se postupně začne vracet do úrovně z roku 2013. Následně by se měl kurz české koruny vůči euru začít stabilizovat a vůči americkému dolaru ještě mírně posilovat.

Graf 3-7: Vývoj měnových kurzů CZK/EUR a CZK/USD



Zdroj: Oxford Economics (July 2016), vlastní zpracování

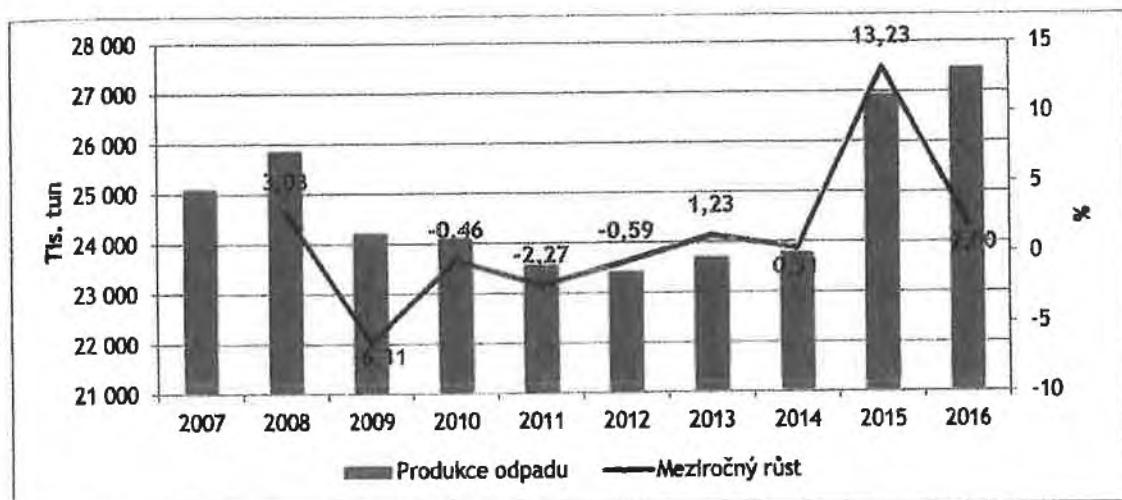
3.1.3 Vybrané ukazatele v oblasti nakládání s odpady a jejich prognóza

V rámci této kapitoly jsou uvedeny hlavní ukazatele v oblasti nakládání s odpady. Důraz je věnován především na množství produkovaného odpadu ve fyzických jednotkách či způsobu nakládání s odpady.

Produkce odpadů

Počet vyprodukovaného odpadu dosáhl v rámci sledovaného období 2007 - 2016 nejvyššího růstu v roce 2015, kdy produkce odpadu vzrostla o více než 13 % oproti roku 2014. Celkový trend v letech 2007 - 2015 byl rostoucí, stabilní růst produkce odpadu bude pravděpodobně pokračovat i v dalším období.

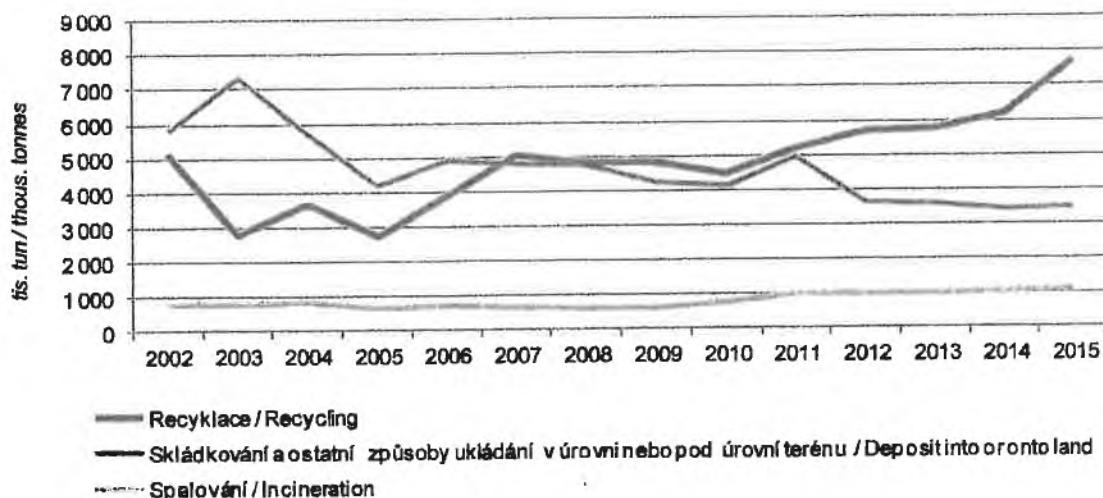
Graf 3-8: Vývoj počtu produkovaného odpadu v České republice (tis. ton, levá osa), meziroční růst (v %, pravá osa)



Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Z hlediska způsobů nakládání s odpady v čase (období 2002 až 2016) lze pozorovat určité trendy. Postupně dochází ke snižování množství odpadu, který je ukládán na skládkách, příp. v úrovni nebo pod úrovni terénu. Od roku 2003 do roku 2015 pokleslo roční množství takto uloženého odpadu z více než 7 mil. tun na méně než 4 mil. tun. Inverzní vývoj má naopak množství odpadu, který je recyklován. Zatímco v roce 2003 bylo recyklováno méně než 3 mil. tun odpadu, v roce 2016 to již bylo téměř 8 mil. tun. Množství odpadu zpracovaného spálením je, vyjádřeno ve fyzických jednotkách, po celé sledované období téměř konstantní a pohybuje se kolem hranice 1 mil. tun. Z hlediska podílu jednotlivých způsobů nakládání s odpady má v roce 2016 nejvyšší podíl recyklace 62,5 %, skládkování má podíl 28,3 % a spalování 9,2 %. Od roku 2012 vzrostl podíl recyklovaného odpadu o 7 %, a to na úkor odpadu uloženého na skládkách, příp. v úrovni nebo pod úrovni terénu. Podíl spalovaného odpadu je téměř konstantní a pohybuje se v rozmezí 9 - 10 %. Graficky zobrazuje vývoj způsobu nakládání s odpady níže uvedený graf.

Graf 3-9: Vývoj způsobu nakládání s odpady (tis. tun)



Zdroj: ČSÚ

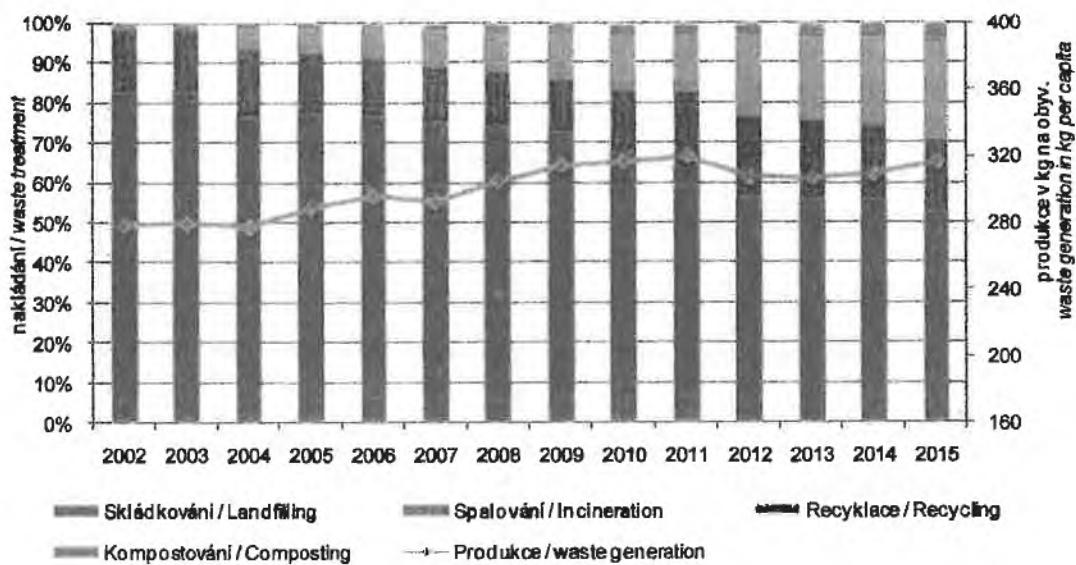
Produkce a nakládání s komunálními odpady

Z pohledu produkce a nakládání s komunálním odpadem lze pozorovat obdobný vývoj, jaký je již popsán výše.

Podíl i celkové množství komunálního odpadu ve fyzických jednotkách, které je uloženo na skládkách, v čase výrazně klesá, a to především díky narůstajícímu množství recyklovaného odpadu. Zatímco v roce 2002 bylo uloženo na skládkách více než 80 % vyprodukovaného komunálního odpadu, v roce 2016 to bylo již méně než 55 %. Trend nárůstu množství komunálního odpadu, který je recyklován, lze pozorovat od roku 2004. V roce 2016 je již recyklováno více než 25 % vyprodukovaného komunálního odpadu. Téměř 5 % vyprodukovaného komunálního odpadu bylo v roce 2016 kompostováno (podíl kompostovaného odpadu má přitom jednoznačně rostoucí tendenci).

Graficky zobrazuje vývoj produkce (ve fyzických jednotkách na osobu) a nakládání s komunálními odpady níže uvedený graf.

Graf 3-10: Vývoj produkce odpadu (ve fyzických jednotkách na osobu) a nakládání s komunálními odpady



Zdroj: ČSÚ

3.1.4 Prognóza vývoje trhu

V souvislosti s novým zákonem o odpadech, který pracuje s úplným zákazem skládkování od roku 2024 dále, lze předpokládat určité aspekty dalšího vývoje trhu. V oblasti zpracování odpadu lze očekávat nárůst významu recyklace a očekávateľný je i nárůst podílu spalovaného a kompostovaného odpadu.

V rámci existujícího plánu odpadového hospodářství pro Českou republiku³ je definován následující cíl, jež má být splněn do roku 2020 a podporuje očekávání růstu významu recyklace, jakožto způsobu zpracování odpadu:

- zvýšit nejméně na 50 % hmotnosti celkovou úroveň přípravy k opětovnému použití a recyklaci alespoň u odpadů z materiálů jako je papír, plast, kov, sklo, pocházejících z domácností a případně odpady jiného původu, pokud jsou tyto toky odpadů podobné odpadům domácností.

V rámci Krajského plánu odpadového hospodářství hlavního města Prahy pro období 2016 - 2026 je definováno 61 cílů (hlavních i vedlejších) a soustava indikátorů sloužících ke

³ Plán odpadového hospodářství České republiky pro období 2015 - 2024 [online]. 2014 [cit. 2017-01-13]. Dostupné z: [http://www.mzp.cz/C1257458002F0DC7/cz/poh_cr_prislusne_dokumenty/\\$FILE/OODP-POH_CR_2015_2024_schvalena_verze_20150113.pdf](http://www.mzp.cz/C1257458002F0DC7/cz/poh_cr_prislusne_dokumenty/$FILE/OODP-POH_CR_2015_2024_schvalena_verze_20150113.pdf)

sledování a vyhodnocení míry plnění krajského i celorepublikového plánu odpadového hospodářství.

Cíle uvedené v Krajském plánu odpadového hospodářství hlavního města Praha nabízí jednoznačná vodítka pro odvození dalšího vývoje trhu a očekávatelných trendů. Mezi cíli, které dokument obsahuje, jsou například níže uvedené body:

- Směsný komunální odpad (po vytřídění materiálově využitelných složek, nebezpečných složek a biologicky rozložitelných odpadů) zejména energeticky využívat v zařízeních k tomu určených v souladu s platnou legislativou.
- Snížit maximální množství biologicky rozložitelných komunálních odpadů ukládaných na skládky tak, aby podíl této složky činil v roce 2020 nejvíce 35 % hmotnosti z celkového množství biologicky rozložitelných komunálních odpadů v roce 1995.
- Zvýšit do roku 2020 nejméně na 70 % hmotnosti míru přípravy k opětovnému použití a míru recyklace stavebních a demoličních odpadů a jiných druhů jejich materiálového využití, včetně zásypů, při nichž jsou materiály nahrazeny v souladu splatnou legislativou stavebním a demoličním odpadem kategorie ostatní s výjimkou v přírodě se vyskytujících materiálů uvedených v Katalogu odpadů pod katalogovým číslem 17 05 04 (zemina a kamení).
- Snižovat měrnou produkci nebezpečných odpadů.
- Zvyšovat podíl materiálově využitých nebezpečných odpadů.
- Minimalizovat negativní účinky při nakládání s nebezpečnými odpady na lidské zdraví a životní prostředí.
- Odstranit staré záteže, kde se nacházejí nebezpečné odpady.
- Zvýšit celkovou recyklaci obalů na úroveň 70 % do roku 2020. Zvýšit celkové využití odpadů z obalů na úroveň 80 % do roku 2020. Zvýšit recyklaci plastových obalů na úroveň 50 % do roku 2020. Zvýšit recyklaci kovových obalů na úroveň 55 % do roku 2020. Dosáhnout 55 % celkového využití prodejných obalů určených spotřebiteli do roku 2020. Dosáhnout 50 % recyklace prodejných obalů určených spotřebiteli do roku 2020.
- Dosahovat vysoké úrovni tříděného sběru odpadních elektrických a elektronických zařízení.

Krajský plán odpadového hospodářství hlavního města Praha dále obsahuje cíle pro recyklaci a využití obalových odpadů, uvedeno v tabulce níže, a to dle jednotlivých druhů použitých materiálů.

Tabulka 3-1: Cíle pro recyklaci odpadů z obalu

Cíle pro recyklaci odpadů z obalu / do 31. 12. daného roku	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)	2020 (%)
papírových a lepenkových	75	75	75	75	75	75
skleněných	75	75	75	75	75	75
plastových	40	45	45	45	45	50
kovových	55	55	55	55	55	55
dřevěných	15	15	15	15	15	15
prodejních a určených spotřebitelů	40	40	44	46	48	50
celkem	60	60	65	65	65	70

Zdroj: Krajský plán odpadového hospodářství hlavního města Praha

S ohledem na předpokládaný demografický vývoj na území hlavního města Prahy v následujících letech, který uvažuje dle oficiálních predikcí s meziročním růstem počtu obyvatel o 2,5 až 3,5 % („Demografie, bydlení a veřejná vybavenost v Praze“, Institut plánování a rozvoje hlavního města Prahy, 2015), a současně postupné zvyšování objemu produkce komunálního odpadu na obyvatele související s postupným růstem životního úrovně lze reálně předpokládat v budoucnosti postupný růst celkového objemu komunálního odpadu na území hlavního města Prahy a okolí. Produkce komunálního odpadu na obyvatele v ČR dosahuje 317 kg/rok (rok 2015 dle statistik ČSÚ), přičemž například v Rakousku a SRN je to 578 resp. 617 kg/rok. Průměr EU 27 je pak 481 kg/rok.

3.2 Identifikace konkurenčního prostředí

V České republice je aktivních několik desítek společností zajišťujících shromažďování, sběr a odstraňování odpadů a úpravu odpadů k dalšímu využití. U většiny z těchto podniků ovšem uvedené aktivity nepředstavují převažující podnikatelskou činnost. Pozornost je z hlediska konkurence věnována společnostem působícím na relevantním trhu, tedy s obdobným zaměřením, velikostí, geografickou působností a zákaznickým portfoliem.

V návaznosti na vymezení relevantního trhu byli identifikováni nejvýznamnější konkurenți Společnosti. Všechny níže uvedené společnosti jsou, s výjimkou společnosti Pražské služby a.s., řádnými členy ČAOH (Česká asociace odpadového hospodářství). Na relevantním trhu působí následující konkurenți Společnosti, kteří jsou dále stručně představeni:

- Marius Pedersen a.s.
- Komwag, podnik čistoty a údržby města, a.s.
- FCC Česká republika, s.r.o.
- IPODEC - ČISTÉ MĚSTO a.s
- Pražské služby, a.s.

Marius Pedersen a.s.

Společnost Marius Pedersen a.s. byla založena v roce 1991 a jejím cílem bylo řešit moderním způsobem nakládání s odpady v podstatné části regionu východních Čech. Hlavními podnikatelskými aktivitami společnosti jsou nakládání se všemi druhy odpadů, kompletní řešení pro města a obce v oblasti údržby veřejných prostor a vývoj vlastních technologií na přepravu, zpracování a využití odpadů.

Klíčové identifikační údaje konkurenṭa Marius Pedersen a.s. jsou uvedeny v tabulce níže.

Název identifikačního údaje	Identifikační údaj
IČO	42194920
Právní forma	Akciová společnost
Datum vzniku	15.10.1991
Sídlo společnosti	Hradec Králové - Nový Hradec Králové, Průběžná 1940/3
Počet zaměstnanců	1500 - 1999
Hlavní činnosti podnikání (CZ-NACE)	38: Shromažďování, sběr a odstraňování odpadů, úprava odpadů k dalšímu využití, 016: Podpůrné činnosti pro zemědělství a posklizňové činnosti 47: Maloobchod, kromě motorových vozidel 49410: Silniční nákladní doprava, 52: Skladování a vedlejší činnosti v dopravě 49410: Silniční nákladní doprava,

Název identifikačního údaje	Identifikační údaj
	<p>711: Architektonické a inženýrské činnosti a související technické poradenství,</p> <p>7112: Inženýrské činnosti a související technické poradenství,</p> <p>71209: Ostatní technické zkoušky a analýzy,</p> <p>7490: Ostatní profesní, vědecké a technické činnosti j. n.,</p> <p>772: Pronájem a leasing výrobků pro osobní potřebu a převážně pro domácnost,</p> <p>81290: Ostatní úklidové činnosti</p>

Komwag, podnik čistoty a údržby města, a.s.

Společnost Komwag, podnik čistoty a údržby města, a.s. byla založena v roce 1996. Zázemí poskytuje společnosti dva hlavní akcionáři: rakouská společnost REIWAG Facility Services GmbH a Městská část Praha 2. Společnost nabízí širokou škálu služeb zahrnujících: svoz a likvidaci odpadu, poskytování kontejnerů na odpad, likvidaci černých skládek, správu motoristických, pěších a ostatních veřejných ploch, zimní a letní údržbu, atd.

Klíčové identifikační údaje konkurenta Komwag, podnik čistoty a údržby města, a.s. jsou uvedeny v tabulce níže.

Název identifikačního údaje	Identifikační údaj
IČO	61057606
Právní forma	Akciová společnost
Datum vzniku	1.4.1996
Sídlo společnosti	Praha - Vinohrady, Perucká 2542/10
Počet zaměstnanců	200 - 249
Hlavní činnosti podnikání (CZ-NACE)	<p>81290: Ostatní úklidové činnosti,</p> <p>016: Podpůrné činnosti pro zemědělství a posklizňové činnosti,</p> <p>38: Shromažďování, sběr a odstraňování odpadů, úprava odpadů k dalšímu využití,</p> <p>43390: Ostatní kompletační a dokončovací práce,</p> <p>45200: Opravy a údržba motorových vozidel, kromě motocyklů,</p> <p>49410: Silniční nákladní doprava,</p> <p>68320: Správa nemovitostí na základě smlouvy nebo dohody,</p> <p>74: Ostatní profesní, vědecké a technické činnosti</p>

FCC Česká republika, s.r.o.

Společnost FCC (dříve .A.S.A) v České republice působí od roku 1992. V současné době skupinu FCC tvoří 20 samostatných ekonomických subjektů. FCC je v ČR, prostřednictvím společnosti .A.S.A. International Environmental Services GmbH, součástí nadnárodní skupiny FCC Group, jejímž lídrem je španělská společnost FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS, S.A. (FCC). Hlavními podnikatelskými aktivitami firmy je poskytování komplexních služeb v oblasti ekologického poradenství, projektování, zřizování, výstavby a provozování zařízení pro nakládání s odpady včetně svozu a separace odpadů, zpracování druhotných surovin, provozování solidifikačních linek a biodegradačních ploch, zajišťování sanaci starých ekologických zátěží, projektování a provozování komplexního odpadového hospodářství, čištění a zimní údržba komunikací, výroba alternativních paliv a recyklace odpadů s cílem vrátit odpady zpět do výrobního procesu. Působnost společnosti FCC není v ČR regionálně omezena.

Klíčové identifikační údaje konkurenta FCC Česká republika, s.r.o. jsou uvedeny v tabulce níže.

Název identifikačního údaje	Identifikační údaj
IČO	45809712
Právní forma	Společnost s ručením omezeným
Datum vzniku	31.8.1992
Sídlo společnosti	Praha - Ďáblice, Ďábská 791/89
Počet zaměstnanců	1000 - 1499
Hlavní činnosti podnikání (CZ-NACE)	38: Shromažďování, sběr a odstraňování odpadů, úprava odpadů k dalšímu využití, 812: Úklidové činnosti, 471: Maloobchod v nespecializovaných prodejnách, 49410: Silniční nákladní doprava, 8559: Ostatní vzdělávání j. n., 19200: Výroba rafinovaných ropných produktů, 36000: Shromažďování, úprava a rozvod vody, 37000: Činnosti související s odpadními vodami

IPODEC - ČISTÉ MĚSTO a.s.

Společnost IPODEC-ČISTÉ MĚSTO a.s. zahájila svou činnost 1. 11. 1991, její vznik představoval jeden z prvních přímých majetkových vstupů zahraničního kapitálu do tohoto odvětví podnikání v Čechách, akcionáři společnosti jsou Marius Pedersen (57%) a Městská část Praha 8 (43%).

Hlavními aktivitami firmy jsou podnikání v oblasti nakládání s odpady (svoz komunálního odpadu včetně jeho tříděných složek, provozování nádobových systémů, projekty komplexního odpadového hospodářství, svoz gastroodpadu, provozování sběrných dvorů, likvidace černých skládek) a čištění a zimní údržba komunikací.

Klíčové identifikační údaje konkurenta IPODEC - ČISTÉ MĚSTO a.s. jsou uvedeny v tabulce níže.

Název identifikačního údaje	Identifikační údaj
IČO	40764877
Právní forma	Akcia společnost
Datum vzniku	3.10.1991
Sídlo společnosti	Praha - Střížkov, Bešťákova 457/5
Počet zaměstnanců	100 - 199
Hlavní činnosti podnikání (CZ-NACE)	38110: Shromažďování a sběr odpadů, kromě nebezpečných, 016: Podpůrné činnosti pro zemědělství a posklizňové činnosti, 3812: Shromažďování a sběr nebezpečných odpadů, 47: Maloobchod, kromě motorových vozidel, 49410: Silniční nákladní doprava, 812: Úklidové činnosti

Pražské služby, a.s.

V současné době, na základě výběrového řízení z roku 2001 a uzavřené desetileté smlouvě s hl.m. Prahou, vykonává společnost Pražské služby funkci operátora celopražského systému nakládání s komunálním odpadem a ve spolupráci s dalšími subdodavateli zajišťuje soustřeďování, využívání a odstraňování veškerého odpadu vyprodukovaného na území hlavního města Prahy. Společnost Pražské služby, a.s. nabízí širokou paletu služeb zahrnujících komplexního řešení oblasti odpadového hospodářství (sběr, svoz, likvidace / recyklace, atd.).

Klíčové identifikační údaje konkurenta Pražské služby, a.s. jsou uvedeny v tabulce níže.

Název identifikačního údaje	Identifikační údaj
IČO	60194120
Právní forma	Akciová společnost
Datum vzniku	26.1.1994
Sídlo společnosti	Praha - Vysočany, Pod šancemi 444/1
Počet zaměstnanců	1500 - 1999
Hlavní činnosti podnikání (CZ-NACE)	38110: Shromažďování a sběr odpadů, kromě nebezpečných, 016: Podpůrné činnosti pro zemědělství a posklizňové činnosti, 35110: Výroba elektřiny, 35301: Výroba tepla, 38: Shromažďování, sběr a odstraňování odpadů, úprava odpadů k dalšímu využití, 42990: Výstavba ostatních staveb j. n., 43210: Elektrické instalace, 47300: Maloobchod s pohonnými hmotami ve specializovaných prodejnách, 49410: Síťní 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

4. FINANČNÍ ANALÝZA

Za účelem zhodnocení finančního zdraví podniku byla zpracovaná finanční analýza, jež poskytuje rovněž informace o rizicích plynoucích z finanční oblasti Provozovny. Podkladem pro tuto analýzu byly data a informace poskytnuté Společností, a to za období 2015 - 2016.

Finanční analýza je zaměřena především na analýzu výkazu zisku a ztráty, nejvýznamnějšího majetku a vybraných poměrových ukazatelů.

4.1 Analýza výkazu zisku a ztráty

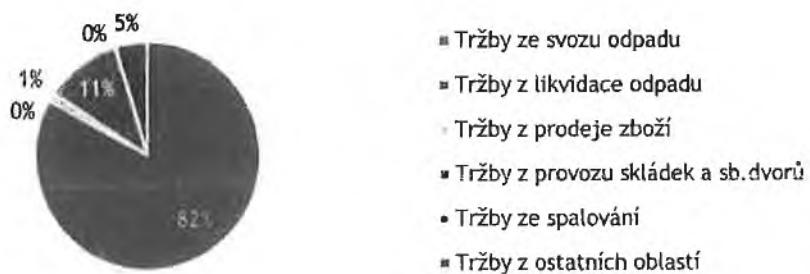
Společnost v rámci své Provozovny účtuje o výkonech externích (na úrovni 99 % z celkových výkonů) a o výkonech interních, které tvoří minimální část.

Externí obrat je tvořený následujícími položkami:

- tržby ze svozu odpadu;
- tržby z likvidace odpadu;
- tržby z prodeje zboží;
- tržby z provozu skládek a sběrných dvorů;
- tržby ze spalování;
- tržby z ostatních oblastí.

Z hlediska významnosti se jednotlivé položky obratu na celkových výkonech v roce 2016 podílely tak, jak je zachyceno v grafu níže.

Graf 4-1: Rozpad obratu Provozovny (v roce 2016)



Zdroj: Společnost

Nejvýznamnější nákladovou položkou Provozovny je položka nákladů na materiál a služby (resp. výkonová spotřeba), která je tvořená náklady na likvidace, nájem externích pracovníků a náklady spojenými s pořízením materiálu. Z celkových výkonů Provozovny tato položka v roce 2015 tvořila 35,3 % a v roce 2016 pak 33,3 %. V rámci prostorového srovnání dosáhly identifikované konkurenční společnosti Provozovny v roce 2015⁴ podílu výkonové spotřeby na celkovém obratu v průměru 51,7 %.

Osobní náklady Provozovny se na celkových výkonech podílejí cca 20 %, přičemž dosažená hodnota konkurentů dosahuje v průměru 26 %. Při počtu zaměstnanců v celkovém součtu 204 v roce 2016 dosáhly mzdové náklady výše 59 414 tis. Kč. Průměrná měsíční mzda jednoho zaměstnance tedy dosáhla 24 270 Kč.

Významnou nákladovou položku tvoří i ostatní provozní náklady s podílem převyšujícím 20 % na celkových výkonech. Tvoří jí zejména náklady spojené s provozem vozového parku (tj. náklady na pohonné hmoty, opravy a pořízení náhradních dílů). Ostatní položky těchto nákladů jsou spíše správního charakteru.

Provozovna dosáhla v letech 2015 a 2016 hospodářského výsledku před odpisy a daněmi (EBITDA) na úrovni 24,5 %, resp. 26,1 % z celkových výkonů. V prostorovém srovnání s nejbližšími konkurenčními společnostmi, které v roce 2015 dosáhly EBITDA marži na úrovni 14,4 - 22,6 %, si Provozovna stojí nadprůměrně.

4.2 Nejvýznamnější položky majetku

Nejvýznamnější složkou dlouhodobého majetku Provozovny jsou vozidla a další speciální vozidla. Vozidla jsou kombinovaně buď v majetku Provozovny, nebo jsou najímána na základě smluv o operativním leasingu. V současné době využívá provozovna celkem 95 vozidel vlastních nebo dlouhodobě pronajatých na základě smlouvy o operativním leasingu. Dlouhodobou strategií Provozovny je postupný útlum vlastních vozidel, resp. postupné navýšování využívání nájemních vozidel na bázi operativního leasingu.

Podle určení komodity, která je daným vozidlem svážená, či přepravována, Provozovna využívá celkem 33 vozidel za účelem svazu komunálního odpadu, 15 za účelem přepravy velkoobjemových kontejnerů, 8 vozidel za účelem úklidu a separace, 6 vozidel pro účely překladiště velkoobjemových kontejnerů, zbytek je tvořen vozidly pro ostatní účely.

⁴ Pozn.: Z důvodu nedostupnosti finančních dat identifikovaných konkurentů za rok 2016 k datu ocenění, nebylo možné pro toto období vytvořit prostorové srovnání hospodaření Provozovny a nejbližších konkurentů.

Další významnou položkou dlouhodobého majetku Provozovny jsou odpadové nádoby. K datu ocenění Provozovna disponovala celkem 41 913 ks těchto nádob různých objemů. Nejpočetnější skupinu tvoří kontejnery o objemu 240 l v celkovém počtu 13 682 ks, kontejnery o objemu 120 l v celkovém počtu 12 587 ks, nebo kontejnery o objemu 1 100 l.

5. PŘÍSTUP A PŘEDPOKLADY MODELU

5.1 Přístup k ocenění

Pro určení hodnoty části závodu AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. (Provazovny) a Činností, tedy předmětu ocenění, byly uvažovány různé varianty budoucího vývoje, popsané v následujících podkapitolách. Pro účely určení hodnoty Provazovny, resp. Činností jsou uvažovány následující varianty.

5.1.1 Varianta 1 (V1)

Pro tuto variantu byl zvolen pohled tzv. „going concern“, který předpokládá pokračování činností Provazovny do roku 2026 (včetně) v jejich stávajícím rozsahu a struktuře. Pro období po roce 2026 byly uvažovány tři očekávané scénáře vývoje:

- Pozitivní vývoj: Nárůst zákaznického portfolia a objemu zakázek v jednom či více zákaznických segmentech a zvýšení vnitřní efektivity zajišťování svozu odpadů.
- Stabilní vývoj: Ustálení zákaznického portfolia a objemu zakázek, zvýšení vnitřní efektivity z titulu trvale rozvíjeného know-how.
- Negativní vývoj: Pokles celkových výkonů podmíněný snížením objemu zakázek v jednom či více zákaznických segmentech.

Po zhodnocení potenciálu daného trhu byl v rámci ocenění pro období po roce 2026 aplikován konzervativní přístup a zvolen proto stabilní vývoj.

5.1.2 Varianta 2

Pro tuto variantu byl uvažován převod části závodu představující Činnost na jiného poskytovatele a následný pokles celkových výkonů Provazovny na úroveň danou tržbami plynoucími ze zákaznických segmentů Živnostníci a Ostatní (jak byly definovány v kapitole 3.1.1 Vymezení relevantního trhu), tj. bez Činností (zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hlavního města Praha v období 2016 - 2026).

Vývoj těchto dvou segmentů byl dále uvažován ve třech možných scénářích:

- Pozitivní vývoj: Nárůst zákaznického portfolia a objemu zakázek v segmentech Živnostníci a Ostatní vycházející z potenciálu trhu.

- Stabilní vývoj: Udržení úrovně výkonů a objemu zakázek v segmentech Živnostníci a Ostatní na úrovni odpovídající výkonům před převodem Činnosti na jiného poskytovatele.
- Negativní vývoj: Pokles výkonů a objemu zakázek v segmentech Živnostníci a Ostatní způsobený negativním vlivem ukončení Činností a následného snížení efektivity svozu.

Ve variantě 2 byl aplikován konzervativní přístup a pro ocenění následně zvolen stabilní vývoj.

Varianta 2 byla dále rozdělena na 8 podvariant V2a, V2b, V2c, V2d, V2e, V2f, V2g, V2h, které zohledňují převedení Činnosti na jiného poskytovatele v letech 2019 (V2a), 2020 (V2b), 2021 (V2c), 2022 (V2d), 2023 (V2e), 2024 (V2f), 2025 (V2g) a 2026 (V2h).

5.2 Předpoklady modelu

Pro účely ocenění části závodu představující Činnosti, při zohlednění možného převodu Činností na jiného poskytovatele v letech 2019 - 2026, byl z obdržených dat a finančního plánu vytvořen finanční model.

5.2.1 Předpoklady variant

Předpoklady pro jednotlivé varianty se částečně liší, detailní popis parametrů jednotlivých variant je součástí následujících subkapitol.

5.2.1.1 Varianta 1

Finanční model předpokládá u Varianty 1 nulovou míru růstu výkonů v segmentu Praha plynoucích z Činností (vykonávaných dle smlouvy s hlavním městem Praha o poskytování služeb Č.Č. INO/54/11/010585/2016 EVID. č. 176582 ze dne 19. 7. 2016). Deflační a inflační doložka, tedy bod 10.3.1. výše zmíněné smlouvy stanovuje možnost zvýšení jednotkových cen pouze v případě, že míra inflace za posledních dvanáct měsíců přesáhne hranici 2,00 %.

Model počítá s meziročním tempem růstu nákladů souvisejících s poskytováním Činností pro hlavní město Praha ve výši 1,5 %.

U výkonů plynoucích z obsluhy segmentu Živnostníků se očekává meziroční nárůst o 3 % z titulu zefektivňování svozových tras, a tím i logistiky Provozovny, které se promítnou v možnosti obsluhovat více klientů, jakož i z titulu promítnutí míry inflace do fakturovaných cen za poskytované služby.

U výkonů plynoucích z obsluhy segmentu Ostatních zákazníků je logika obdobná, počítá se s obsluhou stále většího množství zákazníků a s růstem cen. V modelu je v rámci segmentu Ostatní zákazníci počítáno s meziročním nárůstem výkonů rovněž o 3 %.

Růst nákladů v segmentech Živnostníků a ostatních zákazníků je uvažován na úrovni 1 %.

S ohledem na dlouhodobý vývoj pracovního trhu v ČR, a zejména pak v Praze a Středočeském kraji, je očekávána míra růstu mzdové úrovně u všech tří obsluhovaných segmentů na úrovni 3 %, tj. o 1,5 % vyšší než uvažované tempo růstu nákladů v modelu.

5.2.1.2 Varianta 2a

Finanční model počítá u Varianty 2a se shodným vývojem výnosů plynoucích ze segmentu Praha, jako u Varianty 1, a to až do konce roku 2019, kdy je uvažován převod části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Výkony segmentu Praha jsou od počátku roku 2020 považovány za nulové.

Hodnota nákladů na obsluhu segmentu Praha se považuje za shodnou s Variantou 1, a to až do konce roku 2019, kdy je uvažováno s převodem části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Náklady na obsluhu segmentu Praha jsou od počátku roku 2020 považovány za nulové.

U výkonů plynoucích z obsluhy segmentu Živnostníků a Ostatní se očekává meziroční nárůst o 3 %, a to až do konce roku 2019, kdy je uvažován převod části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Výkony plynoucí z obsluhy segmentu Živnostníci a Ostatní jsou od počátku roku 2020 uvažovány stabilní.

Vývoj nákladů v segmentech Živnostníci a Ostatní je považován za shodný s vývojem u Varianty 1, a to až do konce roku 2019, kdy je uvažováno s převodem části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Od počátku roku 2020 jsou tyto náklady uvažovány stabilní.

5.2.1.3 Varianta 2b

Finanční model počítá u Varianty 2b se shodným vývojem výnosů plynoucích ze segmentu Praha, jako u Varianty 1, a to až do konce roku 2020, kdy je uvažován převod části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Výkony segmentu Praha jsou od počátku roku 2021 považovány za nulové.

Hodnota nákladů na obsluhu segmentu Praha se považuje za shodnou s Variantou 1, a to až do konce roku 2020, kdy je uvažováno s převodem části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Náklady na obsluhu segmentu Praha jsou od počátku roku 2021 považovány za nulové.

U výkonů plynoucích z obsluhy segmentu Živnostníků a Ostatní se očekává meziroční nárůst o 3 %, a to až do konce roku 2020, kdy je uvažován převod části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Výkony plynoucí z obsluhy segmentu Živnostníci a Ostatní jsou od počátku roku 2021 uvažovány stabilní.

Vývoj nákladů v segmentech Živnostníci a Ostatní je považován za shodný s vývojem u Varianty 1, a to až do konce roku 2020, kdy je uvažováno s převodem části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Od počátku roku 2021 jsou tyto náklady uvažovány stabilní.

5.2.1.4 Varianta 2c

Finanční model počítá u Varianty 2c se shodným vývojem výnosů plynoucích ze segmentu Praha, jako u Varianty 1, a to až do konce roku 2021, kdy je uvažován převod části závodu představující Činnost na jiného poskytovatele. Výkony segmentu Praha jsou od počátku roku 2022 považovány za nulové.

Hodnota nákladů na obsluhu segmentu Praha se považuje za shodnou s Variantou 1, a to až do konce roku 2021, kdy je uvažováno s převodem části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Náklady na obsluhu segmentu Praha jsou od počátku roku 2022 považovány za nulové.

U výkonů plynoucích z obsluhy segmentu Živnostníků a Ostatní se očekává meziroční nárůst o 3 %, a to až do konce roku 2021, kdy je uvažován převod části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Výkony plynoucí z obsluhy segmentu Živnostníci a Ostatní jsou od počátku roku 2022 uvažovány stabilní.

Vývoj nákladů v segmentech Živnostníci a Ostatní je považován za shodný s vývojem u Varianty 1, a to až do konce roku 2021, kdy je uvažováno s převodem části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Od počátku roku 2022 jsou tyto náklady uvažovány stabilní.

5.2.1.5 Varianta 2d

Finanční model počítá u Varianty 2d se shodným vývojem výnosů plynoucích ze segmentu Praha, jako u Varianty 1, a to až do konce roku 2022, kdy je uvažován převod části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Výkony segmentu Praha jsou od počátku roku 2023 považovány za nulové.

Hodnota nákladů na obsluhu segmentu Praha se považuje za shodnou s Variantou 1, a to až do konce roku 2022, kdy je uvažováno s převodem části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Náklady na obsluhu segmentu Praha jsou od počátku roku 2023 považovány za nulové.

U výkonů plynoucích z obsluhy segmentu Živnostníků a Ostatní se očekává meziroční nárůst o 3 %, a to až do konce roku 2022, kdy je uvažován převod části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Výkony plynoucí z obsluhy segmentu Živnostníci a Ostatní jsou od počátku roku 2023 uvažovány stabilní.

Vývoj nákladů v segmentech Živnostníci a Ostatní je považován za shodný s vývojem u Varianty 1, a to až do konce roku 2022, kdy je uvažováno s převodem části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Od počátku roku 2023 jsou tyto náklady uvažovány stabilní.

5.2.1.6 Varianta 2e

Finanční model počítá u Varianty 2e se shodným vývojem výnosů plynoucích ze segmentu Praha, jako u Varianty 1, a to až do konce roku 2023, kdy je uvažován převod části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Výkony segmentu Praha jsou od počátku roku 2024 považovány za nulové.

Hodnota nákladů na obsluhu segmentu Praha se považuje za shodnou s Variantou 1, a to až do konce roku 2023, kdy je uvažováno s převodem části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Náklady na obsluhu segmentu Praha jsou od počátku roku 2024 považovány za nulové.

U výkonů plynoucích z obsluhy segmentu Živnostníků a Ostatní se očekává meziroční nárůst o 3 %, a to až do konce roku 2023, kdy je uvažován převod části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Výkony plynoucí z obsluhy segmentu Živnostníci a Ostatní jsou od počátku roku 2024 uvažovány stabilní.

Vývoj nákladů v segmentech Živnostníci a Ostatní je považován za shodný s vývojem u Varianty 1, a to až do konce roku 2023, kdy je uvažováno s převodem části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Od počátku roku 2024 jsou tyto náklady uvažovány stabilní.

5.2.1.7 Varianta 2f

Finanční model počítá u Varianty 2f se shodným vývojem výnosů plynoucích ze segmentu Praha, jako u Varianty 1, a to až do konce roku 2024, kdy je uvažován převod části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Výkony segmentu Praha jsou od počátku roku 2025 považovány za nulové.

Hodnota nákladů na obsluhu segmentu Praha se považuje za shodnou s Variantou 1, a to až do konce roku 2024, kdy je uvažováno s převodem části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Náklady na obsluhu segmentu Praha jsou od počátku roku 2025 považovány za nulové.

U výkonů plynoucích z obsluhy segmentu Živnostníků a Ostatní se očekává meziroční nárůst o 3 %, a to až do konce roku 2024, kdy je uvažován převod části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Výkony plynoucí z obsluhy segmentu Živnostníci a Ostatní jsou od počátku roku 2025 uvažovány stabilní.

Vývoj nákladů v segmentech Živnostníci a Ostatní je považován za shodný s vývojem u Varianty 1, a to až do konce roku 2024, kdy je uvažováno s převodem části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Od počátku roku 2025 jsou tyto náklady uvažovány stabilní.

5.2.1.8 Varianta 2g

Finanční model počítá u Varianty 2g se shodným vývojem výnosů plynoucích ze segmentu Praha, jako u Varianty 1, a to až do konce roku 2025, kdy je uvažován převod části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Výkony segmentu Praha jsou od počátku roku 2026 považovány za nulové.

Hodnota nákladů na obsluhu segmentu Praha se považuje za shodnou s Variantou 1, a to až do konce roku 2025, kdy je uvažováno s převodem části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Náklady na obsluhu segmentu Praha jsou od počátku roku 2026 považovány za nulové.

U výkonů plynoucích z obsluhy segmentu Živnostníků a Ostatní se očekává meziroční nárůst o 3 %, a to až do konce roku 2025, kdy je uvažován převod části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Výkony plynoucí z obsluhy segmentu Živnostníci a Ostatní jsou od počátku roku 2026 uvažovány stabilní.

Vývoj nákladů v segmentech Živnostníci a Ostatní je považován za shodný s vývojem u Varianty 1, a to až do konce roku 2025, kdy je uvažováno s převodem části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Od počátku roku 2026 jsou tyto náklady uvažovány stabilní.

5.2.1.9 Varianta 2h

Finanční model počítá u Varianty 2h se shodným vývojem výnosů plynoucích ze segmentu Praha, jako u Varianty 1, a to až do konce roku 2026, kdy je uvažován převod části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Výkony segmentu Praha jsou od počátku roku 2027, tudíž od počátku druhé fáze, považovány za nulové.

Hodnota nákladů na obsluhu segmentu Praha se považuje za shodnou s Variantou 1, a to až do konce roku 2026, kdy je uvažováno s převodem části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Náklady na obsluhu segmentu Praha jsou od počátku roku 2027, tudíž od počátku druhé fáze, považovány za nulové.

U výkonů plynoucích z obsluhy segmentu Živnostníků a Ostatní se očekává meziroční nárůst o 3 %, a to až do konce roku 2026, kdy je uvažován převod části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Výkony plynoucí z obsluhy segmentu Živnostníci a Ostatní jsou od počátku roku 2027, tudíž od počátku druhé fáze, uvažovány stabilní.

Vývoj nákladů v segmentech Živnostníci a Ostatní je považován za shodný s vývojem u Varianty 1, a to až do konce roku 2026, kdy je uvažováno s převodem části závodu představující Činnosti na jiného poskytovatele. Od počátku roku 2027, tudíž od počátku druhé fáze, jsou tyto náklady uvažovány stabilní.

6. OCENĚNÍ

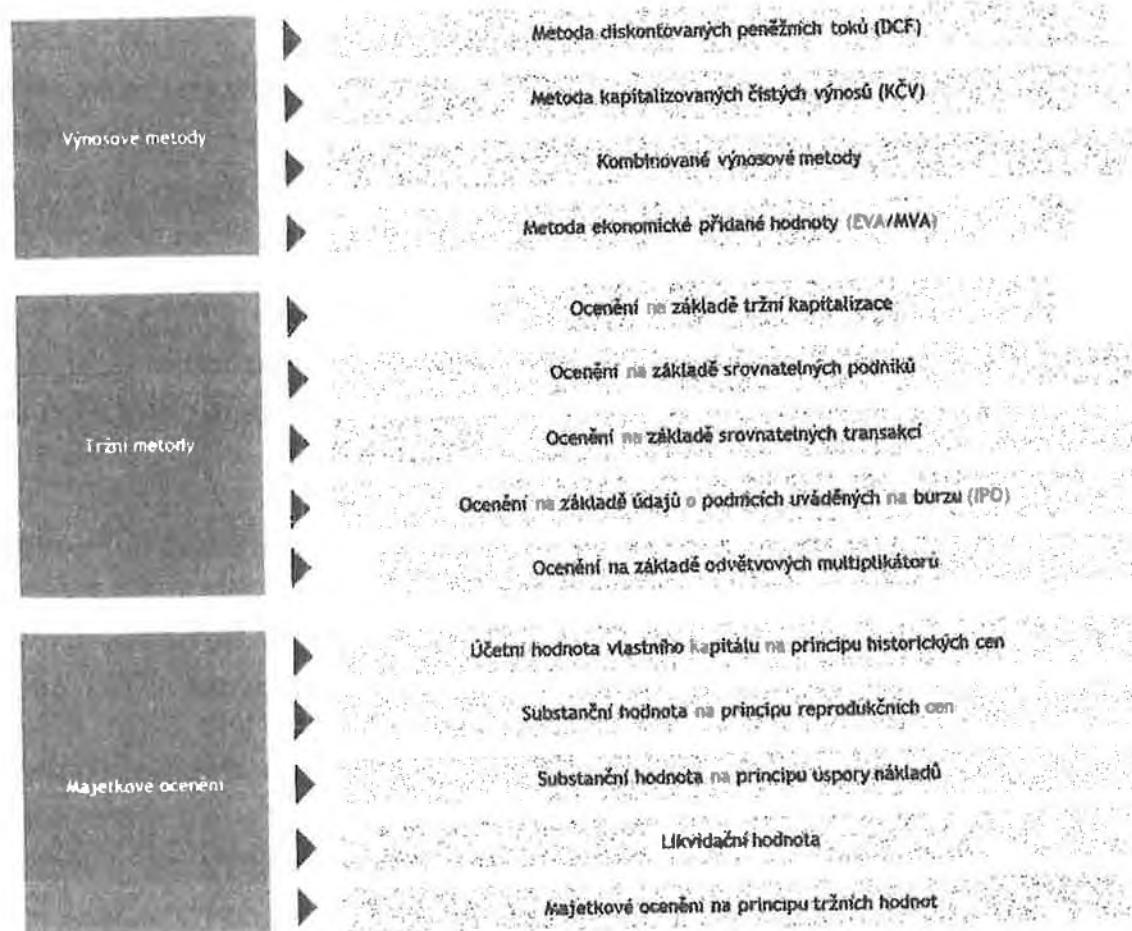
6.1 Definice obecně uznávaných oceňovacích postupů

Teorie a rovněž praxe oceňování podniků rozdělují několik metod pro stanovení hodnoty společnosti, které lze v obecné rovině rozdělit do tří oblastí:

- **Výnosové metody;**
- **Metody tržního porovnání;**
- **Majetkové ocenění.**

Kompletní výčet metod, které je možno využít při stanovování hodnoty podniku, je zachycen v následujícím přehledu.

Obrázek 6-1: Přehled jednotlivých metod ocenění



Zdroj: MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.

V praxi tedy mají odhadci k dispozici široké spektrum oceňovacích postupů a metod, které jsou mnohdy rozpracovány do více detailních variant. Popis metodologie není předmětem tohoto materiálu a Zpracovatel odkazuje na příslušnou literaturu autorů - např. Copeland, Damodaran, Fama, French, Kislingerová, Koller, Mařík, Murrin a další.

Pokud jde o jednotlivé metody, Mařík, M. a kol. (2011) na str. 424 a 425 uvádějí doporučení, které metody je vhodné v jakých případech zvolit. Na str. 426 uzavírají: „Shrneme-li předchozí úvahy, můžeme dospět k témtu závěrům:

1. *Platí důležitá zásada, že pokud je výnosové ocenění nižší než likvidační hodnota, je třeba podnik ocenit na úrovni likvidační hodnoty.*
2. *Pro perspektivní podnik lze doporučit, aby byla zjištěna:*
 - *výnosová hodnota, nejlépe DCF nebo EVA - pokud lze sestavit pro podnik zdůvodněný finanční plán a z něho výnosové ocenění vyvodit, bude výnosová hodnota základním kamenem pro výsledné ocenění,*
 - *substanční hodnota - poskytne doplňkovou informaci o hodnotě majetku podniku,*
 - *likvidační hodnota - poskytne doplňkovou informaci o dolním limitu hodnoty podniku,*
 - *v případech, kde je to možné (zejména pokud se zjišťuje tržní hodnota), doporučujeme použít i tržní porovnání - pomůže otestovat výsledky výnosového ocenění.*
3. *Pro podnik, který je sice pravděpodobně perspektivní, ale u kterého je obtížné sestavit dlouhodobý plán (například malé nebo nové podniky), je možno uvážit použití metody kapitalizovaných čistých výnosů. Máme na mysli paušální variantu této metody.*
4. *Výsledné ocenění by mělo být zvoleno na úrovni některé konkrétní metody podle situace a volby oceňovatele - zdůrazňujeme, že nikoliv jako průměr. Výsledky ostatních metod by pak měly určitým způsobem zarámovat hodnotu zvolenou jako základní...“*

6.2 Postup volby metody ocenění

Výše uvedené standardy požadují mimo jiného zvolit a odůvodnit volbu metody ocenění pro účely správného ocenění podniku, resp. akcií jednotlivého podniku. Jelikož výsledky ocenění pomocí jednotlivých metod jsou z důvodu implicitních předpokladů zakomponovaných v matematických modelech jednotlivých metod různé a někdy i značně různé, je potřeba volbám metod ocenění věnovat patřičnou pozornost.

Před samotným oceněním podniku je nutné rozhodnout, zdali podnik má šanci dlouhodobého fungování (nepřetržitého chodu, tzv. „going concern“). Pokud dojdeme k závěru, že ano, je možné použít pro ocenění výnosových metod.

Při posuzování nepřetržitého chodu podniku je nutné pohled rozdělit do dvou základních skupin a podskupin:

1. Strategická analýza trhu by měla vyústit v plán tržeb podniku jako jednoho ze zásadních generátorů hodnoty podniku. K tomuto bude nutné zejména provést analýzu:
 - vývoje relevantního trhu (vývoj poptávky po produktech Společnosti);
 - kapacit podniku (možnosti uspokojování poptávky);
 - postavení podniku na trhu (konkurenční pozice, realizovatelné ceny produktů).
2. Finanční analýza podniku by měla doplnit výrok o perspektivách podniku z pohledu finančního řízení, resp. z pohledu nesených finančních rizik.

6.3 Kategorie hodnoty

Pro účely tohoto ocenění je zvolenou kategorií hodnoty tzv. tržní hodnota, která je vnímána jako odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným (koupěchtivým) kupujícím a dobrovolným (prodejechtivým) prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku⁵. Jednotlivé pojmy z výše uvedeného tvrzení jsou chápány následovně:

- Odhadnutá částka - nejpravděpodobnější cena rozumně dostupná na trhu. Odhadnutá částka není předem určená nebo skutečná prodejní cena. V rámci odhadu není posuzováno zvýšení nebo snížení ceny způsobené zvláštními faktory nebo okolnostmi.
- Směna - hodnota majetku je odhadnutá částka, za kterou trh očekává, že by byla provedena transakce ke dni ocenění.
- Datum ocenění - vyjadřuje časové omezení platnosti odhadu tržní hodnoty.

⁵ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011, s. 267-274. ISBN 978-80-86929-80-4.

- Dobrovolný kupující - nekupuje za každou cenu, kupuje podle situace na současném trhu, kupuje na základě aktuálních tržních očekávání, nezaplatí vyšší cenu, než jakou požaduje trh.
- Dobrovolný prodávající - neprodává za každou cenu, prodává podle situace na současném trhu, prodává za nejlepší možnou dosažitelnou cenu na otevřeném trhu po náležitém marketingu.
- Transakce mezi samostatnými a nezávislými partnery - subjekty nejsou osobami blízkými, mezi sebou nemají zvláštní vztahy, které by mohly způsobit, že by cena nebyla pro trh typická nebo že by cena byla zvýšená v důsledku prvku zvláštní hodnoty.
- Náležitý marketing - majetek by měl být uveden na trh nejvhodnějším způsobem tak, aby za něj byla získána nejlepší cena rozumně přicházející v úvahu. Délka prezentování by měla být dostatečná, aby majetek mohl být zaznamenán odpovídajícím počtem potenciálních kupujících. Období prezentování předchází datu ocenění.
- Informované a rozumné jednání - kupující i prodávající jsou přiměřeně informováni o podstatě a vlastnostech majetku, jeho skutečném a potenciálním využití a o stavu trhu k datu ocenění. Každá strana pro svou pozici ve svém zájmu jedná o nejlepší možnou cenu. Není nezbytně nerozumné, když prodávající (resp. kupující) prodá (resp. koupí) majetek na trhu s klesajícími cenami za cenu, která je nižší než předchozí tržní cena.
- Bez nátlaku - každá strana je motivována k uskutečnění transakce, přičemž do uskutečnění transakce není žádná ze stran nucena jakýmkoliv způsobem.

6.4 Výběr metody ocenění

S ohledem na předmět zakázky a skutečnost, že Provozovna naplňuje podstatu tzv. „going concern“ podniku, byla pro účely stanovení současné hodnoty zvolena výnosová metoda.

Výnosové metody ocenění podniku odhadují hodnotu aktiva na základě projekce budoucích hotovostních toků či hospodářských výsledků, na základě kterých bude daný podnik generovat hodnotu po dobu své předpokládané životnosti.

Metody, které odhadují hodnotu podniku na základě prognózy položek výnosů, nákladů, marže, provozně potřebného pracovního kapitálu, plánu investic do dlouhodobého majetku a odpisů a rovněž plánu financování, na základě toho kalkulují výši volného peněžního

toku. V závislosti na tom, zda se jedná o propočet peněžních toků pro vlastníka, nebo peněžních toků pro vlastníka a současně věřitele, oceňovatelská a odhadcovská praxe rozlišuje peněžní toky na úrovni equity, resp. entity. Společně s projekcí výše zmíněných položek jsou prognózovány i tyto peněžní toky. V závislosti na jejich charakteru (tedy zdali se jedná o volné peněžní toky ve variantě equity, nebo entity) jsou prostřednictvím diskontní míry přeneseny na současnou hodnotu (neboli hodnotu k datu ocenění). V zájmu zachování konzistence je charakteru peněžního toku uzpůsobeno i použití diskontní míry. V případě kalkulace volného peněžního toku na úrovni equity jsou jako diskontní míra použity náklady vlastního kapitálu. Je-li cílem stanovit hodnotu na úrovni entity, v diskontní míře jsou adekvátně promítány jak náklady vlastního, tak cizího kapitálu.

Vzhledem k současné i předpokládané nulové výši úročeného cizího kapitálu Provozovny, byla vybrána metoda DCF ve variantě „equity“ přímo kalkulující tzv. „shareholder value“ neboli současnou hodnotu vlastního kapitálu. Z pohledu počethnosti fází bylo přistoupeno k užití dvoufázové metody. Volné peněžní toky pro vlastníky byly kalkulovány pro období dostupného finančního plánu do roku 2026 (období první fáze). Ve druhé fázi (tj. od konce posledního roku první fáze do nekonečna) byla určena pokračující hodnota podniku.

6.5 Metoda DCF Equity

Pro určení hodnoty Činností vykonávaných pro hlavní město Praha metodou diskontovaných peněžních toků pro vlastníky se vychází z dříve sestaveného finančního plánu Provozovny. Na jeho základě je kalkulován plán volných peněžních toků, které jsou diskontovány k datu ocenění diskontní mírou. V dalších kapitolách je popsán způsob sestavení diskontní míry, způsob sestavení plánu volných peněžních toků a způsob určení pokračující hodnoty pro období druhé fáze finančního plánu.

6.5.1 Diskontní míra

Diskontní mírou u metody DCF Equity jsou náklady vlastního kapitálu. Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu byl použit model CAPM (Capital Asset Pricing Model). Tento model vychází z výnosů bezrizikové investice, prémie za tržní riziko, koeficientu beta daného odvětví (který vyjadřuje úroveň citlivosti jednotlivé akcie v odvětví relativně k riziku celého kapitálového trhu) a dalších rizikových prémii.

Model CAPM ve své podstatě postihuje pouze systematická rizika. Z důvodu zohlednění specifických rizik (která jsou spojena s konkrétní společností) je nutné náklady vlastního

kapitálu vždy doplnit o rizikové prémie neboli přírůžky zohledňující rizikost společnosti nad rámec rizika trhu.

Matematicky lze prezentovat použitý model takto:

$$Ce = rf + \beta u * MRP + CRP + RS$$

Kde:

Ce	nezadlužené náklady vlastního kapitálu (unlevered Cost of equity)
Rf	bezriziková výnosnost (výnosnost bezrizikové investice)
βu	nezadlužený beta koeficient
MRP	riziková prémie kapitálového trhu
CRP	rizikové prémie země
RS	riziková prémie vyjadřující specifická rizika konkrétní společnosti

V případě využití cizího kapitálu by byly náklady vlastního kapitálu nezadlužené dále přepočteny s využitím reagenční funkce na náklady vlastního kapitálu odpovídající zadlužení Provozovny. V případě nulového zadlužení Provozovny není tento přepočet nutný.

6.5.1.1 Bezriziková výnosnost

Bezriziková výnosová míra je výchozím bodem pro stanovení nákladů kapitálu. Na základě doporučení odborné literatury (např. Copeland, Ibbotson Associates či Mařík, Maříková) je třeba při stanovení bezrizikové výnosové míry dodržet následující doporučení:

- * Pro stanovení bezrizikové výnosové míry je třeba použít aktuální výnosnost do splatnosti dluhoprovodného instrumentu, jehož emitentem je instituce nepodléhající defaultnímu riziku. Tomuto předpokladu se nejvíce blíží dluhopisy emitované státem.
- * Délka splatnosti dluhopisu použitého k odvození bezrizikové výnosové míry by se měla rovnat investičnímu horizontu oceňované investice. Pro ocenění podniku na bázi „going-concern“ je tedy nevhodnější použít výnos dluhopisu s co nejdelenší dobou do splatnosti.

Vzhledem k nerozvinutému kapitálovému trhu v ČR a na základě výše uvedených doporučení je pro stanovení výše bezrizikové výnosové míry použita výnosnost 30letých státních dluhopisů Spolkové republiky Německa. Výnosnost 30letých státních dluhopisů Spolkové republiky Německa k datu ocenění činí 0,953 %.

6.5.1.2 Koeficient beta

Koeficient beta v použitém modelu CAPM je matematickým vyjádřením historické citlivosti výnosnosti akcií společností, které podnikají v příslušném odvětví, a to v závislosti na pohybu průměrných cen akcií na celém trhu. Jedná se tedy o vyjádření úrovně rizika jednotlivého cenného papíru, a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku.

Pokud je koeficient beta roven 1, je riziko, a tudíž i prémie za riziko daného odvětví na úrovni průměru kapitálového trhu. Je-li beta větší než 1, je riziko cenného papíru vyšší než průměrné riziko kapitálového trhu. Analogicky, je-li beta menší než 1, je riziko cenného papíru nižší než průměrné riziko kapitálového trhu.

Koeficient beta je převzat z veřejné databáze prof. Damodarana z ledna roku 2017. Ze zveřejněných hodnot nezadlužených koeficientů beta je zvolena hodnota nezadluženého koeficientu beta publikovaného v databázi Europe prof. Damodarana pro obor „Environmental & Waste Services“. Uvedený obor byl zvolen jako obor nejbližší hlavnímu předmětu činnosti Společnosti. Hodnota nezadluženého koeficientu beta pro obor „Environmental & Waste Services“ činí dle databáze prof. Damodarana 0,64.

6.5.1.3 Riziková prémie kapitálového trhu

Riziková prémie kapitálového trhu oceňuje výnosnost tržního portfolia převyšující bezrizikovou výnosovou míru. Riziková prémie kapitálového trhu je stanovena na základě informací Prof. Damodarana na úrovni 5,69 %.

6.5.1.4 Riziková prémie země

Riziková přirážka země vyjadřuje zvýšenou míru rizika na daném kapitálovém trhu. Pro ocenění je použita přirážka zemí s odpovídajícím ratingem. V případě České republiky, jejíž rating byl stanoven agenturou Moody's na stupni A1, činí riziková prémie země 0,81 %.

6.5.1.5 Ostatní rizikové přirážky

Ostatní rizikové přirážky jsou v praxi obvyklé a podložené odbornými publikacemi, které doporučují použití přirážky za malou tržní kapitalizaci a za nízkou likvidnost. Existují také výzkumné studie prokazující logičnost použití dodatečných přirážek k základnímu modelu CAPM, které jsou tedy přirážkami k nákladům vlastního kapitálu.

S Provozovou, která není veřejně obchodovaným aktivem, je do určité míry spojená omezená likvidnost, která se promítá mj. do výše transakčních nákladů (např. na služby transakčního poradenství, vyhledání vhodného strategického, či finančního investora, audit, due diligence) při jejím případném prodeji. Při výpočtu nákladů vlastního kapitálu byla aplikována přirážka pro nižší obchodovatelnost oceňované Provozovny, a to ve výši 2,00 %.

Pouze u varianty 1 je, pro období druhé fáze, k průměrným váženým nákladům na kapitál připočtena další riziková prémie, a to za riziko ukončení Činností plynoucích ze spolupráce s hlavním městem Prahou po roce 2026. Přirážka za toto riziko je stanovena na úrovni 1,00 %.

6.5.1.6 Náklady vlastního kapitálu - závěr

Na základě výše uvedených parametrů byla stanovena výše nezadlužených nákladů vlastního kapitálu na úrovni 7,40 %. Pouze ve výpočtu stanovení hodnoty Provozovny v období druhé fáze ve variantě 1 je výše stanovených nezadlužených nákladů vlastního kapitálu na úrovni 8,40 %. Uvedené skutečnosti jsou zachyceny v následujících tabulkách.

Tabulka 6-1: Výpočet nezadlužených nákladů vlastního kapitálu

Nvk Nezadlužené náklady vlastního kapitálu	
Bezriziková výnosová míra	0,95%
Beta nezadlužená	0,64
Riziková prémie trhu	5,69%
Riziková prémie země	0,81%
Přirážka za nižší likvidnost	2,00%
Další přirážky	0,00%
Celkové Nvk (%)	7,40%

Zdroj: Zpracovatel

Tabulka 6-2: Přehled nezadlužených nákladů vlastního kapitálu v jednotlivých variantách

Varianta	Nvk (%) pro období 1. fáze	Nvk (%) pro období 2. fáze
V1	7,40%	8,40%
V2a	7,40%	7,40%
V2b	7,40%	7,40%
V2c	7,40%	7,40%
V2d	7,40%	7,40%

Varianta	NVK (%) pro období 1. fáze	NVK (%) pro období 2. fáze
V2e	7,40%	7,40%
V2f	7,40%	7,40%
V2g	7,40%	7,40%
V2h	7,40%	7,40%

Zdroj: Zpracovatel

6.6 Vymezení volných peněžních toků v rámci DCF Equity

Volné peněžní toky jsou v rámci metody DCF equity počítány na úrovni volných peněžních toků pro akcionáře (FCFE). Tyto volné peněžní prostředky představují peněžní prostředky, které mají vlastníci Provozovny k dispozici po zohlednění investic do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Detailní kalkulace volných peněžních toků pro vlastníky Provozovny v období 1. Fáze (explicitně plánované období) je součástí Přílohy.

6.6.1 Současná hodnota první fáze

Volné peněžní toky do Provozovny v jednotlivých letech první fáze jsou diskontovány pomocí nákladů vlastního kapitálu. Detailní kalkulace současné hodnoty těchto toků a celé první fáze je součástí Přílohy.

6.6.2 Pokračující hodnota

Pokračující hodnota pro druhou fázi je stanovena za pomocí matematického vzorce.

$$PH = \frac{FCFE_t * (1 + g)}{WACC - g}$$

Kde:

$FCFE_t$	hodnota volných peněžních toků pro vlastníky v čase t
t	poslední rok první fáze
g	očekávané tempo růstu ve druhé fázi
$WACC$	průměrné vážené náklady kapitálu

Hodnota volných peněžních toků pro vlastníky v čase t je u Varianty 1 navýšena o 10,46 %. Toto navýšení zahrnuje vliv navýšení výkonů v segmentu Praha o míru inflace v letech 2016 - 2026, se kterým není v modelu kalkulováno, a dále zahrnuje rozšíření služeb o další dosud neobsluhované městské části a zvýšení efektivity svozu odpadu. Očekávané tempo růstu ve

druhé fázi je u Varianty 1 uvažováno ve výši 3,00 % tak, aby reflektovalo očekávaný růst businessu po roce 2026.

U Varianty 2h je hodnota volných peněžních toků pro vlastníky pro druhou fázi stanovena na základě očekávaných hodnot v roce 2027.

U ostatních variant je očekávané tempo růstu vzhledem k postupné stabilizaci výnosů a nákladů při přihlédnutí k dlouhodobému ekonomickému růstu stanoveno ve výši 2,00 %. Současná hodnota druhé fáze je vypočtena diskontováním pokračující hodnoty na současnou hodnotu pomocí nákladů vlastního kapitálu.

6.7 Stanovení výsledné současné hodnoty předmětu ocenění

6.7.1 Stanovení současné hodnoty jednotlivých variant

Součtem současné hodnoty první fáze a současné hodnoty druhé fáze byla spočtena současná hodnota jednotlivých variant. Výsledky zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 6-3: Současná hodnota jednotlivých variant

Současná hodnota jednotlivých variant (v mil. Kč)	V1	V2a	V2b	V2c	V2d	V2e	V2f	V2g	V2h
Současná hodnota 1. fáze	786	439	509	572	628	676	719	755	786
Současná hodnota 2. fáze	1 219	318	342	366	389	413	436	460	484
Hodnota celkem	2 006	757	851	938	1 017	1 089	1 155	1 215	1 270

Zdroj: Zpracovatel

6.7.2 Stanovení současné hodnoty Provozovny a Činností

V rámci ocenění byla metodou diskontovaného cash flow stanovena současná hodnota Provozovny a Činností. Hodnota Činností v jednotlivých letech vychází z rozdílu současné hodnoty ocenění Varianty 1 a Varianty 2, resp. podvariant V2a, V2b, V2c, V2d, V2e, V2f, V2g a V2h.

Hodnota části závodu představující Činnosti

$$= \text{Současná hodnota Varianty 1} - \text{Současná hodnota Varianty 2}$$

Výslednou současnou hodnotu Provozovny a Činností v jednotlivých letech rekapituluje následující tabulka.

Tabulka 6-4: Současná hodnota Provozovny a Činností v jednotlivých letech

Rok převodu Činnosti		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Varianta	V1	V2a	V2b	V2c	V2d	V2e	V2f	V2g	V2h
Současná hodnota Provozovny k 31. 12. 2016 (v mil. Kč)	2 006	757	851	938	1 017	1 089	1 155	1 215	1 270
Současná hodnota Činností k 31. 12. 2016 (v mil. Kč)		1 248	1 154	1 068	989	916	851	790	736

Ždroj: Zpracovatel

6.8 Závěr

Předmětem ocenění je stanovit hodnotu části závodu AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. (Provozovna C20 Praha) a jeho části představované výkonem činností pro zákazníka hlavní město Praha, tj. zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hlavního města Prahy v období 2016 - 2026. Ocení je provedeno ke dni 31. 12. 2016 při zohlednění skutečnosti možného převodu Činností na jiného poskytovatele v letech 2019 - 2025.

Současná hodnota části závodu AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. (Provozovna C20 Praha) v případě pokračování Činností do roku 2026 (včetně) v jejich stávajícím rozsahu a struktuře, která odpovídá Variantě 1, je (matematicky zaokrouhleno na miliony Kč):

2 006 mil. Kč

(slovy: dvě miliardy šest milionů korun českých).

Současná hodnota části závodu AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. (Provozovna C20 Praha) v případě převedení Činností v roce 2026, což odpovídá Variantě 2h, je (matematicky zaokrouhleno na miliony Kč):

1 270 mil. Kč

(slovy: jedna miliarda dvě stě sedmdesát milionů korun českých).

Z výše uvedeného vyplývá, že současná hodnota části závodu představující převáděně Činnosti je (matematicky zaokrouhleno na miliony Kč):

- a) v případě, že dojde k převedení části závodu představující Činnosti v roce 2026
(Varianta 2h) 736 mil. Kč (slovy: sedm set třicet šest milionů korun českých);
- b) v případě, že dojde k převedení části závodu představující Činnosti v roce 2025
(Varianta 2g) 790 mil. Kč (slovy: sedm set devadesát milionů korun českých);
- c) v případě, že dojde k převedení části závodu představující Činnosti v roce 2024
(Varianta 2f) 851 mil. Kč (slovy: osm set padesát jeden milion korun českých);
- d) v případě, že dojde k převedení části závodu představující Činnosti v roce 2023
(Varianta 2e) 916 mil. Kč (slovy: devět set šestnáct milionů korun českých);
- e) v případě, že dojde k převedení části závodu představující Činnosti v roce 2022
(Varianta 2d) 989 mil. Kč (slovy: devět set osmdesát devět milionů korun českých);
- f) v případě, že dojde k převedení části závodu představující Činnosti v roce 2021
(Varianta 2c) 1 068 mil. Kč (slovy: jedna miliarda šedesát osm milionů korun českých);
- g) v případě, že dojde k převedení části závodu představující Činnosti v roce 2020
(Varianta 2b) 1 154 mil. Kč (slovy: jedna miliarda jedno sto padesát čtyři miliony korun českých);
- h) v případě, že dojde k převedení části závodu představující Činnosti v roce 2019
(Varianta 2a) 1 248 mil. Kč (slovy: jedna miliarda dvě stě čtyřicet osm milionů korun českých).

Rozdíly současných hodnot jednotlivých Variant 2a - 2h vyjadřují meziroční změny současné hodnoty části závodu (Provozovny) související s převodem Činností v jednotlivých letech 2019 až 2026. Uvedené rozdíly nezohledňují jen ušlý zisk z převáděných Činností, nýbrž i negativní dopad výpadku převáděných Činností na ostatní provoz.

7. ZNALECKÝ NÁLEZ

Účelem ocenění bylo stanovit hodnotu části závodu společnosti AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. se sídlem Pražská 1321/38a, Hostivař, 102 00 Praha 10, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl C, vložka 19775, označené jako Provozovna C20 Praha a jeho části představované výkonem činností pro zákazníka hlavní město Praha, tj. zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hlavního města Prahy v období 2016 - 2026.

Pro ocenění zpracovatel použil metodu diskontovaných peněžních toků ve variantě equity. Ocenění je provedeno ke dni 31. 12. 2016 při zohlednění skutečnosti možného převodu Činností na jiného poskytovatele v letech 2019 - 2025.

Současná hodnota části závodu AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. (Provozovna C20 Praha) v případě pokračování Činností do roku 2026 (včetně) v jejich stávajícím rozsahu a struktuře, která odpovídá Variantě 1, je (matematicky zaokrouhleno na miliony Kč):

2 006 mil. Kč

(slovy: dvě miliardy šest milionů korun českých).

Současná hodnota části závodu AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. (Provozovna C20 Praha) v případě převedení Činností v roce 2026, což odpovídá Variantě 2h, je (matematicky zaokrouhleno na miliony Kč):

1 270 mil. Kč

(slovy: jedna miliarda dvě stě sedmdesát milionů korun českých).

Z výše uvedeného vyplývá, že současná hodnota části závodu představující převáděné Činnosti je (matematicky zaokrouhleno na miliony Kč):

- a) v případě, že dojde k převedení části závodu představující Činnosti v roce 2026 (Varianta 2h) **736 mil. Kč** (slovy: sedm set třicet šest milionů korun českých);

- b) v případě, že dojde k převedení části závodu představující Činnosti v roce 2025
(Varianta 2g) **790 mil. Kč** (slovy: sedm set devadesát milionů korun českých);
- c) v případě, že dojde k převedení části závodu představující Činnosti v roce 2024
(Varianta 2f) **851 mil. Kč** (slovy: osm set padesát jeden milion korun českých);
- d) v případě, že dojde k převedení části závodu představující Činnosti v roce 2023
(Varianta 2e) **916 mil. Kč** (slovy: devět set šestnáct milionů korun českých);
- e) v případě, že dojde k převedení části závodu představující Činnosti v roce 2022
(Varianta 2d) **989 mil. Kč** (slovy: devět set osmdesát devět milionů korun českých);
- f) v případě, že dojde k převedení části závodu představující Činnosti v roce 2021
(Varianta 2c) **1 068 mil. Kč** (slovy: jedna miliarda šedesát osm milionů korun českých);
- g) v případě, že dojde k převedení části závodu představující Činnosti v roce 2020
(Varianta 2b) **1 154 mil. Kč** (slovy: jedna miliarda jedno sto padesát čtyři miliony korun českých);
- h) v případě, že dojde k převedení části závodu představující Činnosti v roce 2019
(Varianta 2a) **1 248 mil. Kč** (slovy: jedna miliarda dvě stě čtyřicet osm milionů korun českých).

Rozdíly současných hodnot jednotlivých Variant 2a - 2h vyjadřují meziroční změny současné hodnoty části závodu (Provozovny) související s převodem Činností v jednotlivých letech 2019 až 2026.



Otisk kulatého razítka

Ing. Jiří Laibl, jednatel

Znalecký posudek připravila a případné vysvětlení podá Ing. Kateřina Valentová Worschová

V Teplicích dne 17. 1. 2017

8. ZNALECKÁ DOLOŽKA

ESTIMATES Consulting s.r.o. podává znalecký posudek jako znalecký ústav zapsaný Ministerstvem spravedlnosti ČR dne 4. 2. 2013 pod zn. 149/2012-OSD-SZN/12 do I. oddílu seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění pro ceny a odhady - oceňování nemovitostí a oceňování podniků.

Znalecký posudek byl zapsán pod poř. č. 3/353/2017 znaleckého deníku.

Znalečné a náhradu účtujeme dle připojené faktury.

Znalecký posudek je zpracovaný v souladu se zákonem č.36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ze dne 6. dubna 1967, a s ustanovením §13 vyhlášky ministerstva spravedlnosti č.37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících, ze dne 17. dubna 1967.

Posudek obsahuje 77 stran textu včetně titulního listu, listu obsahujícího znaleckou doložku a otisk znalecké pečeti znaleckého ústavu, a příloh.



Otisk znalecké pečeti

Ing. Jiří Laibl, jednatel

V Teplicích dne 17. ledna 2017

9. PROHLÁŠENÍ ZPRACOVATELE

Prohlašujeme, že nejsme podjatí ve smyslu § 11 odst. 1 zákona o znalcích a tlumočnících 36/1967 Sb. Dále prohlašujeme, že

- a) v současné době a ani v blízké budoucnosti nebudeme mít účast ani prospěch z podnikání, které je předmětem tohoto zpracovaného ocenění; ani náš honorář nezávisí na dosažených závěrech nebo odhadnutých hodnotách.
- b) v této zprávě je uvedeno všechno o předpokladech a omezujících podmínkách, které ovlivňují analýzu, hodnoty a závěry v ní obsažené.
- c) při své činnosti jsme neshledali žádné skutečnosti, které by nasvědčovaly, že nám předané dokumenty a podklady nejsou pravdivé a správné.
- d) při zpracování tohoto ocenění byly brány v úvahu obecné předpoklady a omezující podmínky pro stanovení ocenění, tak jak jsou uvedeny v kapitole 1.5

10. POUŽITÁ LITERATURA

Zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku ve znění pozdějších předpisů

M. Mařík a kol: Metody oceňování podniku, Praha, Ecopress, 2007

M. Mařík a kol: Metody oceňování podniku pro pokročilé, Praha, Ecopress, 2011

E. Kisslingerová: Oceňování podniku, Praha, C.H.Beck, 1999

R.A. Brealey, S.C. Myers: Teorie a praxe firemních financí, Computer Press, Praha, 2000

P. Maříková, M. Mařík: Diskontní míra v oceňování, Praha, VŠE, 2001

11. PŘÍLOHY

Tabulka 11-1: Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky ve Variantě 1

Výpočet FCFE (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Celkový výkon	428 054	432 461	437 000	441 675	446 491	451 451	456 560	461 822	467 242	472 825
EBITDA	144 026	143 536	143 085	142 677	142 312	141 992	140 919	139 896	138 925	138 007
Odpisy	27 394	26 983	26 579	26 180	25 787	25 400	25 019	24 644	24 274	23 910
EBIT	116 631	116 552	116 507	116 497	116 524	116 591	115 900	115 252	114 650	114 097
Dan z příjmů právnických osob	22 160	22 145	22 136	22 134	22 140	22 152	22 021	21 898	21 784	21 678
Investice do provozně nutného majetku	6 150	6 098	5 900	5 813	5 871	5 930	5 989	6 049	6 109	6 171
Investice do pracovního kapitálu	-216	-221	-227	-232	-238	-244	-251	-257	-264	-271
FCFE	115 931	115 513	115 276	114 962	114 539	114 154	113 160	112 207	111 296	110 158

Tabulka 11-2: Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky ve Variantě 2a

Výpočet FCFE (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Celkový výkon	428 054	432 461	437 000	155 845	155 845	155 845	155 845	155 845	155 845	155 845
EBITDA	144 026	143 536	143 085	40 199	40 199	40 199	40 199	40 199	40 199	40 199
Odpisy	27 394	26 983	26 579	3 699	3 699	3 699	3 699	3 699	3 699	3 699
EBIT	116 631	116 552	116 507	36 500	36 500	36 500	36 500	36 500	36 500	36 500
Dan z příjmů právnických osob	22 160	22 145	22 136	6 935	6 935	6 935	6 935	6 935	6 935	6 935
Investice do provozně nutného majetku	6 150	6 098	5 900	1 167	1 167	1 167	1 167	1 167	1 167	1 167
Investice do pracovního kapitálu	-216	-221	-227	0	0	0	0	0	0	0
FCFE	115 931	115 513	115 276	32 097	32 097	32 097	32 097	32 097	32 097	32 097

Tabulka 11-3: Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky ve Variantě 2b

Výpočet FCFE (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Celkový výkon	428 054	432 461	437 000	441 675	160 520					
EBITDA	144 026	143 536	143 085	142 677	43 143					
Odpisy	27 394	26 983	26 579	26 180	3 643					
EBIT	116 631	116 552	116 507	116 497	39 500					
Daň z příjmů právnických osob	22 160	22 145	22 136	22 134	7 505					
Investice do provozně nutného majetku	6 150	6 098	5 900	5 813	1 167					
Investice do pracovního kapitálu	-216	-221	-227	-232	0	0	0	0	0	0
FCFE	115 931	115 513	115 276	114 962	34 471					

Tabulka 11-4: Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky ve Variantě 2c

Výpočet FCFE (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Celkový výkon	428 054	432 461	437 000	441 675	446 491	165 336				
EBITDA	144 026	143 536	143 085	142 677	142 312	46 088				
Odpisy	27 394	26 983	26 579	26 180	25 787	3 588				
EBIT	116 631	116 552	116 507	116 497	116 524	42 500				
Daň z příjmů právnických osob	22 160	22 145	22 136	22 134	22 140	8 075				
Investice do provozně nutného majetku	6 150	6 098	5 900	5 813	5 871	1 167				
Investice do pracovního kapitálu	-216	-221	-227	-232	-238	0	0	0	0	0
FCFE	115 931	115 513	115 276	114 962	114 539	36 847	36 847	36 847	36 847	36 846

Tabuľka 11-5: Výpočet volných penžních tokov pro vlastníky ve Variante 2d

Výpočet FCFE (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Celkový výkonn	428 054	432 461	437 000	441 675	446 491	451 451	170 296	170 296	170 296	170 296
EBITDA	144 026	143 536	143 085	142 677	142 312	141 992	49 035	49 035	49 035	49 035
Odpisy	27 394	26 983	26 579	26 180	25 787	25 400	3 535	3 535	3 535	3 535
EBIT	116 631	116 552	116 507	116 497	116 524	116 591	45 500	45 500	45 500	45 500
Daň z příjmů právnických osob	22 160	22 145	22 136	22 134	22 140	22 152	8 645	8 645	8 645	8 645
Investice do provozně nutného majetku	6 150	6 098	5 900	5 813	5 871	5 930	1 167	1 167	1 167	1 167
Investice do pracovního kapitálu	-216	-221	-227	-232	-238	-244	0	0	0	0
FCFE	115 931	115 513	115 276	114 962	114 539	114 154	39 223	39 223	39 223	39 223

Tabuľka 11-6: Výpočet volných penžních tokov pro vlastníky ve Variante 2e

Výpočet FCFE (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Celkový výkonn	428 054	432 461	437 000	441 675	446 491	451 451	456 560	175 405	175 405	175 405
EBITDA	144 026	143 536	143 085	142 677	142 312	141 992	140 919	51 982	51 982	51 982
Odpisy	27 394	26 983	26 579	26 180	25 787	25 400	25 019	3 482	3 482	3 482
EBIT	116 631	116 552	116 507	116 497	116 524	116 591	115 900	48 500	48 500	48 500
Daň z příjmů právnických osob	22 160	22 145	22 136	22 134	22 140	22 152	22 021	9 215	9 215	9 215
Investice do provozně nutného majetku	6 150	6 098	5 900	5 813	5 871	5 930	5 989	1 167	1 167	1 167
Investice do pracovního kapitálu	-216	-221	-227	-232	-238	-244	-251	0	0	0
FCFE	115 931	115 513	115 276	114 962	114 539	114 154	113 160	41 600	41 600	41 600

Tabuľka 11-7: Výpočet volných penžních tokov pro vlastníky ve Variante 2f

Výpočet FCFE (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Celkový výkaz	428 054	432 461	437 000	441 675	446 491	451 451	456 560	461 822	180 667	180 667
EBITDA	144 026	143 536	143 085	142 677	142 312	141 992	140 919	139 896	54 929	54 929
Odpisy	27 394	26 983	26 579	26 180	25 787	25 400	25 019	24 644	3 429	3 429
EBIT	116 631	116 552	116 507	116 497	116 524	116 591	115 900	115 252	51 500	51 500
Daň z príjmu právnických osôb	22 160	22 145	22 136	22 134	22 140	22 152	22 021	21 898	9 785	9 785
Investície do provozného majetku	6 150	6 098	5 900	5 813	5 871	5 930	5 989	6 049	1 167	1 167
Investície do pracovného kapitálu	-216	-221	-227	-232	-238	-244	-251	-257	0	0
FCFE	115 931	115 513	115 276	114 962	114 539	114 154	113 160	112 207	43 978	43 977

Tabuľka 11-8: Výpočet volných penžních tokov pro vlastníky ve Variante 2g

Výpočet FCFE (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Celkový výkaz	428 054	432 461	437 000	441 675	446 491	451 451	456 560	461 822	467 242	186 087
EBITDA	144 026	143 536	143 085	142 677	142 312	141 992	140 919	139 896	138 925	57 878
Odpisy	27 394	26 983	26 579	26 180	25 787	25 400	25 019	24 644	24 274	3 378
EBIT	116 631	116 552	116 507	116 497	116 524	116 591	115 900	115 252	114 650	54 500
Daň z príjmu právnických osôb	22 160	22 145	22 136	22 134	22 140	22 152	22 021	21 898	21 784	10 355
Investície do provozného majetku	6 150	6 098	5 900	5 813	5 871	5 930	5 989	6 049	6 109	1 167
Investície do pracovného kapitálu	-216	-221	-227	-232	-238	-244	-251	-257	-264	0
FCFE	115 931	115 513	115 276	114 962	114 539	114 154	113 160	112 207	111 296	46 356

Tabuľka 11-9: Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky ve Variantě 2h

Výpočet FCFE (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Celkový výkon	428 054	432 461	437 000	441 675	446 491	451 451	456 560	461 822	467 242	472 825	-191 670
EBITDA	144 026	143 536	143 085	142 677	142 312	141 992	140 919	139 896	138 925	138 007	-60 827
Odpisy	27 394	26 983	26 579	26 180	25 787	25 400	25 019	24 644	24 274	23 910	3 327
EBIT	116 631	116 552	116 507	116 497	116 524	116 591	115 900	115 252	114 650	114 097	-57 500
Dan z příjmů právnických osob	22 160	22 145	22 136	22 134	22 140	22 152	22 021	21 898	21 784	21 678	10 925
Investice do provozně nutného majetku	6 150	6 098	5 900	5 813	5 871	5 930	5 989	6 049	6 109	6 171	1 167
Investice do pracovního kapitálu	-216	-221	-227	-232	-238	-244	-251	-257	-264	-270	0
FCFE	115 931	115 513	115 276	114 962	114 539	114 154	113 160	112 207	111 296	110 158	48 735

Tabuľka 11-10: Výpočet súčasných hodnoty prvej fázy ve Variante 1

Současná hodnota 1. fáze (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
FCFE	115 931	115 513	115 276	114 962	114 539	114 154	113 160	112 207	111 296	110 158
Diskontované FCFE	107 939	100 135	93 040	86 390	80 138	74 363	68 633	63 363	58 516	53 925
Současná hodnota 1. fáze	786 441									

Tabulka 11-11: Výpočet současně hodnoty první fáze ve Variantě 2a

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Současná hodnota 1. fáze (v tis. Kč)										
FCFE	115 931	115 513	115 276	115 097	32 097	32 097	32 097	32 097	32 097	32 097
Diskontované FCFE	107 939	100 135	93 040	24 120	22 457	20 909	19 467	18 125	16 876	15 712
Současná hodnota 1. fáze	438 779									

Tabulka 11-12: Výpočet současně hodnoty první fáze ve Variantě 2b

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Současná hodnota 1. fáze (v tis. Kč)										
FCFE	115 931	115 513	115 276	114 962	34 471	34 471	34 471	34 471	34 471	34 471
Diskontované FCFE	107 939	100 135	93 040	86 390	24 118	22 455	20 907	19 466	18 124	16 874
Současná hodnota 1. fáze	509 449									

Tabulka 11-13: Výpočet současně hodnoty první fáze ve Variantě 2c

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Současná hodnota 1. fáze (v tis. Kč)										
FCFE	115 931	115 513	115 276	114 962	114 539	36 847	36 847	36 847	36 847	36 846
Diskontované FCFE	107 939	100 135	93 040	86 390	80 138	24 003	22 348	20 807	19 373	18 037
Současná hodnota 1. fáze	572 210									

Tabulka 11-14: Výpočet současně hodnoty první fáze ve Variantě 2d

Současná hodnota 1. fáze (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
FCFE	115 931	115 513	115 276	114 962	114 539	114 154	39 223	39 223	39 223	39 223
Diskontované FCFE	107 939	100 135	93 040	86 390	80 138	74 363	23 789	22 149	20 622	19 200
Současná hodnota 1. fáze										
627 765										

Tabulka 11-15: Výpočet současně hodnoty první fáze ve Variantě 2e

Současná hodnota 1. fáze (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
FCFE	115 931	115 513	115 276	114 962	114 539	114 154	113 160	41 600	41 600	41 600
Diskontované FCFE	107 939	100 135	93 040	86 390	80 138	74 363	68 633	23 491	21 872	20 364
Současná hodnota 1. fáze										
676 365										

Tabulka 11-16: Výpočet současně hodnoty první fáze ve Variantě 2f

Současná hodnota 1. fáze (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
FCFE	115 931	115 513	115 276	114 962	114 539	114 154	113 160	112 207	43 978	43 977
Diskontované FCFE	107 939	100 135	93 040	86 390	80 138	74 363	68 633	63 363	23 122	21 528
Současná hodnota 1. fáze										
718 650										

Tabulka 11-17: Výpočet současné hodnoty první fáze ve Variantě 2g

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Současná hodnota 1. fáze (v tis. Kč)										
FCFE	115 931	115 513	115 276	114 962	114 539	114 154	113 160	112 207	111 296	110 158
Diskontované FCFE	107 939	100 135	93 040	86 390	80 138	74 363	68 633	63 363	58 516	53 925
Současná hodnota 1. fáze	107 939	100 135	93 040	86 390	80 138	74 363	68 633	63 363	58 516	53 925
Současná hodnota 1. fáze	755 208									

Tabulka 11-18: Výpočet současné hodnoty první fáze ve Variantě 2h

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Současná hodnota 1. fáze (v tis. Kč)										
FCFE	115 931	115 513	115 276	114 962	114 539	114 154	113 160	112 207	111 296	110 158
Diskontované FCFE	107 939	100 135	93 040	86 390	80 138	74 363	68 633	63 363	58 516	53 925
Současná hodnota 1. fáze	107 939	100 135	93 040	86 390	80 138	74 363	68 633	63 363	58 516	53 925
Současná hodnota 1. fáze	786 441									

Tabulka 11-19: Finanční plán pro Variantu 1

Finanční plán (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CELKOVÝ VÝKON	428 054	432 461	437 000	441 675	446 491	451 451	456 560	461 822	467 242	472 825
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY - EXTERNÍ	48 100	48 736	49 382	50 036	50 698	51 370	52 052	52 742	53 442	54 151
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VF	24 631	24 963	25 299	25 640	25 986	26 337	26 692	27 052	27 418	27 788
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VF	11 420	11 569	11 719	11 872	12 027	12 184	12 343	12 505	12 668	12 834
MATERIAL A NAKUPOVANÉ VÝKONY	84 151	85 268	86 400	87 548	88 712	89 891	91 087	92 299	93 528	94 774
Mzdy a platy	69 577	71 142	72 749	74 400	76 094	77 834	79 621	81 455	83 340	85 275
Ostatní osobní náklady	28 526	29 142	29 773	30 421	31 086	31 769	32 469	33 188	33 926	34 684
PERSONÁLNÍ NÁKLADY	98 103	100 284	102 523	104 821	107 180	109 603	112 090	114 644	117 266	119 959
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY - EXTERNÍ	2 232	2 233	2 234	2 235	2 236	2 237	2 238	2 239	2 240	2 241
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY	2 232	2 233	2 234	2 235	2 236	2 237	2 238	2 239	2 240	2 241
OST. PROVOZNÍ NÁKLADY - EXTERNÍ	94 261	95 733	97 224	98 732	100 259	101 804	104 167	106 550	108 952	111 373
Ost. provozní náklady - INTERNÍ VF	9 746	9 873	10 002	10 132	10 264	10 398	10 534	10 672	10 811	10 952
OSTATNÍ PROVOZNÍ NÁKLADY	104 007	105 607	107 226	108 865	110 523	112 202	114 702	117 222	119 763	122 326
EBITDA	144 026	143 536	143 085	142 677	142 312	141 992	140 919	139 896	138 925	138 007
ODPisy	27 394	26 983	26 579	26 180	25 787	25 400	25 019	24 644	24 274	23 910
EBIT	116 631	116 552	116 507	116 497	116 524	116 591	115 900	115 252	114 650	114 097
Dan z příjmů právnických osob	22 160	22 145	22 136	22 134	22 140	22 152	22 021	21 898	21 784	21 678
HOSP. VÝSLEDEK PO ZDAMENÍ	94 471	94 407	94 371	94 363	94 385	94 439	93 879	93 354	92 867	92 419

Tabulka 11-20: Finanční plán pro Variantu 2a

Finanční plán (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CELKOVÝ VÝKON	428 054	432 461	437 000	155 845						
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY - EXTERNÍ	48 100	48 736	49 382	20 096	20 096	20 096	20 096	20 096	20 096	20 096
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VF	24 631	24 963	25 299	8 974	8 974	8 974	8 974	8 974	8 974	8 974
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VVF	11 420	11 569	11 719	5 882	5 882	5 882	5 882	5 882	5 882	5 882
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY	84 151	85 268	86 400	34 951	34 951	34 951	34 951	34 951	34 951	34 951
Nedý a platy	69 577	71 142	72 749	27 676	27 676	27 676	27 676	27 676	27 676	27 676
Ostatní osobní náklady	28 526	29 142	29 773	12 745	12 745	12 745	12 745	12 745	12 745	12 745
PERSONÁLNÍ NÁKLADY	98 103	100 284	102 523	42 741	40 422	40 422	40 422	40 422	40 422	40 422
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY - EXTERNÍ	2 232	2 233	2 234	98	98	98	98	98	98	98
2 232	2 233	2 234	98	98	98	98	98	98	98	98
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY	94 261	95 733	97 224	30 737	30 737	30 737	30 737	30 737	30 737	30 737
OST. PROVOZNÍ NÁKLADY - EXTERNÍ	9 746	9 873	10 002	7 316	7 316	7 316	7 316	7 316	7 316	7 316
Ost. provozní náklady - INTERNÍ VF	104 007	105 607	107 226	38 052	38 052	38 052	38 052	38 052	38 052	38 052
OSTATNÍ PROVOZNÍ NÁKLADY	144 026	143 536	143 085	40 199	40 199	40 199	40 199	40 199	40 199	40 199
EBITDA	27 394	26 983	26 579	3 699	3 699	3 699	3 699	3 699	3 699	3 699
ODPISY	116 631	116 552	116 507	36 500	36 500	36 500	36 500	36 500	36 500	36 500
EBIT	22 160	22 145	22 136	6 935	6 935	6 935	6 935	6 935	6 935	6 935
Daň z příjmu právnických osob	94 471	94 407	94 371	35 148	35 148	35 148	35 148	35 148	35 148	35 148
HOSP. VÝSLEDEK PO ZDANĚNÍ										

Tabuľka 11-21: Finanční plán pro Variantu 2b

Finanční plán (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CELKOVÝ VÝKON	428 054	432 461	437 000	441 675	160 520					
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY - EXTERNÍ	48 100	48 736	49 382	50 036	19 766	19 766	19 766	19 766	19 766	19 766
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VF	24 631	24 963	25 299	25 640	9 297	9 297	9 297	9 297	9 297	9 297
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VVF	11 420	11 569	11 719	11 872	6 174	6 174	6 174	6 174	6 174	6 174
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY	84 151	85 268	86 400	87 548	35 237					
Mzdové a platy	69 577	71 142	72 749	74 400	29 185	29 185	29 185	29 185	29 185	29 185
Ostatní osobní náklady	28 526	29 142	29 773	30 421	14 684	14 684	14 684	14 684	14 684	14 684
PERSONÁLNÍ NÁKLADY	98 103	100 284	102 523	104 821	43 869					
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY - EXTERNÍ	2 232	2 233	2 234	2 235	99	99	99	99	99	99
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY	2 232	2 233	2 234	2 235	99	99	99	99	99	99
OST. PROVOZNÍ NÁKLADY - EXTERNÍ	94 261	95 733	97 224	98 732	32 095	32 095	32 095	32 095	32 095	32 095
Ost. provozní náklady - INTERNÍ VF	9 746	9 873	10 002	10 132	6 275	6 275	6 275	6 275	6 275	6 275
OSTATNÍ PROVOZNÍ NÁKLADY	104 007	105 607	107 226	108 865	38 370					
EBITDA	144 026	143 536	143 085	142 677	43 143					
ODPISY	27 394	26 983	26 579	26 180	3 643					
EBIT	116 631	116 552	116 507	116 497	39 500					
Daň z příjmu právnických osob	22 160	22 145	22 136	22 134	7 505	7 505	7 505	7 505	7 505	7 505
HOSP.VÝSLEDEK PO ZDANĚNÍ	94 471	94 407	94 371	94 363	44 340					

Tabulka 11-22: Finanční plán pro Variantu 2c

Finanční plán (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CELKOVÝ VÝKON	426 054	432 461	437 000	441 675	446 491	165 336				
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY - EXTERNÍ	48 100	48 736	49 382	50 036	50 698	19 497	19 497	19 497	19 497	19 497
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VF	24 631	24 963	25 299	25 640	25 986	9 630	9 630	9 630	9 630	9 630
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VVF	11 420	11 569	11 719	11 872	12 027	6 476	6 476	6 476	6 476	6 476
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY	84 151	85 268	86 400	87 548	88 712	35 603				
Nzdy a platy	69 577	71 142	72 749	74 400	76 094	29 837	29 837	29 837	29 837	29 837
Ostatní osobní náklady	28 526	29 142	29 773	30 421	31 086	15 191	15 191	15 191	15 191	15 191
PERSONAĽNÍ NÁKLADY	98 103	100 284	102 523	104 821	107 180	45 028				
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY - EXTERNÍ	2 232	2 233	2 234	2 235	2 236	100	100	100	100	100
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY	2 232	2 233	2 234	2 235	2 236	100	100	100	100	100
OST. PROVOZNÍ NÁKLADY - EXTERNÍ	94 261	95 733	97 224	98 732	100 259	32 019	32 019	32 019	32 019	32 019
Ost. provozní náklady - INTERNÍ VF	9 746	9 873	10 002	10 132	10 264	6 698	6 698	6 698	6 698	6 698
OSTATNÍ PROVOZNÍ NÁKLADY	104 007	105 607	107 226	108 865	110 523	38 716	38 716	38 716	38 716	38 716
EBITDA	144 026	143 536	143 085	142 677	142 312	46 088	46 088	46 088	46 088	46 088
ODPISY	27 394	26 983	26 579	26 180	25 787	3 588	3 588	3 588	3 588	3 588
EBIT	116 631	116 552	116 507	116 497	116 524	42 500	42 500	42 500	42 500	42 500
Dan z příjmu právnických osob	22 160	22 145	22 136	22 134	22 140	8 075	8 075	8 075	8 075	8 075
HOSP.VÝSLEDEK PO ZDAMENÍ	94 471	94 407	94 371	94 363	94 385	47 458				

Tabulka 11-23: Finanční plán pro Variantu 2d

	Finanční plán (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CELKOVÝ VÝKON	428 054	432 461	437 000	441 675	446 491	451 451	170 296				
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY - EXTERNÍ	48 100	48 736	49 382	50 036	50 698	51 370	19 938	19 938	19 938	19 938	19 938
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VF	24 631	24 963	25 299	25 640	25 986	26 337	9 973	9 973	9 973	9 973	9 973
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VVF	11 420	11 569	11 719	11 872	12 027	12 184	6 787	6 787	6 787	6 787	6 787
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY	84 131	85 268	86 400	87 548	88 712	89 891	36 699				
Mzdy a platy	69 577	71 142	72 749	74 400	76 094	77 834	30 506	30 506	30 506	30 506	30 506
Ostatní osobní náklady	28 526	29 142	29 773	30 421	31 086	31 769	15 713	15 713	15 713	15 713	15 713
PERSONÁLNÍ NÁKLADY	98 103	100 284	102 523	104 821	107 180	109 603	46 219				
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY - EXTERNÍ	2 232	2 233	2 234	2 235	2 236	2 237	101	101	101	101	101
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY	2 232	2 233	2 234	2 235	2 236	2 237	101	101	101	101	101
OST. PROVOZNÍ NÁKLADY - EXTERNÍ	94 261	95 733	97 224	98 732	100 259	101 804	31 310				
Ost. provozní náklady - INTERNÍ VF	9 746	9 873	10 002	10 132	10 264	10 398	7 135	7 135	7 135	7 135	7 135
OSTATNÍ PROVOZNÍ NÁKLADY	104 007	105 607	107 226	108 865	110 523	112 202	38 444				
EBITDA	144 026	143 536	143 085	142 677	142 312	141 992	49 035				
ODPisy	27 394	26 983	26 579	26 180	25 787	25 400	3 535	3 535	3 535	3 535	3 535
EBIT	116 631	116 552	116 507	116 497	116 524	116 591	45 500				
Dan z příjmů právnických osob	22 160	22 145	22 136	22 134	22 140	22 152	8 645	8 645	8 645	8 645	8 645
HOSP. VÝSLEDEK PO ZDANĚNÍ	94 471	94 407	94 371	94 363	94 385	94 439	50 684				

Tabulka 11-24: Finanční plán pro Variantu 2e

	Finanční plán (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CELKOVÝ VÝKON	428 054	432 461	437 000	441 675	446 491	451 451	456 560	175 405	175 405	175 405	175 405
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY - EXTERNÍ	48 100	48 736	49 382	50 036	50 698	51 370	52 052	19 413	19 413	19 413	19 413
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VF	24 631	24 963	25 299	25 640	25 986	26 337	26 692	9 348	9 348	9 348	9 348
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VVF	11 420	11 569	11 719	11 872	12 027	12 184	12 343	6 131	6 131	6 131	6 131
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY	84 151	85 268	86 400	87 548	88 712	89 891	91 087	37 811	37 811	37 811	37 811
Nzdy a platy	69 577	71 142	72 749	74 400	76 094	77 834	79 621	31 183	31 183	31 183	31 183
Ostatní osobní náklady	28 526	29 142	29 773	30 421	31 086	31 769	32 469	16 243	16 243	16 243	16 243
PERSONALNÍ NÁKLADY	98 103	100 284	102 523	104 821	107 180	109 603	112 090	47 426	47 426	47 426	47 426
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY - EXTERNÍ	2 232	2 233	2 234	2 235	2 236	2 237	2 238	102	102	102	102
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY	2 232	2 233	2 234	2 235	2 236	2 237	2 238	102	102	102	102
OST. PROVOZNÍ NÁKLADY - EXTERNÍ	94 261	95 733	97 224	98 732	100 259	101 804	104 167	30 710	30 710	30 710	30 710
Ost. provozní náklady - INTERNÍ VF	9 746	9 873	10 002	10 132	10 264	10 398	10 534	7 579	7 579	7 579	7 579
OSTATNÍ PROVOZNÍ NÁKLADY	104 007	105 607	107 226	108 865	110 523	112 202	114 702	38 288	38 288	38 288	38 288
EBITDA	144 026	143 536	143 085	142 677	142 312	141 992	140 919	51 982	51 982	51 982	51 982
ODPisy	27 394	26 983	26 579	26 180	25 787	25 400	25 019	3 482	3 482	3 482	3 482
EBIT	116 631	116 552	116 507	116 497	116 524	116 591	115 900	48 500	48 500	48 500	48 500
Dan z příjmu právnických osob	22 160	22 145	22 136	22 134	22 140	22 152	22 021	9 215	9 215	9 215	9 215
HOSP.VÝSLEDEK PO ZDANĚNÍ	94 471	94 407	94 371	94 363	94 385	94 439	93 879	54 021	54 021	54 021	54 021

Tabulka 11-25: Finanční plán pro Variantu 2f

Finanční plán (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CELKOVÝ VÝKON	428 054	432 461	437 000	441 675	446 491	451 451	456 560	461 822	180 667	180 667
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY - EXTERNÍ	48 100	48 736	49 382	50 036	50 698	51 370	52 052	52 742	20 846	20 846
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VF	24 631	24 963	25 299	25 640	25 986	26 337	26 692	27 052	10 680	10 680
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VVF	11 470	11 569	11 719	11 872	12 027	12 184	12 343	12 505	7 431	7 431
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY	84 151	85 268	86 400	87 548	88 712	89 891	91 087	92 299	38 956	38 956
Mzdy a platy	69 577	71 142	72 749	74 400	76 094	77 834	79 621	81 455	31 879	31 879
Ostatní osobní náklady	28 526	29 142	29 773	30 421	31 086	31 769	32 469	33 188	16 789	16 789
PERSONÁLNÍ NÁKLADY	98 103	100 284	102 523	104 821	107 180	109 603	112 090	114 644	48 668	48 668
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY - EXTERNÍ	2 232	2 233	2 234	2 235	2 236	2 237	2 238	2 239	103	103
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY	2 232	2 233	2 234	2 235	2 236	2 237	2 238	2 239	103	103
OST. PROVOZNÍ NÁKLADY - EXTERNÍ	94 261	95 733	97 224	98 732	100 259	101 804	104 167	106 550	30 178	30 178
Ost. provozní náklady - INTERNÍ VF	9 746	9 873	10 002	10 132	10 264	10 398	10 534	10 672	8 038	8 038
OSTATNÍ PROVOZNÍ NÁKLADY	104 007	105 607	107 226	108 865	110 523	112 202	114 702	117 222	38 216	38 216
EBITDA	144 026	143 536	143 085	142 677	142 312	141 992	140 919	139 896	54 929	54 929
ODPISY	27 394	26 983	26 579	26 180	25 787	25 400	25 019	24 644	3 429	3 429
EBIT	116 631	116 552	116 507	116 497	116 524	116 591	115 900	115 252	51 500	51 500
Daň z příjmu právnických osob	22 160	22 145	22 136	22 134	22 140	22 152	22 021	21 898	9 785	9 785
HOSP. VÝSLEDEK PO ZDANĚNÍ	94 471	94 407	94 371	94 363	94 385	94 439	93 879	93 354	57 473	57 473

Tabulka 11-26: Finanční plán pro Variantu 2g

Finanční plán (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CELKOVÝ VÝKON	428 054	432 461	437 000	441 675	446 491	451 451	456 560	461 822	467 242	486 087
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY - EXTERNÍ	48 100	48 736	49 382	50 036	50 698	51 370	52 052	52 742	53 442	20 611
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VF	24 631	24 963	25 299	25 640	25 986	26 337	26 692	27 052	27 418	11 044
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VF	11 420	11 569	11 719	11 872	12 027	12 184	12 343	12 505	12 668	7 762
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY	84 151	85 268	86 400	87 548	88 712	89 891	91 087	92 299	93 528	39 417
Nzdy a platy	69 577	71 142	72 749	74 400	76 094	77 834	79 621	81 455	83 340	32 583
Ostatní osobní náklady	28 526	29 142	29 773	30 421	31 086	31 769	32 469	33 188	33 926	17 343
PERSONALNÍ NÁKLADY	98 103	100 284	102 523	104 821	107 180	109 603	112 090	114 644	117 266	49 926
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY - EXTERNÍ	2 232	2 233	2 234	2 235	2 236	2 237	2 238	2 239	2 240	104
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY	2 232	2 233	2 234	2 235	2 236	2 237	2 238	2 239	2 240	104
OST. PROVOZNÍ NÁKLADY - EXTERNÍ	94 261	95 733	97 224	98 732	100 259	101 804	104 167	106 550	108 932	30 466
Ost. provozní náklady - INTERNÍ VF	9 746	9 873	10 002	10 132	10 264	10 398	10 534	10 672	10 811	8 504
OSTATNÍ PROVOZNÍ NÁKLADY	104 007	105 607	107 226	108 865	110 523	112 202	114 702	117 222	119 763	38 970
EBITDA	144 026	143 536	143 085	142 677	142 312	141 992	140 919	139 896	138 925	57 678
ODPisy	27 394	26 983	26 579	26 180	25 787	25 400	25 019	24 644	24 274	3 378
EBIT	116 631	116 552	116 507	116 497	116 524	116 591	115 900	115 252	114 650	54 500
Dan z příjmu právnických osob	22 160	22 145	22 136	22 134	22 140	22 152	22 021	21 898	21 784	10 355
HOSP. VÝSLEDEK PO ZDANĚNÍ	94 471	94 407	94 371	94 363	94 385	94 439	93 879	93 354	92 867	61 044

Tabulka 11-27: Finanční plán pro Variantu 2h

Finanční plán (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CELKOVÝ VÝKON	428 054	432 461	437 000	441 675	446 491	451 451	456 560	461 822	467 242	472 825
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY - EXTERNÍ	48 100	48 736	49 382	50 036	50 698	51 370	52 052	52 742	53 442	54 151
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VF	24 631	24 963	25 299	25 640	25 986	26 337	26 692	27 052	27 418	27 788
Materiál a nakupované výkony - INTERNÍ VVF	11 420	11 569	11 719	11 872	12 027	12 184	12 343	12 505	12 668	12 834
MATERIÁL A NAKUPOVANÉ VÝKONY	84 151	85 268	86 400	87 548	88 712	89 891	91 087	92 299	93 528	94 774
Alžídy a platy	69 577	71 142	72 749	74 400	76 094	77 834	79 621	81 455	83 340	85 275
Ostatní osobní náklady	28 526	29 142	29 773	30 421	31 086	31 769	32 469	33 188	33 926	34 684
PERSONÁLNÍ NÁKLADY	98 103	100 284	102 523	104 821	107 160	109 603	112 090	114 644	117 266	119 959
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY - EXTERNÍ	2 232	2 233	2 234	2 235	2 236	2 237	2 238	2 239	2 240	2 241
OSTATNÍ PROVOZNÍ VÝNOSY	2 232	2 233	2 234	2 235	2 236	2 237	2 238	2 239	2 240	2 241
OST.PROVOZNÍ NÁKLADY - EXTERNÍ	94 261	95 733	97 224	98 732	100 259	101 804	104 167	106 550	108 952	111 373
Ost. provozní náklady - INTERNÍ VF	9 746	9 873	10 002	10 132	10 264	10 398	10 534	10 672	10 811	10 952
OSTATNÍ PROVOZNÍ NÁKLADY	104 007	105 607	107 226	108 865	110 523	112 202	114 702	117 222	119 763	122 326
EBITDA	144 026	143 536	143 085	142 677	142 312	141 992	140 919	139 896	138 925	138 007
ODPISY	27 394	26 983	26 579	26 180	25 787	25 400	25 019	24 644	24 274	23 910
EBIT	116 631	116 552	116 507	116 497	116 524	116 591	115 900	115 252	114 650	114 097
Dan z příjmů právnických osob	22 160	22 145	22 136	22 134	22 140	22 152	22 021	21 898	21 784	21 678
HOSP.VÝSLEDEK PO ZDANĚNÍ	94 471	94 407	94 371	94 363	94 385	94 439	93 879	93 354	92 867	92 419

Hlavní město Praha
RADA HLAVNÍHO MĚSTA PRAHY
U S N E S E N Í
Rady hlavního města Prahy

číslo 2844
ze dne 21.11.2017

k návrhu na koupi 19,32 % akcií společnosti Pražské služby, a.s. hl.m. Prahou od společnosti AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. za současného prodeje 51 % akcií společnosti Pražská teplárenská Holding a.s. ve vlastnictví hl.m. Prahy společnosti PT-Holding Investment B.V.

Rada hlavního města Prahy

I. s o u h l a s í

s koupí 508.413 kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1.000 Kč každá a 100 kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 400 Kč každá představujících cca 19,32 % základního kapitálu společnosti Pražské služby, a.s., IČO: 60194120, se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 444/1, hl.m. Prahou od společnosti AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o., IČO: 49356089, se sídlem Praha 10, Pražská 1321/38a, za cenu 1.475 mil. Kč

a prodejem 988.222 kmenových akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1.000 Kč každá představujících cca 51 % základního kapitálu společnosti Pražská teplárenská Holding a.s., IČO: 26416808, se sídlem Praha 7, Partyzánská 1, ve vlastnictví hl.m. Prahy společnosti PT-Holding Investment B.V., se statutárním sídlem Schiphol Boulevard 403, Tower C-4, 1118BK Schiphol, Nizozemské království, za cenu 3.102 mil. Kč s tím, že

1. vypořádání obou smluv o převodu akcií, které budou uzavřeny za účelem realizace převodu výše uvedených akcií, proběhne současně, avšak po skončení vypořádání budou obě transakce na sobě již nezávislé a zánik jedné ze smluv nezpůsobí zánik druhé smlouvy a

2. součástí smlouvy o převodu akcií se společností AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. bude i závazek hl.m. Prahy odkoupit od společnosti AV CZ odpadové hospodářství s.r.o. v případě ukončení Smlouvy o poskytování služeb uzavřené dne 19.7.2016 mezi hl.m. Prahou a společností "Pražské odpady 2016-2025" na veřejnou zakázku "Zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl.m. Prahy v období 2016-2025" před uplynutím sjednané doby jejího trvání část závodu společnosti AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. (Provozovna C20 Praha), prostřednictvím které je část Smlouvy o poskytování služeb zajišťována, za cenu a podmínek uvedených v příloze č. 1 tohoto usnesení

II. u k l á d á

1. radnímu Grabein Procházkovi

1. předložit návrh dle bodu I. tohoto usnesení Zastupitelstvu hl.m. Prahy

Termín: 30.11.2017

Adriana Krnáčová v. r.
primátorka hl.m. Prahy

Petr Dolínek v. r.
náměstek primátorky hl.m. Prahy

Překladatel: radní Grabein Procházka

Tisk: R-27695

Provede: radní Grabein Procházka

Na vědomí: odborům MHMP

Příloha č. 1 k usnesení Rady HMP č. 2844 ze dne 21. 11. 2017

Informace o ceně a podmínkách odkoupení Části závodu Praha (Provozovna C20 Praha)

Součástí smlouvy o převodu akcií společnosti Pražské služby, a.s. (dále také „**Smlouva PSAS**“) bude i smlouva o smlouvě budoucí kupní, na jejímž základě bude mít hl. m. Praha za předpokladu vymezeného v bodě I. usnesení povinnost koupit všechny akcie společnosti (dále také „Dceřiná společnost“), jejímž závodem se stane dosavadní část závodu společnosti AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o. vymezená jako Provozovna C20 Praha (dále také „**Část závodu Praha**“).

•

Principy smlouvy o smlouvě budoucí kupní

Prodávající (tj. společnost AVE CZ odpadové hospodářství s.r.o.) je oprávněn požadovat uzavření budoucí smlouvy pouze v případě, že dojde k předčasnému ukončení smlouvy, jež byla uzavřena se společností „Pražské odpady 2016-2025“, na veřejnou zakázku „Zajištění komplexního systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy v období 2016-2025“ (dále také „**Smlouva o zakázce**“) vyjma vyjmenovaných případů, kdyby k zániku Smlouvy o zakázce došlo v důsledku jejího podstatného porušení ze strany prodávajícího.

Podmínkou uzavření budoucí smlouvy je splnění povinnosti prodávajícího vložit Část závodu Praha do Dceřiné společnosti.

Prodávající je oprávněn vyzvat hl. m. Prahu k uzavření budoucí smlouvy do 6 měsíců po zániku Smlouvy o zakázce, tato lhůta však neskončí dříve než 30 měsíců po vypořádání Smlouvy PSAS. Lhůta k uzavření budoucí smlouvy bude uvedena ve výzvě, nepřesáhne však 2 měsíce od doručení výzvy.

V případě porušení povinnosti hl. m. Prahy uzavřít budoucí smlouvu bude hl. m. Praha povinno uhradit prodávajícímu smluvní pokutu ve výši 250.000 Kč za každý den prodlení.

Prodávající se zavazuje zachovat Část závodu Praha (ať už nejprve jako součást prodávajícího, nebo později jako závod Dceřiné společnosti) ve stavu odpovídajícímu současnemu stavu, který je popsán ve znaleckém posudku společnosti ESTIMATES Consulting s.r.o. č. 3/353/2017 ze dne 17.1.2017, oceňujícím Část závodu Praha, na jehož základě byla stanovena cena za akcie Dceřiné společnosti s tím, že ve Smlouvě PSAS bude obsažena další bližší specifikace Části závodu Praha včetně smluvně zakotvené maximální přípustné odchylky jednotlivých ukazatelů.

V případě, že do 3 měsíců po úplném vypořádání transakce dle budoucí smlouvy hlavní město Praha jako nabyvatel akcií Dceřiné společnosti zjistí, že Část závodu Praha nebyla ve vybraných parametrech zachována v požadovaném stavu (v mezích smluvené odchylky), bude oprávněno zadat znalecký posudek zpracovaný znaleckým ústavem. Znalecký ústav ocení dopad vlivu porušení povinnosti zachovat Část závodu Praha v mezích smluvené odchylky na hodnotu akcií Dceřiné společnosti (dále jen „**Negativní dopad**“) a zároveň ocení případné dopady vybočení z mezinásobné odchylky vedoucí ke zvýšení hodnoty akcií Dceřiné společnosti (dále jen „**Pozitivní dopad**“). Pokud Negativní dopad bude vyšší než Pozitivní dopad, bude hlavní město Praha moci požadovat slevu z kupní ceny za akcie Dceřiné společnosti ve výši rozdílu mezi Negativním dopadem a Pozitivním dopadem. Pokud naopak

Pozitivní dopad bude vyšší než Negativní dopad, bude hlavní město Praha povinno uhradit doplatek kupní ceny ve výši rozdílu mezi Pozitivním dopadem a Negativním dopadem.

Ujednání o ceně za akcie Dceřiné společnosti

Cena za akcie Dceřiné společnosti se bude lišit podle toho, ve kterém kalendářním měsíci dojde k předčasnému zániku Smlouvy o zakázce. Změna bude spočívat v postupném snižování ceny, a to především s ohledem na blížící se konec doby, na kterou je Smlouva o zakázce sjednána.

Na základě výše uvedeného principu je cena za akcie Dceřiné společnosti stanovena následovně:

Datum (úplného či částečného) zániku Smlouvy o poskytování služeb	Kupní cena za akcie představující 100 % podíl na základním kapitálu a hlasovacích právech Dceřiné společnosti
prosinec 2019	1 248 000 000 Kč
leden 2020	1 240 166 667 Kč
únor 2020	1 232 333 333 Kč
březen 2020	1 224 500 000 Kč
duben 2020	1 216 666 667 Kč
květen 2020	1 208 833 333 Kč
červen 2020	1 201 000 000 Kč
červenec 2020	1 193 166 667 Kč
srpen 2020	1 185 333 333 Kč
září 2020	1 177 500 000 Kč
říjen 2020	1 169 666 667 Kč
listopad 2020	1 161 833 333 Kč
prosinec 2020	1 154 000 000 Kč
leden 2021	1 146 833 333 Kč
únor 2021	1 139 666 667 Kč
březen 2021	1 132 500 000 Kč
duben 2021	1 125 333 333 Kč
květen 2021	1 118 166 667 Kč

červen 2021	1 111 000 000 Kč
červenec 2021	1 103 833 333 Kč
srpen 2021	1 096 666 667 Kč
září 2021	1 089 500 000 Kč
říjen 2021	1 082 333 333 Kč
listopad 2021	1 075 166 667 Kč
prosinec 2021	1 068 000 000 Kč
leden 2022	1 061 416 667 Kč
únor 2022	1 054 833 333 Kč
březen 2022	1 048 250 000 Kč
duben 2022	1 041 666 667 Kč
květen 2022	1 035 083 333 Kč
červen 2022	1 028 500 000 Kč
červenec 2022	1 021 916 667 Kč
srpen 2022	1 015 333 333 Kč
září 2022	1 008 750 000 Kč
říjen 2022	1 002 166 667 Kč
listopad 2022	995 583 333 Kč
prosinec 2022	989 000 000 Kč
leden 2023	982 916 667 Kč
únor 2023	976 833 333 Kč
březen 2023	970 750 000 Kč
duben 2023	964 666 667 Kč
květen 2023	958 583 333 Kč
červen 2023	952 500 000 Kč
červenec 2023	946 416 667 Kč

srpen 2023	940 333 333 Kč
září 2023	934 250 000 Kč
říjen 2023	928 166 667 Kč
listopad 2023	922 083 333 Kč
prosinec 2023	916 000 000 Kč
leden 2024	910 583 333 Kč
únor 2024	905 166 667 Kč
březen 2024	899 750 000 Kč
duben 2024	894 333 333 Kč
květen 2024	888 916 667 Kč
červen 2024	883 500 000 Kč
červenec 2024	878 083 333 Kč
srpen 2024	872 666 667 Kč
září 2024	867 250 000 Kč
říjen 2024	861 833 333 Kč
listopad 2024	856 416 667 Kč
prosinec 2024	851 000 000 Kč
leden 2025	845 916 667 Kč
únor 2025	840 833 333 Kč
březen 2025	835 750 000 Kč
duben 2025	830 666 667 Kč
květen 2025	825 583 333 Kč
červen 2025	820 500 000 Kč
červenec 2025	815 416 667 Kč
srpen 2025	810 333 333 Kč
září 2025	805 250 000 Kč

říjen 2025	800 166 667 Kč
listopad 2025	795 083 333 Kč
prosinec 2025	790 000 000 Kč
leden 2026	785 500 000 Kč
únor 2026	781 000 000 Kč
březen 2026	776 500 000 Kč
duben 2026	772 000 000 Kč
květen 2026	767 500 000 Kč
červen 2026	763 000 000 Kč
červenec 2026	758 500 000 Kč
srpen 2026	754 000 000 Kč
září 2026	749 500 000 Kč
říjen 2026	745 000 000 Kč
listopad 2026	740 500 000 Kč
prosinec 2026	736 000 000 Kč

Další principy budoucí smlouvy

Budou-li to smluvní strany vyžadovat, proběhne vypořádání budoucí smlouvy prostřednictvím úschovy u smluvně zavázaného schovatele.

Budoucí smlouva bude obsahovat ujednání o zveřejnění v Centrální evidenci smluv a v Registru smluv.

Od budoucí smlouvy nebude možné odstoupit po vypořádání transakce z žádného důvodu.

Povinnost uzavřít budoucí smlouvu bude moci za hlavní město Prahu splnit společnost Pražské služby, a.s., čímž bude možné ušetřit transakční náklady spojené se začleněním pražského závodu AVE do společnosti Pražské služby, a.s.