



NSG Morison

Independent Member of Morison International

ZKRÁCENÁ VERZE ZNALECKÉHO POSUDKU

307-22/2014

Pražské služby, a.s.

Stanovení hodnoty akcií společnosti Pražské služby, a.s., se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 441/1, IČ: 601 94 120, ve variantních scénářích jako podklad pro interní účely objednatele.

NSG Morison znalecký ústav s.r.o.

Společnost zapsána v obchodním rejstříku vedeném
Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka 164462,
IČ 246 64 651 DIČ CZ 699 000 888

Jakubská 2, 110 00 Praha 1, Česká republika

T +420 224 800 930 F +420 224 810 360

E info@nsgmorison.cz

www.nsgmorison.cz



Společnost: Pražské služby, a.s.

Téma: Stanovení hodnoty akcií společnosti Pražské služby, a.s., se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 441/1, IČ: 601 94 120, ve variantních scénářích jako podklad pro interní účely objednatele.

Číslo posudku: 307-22/2014

Objednatel: Pražské služby, a.s.
se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 444/1
IČ: 601 94 120

Zpracovatel: NSG Morison znalecký ústav s.r.o.
Jakubská 647/2, Praha 1
IČ: 246 64 651
Tel.: + 420 224 800 930
nsgmorison@nsgmorison.cz
www.nsgmorison.cz

Počet výtisků: 4 výtisky

Počet stránek: 51 stránek (zkrácená verze)

V Praze dne 27. května 2014

Obsah

1	Úvod	6
1.1	Účel ocenění	6
1.2	Obecné předpoklady a omezující podmínky ocenění	7
1.3	Podkladové materiály	7
2	Profilové informace o společnosti	9
2.1	Identifikace společnosti PSAS	9
2.2	Vlastnická struktura a majetkové účasti	11
2.3	Podnikatelská činnost PSAS	11
2.3.1	Závod 11 ZORO	13
2.3.2	Závod 12 ZUKO	13
2.3.3	Závod 14 ZEVO	14
2.3.4	Závod 10 Podnikové ředitelství	14
2.3.5	Zaměstnanci	14
2.3.6	Dodavatelsko-odběratelské vztahy	15
2.3.7	Investice	15
3	Charakteristika trhu	17
3.1	Trh	17
3.1.1	Trh odpadového hospodářství	17
3.1.2	Trh údržby komunikací – dopravní značení	19
3.2	Konkurenční prostředí	20
3.2.1	Konkurenční prostředí na trhu odpadového hospodářství	20
3.2.1.1	Informace o konkurenci závodu ZORO	20
3.2.1.2	Informace o konkurenci závodu ZEVO	22
3.3	Závěr	23
4	Finanční analýza	24
4.1	Analýza výkazu zisků a ztrát	24
4.1.1	Vývoj ziskové marže	25
4.2	Majetková a finanční struktura	25
4.2.1	Struktura aktiv	25
4.2.2	Struktura pasiv	26
4.2.3	Vývoj pracovního kapitálu	27
4.3	Analýza poměrových ukazatelů 2009 – 2013	28
4.3.1	Ukazatele likvidity	28
4.3.2	Ukazatele aktivity a řízení pracovního kapitálu	28
4.3.3	Ukazatele zadluženosti/stability	29

4.3.4	Ukazatele rentability	29
4.4	Shrnutí a závěr finanční analýzy	30
5	Ocenění	31
5.1	Předmět ocenění	31
5.2	Pojmy a terminologie	31
5.3	Metodologie	32
5.3.1	Výnosový přístup	32
5.3.2	Metody tržní komparace	33
5.3.3	Majetkové metody	33
5.4	Výběr metody ocenění	33
5.5	Metoda účetní hodnoty	34
5.5.1	Stanovení hodnoty majetku	34
5.5.1	Stanovení hodnoty závazků	35
5.5.2	Výstupní účetní hodnota	35
5.6	Metody tržního porovnání	35
5.6.1	Vývoj cen akcií na veřejném trhu	35
5.6.2	Metoda odvětvových násobitelů	37
5.6.3	Metoda srovnatelných společností	37
5.6.4	Stanovení výstupní hodnoty společnosti PSAS dle metod tržní komparace	40
5.7	Výnosové metody	40
5.7.1	Postup a technika ocenění společnosti	40
5.7.1.1	Způsob výpočtu volných peněžních toků	40
5.7.1.2	Diskontní míra	41
5.7.1.3	Pokračující hodnota	43
5.7.2	Varianta 1 – Aktuální hodnota	43
5.7.2.1	Východiska	43
5.7.2.2	Projekce a předpoklady	44
5.7.2.2.1	Projekce managementu	44
5.7.2.2.2	Úpravy předpokladů projekce	44
5.7.2.3	Stanovení výnosové hodnoty	44
5.7.2.3.1	Volné peněžní toky (FCFF)	44
5.7.2.3.2	Určení diskontní míry	45
5.7.2.3.3	Pokračující hodnota	46
5.7.2.3.4	Výstupní výnosová hodnota	46
5.7.3	Varianta 2 – Ztráta zakázky	47
5.7.4	Varianta 3 – Pachtovné	47
5.8	Rekapitulace a stanovení hodnoty akcie	47



6	Závěr.....	50
7	Znalecká doložka	51

1 Úvod

1.1 Účel ocenění

Tento znalecký posudek byl vypracován za účelem stanovení hodnoty akcií emitovaných společností Pražské služby, a.s., se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 441/1, IČ: 601 94 120 (dále také „Pražské služby“ nebo „PSAS“), ve variantních scénářích jako podklad pro interní účely objednatelů, přičemž byly zpracovány následující znalecké úkoly.

- a) Stanovení hodnoty jedné akcie emitované společností Pražské služby k datu 31. 3. 2014 pro účely odkupu akcií samotnou společností Pražské služby od akcionářů vlastnících tyto akcie, a to zvlášť pro:
 - jednu zaknihovanou kmenovou akcii společnosti Pražské služby o jmenovité hodnotě 1.000 Kč;
 - jednu zaknihovanou prioritní akcii společnosti Pražské služby o jmenovité hodnotě 400 Kč.
- b) Stanovení předpokládané tržní hodnoty pachtovného za jeden měsíc pachtu části závodu společnosti Pražské služby, která bude od 1. listopadu 2014 v plném rozsahu realizovat svoz komunálního odpadu na celém území hl. m. Prahy a která bude propachtována společností, jež bude ze 100 % vlastněna hl. m. Prahou a jež od něj obdrží zmíněnou zakázku na svoz komunálního odpadu napřímo bez zadávacího řízení („Pachtovné“), to za předpokladu, že hl. m. Praha bude na zakázku svozu komunálního odpadu vydávat přibližně stejné prostředky jako v současné době a společnost Pražské služby bude muset zakoupit dodatečnou techniku a zaměstnat další zaměstnance pro svoz odpadu, aby její část závodu byla schopná zakázku realizovat bez subdodavatelů činnosti svozu odpadu.
- c) Stanovení, jaká bude k datu 1. listopadu 2014 hodnota jedné akcie emitované společností Pražské služby, pokud (i) do té doby dojde k odkupu akcií samotnou společností Pražské služby od všech akcionářů vlastnících tyto akcie vyjma hl. m. Prahy, a to za cenu navrženou minoritním akcionářem Northward Holdings Limited, tj. za cenu 1.673 Kč za jednu akcii o jmenovité hodnotě 1.000 Kč a za cenu 650 Kč za jednu prioritní akcii o jmenovité hodnotě 400 Kč, (ii) společnost Pražské služby bude tento odkup akcií financovat v plné výši z bankovního úvěru a (iii) společnost Pražské služby bude od 1. listopadu 2014 příjemcem Pachtovného od společnosti vlastněné hl. m. Prahou jako jediným akcionářem či společníkem, a to zvlášť pro:
 - jednu zaknihovanou kmenovou akcii společnosti Pražské služby o jmenovité hodnotě 1.000 Kč;
 - jednu zaknihovanou prioritní akcii společnosti Pražské služby o jmenovité hodnotě 400 Kč.
- d) Stanovení, jaká bude k datu 1. listopadu 2014 hodnota jedné akcie emitované společností Pražské služby, pokud (i) nedojde k odkupu žádných akcií samotnou společností Pražské služby od jejích akcionářů a (ii) společnost Pražské služby nezíská veřejnou zakázku na zajištění systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy v době od 1. listopadu 2014, a to zvlášť pro:
 - jednu zaknihovanou kmenovou akcii společnosti Pražské služby o jmenovité hodnotě 1.000 Kč;
 - jednu zaknihovanou prioritní akcii společnosti Pražské služby o jmenovité hodnotě 400 Kč.

1.2 Obecné předpoklady a omezující podmínky ocenění

Tento znalecký posudek byl vypracován v souladu s následujícími obecnými předpoklady a omezujícími podmínkami:

-  Při ocenění jsme vycházeli z informací a finančních dat poskytnutých managementem společnosti PSAS, které jsme považovali za věrohodné, pravdivé a správné. Z tohoto titulu nepřebíráme žádnou odpovědnost.
-  Informace z ostatních zdrojů, které jsou použity ve znaleckém posudku, jsou považovány za věrohodné, avšak nebyly ověřovány ve všech případech. Pokud nebylo uvedeno jinak, při ocenění byly použity informační zdroje vymezené v rámci podkladových materiálů a textové části znaleckého posudku.
-  Znalecký posudek byl zpracován na základě podmínek, které byly známy v době jeho provádění resp. k datu ocenění, za případné změny v tržních podmínkách po předání znaleckého posudku nebude převzata žádná odpovědnost.
-  Při ocenění byly respektovány právní předpisy platné v době zpracování.
-  Výsledky ocenění jsou platné pouze ve vztahu k vymezenému účelu, uvedenému datu ocenění a za vymezených předpokladů.
-  Aktuální hodnota akcií společnosti PSAS byla stanovena dle zadání k datu ocenění 31. 3. 2014. Modifikovaná hodnota akcií dle variantních scénářů pak byla provedena na základě předpokládaných změn promítnutých ve finančních výsledcích zjednodušeně od roku 2015 resp. ke konci roku 2014. Odhad hodnoty akcií vycházející z ocenění ke konci roku 2014 neovlivňuje žádným významným způsobem provedené kalkulace a stanovené závěry lze vztáhnout k požadovanému datu 1. listopadu 2014.
-  Zpracovatel nemá žádné současné ani budoucí zájmy na majetku, který je předmětem ocenění. Výše odměny za zpracování znaleckého posudku nezávisí na výsledné hodnotě oceňovaného majetku a závěrech uvedených ve znaleckém posudku.

1.3 Podkladové materiály

Pro potřeby zpracování znaleckého posudku byly použity veřejné informace a dokumentace získaná od zástupců společnosti PSAS. Jedná se zejména o následující materiály:

-  Profilové informace společnosti PSAS
 - Stanovy společnosti PSAS
 - Identifikace akcionářské struktury
 - Identifikace podnikatelské činnosti a závodů
 - Přehled nejvýznamnějších dodavatelů a odběratelů
 - Přehled majetkových účastí
 - Obchodní a tržní informace
-  Účetní a finanční informace
 - Výroční zprávy společnosti PSAS za roky 2009-2013
 - Meztímní zpráva za 1.Q 2014 a 1.Q 2013
 - Výkaz CF za 1.Q 2014

- Obrátové předvahy rozvahy a VZZ za rok 2013 a 1. Q. 2014
 - Přehled závazků leasingu k datu ocenění
 - Přehled majetku a pronájmu za 1. Q 2014
 - Přehled splátek z leasingu od 1. 4. 2014 na období plánu
 - Odpisový plán společnosti
 - Přehled realizovaných investic
 - Statutární výkazy, VZ dceřiné společnosti AKROP s.r.o. k 30. 6. 2013
 - Finanční plány společnosti PSAS za roky 2014 až 2018 ve variantních scénářích za celou společnost a jednotlivé závody
 - Přehled dopadů spojených s nezískáním veřejné zakázky na zajištění systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy a dopady
 - Přehled dopadů spojených s pronájmem části závodu (závod 11)
-  Ostatní informace získané v rámci diskuse s managementem společnosti

Vybrané veřejné informace a zdroje

-  www.psas.cz – internetové stránky společnosti PSAS
-  www.justice.cz -výpis z obchodního rejstříku, sbírka listin, ČR
-  www.czso.cz – internetové stránky Českého statistického úřadu
-  www.cnb.cz – internetové stránky České národní banky
-  <http://www.bcpp.cz/> - internetové stránky Pražské burzy cenných papírů
-  www.patria.cz – finanční zpravodajství společnosti Patria Online, a.s.
-  www.damodaran.com - internetové stránky prof. Damodarana
-  www.federalreserve.gov – statistika FEDu
-  Ostatní informační zdroje uvedené v textu

2 Profilové informace o společnosti

2.1 Identifikace společnosti PSAS

Obchodní firma: Pražské služby, a.s.
IČ: 601 94 120
Sídlo: Praha 9, Pod Šancemi 444/1
Právní forma: akciová společnost
Datum zápisu: 1. února 1994
Základní kapitál: 2.631.166.600,- Kč
Akcie:

-  1.556.125 ks akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 1.000,- Kč, které jsou přijaté k obchodování na regulovaném trhu, ISIN CZ0009055158, hodnota emise 1.556.125.000,- Kč;
-  600 ks kmenových zaknihovaných akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 1.000.000,- Kč, které nejsou přijaté k obchodování na regulovaném trhu, ISIN CZ0005123265, hodnota emise 600.000.000,- Kč;
-  1.187.604 ks prioritních zaknihovaných akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 400,- Kč každá, které nejsou přijaté k obchodování na regulovaném trhu, ISIN CZ 0009100830 hodnota emise 475.041.600,- Kč;
-  kmenové akcie představují podíl 81,9 % na základním kapitálu PSAS. S kmenovými akciemi nejsou spojena žádná zvláštní práva a povinnosti;
-  prioritní akcie představují podíl 18,1 %, s nimi je spojeno prioritní právo na dividendu a není spojeno právo hlasování na valné hromadě, kromě případů, kdy zákon stanoví jinak.

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 vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny, - nákladní mezinárodní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní mezinárodní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny
-  Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
-  Výroba tepelné energie
-  Výroba elektřiny

Ekonomické činnosti dle klasifikace 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

Statutární orgán - představenstvo:

Předseda:	JUDr. Patrik Roman
Místopředseda:	Ing. Petr Čermák
Člen:	Mgr. Milan Bukolský
Člen:	Bc. Karel Šašek
Člen:	Ing. Martin Trnka

Způsob jednání:

Jménem společnosti jedná předseda představenstva společně s místopředsedou představenstva.

Dozorčí rada:

Předseda:	Bc. Radek Vondra
Místopředseda:	Ing. Milan Růžička
Člen:	Ing. Martin Somló
Člen:	Ing. Luděk Votava
Člen:	Ing. Zdeněk Matoušek
Člen:	Jiří Vávra
Člen:	Pavel Mašek
Člen:	Ing. Vladimír Novák
Člen:	Ing. Pavel Kocourek

2.2 Vlastnická struktura a majetkové účasti

Vlastnická struktura

Akcionáři s majetkovou účastí nad 3 % hlasovacích práv (přepočteno na ZK – včetně prioritních akcií)

Akcionář	IČ	Podíl	Poznámky
Hlavní město Praha	00064581	76,9 %	ovládající osoba
NORTHWARD HOLDINGS LIMITED	00HE311309	19,3 %	

Vlastníci prioritních akcií

Hlavní město Praha IČ 00064581	1 187 500 ks
NORTHWARD HOLDINGS LIMITED 00HE31130	100 ks
Medlín Josef	4 ks

Přehled majetkových účastí

Společnost	IČ	Podíl PSAS	Poznámky
Nepřekonatelný servis s.r.o.	27257452	100 %	v likvidaci
AKROP s.r.o.	26432331	100 %	

2.3 Podnikatelská činnost PSAS

Pražské služby jsou firmou s tradicí a dlouholetými zkušenostmi v nakládání s komunálním odpadem a jeho zpracováním. V rámci ČR společnost se řadí mezi čtveřici největších společností působících v resortu odpadového hospodářství.

Hlavní oblasti činnosti společnosti PSAS

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

Tržby dle činnosti				Podíl na celkových tržbách
[tis. Kč]	2011	2012	2013	
Svoz a likvidace odpadu	1 437 687	1 418 777	1 367 673	49 %
Čištění, zimní údržba komunikací	881 326	933 116	928 553	32 %
Údržba komunikací vč. dopravního značení	146 642	118 219	120 100	4 %
Výroba tepla, páry, el. energie	56 185	106 280	118 560	3 %
Prodej zboží (PHM)	93 384	103 110	108 072	4 %
Nespecifikováno	246 503	218 810	232 134	8 %
Tržby celkem	2 861 727	2 898 312	2 875 092	

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. 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 dotřídňovací linka na papír v areálu společnosti. V současné době se na lince dotřídňuje 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.

Na základě výběrového řízení z roku 2001 a uzavřené desetileté smlouvy s hl. m. Prahou s dalšími aktualizacemi (včetně 22 dodatků), 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 občanů hlavního města Prahy a dalšími subjekty, jež se rovněž zapojily do tohoto jednotného systému.

Společnost rovněž zajišťuje a koordinuje sběr a svoz tříděného skla a tříděných plastů. Ročně je přepraveno a k dalšímu využití určeno cca 6.700 t skla a 5.100 t plastů.

Pražské služby, a.s. provozují ve spolupráci s Magistrátem hl. m. Prahy celkem 8 sběrných dvorů, přičemž jeden se nachází přímo v areálu společnosti v ulici Pod Šancemi v Praze 9. Součástí tohoto sběrného dvora je také linka na demontáž televizních a monitorových obrazovek a využití dalších komponentů z vyřazené video a počítačové techniky. Toto zařízení bylo k 1. 1. 2003 uvedeno do provozu.

Pro likvidaci objemného odpadu od občanů zajišťují Pražské služby ročně přistavení cca 9 tis. velkoobjemových kontejnerů. Stanoviště těchto kontejnerů na komunikacích, objemy a termíny přistavení určují jednotlivé městské části.

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 PSAS mnohaletou tradici a dynamickou současnost. Čištění komunikací a zajišťování sjízdnosti a schůdnosti komunikací provádí PSAS na základě víceleté zakázky na více než dvou třetinách území hl. m. Prahy.

Organizační schéma společnosti Pražské služby a.s. odráží rozdělení dle hlavních zastřešovaných společností činností. Společnost je rozdělena do čtyř závodů včetně ředitelství, které zastřešuje více provozních činností.

-  **Závod 11 – Odvoz a recyklace odpadu (ZORO)**
-  **Závod 12 – Údržba komunikací (ZUKO)**
-  **Závod 14 – Zařízení na energetické využití odpadu (ZEVO)**
-  **Závod 10 – Podnikové ředitelství**

Poměr závodů na celkových tržbách	2009	2010	2011	2012	2013
Celkové tržby	100%	100%	100%	100%	100%
Z11	34%	35%	40%	38%	37%
Z12	36%	58%	49%	50%	50%
Z14	15%	15%	14%	17%	18%
PŘ	14%	14%	15%	14%	12%

2.3.1 Závod 11 ZORO

Činnost Závodu 11 souvisí zejména se svozem a sběrem směsného a tříděného odpadu a dále také se zpracováním tříděného odpadu na území hl. m. Prahy.

Závod 11 [tis. Kč]	2009 31.12.	2010 31.12.	2011 31.12.	2012 31.12.	2013 31.12.
Tržby za prodej zboží	13 197	15 694	16 145	12 906	11 371
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	821 653	826 265	948 896	906 206	899 237
Provozní zisk	130 793	139 210	181 222	185 257	194 668
Hospodářský výsledek celkem	127 629	128 948	146 212	135 311	140 873
Aktiva celkem	800 838	757 434	728 461	680 611	704 979

- Tržby za prodej zboží tohoto závodu dosahují pouze marginální úrovně ve srovnání s tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb, které dosahují řádu několika stovek milionů korun ročně. Výrazný nárůst tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb v roce 2011 (o 122 mil. Kč) je způsoben metodickou změnou účtování při zpracování a prodeji vytříděných surovin (v předchozích letech byly tyto výnosy evidovány v rámci ostatních provozních výnosů). V letech 2012 a 2013 opakovaně tržby za prodej vlastních výrobků klesly. V roce 2012 byl tento pokles způsoben jednak nižším množstvím vytříděného papíru a poklesem průměrných prodejních cen (v úhrnu se jednalo o pokles 33, 8 mil. Kč) a jednak nižším rozsahem zakázky na úseku nakládání s komunálními odpady. V roce 2013 byl pokles tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb ovlivněn redukcí zakázky v oblasti sběrných dvorů ze strany hl. m. Prahy.
- Provozní zisk Závodu 11 ve sledovaném období opakovaně rostl, přičemž největší meziroční nárůst mezi roky 2010 a 2011 byl způsoben zejména metodickou změnou účtování nákladů na pořízení tříděných surovin pro třídící linky, ale také meziroční úsporou v osobních nákladech. V letech 2012 a 2013 se dařilo navyšovat provozní zisk zejména s ohledem na pokles nákladů na materiál a energie, služby a osobní náklady (tyto poklesy souvisely zejména s poklesem rozsahu zakázky).
- Hospodářský výsledek celkem měl za Závod 11 kolísavý průběh - po opakovaném růstu do roku 2011 nastal v roce 2012 propad o více jak 10 mil. Kč, a dále roce 2013 byl zaznamenán růst výsledku hospodaření o cca 5 mil. Kč. Hospodářský výsledek celkem je ještě významně ovlivněn vnitropodnikovým ziskem/ztrátou – v případě Závodu 11 se jedná v posledních letech vždy o ztrátu v řádu desítek milionů. V roce 2013 tato vnitropodniková ztráta dosáhla cca - 51,5 mil. Kč.

2.3.2 Závod 12 ZUKO

Stěžejní činnost závodu 12 ZUKO spočívá v oblasti čištění komunikací v hl. m. Praha na základě dlouhodobé smlouvy se spřízněnou společností Technická správa komunikací a jednotlivých zakázek městských částí a dále provádění dopravního značení převážně v Praze, ale také po celé ČR. Činnost závodu se člení na letní údržbu komunikací, zimní údržbu komunikací, údržbu zeleně a dopravní značení. Výnosy tohoto závodu jsou nejvíce ovlivněné vlivem sezónnosti.

Závod 12	2009	2010	2011	2012	2013
[tis. Kč]	31.12.	31.12.	31.12.	31.12.	31.12.
Tržby za prodej zboží	56 493	64 022	77 239	90 204	96 701
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	814 093	1 344 998	1 112 189	1 133 082	1 124 456
Provozní zisk	145 989	160 527	73 132	86 450	67 814
Hospodářský výsledek celkem	144 884	142 845	64 036	80 271	60 942
Aktiva celkem	549 325	734 409	577 732	588 904	595 335

2.3.3 Závod 14 ZEVO

Činnost závodu 14 ZEVO je spojená se spalovnou odpadu v Malešicích. Obsluhovaná oblast je Praha a prstenec obcí kolem Prahy. Provoz spalovny je investičně náročný. V roce 2013 bylo v závodě ZEVO termicky využito 304.165 tun odpadu, přičemž do sítě PRE distribuce, a.s. bylo dodáno 36,6 tisíc MWh elektřiny a do sítě Pražské teplárenské a.s. bylo dodáno přes 850 tis. GJ tepla. Rok 2013 byl druhým rokem provozu s kogenerační jednotkou včetně celoroční dodávky tepelné a elektrické energie.

Provedená měření emisí v roce 2013 potvrdila, že ZEVO splňuje s výraznými rezervami prakticky ve všech ukazatelích všechny limity stanovené pro provoz těchto zařízení.

Závod 14	2009	2010	2011	2012	2013
[tis. Kč]	31.12.	31.12.	31.12.	31.12.	31.12.
Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	376 328	354 476	343 088	423 796	442 446
Provozní zisk	30 051	18 240	36 859	-14 853	-330
Hospodářský výsledek celkem	21 891	36 388	67 110	23 174	52 020
Aktiva celkem	2 545 596	2 739 325	2 772 534	2 568 897	2 514 198

2.3.4 Závod 10 Podnikové ředitelství

Podnikové ředitelství zastřešuje oblasti, zajišťující běh celé společnosti. Výsledek hospodaření podnikového ředitelství, ztráta ve výši 187.078 tis. Kč, je na úrovni roku 2012. V tomto výsledku jsou zahrnuty splatná i odložená daň, které jsou za rok 2013 o 3,5 mil. Kč vyšší, než v roce 2012, je možné konstatovat, že hospodaření podnikového ředitelství bylo ve skutečnosti o těchto 3,5 mil. Kč lepší než v roce 2012. Pokles v oblasti tržeb v meziročním srovnání o 31,2 mil. Kč je způsoben snížením činnosti subdodavatelských společností v oblasti nakládání s komunálními odpady.

Závod 10	2009	2010	2011	2012	2013
[tis. Kč]	31.12.	31.12.	31.12.	31.12.	31.12.
Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	350 049	334 530	364 170	332 118	300 881
Provozní zisk	-159 508	-175 804	-157 745	-161 204	-172 238
Hospodářský výsledek celkem	-201 608	-210 037	-194 746	-187 076	-187 077
Aktiva celkem	586 998	1 057 216	771 387	928 645	824 219

2.3.5 Zaměstnanci

Celkový přepočtený stav zaměstnanců společnosti Pražské služby je 1.543 osob. Mezi lety 2012 a 2013 došlo k poklesu celkem o 82 osob.

Pokles o 26 zaměstnanců u Z11 je důsledkem snížení počtu pracovníků na středisku oprav nádob včetně vlivu slučování středisek v oblasti recyklace elektroniky a sběrných nádob a zrušení střediska soustružny a chráněné dílny.

Pokles o 57 zaměstnanců u Z12 odráží zejména snížení objemu zakázky letní údržby komunikací, nasazení mechanizace a úsporná a racionalizační opatření.

Zaměstnanci	2011	2012	2013
Rok	31.12.	31.12.	31.12.
Podnikové ředitelství	122	124	125
Z 11	801	746	720
Z 12	686	650	593
Z 14	105	105	105
Pražské služby, a.s.	1 714	1 625	1 543

Vývoj osobních nákladů

Rok	2011	2012	2013
Osobní náklady tis. Kč	732 704	715 201	713 790

2.3.6 Dodavatelsko-odběratelské vztahy

Tento oddíl byl v rámci „Zkrácené verze znaleckého posudku 307-22/2014“ vynechán.

2.3.7 Investice

Přehled nejdůležitějších investic v letech 2011–2013

rok 2011:

- kogenerace SMA – dokončení – 42,8 mil. Kč – jedná se o zahraniční investici
- komunální technika – 121,3 mil. Kč
- ostatní zařízení spalovny – 59,8 mil. Kč
- přesun opraven Z 11 v areálu ZEVO – 29,5 mil. Kč
- překládací stanice směsného komunálního odpadu Puchmajerova – 12,9 mil. Kč

investice do informačních technologií – 9,6 mil. Kč

Financování největší investice (kogenerační jednotky) bylo zrealizováno částečně z vlastních zdrojů a prostřednictvím cizích zdrojů (úvěrem).

rok 2012:

- komunální technika – 40,7 mil. Kč
- rekonstrukce kolektoru spalovny – 8,6 mil. Kč
- rekonstrukce tlakové části kotle – 9,5 mil. Kč
- ostatní zařízení spalovny – 8 mil. Kč
- stavební úpravy – 8,7 mil. Kč

Veškeré investice byly pořízeny z vlastních zdrojů.

rok 2013:

- komunální technika – 118,8 mil. Kč
- pozemky Štěrboholy – 66,6 mil. Kč

- venkovní potrubní rozvody a kolektory – 37,7 mil. Kč
- ostatní stavební investice – 9,6 mil. Kč
- zařízení spalovny – 58,5 mil. Kč
- nákladní automobily – 23,7 mil. Kč

Veškeré investice byly pořízeny z vlastních zdrojů.

 **plánované investice rok 2014:**

Tyto informace byly v rámci „Zkrácené verze znaleckého posudku 307-22/2014“ vynechány.

3 Charakteristika trhu

3.1 Trh

Hlavní podnikatelská činnost společnosti PSAS se zaměřuje na odvoz a likvidaci odpadu, provoz skládek, čištění komunikací, třídění odpadu, údržba a opravy komunikací a opravy vozidel. Geografické umístění hlavní podnikatelské činnosti společnosti PSAS je Praha a její okolí. Hlavní podnikatelské činnosti, jejich geografické umístění a závody, které dané činnosti zajišťují, zobrazuje následující tabulka.

Služba / Trh	Zájmový trh	Závod
Odpady / Trh odpadového hospodářství	Praha a prstenec kolem Prahy (historicky obsluhovaná území/zákazníci)	Závod odvoz a recyklace odpadu (ZORO)
Čištění komunikací/ Trh údržby komunikací	Praha (dlouhodobý kontrakt TSK) a jednorázové zakázky MČ	Závod údržba komunikací (ZUKO)
Dopravní značení / Trh údržby komunikací	Praha, celá ČR	Závod údržba komunikací (ZUKO)
Spalovna / Trh odpadového hospodářství	Praha a prstenec kolem Prahy	Závod na energetické využívání odpadu (ZEVO)

3.1.1 Trh odpadového hospodářství

Vyhlídky ekonomiky a odvětví na trhu odpadového hospodářství

Stát připravil omezující plány návrhu plánu odpadového hospodářství, jenž dal do připomínkového řízení rezort životního prostředí, a zabývá se v něm i výrobou tepla a elektřiny z komunálního odpadu. Ve srovnání s představou, s níž pracoval rezort průmyslu a obchodu v aktualizaci surovinové politiky, půjde do spaloven jen poloviční množství odpadu. Do spaloven by měly podle záměru Ministerstva životního prostředí směřovat dvě třetiny komunálního odpadu po vytrídění materiálově využitelných složek a biologicky rozložitelného odpadu. Ministerstvo chce proto podporovat budování nových spaloven. Při rozhodování, zda spalovny finančně podpořit, bude Evropská komise brát zřetel na to, zda Česko plní stanovené cíle materiálového využívání a recyklace odpadu. Stát tedy bude podporovat recyklační programy, aby bylo materiálově využito co nejvíce odpadů.

Popis základních trendů v odvětví a jejich předpokládaný vliv na budoucí činnost závodu 11 (ZORO)

Trh v Praze

Produkce směsného komunálního odpadu v hlavním městě Praze je cca 203 kg na obyvatele a rok. Z tohoto množství je cca 78% využito v Závodu na energetické využívání odpadu a cca 22% odstraněno skládkováním. Produkce separovaného komunálního odpadu činí cca 44 kg na obyvatele a rok, což reprezentuje cca 9 % z celkového množství v ČR. Sběrných nádob na směsný komunální odpad je okolo 115.000 kusů a sběrných nádob na tříděný odpad okolo 16 000 kusů.

Trendy v hospodaření s odpady

V období ekonomické recese a s tím spojeného snižování výdajů státu, je zaznamenávána snaha konkurenčních společností (včetně firem z jiných regionů) se výrazně prosadit v zájmovém území společnosti PSAS. Zostřené konkurenční prostředí vede ke snižování marží a na druhé straně i k tomu, že některé firmy jsou na prodej.

Vzhledem k velkému propadu tržeb ve stavebnictví se stavební firmy, které disponují dostatečným vozovým parkem pro nakládání s odpady, snaží eliminovat propady svých tržeb oslovením subjektů, které obsluhuje společnost PSAS. Dalšími subjekty, které nově vstupují do zájmového trhu PSAS jsou firmy zabývající se facility managementem.

Silný konkurenční tlak je identifikován i u soukromých firem zabývajících se odpadovým hospodářstvím.

Obsluhované trhy, služby a zákazníci ZORO (vymezení trhu, jeho struktura, odhad hodnotového a pokud možno také fyzického rozsahu)

- Odpady - systém hl. m. Prahy** – Společnost PSAS zajišťuje odpadové hospodářství systému hl.m. Prahy. Jedná se o odvoz, likvidaci a třídění komunálního odpadu nekomerčních subjektů a subjektů mimo samosprávy městských částí hl. m. Prahy.

Druh odpadu	Potenciál v tunách 2014	Kč za tunu při předání odpadu (odhad cen 2013)	podíl PSAS (%) (z pohledu vlastnictví odpadu ne svozu)
Směsný odpad	246.000	862 / 1.294	100
Papír	21.840	260	100
Sklo směsné	12.000	400	100
Sklo čiré	3.360	500	100
Plast	12.000	0	100
Nápojové kartony	792	100	100
Doúklid	6.000	862 / 1.294	100

- Odpady – pražská samospráva**

Tyto informace byly v rámci „Zkrácené verze znaleckého posudku 307-22/2014“ vynechány.

- Odpady – komerční subjekty v Praze**

Tyto informace byly v rámci „Zkrácené verze znaleckého posudku 307-22/2014“ vynechány.

3.1.2 Trh údržby komunikací – dopravní značení

Vyhledky ekonomiky a odvětví na trhu údržby komunikací

Od ekonomické krize 2008 odvětví úklidů a dopravního značení stagnuje. Vlivem recese se omezili investice do staveb. Rovněž i municipality šetří a každoročně snižují prostředky rozpočtů pro úklidové práce a údržbu veřejného prostranství. Ani pro příští období se nepředpokládá významný růst, a proto bude odvětví v horizontu 3 až 5 let pravděpodobně nadále stagnovat.

Popis základních trendů v odvětví a jejich předpokládaný vliv na budoucí činnost ZUKO

V období ekonomické recese a s tím spojeného snižování výdajů státu, je zaznamenávána snaha konkurenčních společností (včetně firem z jiných regionů) se výrazně prosadit v zájmovém území společnosti PSAS. Zostřené konkurenční prostředí jednoznačně vede ke snižování marží a na druhé straně i k tomu, že některé firmy jsou na prodej.

Vlivem recese ve stavebnictví se firmy zabývající se dopravním značením snaží sehnat práci i mimo své regiony. Zejména se tak děje v Praze a okolí, kde se ještě staví stavby většího rozsahu. Recese má vliv i na rozpočty jednotlivých městských částí, které se tím pádem snaží snížit výdaje i do úklidových a údržbových prací. Snižování investic do úklidů má za následek již zmíněné zvyšování konkurenčního prostředí a razantní snížení ziskovosti jednotlivých zakázek.

Obsluhované trhy, služby a zákazníci ZUKO (vymezení trhu, jeho struktura, odhad hodnotového a pokud možno také fyzického rozsahu)

Čištění komunikací - hlavní město Praha (dlouhodobé kontrakty)

Tyto informace byly v rámci „Zkrácené verze znaleckého posudku 307-22/2014“ vynechány.

Dopravní značení – hlavní město Praha

Tyto informace byly v rámci „Zkrácené verze znaleckého posudku 307-22/2014“ vynechány.

Dopravní značení – zbytek území ČR

Tyto informace byly v rámci „Zkrácené verze znaleckého posudku 307-22/2014“ vynechány.

3.2 Konkurenční prostředí

3.2.1 Konkurenční prostředí na trhu odpadového hospodářství

3.2.1.1 Informace o konkurenci závodu ZORO

Informace o konkurenci ZORO, lze rozdělit celkem do pěti oblastí:

-  **Municipální oblast – zakázka hlavního města Prahy**
-  **Živnostenská oblast (na území hlavního města Prahy i mimo Prahu)**
-  **Municipální oblast mimo území hlavního města Prahy – zakázky jiných měst**
-  **Akviziční oblast – nákup fungujících firem;**
-  **Speciální projekty – podzemní kontejnery, tanky na gastroodpad, medistery, drtiče odpadů, překládací stanice**

Municipální oblast – zakázka hlavního města Prahy

Do 31. 10. 2013 měla společnost PSAS platný kontrakt, na základě prodloužení desetileté smlouvy, založeném na přijetí nabídky v rámci výzvy jednomu uchazeči. Konkurence v tomto sektoru je sice do počtu společností malá (nabídku v rámci zrušeného výběrového řízení podali v roce 2011 celkem 3 uchazeči), ale z pohledu případné ztráty stěžejní zakázky velmi výrazná. Konkurenci v této oblasti lze definovat jako společnosti nakládající v oblasti nakládání s odpady s nadnárodní podporou svých mateřských organizací. Lze předpokládat, že očekávaného výběrového řízení se budou účastnit tyto společnosti: .A.S.A., spol. s r.o., AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o., Marius Pedersen, a.s. a SITA CZ a.s.

Živnostenská oblast (na území hlavního města Prahy i mimo Prahu)

V segmentu poskytování komplexních služeb v oblasti nakládání s odpady 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) atd. 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.

Municipální oblast mimo území hlavního města Prahy – zakázky jiných měst

Všechny významné zahraniční firmy jsou plně etablovány ve formě pobočky ve větších významných městech a tím pádem etablovány i v širokém přílehlém okolí, což umožňuje jejich expanzivní aktivity.

Speciální projekty – podzemní kontejnery, tanky na gastroodpad, medistery, drtiče odpadů, překládací stanice

Cestou speciálních projektů a inovačních řešení jde málo společností. Je to dáno zejména tím, že (i) strategie je nadefinována obvykle ze zahraničí (v rámci jednotné strategické koncepce); (ii) jedná se o řešení náročné na investice, (iii) často s nejasnou vidinou návratnosti investice. Z pohledu společnosti PSAS se tak jedná o jedinou možnost jak se na trhu dále vyvíjet, expandovat do jiných oblastí a získávat nové trhy (prostřednictvím penetrace nového produktu do stabilizovaných segmentů trhu).

Základní informace o největší přímé konkurenci ZORO

Mezi největší přímou konkurenci ZORO, lze v současné době považovat tyto společnosti:

-  **.A.S.A., spol. s r.o.** - společnost patří mezi přední tuzemské firmy nabízející komplexní služby v oblasti odpadového hospodářství. Patří do rakouského koncernu .A.S.A., který v ČR působí od

roku 1992 (koncern je organizován na bázi holdingu a mimo českých firem sdružuje i firmy rakouské, maďarské, slovenské, francouzské a polské) a patří společnosti FCC. Ta je jedničkou na španělském trhu v oblasti nabídky komunálních služeb pro města a obce a získává stále větší postavení i na mezinárodním trhu.

-  **AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o.** - je společnost patřící mezi přední tuzemské firmy nabízející komplexní služby v oblasti odpadového hospodářství. Svou činnost na území ČR zahájila pod obchodním názvem RWE Entsorgung s.r.o. (posléze od června 1994 do prosince 2003 působila pod jménem REO-RWE Entsorgung, s.r.o., následně do července 2004 pod jménem RWE Umwelt CZ s.r.o., současný název je platný od 31.7.2004). Společnost byla součástí jednoho z největších evropských koncernů - ENERGIE AG (koncern působí ve třech oblastech, a to energie, voda a likvidace odpadů). V polovině roku 2008 převzala společnost AVE CZ odpadové hospodářství a.s. podíl ve společnosti REMONDIS, čímž se pole působnosti této společnosti značně rozšířilo především v oblasti komunálních služeb v jednotlivých obcích. Rovněž získala skládku v Jílovém u Prahy, což představuje významnou konkurenci pro ZEVO a také pro skládku .A.S.A., spol. s r.o., jejíž kapacita je již téměř naplněna. V roce 2013 byla společnost AVE CEE, do níž patří i AVE CZ, akvizována společností EP Industries.
-  **Marius Pedersen, a.s.** - je společnost patřící mezi přední tuzemské společnosti nabízející komplexní služby v oblasti odpadového hospodářství. V polovině roku 2001 uzavřel Fond Marius Pedersen Dánsko s divizí odpadového hospodářství VIVENDI Environnement - ONYX holdingovou společnost Marius Pedersen / ONYX Holding A/S. ONYX tímto potvrzuje pozici vedoucí společnosti v oblasti nakládání s odpady v Evropě a poskytuje služby ve více než 40 zemích světa. Toto řadí holdingové uskupení na třetí příčku ve světě. V minulosti, v rámci akvizice, společnost Marius Pedersen, a.s. koupila společnost ASP služby a celou řadu lokálně působících technických služeb.
-  **IPODEC-ČISTÉ MĚSTO, a.s.** - je od roku 2001 součástí holdingu Marius Pedersen Onyx Holding - části jedné ze světově nejvýznamnějších skupin ve sběru a zpracování odpadů a čištění měst Veolia Environnement. Většinovým akcionářem společnosti je Marius Pedersen a.s. s podílem ve výši 57 % na základním kapitálu společnosti. Městská část Praha 8 je majitelem 43 % akcií již od vzniku společnosti v roce 1991.
-  **SITA CZ a.s.** - je jednou z nejvýznamnějších společností, které začaly v České republice působit v oblasti odpadového hospodářství, je divize managementu odpadu skupiny SUEZ-SITA (Societe Industrielle De Transports Automobiles). Společnost SITA CZ a.s. je jedna ze společností skupiny SUEZ v oblasti odpadového hospodářství s celosvětovou působností. Společnost SITA CZ a.s. působí ve více než třiceti zemích čtyř kontinentů (Evropa, Jižní a Severní Amerika a Asie) a v Evropě je číslo jedna v likvidaci odpadu. Společnost zaměstnává přes 70.000 zaměstnanců a svými službami obsluhuje 75 mil. obyvatel a 350.000 společností.
-  **Komwag – podnik čistoty a údržby města, a.s.** - společnost byla založena 1. 4. 1996 a je právním nástupcem Komunálního podniku čistoty a údržby města zřízeného 1. 8. 1991. Hlavními akcionáři společnosti jsou rakouská úklidová společnost REIWAG GmbH a Městská část Praha 2.
-  **Rumpold, s.r.o.** - je společnost se sídlem v Praze, která vznikla v roce 1992 jako dceřiná společnost rakouské firmy Rumpold (založené v roce 1913), která podniká v odpadovém hospodářství v řadě evropských zemí. Postupně byly založeny dceřiné společnosti a provozovny v dalších regionech tak, aby mohly být uspokojeny potřeby všech zákazníků na území České republiky. V současné době společnost Rumpold patří do rakouské společnosti Saubermacher a.s.

3.2.1.2 Informace o konkurenci závodu ZEVO

Informace o konkurenci ZEVO lze rozdělit celkem do tří oblastí:

-  Municipální oblast
-  Živnostenská oblast
-  Skartace

Municipální oblast

Na základě stávající smlouvy ve věci nakládání s komunálním odpadem pro hlavní město Prahu v této oblasti se žádná konkurence nenachází. Potenciální konkurence ZEVO je regionálně v podobě skládek odpadů, jelikož cena energetického využití odpadu je vyšší nežli cena skládkového, ale je potřeba brát střednědobě v úvahu i podmínky pro skládkování dané legislativou směrnice rady EU 31/1999. Konkurencí by se mohly v dlouhodobém měřítku stát projekty stavby spaloven komunálních odpadů (ve městě Mladá Boleslav, Mělník) v rámci POH. Nová spalovna odpadů by mohla být pro naši společnost skutečným nebezpečím (v podobě odebíraných odpadů pro ZEVO). Oba výše zmíněné projekty však dle dostupných informací na veřejně dostupných portálech nejsou v takové fázi, že by ve střednědobém horizontu mohly ohrozit výsostné postavení malešické spalovny. Dalším faktem, snižujícím konkurenční postavení nových projektů ZEVO je i skutečnost, že každá nová spalovna bude vzhledem k menší velikosti a „novotě“ s velkou pravděpodobností mít cenu na vstupu zatíženou vyšší specifickou odpisovou hodnotou.

Živnostenská oblast

V této oblasti patří mezi největší konkurenci ZEVO všechny skládky v optimální přepravní vzdálenosti, které se nacházejí na území hlavního města Prahy a Středočeského kraje.

Skartace

Společnosti se zavedenými provozy v rámci všech norem (kamerové systémy, uzavřený cyklus, moderní nádoby atd.).

Základní informace o největší přímé konkurenci ZEVO

Mezi největší přímou konkurenci ZEVO lze v současné době považovat skládky těchto společností:

-  .A.S.A., spol. s r.o. – provozovatel skládky v Praze - Ďáblicích;
-  Regios, a.s. – provozovatel skládky v Úhličkách;
-  AVE CZ odpadové hospodářství, s.r.o – provozovatel skládky v Benátkách n/Jizerou;
-  Skládky Uhý, spol. s r.o. – provozovatel skládky v Uhách;
-  Skládky Radim – provozovatel obec Radim;
-  Městský podnik služeb Kladno, spol. s r.o. – provozovatel skládky Nové Strašecí a ZDIBE Zdice;
-  REISSWOLF - v roce 1993 otevřel REISSWOLF svou první zahraniční pobočku v Lucembursku. Od té doby se firma REISSWOLF rozšířila také ve Francii, Itálii, Španělsku, Švédsku, Holandsku, Dánsku, Švýcarsku, Rakousku, Portugalsku a v České republice. Pro tak složitou koordinaci byl v roce 1996 založen REISSWOLF International. Od té doby se síť poboček rozšířila o Velkou Británii, Norsko a Finsko.

- **Domeček odpady s.r.o.** - česká společnost provozující sběrný dvůr pro živnostníky a skartovací linku na likvidaci důvěrných dat, podniká také v oblasti odvozu a odstranění odpadu formou VOK.

3.3 Závěr

- Podnikatelská činnost společnosti PSAS se dělí do čtyř hlavních skupin, přičemž nejdůležitějším zaměřením jsou služby odpadového hospodářství (odvoz a likvidace odpadu - spalovny a provoz skládek). Jedná se především o segment zaměřený na systém odpadového hospodářství hl. m. Prahy, kde společnost PSAS zaujímá 100% tržní podíl.
- Společnost PSAS disponuje ve vymezeném relevantním trhu dominantní silou, což jí do určité míry umožňuje ovlivňovat ceny. Odvětví je navíc charakteristické poměrně vysokými bariérami vstupu z hlediska nákladového a dále z hlediska regulatorních požadavků.
- Ekonomická recese posledních let zapříčinila zostření konkurenčního prostředí, které bylo doprovázeno snížením celkových průměrných marží. Tento vývoj byl zároveň příčinou existenčních problémů některých firem v odvětví.
- Budoucí vývoj odvětví je spatřován ve spalování (případně znovuzpracování) odpadů namísto jeho ukládání na skládky. Vzhledem ke stanoveným cílům Evropské unie v rámci odpadového hospodářství a plánované podpoře materiálového využívání a recyklace odpadů státem, je identifikován ekonomický potenciál v oblasti spaloven a dalšího zpracování odpadů. V této oblasti je společnost PSAS lídrem vymezeného relevantního trhu (Praha a okolí).

4 Finanční analýza

V této části posudku byla provedena finanční analýza, jejímž cílem je zhodnocení majetkové a finanční struktury společnosti PSAS. Pro účely finanční analýzy byly získány informace z výročních zpráv za roky 2009 až 2013 a výkazy k datu ocenění 31. 3. 2014 (sestavené dle Mezinárodních účetních standardů IFRS).

4.1 Analýza výkazu zisků a ztrát

Strukturu a vývoj výnosů a nákladů společnosti Pražské služby ilustrují data z výkazu zisku a ztrát za analyzované období, přičemž tyto finanční toky jsou ovlivněny charakterem hlavní podnikatelské činnosti společnosti, kterou je shromažďování, sběr a odstraňování odpadů, úprava odpadů k dalšímu využití.

VÝSLEDOVKA	2009		2010		2011		2012		2013		31.3.2014	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]
Tržby za prodej zboží	69 690	2,87%	79 716	2,71%	93 384	3,26%	103 110	3,56%	108 072	3,76%	21 350	2,89%
Náklady vynaložené na prodané zboží	65 503	2,69%	75 657	2,57%	88 976	3,11%	98 720	3,41%	103 625	3,60%	20 545	2,78%
Obchodní marže	4 187	0,17%	4 059	0,14%	4 407	0,15%	4 390	0,15%	4 447	0,15%	805	0,11%
Tržby za prodej vlastních výrobků	2 362 123	97,13%	2 860 269	97,29%	2 768 343	96,74%	2 795 201	96,44%	2 767 020	96,24%	716 844	97,11%
Ostatní provozní výnosy	65 186	2,68%	145 515	4,95%	26 829	0,94%	26 434	0,91%	27 738	0,96%	6 590	0,89%
Změna stavu zásob nedok. výroby	0	0,00%	134	0,00%	1 022	0,04%	-53	0,00%	352	0,01%	0	0,00%
Aktivace	2 246	0,09%	2 785	0,09%	1 649	0,06%	1 495	0,05%	1 457	0,05%	145	0,02%
Spotřeba materiálu a energie	271 102	11,15%	290 521	9,88%	239 226	8,36%	236 244	8,15%	246 509	8,57%	52 477	7,11%
Služby	933 924	38,40%	1 406 697	47,85%	1 306 998	45,67%	1 295 589	44,70%	1 276 968	44,41%	334 797	45,35%
Osobní náklady celkem	682 502	28,07%	746 433	25,39%	732 704	25,60%	715 201	24,68%	713 790	24,83%	176 275	23,88%
Odpisy celkem	353 922	14,55%	356 274	12,12%	357 910	12,51%	455 964	15,73%	416 629	14,49%	104 838	14,20%
Ostatní provozní náklady	44 967	1,85%	70 664	2,40%	31 946	1,12%	28 819	0,99%	57 204	1,99%	8 456	1,15%
Provozní zisk	147 325	6,06%	142 173	4,84%	133 467	4,66%	95 650	3,30%	89 914	3,13%	47 541	6,44%
Finanční výnosy	2 037	0,08%	3 847	0,13%	2 669	0,09%	1 343	0,05%	14 059	0,49%	0	0,00%
Finanční náklady	27 270	1,12%	18 918	0,64%	21 180	0,74%	27 888	0,96%	16 331	0,57%	0	0,00%
Finanční náklady / výnosy	25 233	1,04%	15 071	0,51%	18 511	0,65%	26 545	0,92%	2 272	0,08%	1 609	0,22%
Zisk před zdaněním	122 092	5,02%	127 102	4,32%	114 956	4,02%	69 105	2,38%	87 642	3,05%	45 932	6,22%
Daň z příjmů	29 296	1,20%	28 958	0,98%	32 345	1,13%	17 425	0,60%	20 884	0,73%	0	0,00%
Zisk (ztráta) za účetní období	92 796	3,82%	98 144	3,34%	82 611	2,89%	51 680	1,78%	66 758	2,32%	45 932	6,22%
Obrát	2 499 245	102,77%	3 088 419	105,05%	2 891 227	101,03%	2 926 187	100,96%	2 904 640	101,03%	744 929	100,91%

- Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb** tvořily s ohledem na činnost společnosti PSAS hlavní část výnosů po celé analyzované období (cca 97 % celkových tržeb). Společnost PSAS realizovala ročně tržby z prodeje výrobků a služeb ve výši 2,4 až 2,8 mld. Kč prakticky v konstantní výši za analyzované období 2009 - 2013. Tržby za 1. čtvrtletí 2014 odpovídá trendu minulých let. Hlavní tržby jsou spojené se svozem a zpracováním odpadu.
- Výkonová spotřeba**, která se skládá ze spotřeby materiálů, energie a služeb, za období historie činila od cca 50 % z celkových tržeb za rok 2009 do cca 58 % za rok 2010 a dále kolem 53 % z celkových tržeb v letech 2012-2013 a k datu ocenění.
- Osobní náklady** dosahovaly v jednotlivých letech cca 25 % až 28 % z celkových tržeb. Počet zaměstnanců po celé zkoumané období mírně roste. Celková výše osobních nákladů činila za rok 2013 cca 714 mil. Kč, k datu ocenění pak 176,3 mil. Kč.
- Odpisy dlouhodobého majetku** dosahovaly 12,12 % až 15,73 % celkových tržeb. Tento podíl osciluje ve sledovaném období okolo hodnoty 14,5 %. Odpisy DM k datu ocenění 30. 3. 2014 činí 104,8 mil. Kč a tvoří 14,2 % celkových tržeb.
- Provozní VH** je ovlivněn výše uvedenými provozními výnosy a náklady. V analyzovaném období provozní VH se pohybuje na úrovni 6,06 % (resp. 147,3 mil. Kč za rok 2009) až 3,1 % celkových tržeb za rok 2013 s mírně klesajícím trendem v relativních i absolutních hodnotách. Provozní zisk PSAS za rok 2013 byl na úrovni 89,9 mil. Kč, k datu ocenění 30. 3. 2014 činil 47,5 mil. Kč a tvořil 6,4 % celkových tržeb.

- V oblasti **Finančního VH** finanční náklady převyšovaly finanční výnosy po celé posuzované období, a to zejména z důvodu nákladových úroků hrazených společnostmi Pražské služby.
- Společnost vykazovala kladný **VH za účetní období** po celé analyzované období. V letech 2009 – 2010 jeho absolutní výše se pohybovala nad 90 mil. Kč, v relativním vyjádření to bylo 3,8 % (rok 2009) a 3,3% (rok 2010). Do roku 2012 je patrný další pokles ziskové marže až na 1,8 % celkových tržeb. V roce 2013 vzrostl a dosáhl hodnoty 2,9 mil. Kč, což představovalo 2,32 % z celkových tržeb. K datu ocenění byla částka čistého zisku 46 mil. Kč, což odráží ziskovou marži na úrovni 6,22 %.

4.1.1 Vývoj ziskové marže

Tyto informace byly v rámci „Zkrácené verze znaleckého posudku 307-22/2014“ vynechány.

4.2 Majetková a finanční struktura

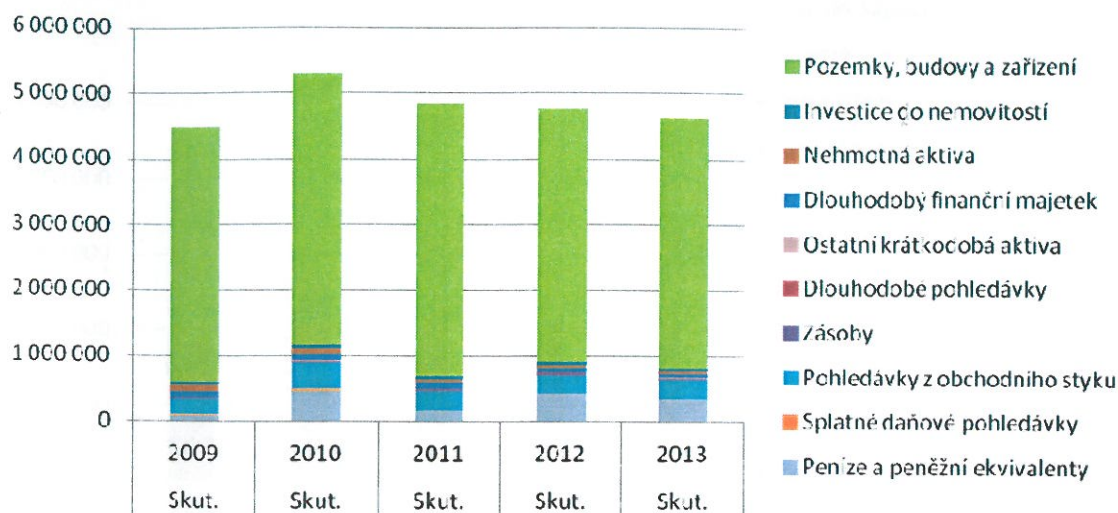
4.2.1 Struktura aktiv

AKTIVA	2009		2010		2011		2012		2013		31.3.2014	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]
AKTIVA	4 482 757	100,0%	5 288 384	100,0%	4 850 114	100,0%	4 767 057	100,0%	4 638 731	100,0%	4 646 090	100,0%
Dlouhodobá aktiva	4 107 137	91,6%	4 348 776	82,2%	4 346 777	89,6%	4 010 026	84,1%	3 961 532	85,4%	3 901 031	84,0%
Pozemky, budovy a zařízení	3 866 076	86,2%	4 128 455	78,1%	4 154 325	85,7%	3 848 860	80,7%	3 823 903	82,4%	3 818 869	82,2%
Investice do nemovitostí	57 846	1,3%	55 003	1,0%	53 800	1,1%	52 360	1,1%	50 767	1,1%	0	0,0%
Nehmotná aktiva	89 206	2,0%	73 163	1,4%	60 811	1,3%	38 000	0,8%	21 702	0,5%	17 864	0,4%
Dlouhodobý finanční majetek	93 951	2,1%	91 298	1,7%	76 998	1,6%	69 998	1,5%	64 298	1,4%	64 298	1,4%
Dlouhodobé pohledávky	58	0,0%	857	0,0%	843	0,0%	808	0,0%	862	0,0%	0	0,0%
Krátkodobá aktiva	375 620	8,4%	939 608	17,8%	503 337	10,4%	757 031	15,9%	677 199	14,6%	745 059	16,0%
Zásoby	21 929	0,5%	19 800	0,4%	45 089	0,9%	43 216	0,9%	25 291	0,5%	23 371	0,5%
Pohledávky z obchodního styku	247 601	5,5%	396 574	7,5%	284 275	5,9%	284 697	6,0%	307 033	6,6%	380 209	8,2%
Splatné daňové pohledávky	12 846	0,3%	35 380	0,7%	0	0,0%	447	0,0%	0	0,0%	1 426	0,0%
Peníze a peněžní ekvivalenty	81 372	1,8%	469 458	8,9%	171 201	3,5%	420 259	8,8%	333 367	7,2%	334 508	7,2%
Ostatní krátkodobá aktiva	11 872	0,3%	18 396	0,3%	2 772	0,1%	8 412	0,2%	11 508	0,2%	5 545	0,1%

- Hlavní složkou aktiv společnosti PSAS jsou **Dlouhodobá aktiva**, zejména dlouhodobý hmotný majetek v části **Pozemky, budovy a zařízení**. Za celé posuzované období tvoří výše této položky na bilanční sumě 86 % v roce 2009 až 82 % v roce 2014. Činnost je kapitálově náročná.
- Dlouhodobá aktiva** v roce 2013 představovaly 85,4 % z celkových aktiv, absolutně pak v netto hodnotách činily 3,9 mld. Kč. Nejdůležitější přírůstky DHM jsou výstavba kogenerační jednotky a další zařízení a technologické investice do spalovny odpadů v Malešicích, obnovení komunální techniky, pozemky ve Štěrbobolech, blíže viz bod Identifikace společnosti - investice.

V rámci **Dlouhodobého finančního majetku** je evidovaná investice do 100 % dceřiné společnosti AKROP s.r.o.

Struktura aktiv PSAS historie



Zdroj: Výroční zprávy společnosti PSAS, vlastní zpracování

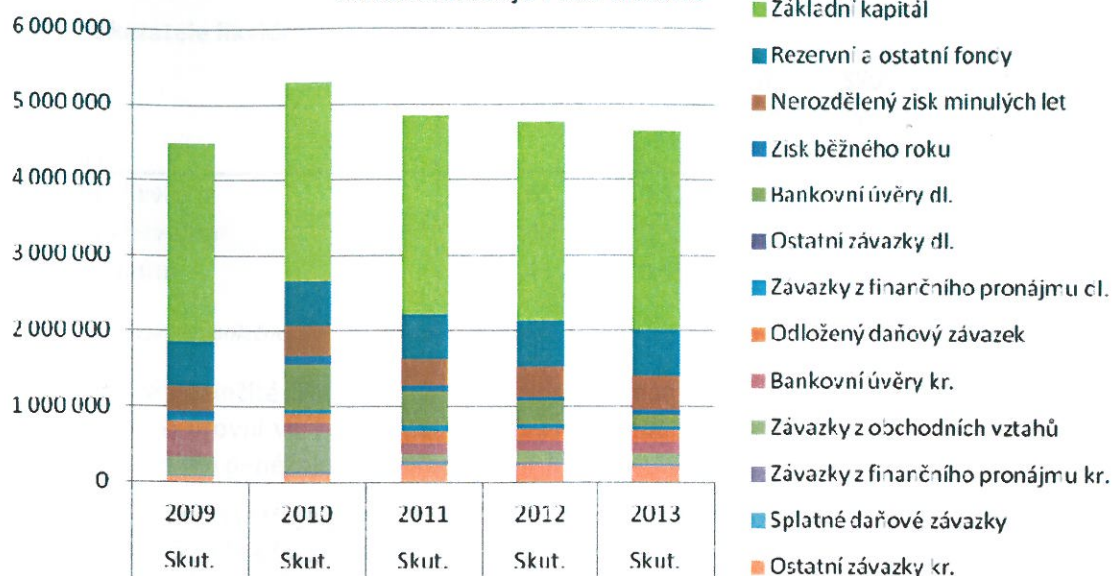
- ❖ Krátkodobá aktiva tvoří v jednotlivých letech od 8 do 17 % celkových aktiv. Největší částku představují **Pohledávky z obchodního styku**, které tvoří historicky od 5,5 % do 8,2 % bilanční sumy. Položka je v posledních letech v absolutních hodnotách relativně stabilní - osciluje okolo 300 mil. Kč s nárůstem k datu ocenění na 380,2 mil. Kč a váhu 8,2 %.

4.2.2 Struktura pasiv

PASIVA	2009		2010		2011		2012		2013		31.3.2014	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]
PASIVA	4 482 757	100,0%	5 288 384	100,0%	4 850 114	100,0%	4 767 057	100,0%	4 638 731	100,0%	4 646 090	100,0%
Vlastní kapitál	3 635 960	81,1%	3 724 948	70,4%	3 648 324	75,2%	3 690 524	77,4%	3 748 186	80,8%	3 794 118	81,7%
Základní kapitál	2 631 167	58,7%	2 631 167	49,8%	2 631 167	54,2%	2 631 167	55,2%	2 631 167	56,7%	2 631 167	56,6%
Rezervní a ostatní fondy	593 409	13,2%	598 049	11,3%	602 956	12,4%	607 087	12,7%	609 671	13,1%	609 671	13,1%
Nerozdělený zisk minulých let	318 588	7,1%	397 588	7,5%	331 590	6,8%	400 590	8,4%	440 590	9,5%	507 348	10,9%
Zisk běžného roku	92 796	2,1%	98 144	1,9%	82 611	1,7%	51 680	1,1%	66 758	1,4%	45 932	1,0%
Dlouhodobé závazky	162 997	3,6%	773 533	14,6%	687 854	14,2%	522 664	11,0%	358 323	7,7%	336 584	7,2%
Bankovní úvěry dl.	0	0,0%	600 000	11,3%	450 000	9,3%	300 000	6,3%	150 000	3,2%	112 500	2,4%
Ostatní závazky dl.	686	0,0%	734	0,0%	794	0,0%	1 094	0,0%	1 117	0,0%	0	0,0%
Závazky z finančního pronájmu dl.	48 082	1,1%	42 471	0,8%	84 357	1,7%	63 011	1,3%	40 638	0,9%	57 516	1,2%
Odložený daňový závazek	114 229	2,5%	130 328	2,5%	152 703	3,1%	158 559	3,3%	166 568	3,6%	166 568	3,6%
Krátkodobé závazky	683 800	15,3%	789 903	14,9%	513 936	10,6%	553 869	11,6%	532 222	11,5%	515 388	11,1%
Bankovní úvěry kr.	350 396	7,8%	150 000	2,8%	150 000	3,1%	150 000	3,1%	150 000	3,2%	150 000	3,2%
Závazky z obchodních vztahů	234 572	5,2%	496 594	9,4%	95 309	2,0%	149 292	3,1%	145 241	3,1%	119 844	2,6%
Závazky z finančního pronájmu kr.	11 404	0,3%	10 509	0,2%	20 519	0,4%	21 345	0,4%	22 373	0,5%	0	0,0%
Splatné daňové závazky	8 678	0,2%	17 996	0,3%	27 830	0,6%	20 449	0,4%	15 499	0,3%	16 641	0,4%
Ostatní závazky kr.	78 750	1,8%	114 804	2,2%	220 278	4,5%	212 783	4,5%	199 109	4,3%	228 903	4,9%

- ❖ Převažující část zdrojů společnosti Pražské služby tvoří Vlastní kapitál, zejména pak Základní kapitál společnosti.
- ❖ Hodnota **Vlastního kapitálu** se pohybovala v rozmezí 81,1 % (2009), přes 70 % (2010) a vrátila se zpět na cca 81% celkových zdrojů v roce 2013 a k datu ocenění. **Základní kapitál** společnosti Pražské služby byl po celé analyzované období ve stejné výši 2.631.167 tis. Kč. Přibližně 7 až 9 % zdrojů společnosti představoval nerozdělený zisk minulých let.
- ❖ V rámci cizích zdrojů měly největší význam **Krátkodobé závazky**. V letech 2009 až 2011 tato položka tvořila 11 - 15 % celkových zdrojů, od roku 2012 jsou krátkodobé závazky klesající jak v relativním (z 11,6 % pro rok 2012 na 7,2 % celkových zdrojů k datu ocenění), tak i v absolutním vyjádření (resp. z cca 554 mil. Kč pro rok 2012 na 515,4 mil. Kč k datu ocenění). Jedná se převážně o závazky z titulu obchodních vztahů.
- ❖ Společnost evidovala bankovní úvěry po celou dobu analyzovaného období. Roční splátka je 150 mil. Kč ročně. Od roku 2010 položka klesá. K datu ocenění tvoří zůstatek úvěrů 262,5 mil. Kč.

Struktura zdrojů PSAS historie



Zdroj: Výroční zprávy společnosti PSAS, vlastní zpracování

4.2.3 Vývoj pracovního kapitálu

Položky pracovního kapitálu [tis. Kč]	Skut. 2009 31.12.	Skut. 2010 31.12.	Skut. 2011 31.12.	Skut. 2012 31.12.	Skut. 2013 31.12.
Zásoby	21 929	19 800	45 089	43 216	25 291
Pohledávky z obchodních vztahů	247 601	396 574	284 275	284 697	307 033
Splatné daňové pohledávky	12 846	35 380	0	447	0
Peníze a peněžní ekvivalenty	81 372	469 458	171 201	420 259	333 367
Ostatní krátkodobá aktiva	11872	18 396	2 772	8 412	11 508
Suma	375 620	939 608	503 337	757 031	677 199
Bankovní úvěry	350 396	150 000	150 000	150 000	150 000
Závazky z obchodních vztahů	234 572	496 594	95 309	149 292	145 241
Závazky z finančního pronájmu	11 404	10 509	20 519	21 345	22 373
Splatné daňové závazky	8 678	17 996	27 830	20 449	15 499
Ostatní závazky	78 750	114 804	220 278	212 783	199 109
Suma	683 800	789 903	513 936	553 869	532 222
Rozdíl	-308 180	149 705	-10 599	203 162	144 977
Změna stavu ČPK		457 885	-160 304	213 761	-58 185

- U vývoje pracovního kapitálu je patrný proměnlivý trend. V roce 2009 a 2011 byla zaznamenána dokonce záporná hodnota čistého pracovního kapitálu. Výraznější nárůst ČPK v roce 2012 byl způsoben kumulací peněžních prostředků ke konci roku.
- Z analýzy ČPK je patrné, že společnost PSAS po dobu historie, vyjma roky 2009 a 2011, má dostatek pracovního kapitálu a udržuje přiměřenou výši pracovního kapitálu.
- Pokles ČPK v roce 2013 je způsoben poklesem zásob a snížením stavu peněžních prostředků.

4.3 Analýza poměrových ukazatelů 2009 – 2013

4.3.1 Ukazatele likvidity

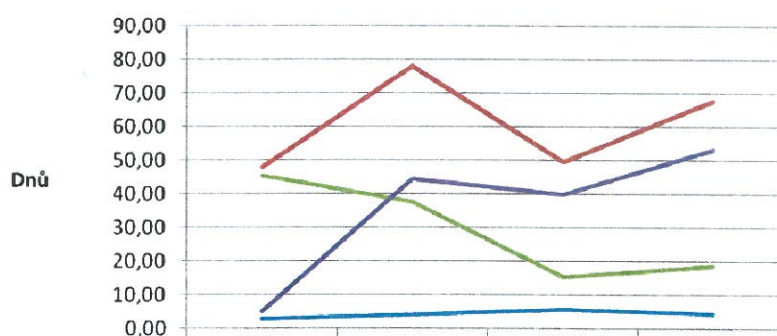
Rok	Skut. 2014 31.3.	Skut. 2009 31.12.	Skut. 2010 31.12.	Skut. 2011 31.12.	Skut. 2012 31.12.	Skut. 2013 31.12.
Likvidita						
Okamžitá likvidita	0,65	0,12	0,59	0,33	0,76	0,63
Pohotová likvidita	1,40	0,52	1,16	0,89	1,29	1,22
Běžná likvidita	1,45	0,55	1,19	0,98	1,37	1,27

Zdroj: Výroční zprávy společnosti PSAS, vlastní zpracování

- Ukazatele okamžité likvidity historicky dosahují nadprůměrné oproti obvyklým hodnotám v české praxi úrovní ve většině let hodnoceného období. Společnost PSAS zadržuje na účtech velké množství peněžních prostředků.
- Zvýšené riziko ilustruje pohotová a běžná likvidita, která dosahuje hodnoty méně než 1, což znamená, že úhrada krátkodobých závazků je závislá nejenom na objemu disponovaného krátkodobého finančního majetku a inkasu pohledávek, ale i na odprodeji zásob.

4.3.2 Ukazatele aktivity a řízení pracovního kapitálu

Vývoj ukazatelů aktivity PSAS, historie



	2010	2011	2012	2013
— Doba obratu zásob	2,59	4,14	5,56	4,35
— Doba inkasa krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů	47,9	78,1	49,6	67,5
— Doba splatnosti krátkodobých závazků z obchodních vztahů	45,4	37,7	15,4	18,7
— OCP= DOZ+DIP-DOplateb	5,1	44,4	39,8	53,2

Výroční zprávy společnosti PSAS, vlastní zpracování

Pozn.: OCP znamená „obratový cyklus peněz“

- Společnost Pražské služby má krátkou dobu obratu zásob, což kladně přispívá k řízení pracovního kapitálu společnosti.
- Doba inkasa pohledávek v jednotlivých letech analýzy kolísala. V roce 2013 byla na úrovni 67,5 dní.
- Doba obratu závazků se zkracuje od roku 2009, v roce 2012 dosahovala minimální hodnoty 15,4 dne, v roce 2013 potom 18,7 dnů.

- Celkem je patrné, že doba splatnosti závazků je kratší než doba inkasa pohledávek, což má negativní dopad na prodloužení obrátového cyklu peněz společnosti, tzn. prodloužení doby, po kterou mají být financované provozní závazky z vlastních zdrojů. Maximální délka OCP byla zaznamenána za rok 2013.

4.3.3 Ukazatele zadluženosti/stability

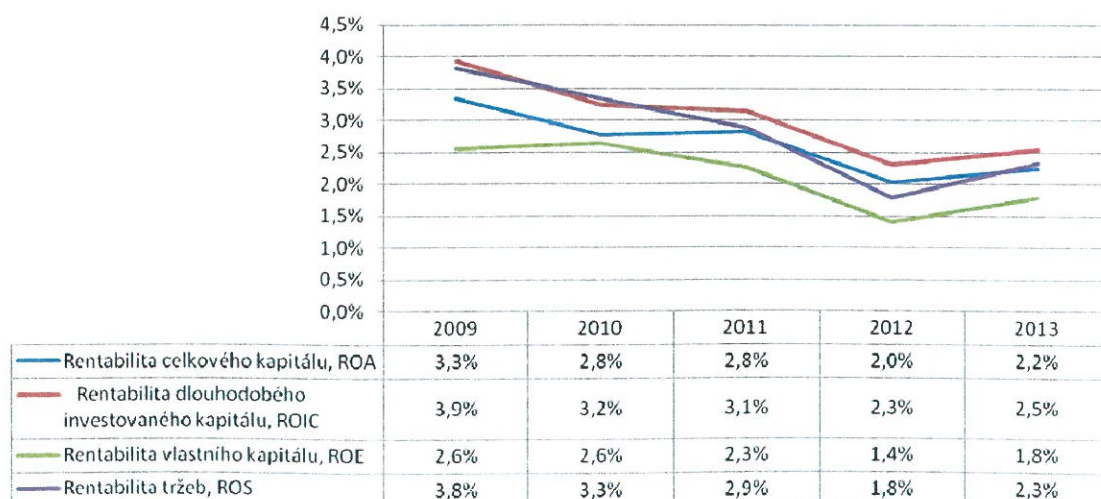
Rok	Skut. 2014	Skut. 2009	Skut. 2010	Skut. 2011	Skut. 2012	Skut. 2013
Dlouhodobá finanční rovnováha	31.3.	31.12.	31.12.	31.12.	31.12.	31.12.
Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu	81,7%	81,1%	70,4%	75,2%	77,4%	80,8%
Podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech	84,0%	91,6%	82,2%	89,6%	84,1%	85,4%
Krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem	94,4%	108,1%	96,7%	100,2%	95,2%	96,5%
Krytí dlouhodobého majetku VK		113,0%	116,7%	119,1%	108,7%	105,7%
Úrokové krytí	-	-	2996,6%	3003,7%	467,9%	1255,9%

Zdroj: Výroční zprávy společnosti PSAS, vlastní zpracování

- Podíl vlastního kapitálu na celkovém od 70,4 % do cca 81 % celkových zdrojů nasvědčuje větší finanční stabilitě společnosti Pražské služby. Výše VK za hodnocené období mírně kolísala.
- Podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech kolísá v závislosti na investiční aktivitě společnosti a v roce 2013 činil 85,4 %.
- Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem dosahuje hodnot kolem 100 %, což odpovídá konzervativnějšímu přístupu k financování.
- Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem společnosti PSAS je po celé hodnocené období nad 100 %. To znamená, že společnost financuje nejen veškeré investice do DM, ale také část pracovního kapitálu z vlastních zdrojů, které jsou ze své podstaty nejdražší.

4.3.4 Ukazatele rentability

Vývoj rentabilit PSAS historie



Zdroj: Výroční zprávy společnosti PSAS, vlastní zpracování (rentabilita tržeb je vztažena k čistému zisku za období)

- Ukazatele rentability dosahovaly nižších kladných hodnot po celé posuzované období. ROIC konkurenčních společností (relevantní výběr z evropského trhu dle databáze na serveru prof. Damodarana) se pohybuje v rozmezí 8,4 % až 19 %.
- Hodnoty odrážejí vyšší podíl investic a kapitálovou náročnost provozu.

4.4 Shrnutí a závěr finanční analýzy

- Hlavní činností společnosti PSAS je svoz a zpracování odpadu, převážně komunálního odpadu.
- Společnost ročně investuje do oprav, údržby a technologického rozvoje.
- Průměrný počet zaměstnanců v letech analýzy postupně klesá. V roce 2013 společnost PSAS zaměstnává 1.543 osoby.
- Společnost generuje tržby ze své hlavní činnosti a ty byly v letech 2010 až 2013 ve stabilní výši. Po celé posuzované období společnost PSAS dosahovala ziskového hospodaření.
- Bilanční suma společnosti Pražské služby ve sledovaném období v roce 2010 rostla, a od roku 2011 mírně klesala. V 1. čtvrtletí roku 2014 byla naopak evidována mírně vyšší hodnota bilanční sumy v porovnání s rokem 2013, a to ve výši 4.646.090 tis. Kč.
- Ukazatele likvidity společnosti poukazují jednak na shromažďování peněžních prostředků na účtech společnosti a zároveň nedostatek celkového čistého pracovního kapitálu společnosti PSAS.
- Ukazatele zadluženosti se vyvíjejí příznivě pro společnost PSAS. Ukazatele aktivity mají tendenci ke zhoršení v posledních letech. Ukazatele rentability jsou na nižších úrovních, ale kladné.
- Dle výsledků finanční analýzy společnosti Pražské služby je dodržen princip „going concern“ (předpoklad pokračování v činnosti i v dalších letech).

5 Ocenění

5.1 Předmět ocenění

Předmětem tohoto ocenění byly cenné papíry emitované společností Pražské služby se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 441/1, IČ: 601 94 120, a to ve variantních scénářích dle zadání vymezeného objednatelem.

Varianta 1 – Aktuální hodnota

- Výchozí bodem pro ocenění akcií byla tržní hodnota společnosti PSAS, a to na úrovni jejího vlastního kapitálu („equita“) k datu ocenění 31. 3. 2014. Následně byly provedeny modifikace hodnoty, a to ve Variantě 2 a Variantě 3.

Varianta 2 – Ztráta zakázky

- Tato varianta reflektuje hodnotu společnosti/akcií PSAS za předpokladu, že (i) nedojde k odkupu žádných akcií samotnou společností Pražské služby od jejích akcionářů a (ii) společnost Pražské služby nezíská veřejnou zakázku na zajištění systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy v době od 1. listopadu 2014.
- Hodnota společnosti/akcií PSAS byla odhadnuta ve vazbě na získané informace, provedené šetření a vymezené předpoklady k datu 1. 11. 2014.

Varianta 3 – Pachtovné

- Varianta 3 stanovuje hodnotu společnosti/akcií PSAS za předpokladu pronájmu části závodu společnosti PSAS (Z11 – svoz komunálního odpadu), který bude od 1. listopadu 2014 realizovat v plném rozsahu svoz komunálního odpadu na celém území hl. m. Prahy a příjmu Pachtovného, přičemž hl. m. Praha bude na zakázku svozu komunálního odpadu vydávat přibližně stejné prostředky jako v současné době a společnost Pražské služby bude muset zakoupit dodatečnou techniku a zaměstnat další zaměstnance pro svoz odpadu, aby její část závodu byla schopná zakázku realizovat bez subdodavatelů činnosti svozu odpadu.
- Hodnota společnosti/akcií PSAS dále reflektuje předpoklad, že do 1. listopadu 2014 (i) dojde k odkupu akcií samotnou společností Pražské služby od všech akcionářů vlastnících tyto akcie vyjma hl. m. Prahy, a to za cenu navrženou minoritním akcionářem Northward Holdings Limited, tj. za cenu 1.673 Kč za jednu akcii o jmenovité hodnotě 1.000 Kč a za cenu 650 Kč za jednu prioritní akcii o jmenovité hodnotě 400 Kč, (ii) společnost Pražské služby bude tento odkup akcií financovat v plné výši z bankovního úvěru a (iii) společnost Pražské služby bude od 1. listopadu 2014 příjemcem Pachtovného od společnosti vlastněné hl. m. Prahou jako jediným akcionářem či společníkem.
- Hodnota společnosti/akcií PSAS byla odhadnuta ve vazbě na získané informace, provedené šetření a vymezené předpoklady k datu 1. 11. 2014.

5.2 Pojmy a terminologie

Trh je systémem, kde jsou zboží a služby směňovány mezi kupujícími a prodávajícími prostřednictvím cenového mechanismu. Pojem trhu představuje schopnost zboží nebo služeb být

směňováno mezi kupujícími a prodávajícími bez přílišných omezení jejich činnosti. Každá strana reaguje na nabídkové – poptávkové vztahy a ostatní cenotvorné faktory, schopnosti a znalosti každé strany, jejich chápání relativní užitečnosti zboží nebo služeb a jejich individuální potřeby a přání.

Hodnota je ekonomický pojem, který se týká peněžního vztahu mezi zbožím a službami, které lze koupit, a těmi, kdo je kupují a prodávají. Hodnota není (na rozdíl od ceny) skutečností, ale odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase. Ekonomická koncepce hodnoty odráží názor trhu na prospěch plynoucí tomu, kdo vlastní zboží nebo obdrží služby k datu platnosti hodnoty.

Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejchtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

Obvyklá cena je cenou, která by byla dosažena při prodeji stejného, popřípadě obdobného majetku se stejnou užitnou hodnotou, nebo při poskytování stejné, nebo obdobné služby, v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Při tom se zvažují všechny okolnosti, které mají vliv na cenu (prodejnost, množství, poruchovost apod.), avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího, ani vlivy zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího. Osobní poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné, nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládaná majetku, nebo službě vyplývající z osobního vztahu k nim.

5.3 Metodologie

Pokud se dané aktivum aktivně a pravidelně obchoduje, nenastávají vážnější problémy s určením jeho hodnoty. Současné transakce poskytují jasnou indikaci jeho hodnoty. Jestliže však neexistuje stabilizovaný trh, kde by se dané aktivum pravidelně obchodovalo, používají se pro určení odhadu hodnoty následující metodologické postupy nebo jejich kombinace. Vždy je nutné posoudit aplikovatelnost příslušné metody v závislosti na účelu ocenění a povaze hodnoceného subjektu.

-  Výnosové metody
-  Metody tržní komparace
-  Majetkové metody

5.3.1 Výnosový přístup

Existuje několik metod, které se v rámci výnosového přístupu používají pro ocenění. Jednou z těchto metod je metoda diskontovaných peněžních toků. V rámci této metody jsou odhadovány budoucí peněžní toky, včetně terminální hodnoty na konci projektovaného období, které jsou diskontovány na současnou hodnotu požadovanou mírou výnosnosti. Metoda diskontovaných peněžních toků je považována (spolu s ostatními modely používajícími predikce budoucích výsledků) za teoreticky nejspřávnější metodu ocenění, protože explicitně bere do úvahy budoucí užitek spojený s vlastnictvím oceňovaného aktiva.

Další výnosová metoda je založena na kapitalizaci některého z ukazatelů výkonnosti společnosti jako například zisk nebo dividendy. Úroveň kapitalizace odráží jak riziko, tak i dlouhodobé vyhlídky oceňované společnosti. Při kapitalizaci historických ukazatelů finanční výkonnosti je nutné vzít na vědomí, že historické údaje slouží pro předpověď budoucnosti.

U obou metod se v diskontní sazbě, respektive v míře kapitalizace, odráží podmínky na trhu a jedinečnost oceňované společnosti.

Na základě analýzy výnosů, nákladů, potřebného pracovního kapitálu a investic, kapitálové struktury a požadované diskontní sazby je zpracována prognóza čistých budoucích výnosů 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) a peněžní tok na úrovni entity (peněžní toky dostupné investorům s vlastním i dluhovým kapitálem). V obou případech lze peněžní toky počítat před zdaněním nebo po zdanění a v reálných (očištěných o inflaci) nebo nominálních (včetně inflace) hodnotách.

Volba nejvhodnější varianty pro definování budoucích výnosů závisí na odborném úsudku odhadce, který musí zvážit specifické skutečnosti a okolnosti jednotlivých případů.

Po určení diskontní sazby jsou budoucí výnosy a zůstatková hodnota diskontovány nebo kapitalizovány na jejich současnou hodnotu. Součet současných hodnot představuje hodnotu vlastního kapitálu u modelu peněžního toku vlastního kapitálu, a hodnotu celkového investovaného kapitálu (vlastní kapitál plus cizí úročený kapitál) u modelu peněžního toku na úrovni entity. Cizí úročený kapitál je třeba v případě poslední jmenované varianty odečíst, aby byla získána hodnota vlastního kapitálu.

5.3.2 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“.

5.3.3 Majetkové metody

Majetkové metody stanovují hodnotu majetkové podstaty společnosti (substanci). Majetková hodnota společnosti 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 znovu pořízení majetku (reprodukční hodnotu sníženou o hodnotu opotřebení) – metoda substanční hodnoty. Další majetkovou metodou je metoda likvidační hodnoty. V daném případě nepředpokládáme dlouhodobější existenci společnosti a posuzujeme hodnotu z pohledu peněz, které bychom mohli získat prodejem jednotlivých částí majetku společnosti 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.

5.4 Výběr metody ocenění

S ohledem na účel a předmět ocenění, charakter podnikatelské činnosti, dostupné informace a na základě provedených analytických šetření bylo přistoupeno ke stanovení hodnoty akcií společnosti PSAS. Pro stanovení hodnoty akcií byly aplikovány metody tržního porovnání a výnosové metody diskontovaných peněžních toků, které považujeme za nejvhodnější a nejpoužívanější přístupy ke stanovení tržní hodnoty akcií. Jako doplňková metoda pak byla zařazena metoda účetní hodnoty, která vyjadřuje pohled na majetkově finanční strukturu společnosti. Této metodě přisuzujeme pouze informativní úlohu mající omezenou vypovídací schopnost ve vztahu k tržní hodnotě.

5.5 Metoda účetní hodnoty

Jako podpůrná metoda byla využita majetková metoda, konkrétně pak metoda účetní hodnoty k datu ocenění 31. 3. 2014. Společnost Pražské služby, a.s., vede účetnictví a sestavuje účetní závěrku a výkazy v souladu se zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví, vyhláškou č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví a Českými účetními standardy pro podnikatele.

Na základě §19a (1) používá společnost Pražské služby pro účtování a sestavení účetní závěrky mezinárodní účetní standardy upravené legislativou Evropské unie, proto, že PSAS je emitentem cenných papírů přijatých k obchodování na evropském regulovaném trhu.

PSAS používá pro výkaznictví Mezinárodními standardy pro finanční vykazování (IFRS, původně IAS) za použití oceňovací báze historických cen. Společnost Pražské služby, a.s. aplikuje všechny Mezinárodní standardy pro finanční vykazování a Interpretace Mezinárodního interpretačního výboru (IFRIC), které byly v platnosti k 31. 12. 2013 a k datu ocenění 31. 3. 2014.

Při sestavování účetní závěrky je společnost PSAS na základě přijatých účetních politik povinna v některých případech používat odhady. Při tvorbě odhadů vychází společnost z historických zkušeností, z aktuálních relevantních dat a z předpokladu určitého budoucího vývoje. Vytvořené odhady jsou společností pravidelně přehodnocovány a upravovány.

Odhady jsou používány také při stanovení doby životnosti jednotlivých hmotných a nehmotných aktiv, popř. skupiny aktiv. Při jejím stanovení vychází společnost z úsudku založeného na zkušenostech s podobnými aktivy, s přihlédnutím k očekávaným ekonomickým užitkům těchto aktiv v návaznosti na výrobní program a na plánované využití kapacit těchto aktiv. Veškerá aktiva jsou pravidelně testovaná na snížení hodnoty. Společnost vytváří opravné položky k aktivům, nejčastěji k pohledávkám a finančním investicím.

5.5.1 Stanovení hodnoty majetku

Hlavní část aktiv společnosti PSAS byla k datu ocenění 31. 3. 2014 tvořena **dlouhodobým majetkem**, zejména pak **pozemky, budovami a zařízením** v netto hodnotách ve výši 3.818.869 tis. Kč. Minoritní část bilanční sumy pak v rámci dlouhodobých aktiv tvořila **nehmotná aktiva** ve výši 17,8 mil. Kč, které jsou tvořena náklady na reklamní a propagační aktivity.

-  **Pozemky a budovy** představují z velké části výrobní a provozní budovy a stavby v areálu závodu ZEVO, administrativní budova závodu ZEVO, administrativní budova a provozní budovy a stavby v areálu sídla společnosti, budovy dislokovaných provozoven na území hl. m. Prahy.
-  **Technika a technologická zařízení** zahrnují zejména technologické celky v areálu závodu ZEVO (spalování odpadu, kogenerace, dediox apod.), speciální vozidla k odvozu odpadu a čištění a údržbě komunikací, stroje a zařízení, automobily a další dlouhodobý majetek.
-  Největší složkou **drobného majetku** jsou: popelové nádoby, kontejnery a koše, vybavení místností a provozoven, výpočetní technika a elektronika, drobné přístroje.
-  Majetek pořízený **formou finančního leasingu** představuje sebou 41 aktivních leasingových smluv a věcně jsou to speciální vozidla a stroje využívané k odvozu odpadu a zimní a letní údržbě vozovek. Tento majetek je evidován v položce Hmotná aktiva pod položkou Stroje a technická zařízení a odepisován podle pravidel uvedených v IAS 16 pro 2. odpisovou skupinu. V účetnictví byla vytvořena opravná položka k ocenění tohoto majetku reálnou hodnotou.

- Dlouhodobý finanční majetek** v podobě investice do dceřiné společnosti AKROP s.r.o. k datu 31. 3. 2014 tvořil 64,3 mil. Kč. S ohledem na nižší rentabilitu hospodaření společnosti AKROP ve srovnání s předchozím obdobím byla v roce 2013 snížena její hodnota formou opravné položky.

Další část majetku společnosti je zakotvená v **krátkodobých aktivech** s hlavní hodnotou v položkách **krátkodobé pohledávky** z obchodního styku v účetní netto hodnotě 380.209 tis. Kč, a dále položka **peníze a peněžní ekvivalenty** v celkové výši 334.508 tis. Kč jsou tvořeny penězi na účtech společnosti.

- Pohledávky z obchodního styku** jsou vykazovány v současné hodnotě, snížené o opravné položky k rizikovým a problematickým pohledávkám, které jsou stanoveny v závislosti na riziku souvisejícím s úhradou konkrétní pohledávky.

- K 31. 3. 2014 je tvořena položka **peníze a peněžní ekvivalenty** vklady na účtech v bankách ve výši 329 441 tis. Kč, hotovostí ve výši 3 849 tis. Kč a peněžními ekvivalenty (kolky a poukázky ke stravování) ve výši 77 tis. Kč.

V rámci **krátkodobých aktiv** pak jsou účtované **zásoby** ve výši 23,4 mil. Kč, **splatná daňová pohledávka** ve výši 1,4 mil. Kč a **ostatní krátkodobá aktiva** ve výši 5,5 mil. Kč.

Celková účetní hodnota majetku společnosti Pražské služby činí k datu 31. 3. 2014 částku 4.646.090 tis. Kč.

5.5.1 Stanovení hodnoty závazků

Závazky společnosti PSAS jsou tvořeny **dlouhodobými závazky** ve výši 336.584 tis. Kč a **krátkodobými závazky** ve výši 515.388 tis. Kč a představují tak celkovou účetní hodnotu Závazků společnosti Pražské služby ve výši 851.972 tis. Kč.

5.5.2 Výstupní účetní hodnota

Na základě znalosti účetních hodnot majetku a závazků byla stanovena účetní hodnota vlastního kapitálu společnosti PSAS, výpočet je znázorněn v následující tabulce.

Účetní hodnota společnosti Pražské služby	tis. Kč
Účetní hodnota majetku	4 646 090
Účetní hodnota závazků	851 972
Účetní hodnota společnosti Pražské služby na úrovni vlastního kapitálu	3 794 118

Hodnota vlastního kapitálu společnosti Pražské služby stanovená na bázi účetní hodnoty k datu ocenění 31. 3. 2014 činí 3.794.118 tis. Kč.

5.6 Metody tržního porovnání

5.6.1 Vývoj cen akcií na veřejném trhu

Akcie společnosti Pražské služby jsou z části obchodované na veřejném kapitálovém trhu.

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 na majitele jsou obchodovány na Burze cenný papírů Praha. Níže přiložený graf ilustruje vývoj ceny akcií PSAS na BCPP za posledních 5 let.



Zdroj: www.bcpp.cz

- ☛ Cena akcií se ve sledovaném období pohybovala v pásmu od 817,- Kč/akcii na konci roku 2009 až k hranici 801,10,- Kč/akcii k 31. 3. 2014. V období mezi lety 2011 až 2013 došlo k razantnímu poklesu ceny až na dlouhodobé minimum 500,- Kč/akcii. K hlavnímu růstu ceny akcií došlo v roce ve druhé polovině roku 2013.
- ☛ Ve sledovaném období došlo k pouze minimálnímu počtu transakcí, přičemž největší zobchodovaný objem činil 173 tis. Kč v lednu 2014 za cenu 700,- Kč. Jsou tak zobchodovány pouze jednotky kusů v nepravidelné periodě.
- ☛ S ohledem na výše uvedené skutečnosti považujeme informace z kapitálového trhu pouze jako doplňkové a ilustrativní informace s omezenou vypovídací schopností ve vztahu k tržní hodnotě a fundamentu oceňované společnosti PSAS. S akciemi není na veřejném trhu prakticky obchodováno a jejich likvidita je minimální.

5.6.2 Metoda odvětvových násobitelů

K ověření výnosové hodnoty byl využit v praxi nejvíce aplikovaný tržní násobitel EV/EBITDA za kombinaci odvětví „Utility (General)“ a „Enviromental & Waste services“, přičemž váha každého odvětví byla stanovena na 50 % (zdroj: Damodaran, January 2014). Kombinace odvětví „Utility (General)“ a „Environmental & Waste services“ byla zvolena z důvodu náležitosti blízkých konkurentů společnosti PSAS a dalších společností vykonávající některou z hlavních činností společnosti PSAS do těchto odvětví. Tyto společnosti jsou dále popsány v ocenění pomocí metody srovnatelných společností.

PSAS (data r. 2013)	mil. Kč
Zisk	66 758
(+) Odpisy	416 629
(+) N.úroky	7 582
(+) Daň	20 884
EBITDA	511 853
(+) vyloučení opravný položek/odpis pohl.	27 466
(+) ost.provoz.N	2 335
(-) ost.provoz.V	2 936
Upravená EBITDA	538 718
Upravený EBIT	122 089
Dluh	320 016
Neprovoz	238 806
Počet akcií (ks)	2 631 167

Multiples	EV/EBITDA 2013
Enviromental	9,78
Utility (general)	6,29
Utility (1/2 Utility (General), 1/2 Enviromental & Waste Services)	8,04

Zdroj: Damodaran, Janurary 2014 (Europe)

V návaznosti získané odvětvové násobitele a data o výši EBITDA společnosti PSAS za rok 2013 (konsolidovaná data očištěná pro účely ocenění) byla odvozena hodnota společnosti PSAS.

Výpočet odvozený z násobitelů EV/EBITDA za kombinaci odvětví „Utility (General)“ – 50% a „Enviromental & Waste services“ – 50 %

Vzorec pro výpočet

*Hodnota equity PSAS = Hodnota společnosti brutto (Multiple*očištěná EBITDA 2013) – Zpoplatněný dluh 2013 + Hodnota neprovozního majetku ve vlastnictví společnosti PSAS 2013*

Hodnota equity PSAS = 4.329.588 – 320.016 + 238.806 = 4.248.378 tis. Kč

Hodnota společnosti PSAS stanovená na bázi odvětvových násobitelů EV/EBITDA činí 4.248.378 tis. Kč.

5.6.3 Metoda srovnatelných společností

Kromě odvětvových násobitelů jsme provedli výpočet hodnoty PSAS odvozené z násobitele EV/EBITDA za vybrané společnosti, které patří k významným společnostem zabývajících se

odpadovým hospodářstvím a doplňkovými službami ve Francii, Itálii, Španělsku, Velké Británii, Polsku a Finsku. Některé z vybraných společností jsou zároveň mateřskými společnostmi nejbližší konkurence společnosti PSAS.

Společnost	EV/EBITDA		
	2012	2013	Průměr
Suez Environnement Company SA (ENXTPA:SEV)	5,94	6,53	6,24
Fomento de Construcciones y Contratas, S.A. (CATS:FCC)	7,68	12,84	10,26
Veolia Environnement S.A. (ENXTPA:VIE)	6,54	6,74	6,64
Derichebourg (ENXTPA:DBG)	5,77	6,39	6,08
Groupe Pizzorno Environnement (ENXTPA:GPE)	3,50	3,96	3,73
Shanks Group plc (LSE:SKS)	6,02	13,59	9,80
Krynicky Recykling Spółka Akcyjna (WSE:KRC)	18,41	17,98	18,19
Lassila & Tikanoja Oyj (HLSE:LAT1V)	6,52	13,62	10,07
Medián	6,27	9,79	8,22
Max.	18,41	17,98	18,19

Zdroj: Damodaran

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.
- Společnost SITA je evropským lídrem v oboru odpadového hospodářství, přičemž společnost SITA CZ a.s. je jedním z hlavních konkurentů společnosti PSAS.
- SITA je vlastníkem 154 skládek, 47 spaloven ostatních odpadů, 120 kompostářenských středisek, 645 třídících a logistických center s ročním obratem převyšujícím 14 mld. EURO. Po celém světě zaměstnává 57 000 zaměstnanců.

Fomento de Construcciones y Contratas, S.A.(FCC)

- FCC je lídrem na španělském trhu v oblasti nabídky komunálních služeb pro města a obce a získává stále větší postavení i na mezinárodním trhu.
- Do skupiny FCC patří také rakouský koncern .A.S.A., která ovládá českou pobočku .A.S.A. spol. s r.o. Ta v ČR poskytuje komplexní služby v oblasti odpadového hospodářství.

Veolia Environment S.A.

- Veolia Environment S.A. patří mezi nejvýznamnější světové hráče v odpadovém hospodářství.
- Do skupiny Veolia patří česká společnost Marius Pedersen, a.s., jenž je se svou skupinou společností jedním z lídrů českého trhu v oblasti odpadového hospodářství.
- Společnost Veolia Environment S.A. působí ve více než 40 zemích světa, přičemž 77 % obratu tvoří na evropském trhu.

Derichebourg

- Francouzská společnost poskytující služby odpadového hospodářství v globálním měřítku.
- Zaměstnává 5000 zaměstnanců ve 25 pobočkách na světě.
- Disponuje 150 recyklačními platformami po celém světě, přičemž 130 z nich je ve Francii.
- Obrat společnosti za rok 2013 byl 4,523 mld. USD.

Groupe Pizzorno Environment

- Společnost Groupe Pizzorno Environment je důležitým hráčem na francouzském trhu v oblasti zpracování odpadu (domácího i průmyslového).
- V roce 2013 dosáhla obrátu 279,9 mil. USD.
- Společnosti zaměstnává přibližně 7000 lidí ve Francii, Maroku, Tunisku a Mauretánii.

Shanks Group

- Mezinárodní společnost, která se zaměřuje na zpracování odpadů (recykluje přes 7,7 mil. tun odpadu).
- Zaměstnává přes 4000 lidí po celém světě.
- Tržby společnosti v roce 2013 dosáhly hodnoty 1,017 mld. USD.

Krynicky Recykling Spółka Akcyjna

- Společnost Krynicky Recykling S.A. zajišťuje odpadové hospodářství se zaměřením na recyklaci skla v Polsku.
- Společnost dosáhla v roce 2013 obrátu 11,1 mil. USD.

Lassila & Tikanoja Oyj (L&T)

- Společnost L&T zajišťuje služby odpadového hospodářství a dále služby čištění a údržby na finském trhu. Dále působí ve Švédsku, Litvě a Rusku.
- Celkem zaměstnává přibližně 8000 lidí.
- V roce 2013 dosáhla společnosti obrátu 888 mil. USD.

Výpočet odvozený z násobitelů EV/EBITDA a EV/EBIT za porovnávané společnosti

Pro výpočet byly použity hodnoty mediánu, které eliminují výkyvy ve vybraném vzorku. Celková hodnota PSAS pak byla odvozena analogicky jako u metody odvětvových násobitelů. Vzhledem k tomu, že u násobitelů za jednotlivé společnosti mohlo docházet mezi jednotlivými lety k výkyvům, je výsledný násobitel stanoven jako aritmetický průměr mediánů hodnot za roky 2012 a 2013, resp. hodnot k lednu 2013 a lednu 2014 (zdroj: Damodaran).

EV/EBITDA

Hodnota equity PSAS = 4.429.132 – 320.016 + 238.806 = 4.347.922 tis. Kč

Hodnota společnosti PSAS odvozená z benchmarku porovnávaných společností činí 4.347.922 tis. Kč.

5.6.4 Stanovení výstupní hodnoty společnosti PSAS dle metod tržní komparace

Na základě dílčích metod tržního porovnání byla stanovena celková hodnota společnosti PSAS. Výsledné hodnoty byly získány jako vážený průměr dílčích výsledků, přičemž váhy byly stanoveny rovnoměrně na 50 %.

Komparační přístup	Hodnota equity [tis. Kč]
EV/EBITDA - srovnatelné společnosti	4 347 922
EV/EBITDA - odvětví	4 248 378
Celková hodnota PSAS	4 298 150

Hodnota společnosti PSAS odvozená z metod tržní komparace činí 4.298.150 tis. Kč.

5.7 Výnosové metody

V následující části byla provedena kalkulace hodnoty společnosti PSAS založená na metodice diskontovaných peněžních toků, které jsou určeny pro rozdělení mezi vlastníky a věřitele (metoda „DCF entity“). Tato metoda využívá výsledků provedených analýz a finančního plánu oceňované společnosti PSAS a byla využita pro variantní scénáře.

5.7.1 Postup a technika ocenění společnosti

Při použití této metody probíhá výpočet v následujících krocích. Nejprve je stanovena tzv. „brutto provozní hodnota“ (celková provozní hodnota společnosti), od které je následně odečtena hodnota dluhu. Výstupní informací je „netto provozní hodnota“ (provozní hodnota vlastního kapitálu) společnosti. V závěrečném kroku se výsledek koriguje přičtením hodnoty „neprovozního majetku“.

Finanční model je postaven na „dvoufázové metodě“, která rozděluje budoucí období do dvou etap. První fáze se vztahuje k období, ke kterému byly zpracovány a explicitně vyjádřeny projekce generátorů hodnoty, tato fáze pokrývá období let 2014 až 2019. V rámci druhé fáze byl proveden výpočet reziduální hodnoty založené na aplikaci tzv. „Parametrického vzorce“.

5.7.1.1 Způsob výpočtu volných peněžních toků

Základní vzorec pro výpočet FCFF (Free Cash Flow to Firm) má následující tvar:

$$FCFF = KPVH * (1 - t) + O - I - \Delta\check{C}PK$$

kde:

FCFF..... volný peněžní tok určený k rozdělení mezi akcionáře a věřitele

KPVH..... korigovaný provozní výsledek hospodaření

t..... koeficient daňové sazby

O odpisy

I investice brutto

Δ ČPK změna stavu provozně nutného pracovního kapitálu

Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH)

Volný peněžní tok počítáme nepřímou metodou, kdy východiskem je provozní výsledek hospodaření. V rámci plánovaného období management společnosti nekalkuluje s opravnými položkami a nebylo nutné pro účely ocenění očišťovat provozní výsledek hospodaření. V plánovaném období uvažovány pouze minoritní a dílčí prodeje majetku (s výjimkou Varianty 2 – Ztráta zakázky z důvodů odprodeje části majetku zachycené v roce 2015). Výnosové a nákladové položky z titulu odprodeje majetku byly pro účely ocenění ponechány a reflektovány v rámci provozního výsledků hospodaření.

Investice brutto (I)

Další složkou vstupující do výpočtu FCFF představují investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Tyto výdaje umožňují obnovu popř. rozšíření kapacit v rámci provozní činnosti a vytvářejí předpoklady pro budoucí fungování společnosti.

Pracovní kapitál (ČPK)

Součástí provozně nutného investovaného kapitálu je vedle investic do dlouhodobého majetku také pracovní kapitál. Pracovní kapitál představuje přebytek oběžného majetku nad krátkodobým cizím kapitálem. Pro účely ocenění se používá modifikovaná forma výpočtu:

 krátkodobá aktiva očištěny od neprovozních/finančních aktiv

 krátkodobé závazky očištěny od neprovozních/finančních závazků

Daňová sazba (t)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření je třeba upravit o daňové náklady, neboť cílem je stanovit peněžní tok, který lze použít k rozdělení. V rámci oceňování se používá jako standardní nástroj daňová sazba na úrovni daně z příjmu právnických osob. Pro výpočet peněžních toků jsme aplikovali daňovou sazbu, která byla stanovena pro budoucí období ve výši 19 %.

5.7.1.2 Diskontní míra

V návaznosti na výpočet FCFF bylo přistoupeno ke stanovení diskontní míry, pomocí které jsme převedli volné peněžní toky na současnou hodnotu. Pro model DCF entity byla aplikována diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Náklady kapitálu odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do společnosti a tomu odpovídajícímu riziku.

Obecný vzorec pro WACC odpovídá následujícímu vztahu:

$$WACC = (1 - t) * n_{CK} * \frac{CK}{K} + n_{VK} * \frac{VK}{K}$$

kde:

tsazba daně z příjmu

n_{ck}náklady na dluh/úročený cizí kapitál

CKtržní hodnota dluhu/úročeného cizího kapitálu vloženého do společnosti

n_{vk}náklady na vlastní kapitál při dané úrovni zadlužení

VKtržní hodnota vlastního kapitálu

Kcelková hodnota investovaného kapitálu v tržních hodnotách

Náklady 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). Z tohoto pohledu lze považovat model CAPM za teoreticky správný a ve světové praxi uznávaný způsob, jak kalkulovat diskontní míru pro tržní ocenění. 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 a evropského kapitálového trhu) a získané výsledky upravili na české podmínky.

Jako výpočtový základ byl použit následující vzorec:

$$n_{VK} = r_f(USA) + \beta * RPT(USA) + RPZ + P$$

kde:

n_{VK}náklady na vlastní kapitál

r_fbezriziková úroková míra

βodvětvové β přenesené z evropského trhu a upravené na zadlužení v tržních hodnotách (využit benchmark odvětví)

RPTriziková prémie kapitálového trhu USA

RPZriziková prémie země

Postatní přírážky

V případě β koeficientu byl promítnut vliv zadlužení (tržní kapitálová struktura odvětví) a informace o nezadlužené hodnotě β koeficientu pro společnosti působící ve stejném odvětví.

$$\beta_{zadlužená} = \beta_{nezadlužená} * \left[1 + \frac{\text{Cizí kapitál} * (1 - \text{daňová sazba})}{\text{Vlastní kapitál}} \right]$$

Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál jsou z povahy věci levnějšími zdroji v porovnání s náklady na vlastní kapitál. Důvodem je skutečnost, že vlastník nese větší riziko než věřitel a požaduje vyšší výnos. Pro účely ocenění byly reflektovány informace o zápůjčním kapitálu společnosti PSAS.

5.7.1.3 Pokračující hodnota

Pokračující hodnota (reziduální, terminální hodnota) představuje hodnotu společnosti determinovanou v postplánovaném období. Její výpočet je v našem případě založen na aplikaci tzv. „Parametrického vzorce“.

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{KPVH_{T+1} * (1 - \frac{g}{r_i})}{i_k - g}$$

kde:

$KPVH_{T+1}$korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy

gtempo růstu provozního výsledku hospodaření po upravených daních

r_irentabilita čistých investic počítaná z přírůstkového zisku

i_kdiskontní míra (WACC)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy získáme jako korigovaný provozní výsledek hospodaření v posledním plánovaném roce navýšený o tempo růstu g .

$$KPVH_{T+1} = KPVH_T * (1 + g).$$

Rentabilita čistých investic je pro postplánované období odvozena ze vzorce pro výpočet takzvané míry investic (m_i). Míra investic z dlouhodobého hlediska odpovídá podílu zisku věnovaného na čisté investice.

$$\text{Míra investic} = \frac{g}{r_i} = \frac{\text{Investice netto}}{KPVH}$$

Investice netto.....Δ provozně nutného investovaného kapitálu

Odhad pokračující hodnoty se zakládá na následujících předpokladech:

-  základní parametry, o které se opírá výpočet pokračující hodnoty, se stabilizují,
-  růst společnosti je konstantní,
-  stabilní míra investic i rentabilita nových investic.

5.7.2 Varianta 1 – Aktuální hodnota

5.7.2.1 Východiska

Jako podkladový materiál byl k dispozici finanční plán zpracovaný managementem společnosti PSAS zahrnující střednědobé období od roku 2014 do roku 2018 (5-letý plán). V návaznosti na získané informace, komunikaci se zástupci společnosti a provedené šetření jsme finanční plán

s provedenými dílčími úpravami použili jako východisko pro výnosové ocenění společnosti PSAS a stanovení generátorů hodnoty.

Pro účely ocenění jsme dále prodloužili projekce hlavních generátorů hodnoty o navazující rok 2019, kdy předpokládáme jejich stabilizaci pro výpočet reziduální hodnoty (pokračující hodnoty).

Z dlouhodobého hlediska společnost PSAS splňuje předpoklad pokračování ve své činnosti na bázi „going concern“.

5.7.2.2 Projekce a předpoklady

5.7.2.2.1 *Projekce managementu*

Tento oddíl byl v rámci „Zkrácené verze znaleckého posudku 307-22/2014“ vynechán.

5.7.2.2.2 *Úpravy předpokladů projekce*

Na základě analýzy předloženého plánu managementu společnosti PSAS a provedeného vlastního šetření jsme přistoupili k úpravě dílčích parametrů projekce.

Společnost PSAS patří k významným společnostem na trhu s dominantním postavením v Praze a okolí, přičemž pravidelně investuje do obnovy fixních aktiv a není nikterak zadlužená. Jsme toho názoru, že společnost je schopna pokračovat ve své činnosti na bázi „going concern“ i v dlouhodobém období. Ve vazbě na majetkově finanční strukturu dosahuje účetní hodnota vlastního kapitálu společnosti více než 3,7 mld. Kč. Přestože účetní hodnota vlastního kapitálu nereflakuje tržní hodnotu společnosti, lze ji považovat za určitý indikátor. Společnost by měla být schopna z dlouhodobého hlediska efektivně využít svoje majetkové portfolio a realizované investice k zajištění dostatečného zisku (cash-flow) a návratnosti svých investic, tj. pořízený majetek by měl vygenerovat ekonomický prospěch k pokrytí investic a zajištění požadované výnosnosti pro vlastníka.

Ostatní dílčí informace byly v rámci „Zkrácené verze znaleckého posudku 307-22/2014“ vynechány.

5.7.2.3 Stanovení výnosové hodnoty

Výnosová hodnota společnosti PSAS byla stanovena na bázi diskontovaných budoucích peněžních toků reflektující postup, projekce a předpoklady uvedené v předchozích oddílech.

5.7.2.3.1 *Volné peněžní toky (FCFF)*

-  Budoucí peněžní toky kalkulovány za poměrnou část roku 2014 (1. 4. – 31. 12. 2014) a dále na roční bázi v letech 2015 až 2019.
-  KPVH v plánovaném období reprezentuje provozní výsledek hospodaření, za výchozí rok 2014 zahrnut KPVH ve výši 59.150 tis. Kč (106.691 – 47.541 tis. Kč).
-  V plánovaném období uvažováno s daňovou sazbou 19 %.
-  Výše investic a odpisů projektována v souladu s investiční strategií a provedenými úpravami, v roce 2014 zahrnuta poměrná část odpisů ve výši 305.674 tis. Kč a investic ve výši 330.806 tis. Kč.
-  Pracovní kapitál převzat od managementu společnosti a pro účely ocenění použita modifikovaná forma:
 - očištění závazků a o finanční závazky (úvěry, leasingy)

- peníze a peněžní ekvivalenty ponechány na provozně nutné výši 160 mil. Kč (stanovena odhadem na úrovni cca 30 % krátkodobých závazků v návaznosti na plánovanou potřebu tohoto majetku v roce 2014)

Investice do provozně nutného pracovního kapitálu v plánovaném období 2014 – 2019

Tyto informace byly v rámci „Zkrácené verze znaleckého posudku 307-22/2014“ vynechány.

Výsledná struktura volných peněžních toků v plánovaném období 2014 – 2019

Tyto informace byly v rámci „Zkrácené verze znaleckého posudku 307-22/2014“ vynechány.

5.7.2.3.2 Určení diskontní míry

Diskontní míra byla stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Náklady kapitálu po zdanění jsou váženým průměrem zadlužených nákladů vlastního kapitálu a nákladů na cizí kapitál po zdanění. Váhami pro uvedené náklady jsou tržní hodnoty jednotlivých složek kapitálu.

Náklady na cizí kapitál

Společnost využívá k financování své činnosti zejména vlastní zdroje, v rámci dluhového financování byly čerpány úvěry a leasingy. Z pohledu ocenění považujeme za relevantní respektovat náklady společnosti na dlouhodobé financování. S ohledem na bonitu společnosti a možnosti financování PSAS pracujeme s průměrnou úrokovou sazbou ve výši 2,5 %.

Náklady na vlastní kapitál

- Bezrizikovou úrokovou míru budeme kalkulovat na úrovni průměrné výnosnosti 30-letých U.S. Treasury, která za posledních 12 měsíců (období duben 2013 až březen 2014) činila **3,59 %** (zdroj: Federal Reserve Statistical Release).
- Jako východisko pro výpočet β koeficientu pro společnost PSAS byla použita hodnota koeficientu nezadlužené β jako průměr za odvětví „Utility (General)“ a Environmental & Waste Services v rámci evropského kapitálového trhu ve výši **0,71**.

Údaje prof. Damodarana zjištěné na základě statistických šetření jsou uvedeny v následující tabulce:

Evropa		
Odvětví	Nezadlužená β	Počet firem
Utility (General)	0,61	20
Environmental & Waste Services	0,81	49
Průměr	0,71	

- Rizikovou prémii kapitálového trhu USA jsme získali na základě výpočtu geometrického průměru tržních dat za roky 1928-2013, hodnota této premie dosahuje **4,62 %** (zdroj: Damodaran, January 2014).

- Rizikovou premii země upravující parametry výpočtu nákladů vlastního kapitálu zjištěné pro americký kapitálový trh na podmínky českého trhu jsme určili ve výši **1,38 %** (zdroj: Damodaran, January 2014) s předpokladem nulového inflačního diferenciálu z dlouhodobého hlediska.

Kapitálová struktura

- Pro účely stanovení diskontní míry byla zvolena optimalizovaná kapitálová struktura s přihlédnutím k odvětvové kapitálové struktuře, a to na úrovni poměru Debt/Equity ve výši **79,5 %** opět jako průměrná hodnota pro odvětví Utility (General) a Environmental & Waste Services (zdroj: Damodaran, January 2014).

Rok	31.3.2014	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Podíl CK	44,29%	44,29%	44,29%	44,29%	44,29%	44,29%	44,29%
Podíl VK	55,71%	55,71%	55,71%	55,71%	55,71%	55,71%	55,71%
Podíl CK/VK	79,49%	79,49%	79,49%	79,49%	79,49%	79,49%	79,49%
Náklady CK po dani	2,03%	2,03%	2,03%	2,03%	2,03%	2,03%	2,03%
Náklady VK (zadluž.)	10,35%	10,35%	10,35%	10,35%	10,35%	10,35%	10,35%
i_k (WACC)	6,66%	6,66%	6,66%	6,66%	6,66%	6,66%	6,66%

Výsledná hodnota WACC dle optimalizované kapitálové struktury

Rok	2014 1.4.-31.12.	2015 1.1.-31.12.	2016 1.1.-31.12.	2017 1.1.-31.12.	2018 1.1.-31.12.	2019 1.1.-31.12.	Reziduální období
Náklady cizího kapitálu před zdaněním	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Daňová sazba	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Náklady cizího kapitálu po zdanění	2,03%	2,03%	2,03%	2,03%	2,03%	2,03%	2,03%
Náklady vlastního kapitálu	10,35%	10,35%	10,35%	10,35%	10,35%	10,35%	10,35%
Bezriziková úroková míra	3,59%	3,59%	3,59%	3,59%	3,59%	3,59%	3,59%
Nezadlužené beta	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71
Zadlužené beta	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17
Riziková premie trhu	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%
Riziková premie země	1,38%	1,38%	1,38%	1,38%	1,38%	1,38%	1,38%
WACC	6,66%	6,66%	6,66%	6,66%	6,66%	6,66%	6,66%

5.7.2.3.3 Pokračující hodnota

Pokračující hodnota představuje hodnotu společnosti determinovanou v postplánovém období. Pro její kalkulaci jsme použili Parametrický vzorec, který je založen na následujících předpokladech:

- Východiskem pro pokračující hodnotu byla výše čistého KPVH (po zdanění) na konci plánovaného roku 2019 zvýšená o tempo růstu „g“, které v rámci reziduální fáze kalkulujeme na úrovni mírně nad dlouhodobou inflací ve výši **3 %**.
- Diskontní míra pro reziduální období byla stanovena na úrovni **6,66 %**.
- Z dlouhodobého hlediska předpokládáme konvergenci nákladů kapitálu (WACC) k ROIC resp. rentabilitě investic, neboť při výraznějších rozdílech dochází ke změně konkurenčního prostředí. Rentabilita čistých investic pro druhou fázi byla zvolena ve výši **7 %**.

5.7.2.3.4 Výstupní výnosová hodnota

Pomocí výše uvedených parametrů byla zjištěna celková provozní hodnota společnosti PSAS („Hodnota brutto“), která k datu ocenění 31. 3. 2014 činí částku 4.030.205 tis. Kč.

Rok [tis. Kč]	2014 1.4.-31.12.	2015 1.1.-31.12.	2016 1.1.-31.12.	2017 1.1.-31.12.	2018 1.1.-31.12.	2019 1.1.-31.12.	Reziduální období
FCFF	53 466	321 049	248 555	317 829	305 610	252 917	
Hodnota brutto	4 030 205	4 176 483	4 133 680	4 160 520	4 119 874	4 088 739	4 108 224
SH pokračující hodnoty	2 835 260	2 975 781	3 174 034	3 385 495	3 611 044	3 851 620	
Hodnota netto	3 710 189						

Finanční závazky/dluh

- ☛ K datu ocenění byly evidovány úročené závazky ve výši 320.016 tis. Kč, které snižují provozní hodnotu společnosti PSAS. Jedná se o dlouhodobé a krátkodobé bankovní úvěry a závazky z titulu leasingu.

Neprovozní majetek

Na základě provedeného šetření byl k datu ocenění identifikován rovněž majetek PSAS, jehož hodnota nebyla reflektována v provozní hodnotě v rámci kalkulace diskontovaných peněžních toků. Jedná se o následující položky:

- ☛ V rámci dlouhodobého finančního majetku je evidována finanční investice do společnosti AKROP s.r.o. Pro účely ocenění byl tento majetek připočten ve výši evidované investice v celkové hodnotě 64.298 tis. Kč.
- ☛ Ke konci 1. čtvrtletí roku 2014 společnost PSAS evidovala v majetku významnou část likvidních prostředků v penězích a peněžních ekvivalentech (334.508 tis. Kč). V návaznosti na odhad provozně nutného majetku v rámci pracovního kapitálu (160 mil. Kč) byla zbývající část (174.508 tis. Kč) připočtena k celkové provozní hodnotě společnosti.

Výnosová hodnota společnosti PSAS k datu 31. 3. 2014

SH součtu FCFF v 1. fázi	1.194.944 tis. Kč
SH pokračující hodnoty	2.835.260 tis. Kč
Provozní hodnota brutto	4.030.205 tis. Kč
Finanční závazky/dluh	320.016 tis. Kč
Provozní hodnota netto	3.710.189 tis. Kč
Neprovozní majetek	238.806 tis. Kč
Výnosová hodnota vlastního kapitálu	3.948.995 tis. Kč

Výnosová hodnota společnosti PSAS ve Variantě 1 – Aktuální hodnota, stanovená výnosovou metodou pomocí diskontovaných peněžních toků byla k datu 31. 3. 2014 stanovena ve výši 3.948.995 tis. Kč.

5.7.3 Varianta 2 – Ztráta zakázky

Tento oddíl byl v rámci „Zkrácené verze znaleckého posudku 307-22/2014“ vynechán.

5.7.4 Varianta 3 – Pachtovné

Tento oddíl byl v rámci „Zkrácené verze znaleckého posudku 307-22/2014“ vynechán.

5.8 Rekapitulace a stanovení hodnoty akcie

Dílicí informace byly v rámci „Zkrácené verze znaleckého posudku 307-22/2014“ vynechány.

Pro stanovení tržní hodnoty společnosti PSAS byla aplikována metoda tržního porovnání (metoda odvětvových násobitelů a metoda srovnatelných společností) a výnosová metoda (metoda diskontovaných peněžních toků), přičemž výsledná hodnota společnosti představuje průměr dosažených hodnot (váhy 50 %). Výnosové metody byly dále využity pro porovnání a kalkulaci hodnoty společnosti v rámci jednotlivých variantních scénářů.

V návaznosti na stanovené hodnoty společnosti PSAS bylo v závěrečné části bylo přistoupeno ke stanovení hodnoty akcií. Při tomto přepočtu bylo nutné zohlednit:

 1) rozdíly mezi výší nominální hodnoty oceňovaných akcií

Druh akcie	Jmenovitá hodnota v Kč	Počet kusů	Celkem v tis. Kč	Počet akcií - přepočet na NH 1.000,- Kč
Na jméno - HMP	1 000 000	600	600 000 000	600 000,0
Na jméno - HMP	1 000	948 945	948 945 000	948 945,0
Prioritní na jméno - HMP	400	1 187 500	475 000 000	475 000,0
Na jméno	1 000	607 180	607 180 000	607 180,0
Proritní na jméno	400	104	41 600	41,6
Celkem			2 631 166 600	2 631 166,6

 2) rozdíly mezi prioritní a kmenovou akcií

Prioritní akcie jsou v souladu se stanovami společnosti PSAS spojeny s přednostním právem týkající se dividendy. S těmito akciemi není spojeno právo na hlasování na valné hromadě, kromě případů, kdy zákon stanoví jinak (v případě, kdy není vyplacena prioritní dividendy). S kmenovými akciemi nejsou spojena žádná zvláštní práva a povinnosti.

Prioritní dividendy je vypočtena jako 10 % z částky určené k rozdělení mezi akcionáře děleno počtem prioritních akcií. Zbývajících 90 % rozdělované částky se alokuje na všechny akcie (prioritní i ostatní) v poměru k jejich nominální hodnotě.

Při propočtu hodnoty oceňovaných akcií byly uvedeny hodnoty pro oba případy:

a) společnost nebude vyplácet žádné dividendy

- Vzhledem k tomu, že nebudou vypláceny dividendy, tak při rozdělení hodnoty mezi akcionáře nebudou prioritní akcie zvýhodněny oproti kmenovým akciím. Hodnota prioritních a kmenových akcií se bude rovnat a bude odpovídat přepočtenému alikvotnímu podílu na hodnotě společnosti.

b) společnost bude vyplácet dividendy

- V daném případě bylo nejprve 10 % hodnoty společnosti rozděleno ve prospěch akcionářů prioritních akcií. Zbývajících 90 % pak bylo rozděleno mezi veškeré akcionáře vlastnících jak kmenové, tak i prioritní akcie.
- Hodnota jedné prioritní akcie v nominální hodnotě 400 Kč se rovná součtu hodnoty připadající na jednu prioritní akcii z přiřazené 10% části z hodnoty společnosti a hodnoty připadající na jednu prioritní akcii vypočtenou z přepočteného alikvotního podílu na zbývajících 90% části hodnoty společnosti.
- Hodnota jedné kmenové akcie v nominální hodnotě 1.000 Kč odpovídá přepočtenému alikvotnímu podílu na zbývajících 90% části hodnoty společnosti.

Shrnutí - výstupní hodnoty společnosti PSAS a akcií

Varianta	Hodnota společnosti (tis. Kč)	Hodnota akcie (Kč)			
		bez výplaty dividend		při výplatě dividend	
		Kmenová akcie (1000)	Prioritní akcie (400)	Kmenová akcie (1000)	Prioritní akcie (400)
Varianta 1 Aktuální hodnota	4 123 572	1 567	627	1 410	911
Metoda DCF (50 %)	3 948 995				
Metoda tržní komparace (50 %)	4 298 150				
Varianta 2 Ztráta zakázky	2 086 289	793	317	714	461
Varianta 3 Pachtovné	3 156 278	1 200	480	1 080	698

6 Závěr

S ohledem na účel a předmět ocenění, poskytnuté informace, provedená šetření, vymezené předpoklady a použitou metodologii bylo provedeno ocenění společnosti Pražské služby a.s., se sídlem Praha 9, Pod Šancemi 441/1, IČ: 601 94 120, a zpracovány znalecké úkoly s těmito závěry:

- a) Hodnota jedné akcie emitované společností Pražské služby k datu 31. 3. 2014 pro účely odkupu akcií samotnou společností Pražské služby od akcionářů vlastnících tyto akcie byla odhadnuta ve výši:
 - 1.567 Kč (bez výplaty dividend) a 1.410 Kč (při výplatě dividend) za jednu zaknihovanou kmenovou akcii společnosti Pražské služby o jmenovité hodnotě 1.000 Kč;
 - 627 Kč (bez výplaty dividend) a 911 Kč (při výplatě dividend) za jednu zaknihovanou prioritní akcii společnosti Pražské služby o jmenovité hodnotě 400 Kč.
- b) Předpokládaná hodnota Pachtovného za jeden měsíc pachtu části závodu společnosti Pražské služby, která bude od 1. listopadu 2014 v plném rozsahu realizovat svoz komunálního odpadu na celém území hl. m. Prahy a která bude propachtována společností, jež bude ze 100 % vlastněna hl. m. Prahou a jež od něj obdrží zmíněnou zakázku na svoz komunálního odpadu napřímo bez zadávacího řízení, to za předpokladu, že hl. m. Praha bude na zakázku svozu komunálního odpadu vydávat přibližně stejné prostředky jako v současné době a společnost Pražské služby bude muset zakoupit dodatečnou techniku a zaměstnat další zaměstnance pro svoz odpadu, aby její část závodu byla schopná zakázku realizovat bez subdodavatelů činnosti svozu odpadu byla odhadnuta ve výši Dílčí informace byly v rámci „Zkrácené verze znaleckého posudku 307-22/2014“ vynechány tis. Kč.
- c) Hodnota jedné akcie emitované společností Pražské služby k datu 1. listopadu 2014, pokud (i) do té doby dojde k odkupu akcií samotnou společností Pražské služby od všech akcionářů vlastnících tyto akcie výjma hl. m. Prahy, a to za cenu navrženou minoritním akcionářem Northward Holdings Limited, tj. za cenu 1.673 Kč za jednu akcii o jmenovité hodnotě 1.000 Kč a za cenu 650 Kč za jednu prioritní akcii o jmenovité hodnotě 400 Kč, (ii) společnost Pražské služby bude tento odkup akcií financovat v plné výši z bankovního úvěru a (iii) společnost Pražské služby bude od 1. listopadu 2014 příjemcem Pachtovného od společnosti vlastněné hl. m. Prahou jako jediným akcionářem či společníkem byla odhadnuta ve výši:
 - 1.200 Kč (bez výplaty dividend) a 1.080 Kč (při výplatě dividend) za jednu zaknihovanou kmenovou akcii společnosti Pražské služby o jmenovité hodnotě 1.000 Kč;
 - 480 Kč (bez výplaty dividend) a 698 Kč (při výplatě dividend) za jednu zaknihovanou prioritní akcii společnosti Pražské služby o jmenovité hodnotě 400 Kč.
- d) Hodnota jedné akcie emitované společností Pražské služby k datu 1. listopadu 2014, pokud (i) nedojde k odkupu žádných akcií samotnou společností Pražské služby od jejích akcionářů a (ii) společnost Pražské služby nezíská veřejnou zakázku na zajištění systému nakládání s komunálním odpadem na území hl. m. Prahy v době od 1. listopadu 2014 byla odhadnuta ve výši:
 - 793 Kč (bez výplaty dividend) a 714 Kč (při výplatě dividend) za jednu zaknihovanou kmenovou akcii společnosti Pražské služby o jmenovité hodnotě 1.000 Kč;
 - 317 Kč (bez výplaty dividend) a 461 Kč (při výplatě dividend) za jednu zaknihovanou prioritní akcii společnosti Pražské služby o jmenovité hodnotě 400 Kč.

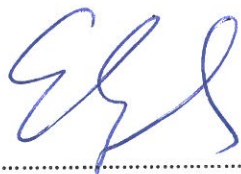
7 Znalecká doložka

Společnost NSG Morison znalecký ústav s.r.o. byla dne 25. 6. 2010 zapsána na základě rozhodnutí ministryně spravedlnosti České republiky č.j. 186/2010-OD-ZN do prvního oddílu seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění pro:

-  oceňování podniků a jejich částí
-  oceňování majetkových účastí a obchodních podílů
-  oceňování obchodního jmění zejména při přeměnách právnických osob
-  oceňování nepeněžitých vkladů do obchodních společností
-  oceňování pohledávek a závazků
-  oceňování nemovitostí a staveb
-  oceňování movitého majetku
-  oceňování nehmotného majetku a jiných majetkových hodnot
-  přezkoumání návrhu smlouvy o fúzi
-  přezkoumání projektu rozdělení a přezkoumání smlouvy o rozdělení a převzetí obchodního jmění
-  přezkoumání přiměřenosti ceny nebo směnného poměru cenných papírů při povinné nabídce převzetí
-  přezkoumání přiměřenosti ceny při veřejném návrhu smlouvy o převodu cenných papírů
-  přezkoumání zpráv o vztazích mezi propojenými osobami
-  přezkoumání ovládací smlouvy a smlouvy o převodu zisku
-  posouzení hodnoty zastaveného obchodního podílu pro účely převodu na úhradu dluhu
-  posouzení hodnoty majetku nabývaného od zakladatele, akcionáře, nebo jiné osoby stanovené zákonem za protihodnotu ve výši alespoň jedné desetiny upsaného základního kapitálu
-  posouzení přiměřené výše protiplnění při výkupu účastnických cenných papírů pro účely squeeze-outu
-  vypořádání v penězích při zrušení obchodní společnosti s převodem jmění na společníka
-  transferové ceny
-  kvantifikace finančních ztrát a ušlého zisku

Znalecký posudek je vydán pod pořadovým č. 307-22/2014.

V Praze dne 27. 5. 2014



Ing. Richard Etrych, jednatel

Otisk kulaté pečeti:



