

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

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

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

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

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

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

4.2.2.2 Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení

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

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

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

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

Zdroj: Ministerstvo dopravy ČR

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

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

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

Zdroj: Ředitelství silnic a dálnic

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

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

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

Zdroj: TSK Praha

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

4.2.3 Prognóza vývoje relevantního trhu

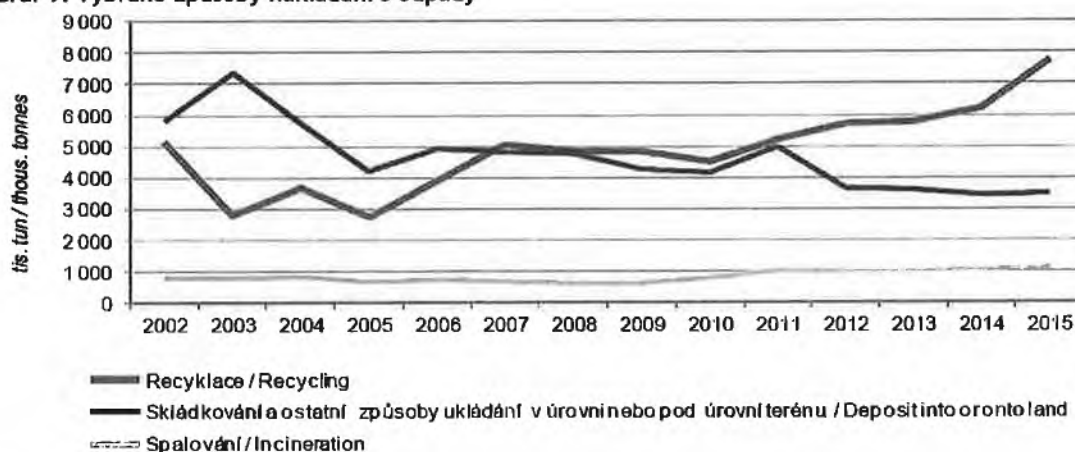
4.2.3.1 Svoz a likvidace odpadu

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

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

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

Graf 9: Vybrané způsoby nakládání s odpady



Zdroj: Český statistický úřad

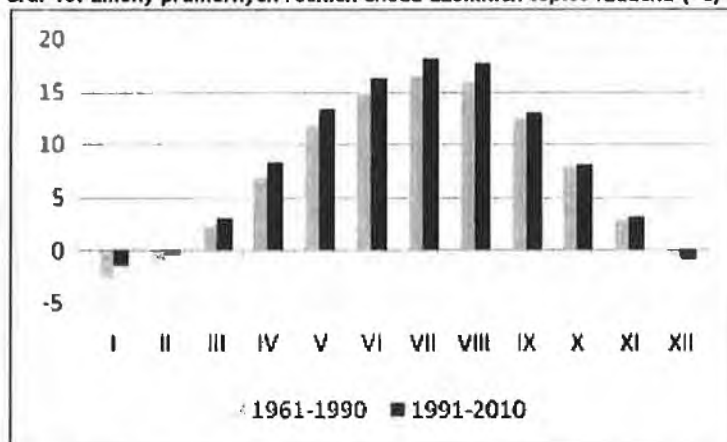
4.2.3.2 Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení

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

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

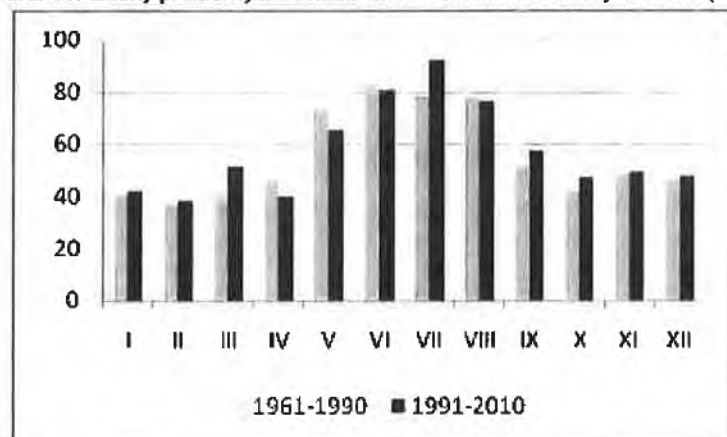
zimního období. Současný trend vývoje teplotních charakteristik dokazuje mírný nárůst ročního úhrnu srážek. Průměrná roční teplota se za poslední dvě desetiletí oproti standardnímu období zvýšila o 0,8 °C. Největší teplotní změny byly zaznamenány v červenci a srpnu, nejnižší v období září až listopad,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

Graf 10: Změny průměrných ročních chodů územních teplot vzduchu (°C) v období 1961-1990 a 1991-2010



Zdroj: Český hydrometeorologický ústav

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



Zdroj: Český hydrometeorologický ústav

4.3 Analýza vnitřního potenciálu

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

4.3.1 Analýza konkurenční pozice

4.3.1.1 Svoz a likvidace odpadu

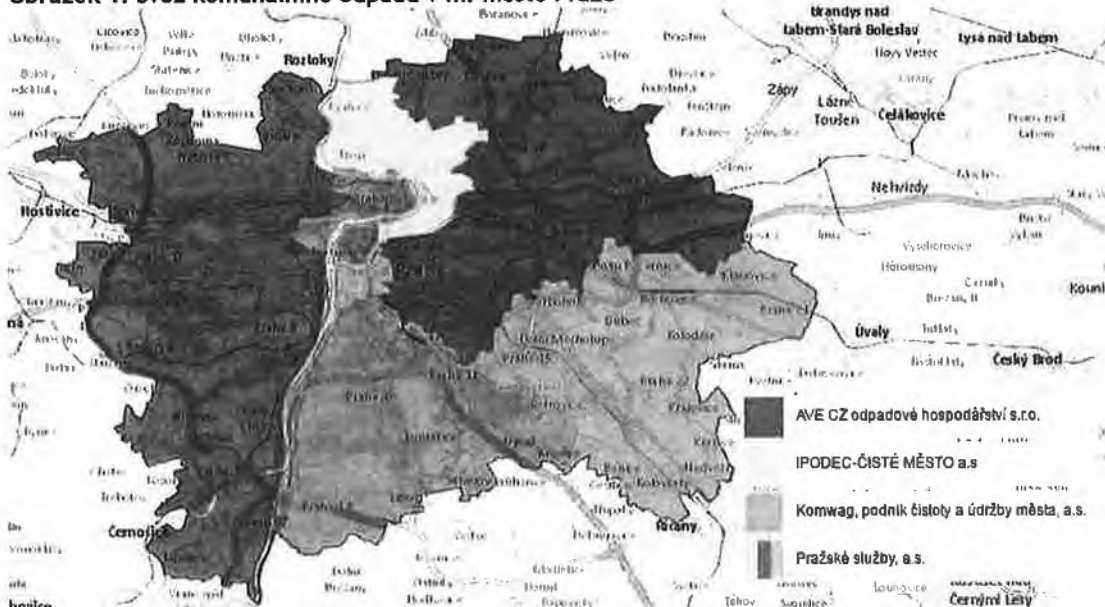
V oblasti nakládání s odpady s cílem poskytování komplexních služeb operují silné zahraniční subjekty, které jsou navíc provozovateli moderních skládek, zařízení na využití odpadu a v neposlední řadě nových alternativních zařízení na zpracování odpadu (alternativní palivo). Všechny významnější zahraniční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

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

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

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

Obrázek 1: Svoz komunálního odpadu v hl. městě Praze



Zdroj: Portál životního prostředí hl. města Prahy⁹

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

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

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

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

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

Zdroj: Společnost

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

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

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

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

Zdroj: Společnost

4.3.1.2 Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení

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

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

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

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

Mezi největší přímou konkurenci v činnosti dopravního značení patří společnosti:

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

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

4.3.2 Závěr analýzy vnitřního potenciálu

4.3.2.1 Svoz a likvidace odpadu

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

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

4.3.2.2 Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení

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

4.4 Závěr strategické analýzy

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

4.4.1 Svoz a likvidace odpadu

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

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

4.4.2 Čištění a údržba komunikací vč. dopravního značení

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

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

5 Metodika ocenění

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

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

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

5.1 Základní metody ocenění

5.1.1 Výnosový přístup

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

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

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

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

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

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

5.1.2 Metody tržní komparace

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

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

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

5.1.3 Majetkový přístup

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

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

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

5.1.4 Metoda amortizační hodnoty

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

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

5.2 Volba metody

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

6 Stanovení Předmětu ocenění

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

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

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

6.1 Neprovozní čistý obchodní majetek

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

K datu ocenění byl identifikován následující neprovozní majetek:

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

Společnost k datu ocenění evidovala 100% podíl ve společnostech:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Zdroj: vlastní zpracování

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

6.2 Hodnota Předmětu ocenění dle dat z kapitálového trhu

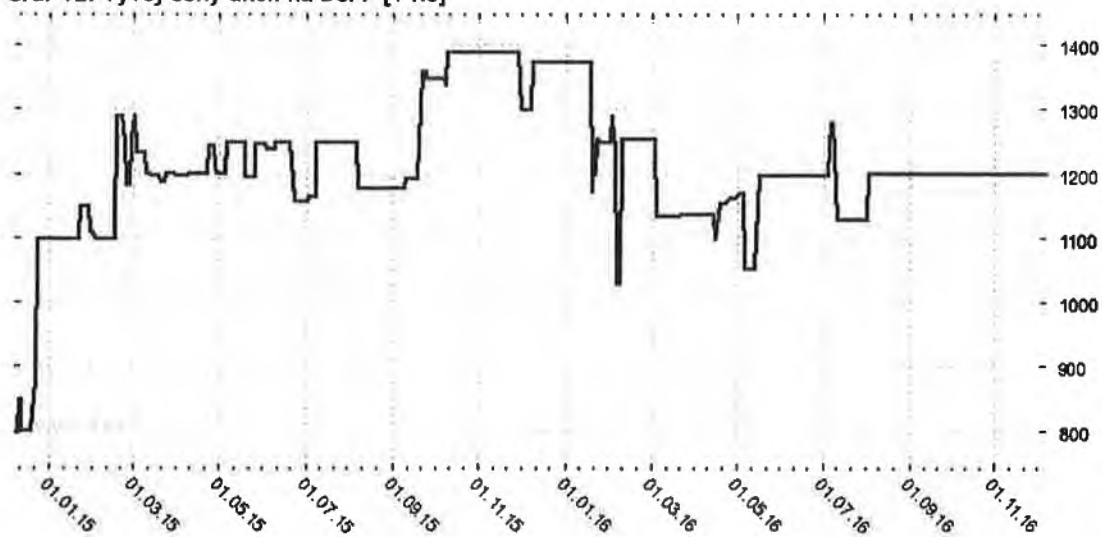
Akcie Společnosti jsou z části obchodované na veřejném kapitálovém trhu.

Identifikace obchodovaných akcií Společnosti je následující:

Druh:	akcie kmenová
Forma:	na jméno
Podoba:	zaknihovaná
Počet kusů:	1 556 125 ks
Jmenovitá hodnota:	1 000,- Kč
Celková hodnota emise:	1 556 125 mil. Kč
ISIN:	CZ0009055158

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

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



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

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

Tabulka 29: Vývoj obchodovaných akcií Společnosti od roku 2013

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

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

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

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

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

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

¹⁰ Tj. za předpokladu pokračování podmínek daných aktuální smlouvou

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

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

6.3.1 Kalkulace vztahové veličiny a volba typu násobitele

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Zdroj: vlastní zpracování

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

6.3.2 Metoda srovnatelných podniků

6.3.2.1 Stanovení hodnoty násobitele

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

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

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

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

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

Tabulka 32: Stanovení násobitele dle srovnatelných podniků

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

Zdroj: databáze Yahoo

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

6.3.2.2 Výsledná hodnota

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

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

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

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

Zdroj: vlastní zpracování

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

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

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

Zdroj: vlastní zpracování

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

6.3.3 Metoda odvětvových násobitelů

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

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

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

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

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

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

Zdroj: databáze prof. Damodarana

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

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

6.3.3.1 Stanovení výsledné hodnoty

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

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

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

Zdroj: vlastní zpracování

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

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

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

Zdroj: vlastní zpracování

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

6.4 Výsledná hodnota Předmětu ocenění před účinností příspěvku Nové smlouvy

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

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

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

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

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

Zdroj: vlastní zpracování

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

6.5 Dopady uzavření Nové smlouvy

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

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

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

Zdroj: magistrát hl. m. Prahy

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

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

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

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

Zdroj: vlastní zpracování

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

6.6 Stanovení výsledné hodnoty Předmětu ocenění

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

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

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

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

Zdroj: vlastní zpracování

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

8 Závěrečný výrok

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

1 021 639 tis. Kč

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

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

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

9 Znalecká doložka

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

Obor Ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění:

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

Obor Kybernetika s rozsahem znaleckého oprávnění:

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

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

Otisk znalecké pečeti:



Znalecký posudek sestavil a případná vysvětlení podá:

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

Podpis za znalecký ústav:

.....
Josef Jaroš, MBA
předseda představenstva

V Praze dne 20. 12. 2016



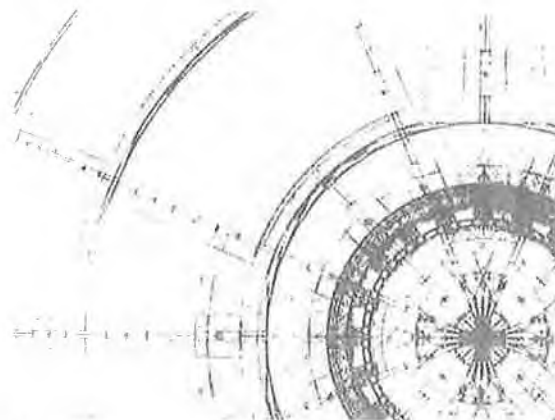
ODBORNÉ STANOVISKO ZNALECKÉHO ÚSTAVU

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

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

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

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



Obsah

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

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

Tabulky

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

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

Grafy

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

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

Obrázky

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

1 Úvod

1.1 Účel a předmět ocenění

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

Mezi očekávané specifické možnosti budoucího vývoje primárně patří:

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

1.2 Obecné předpoklady a omezující podmínky

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

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

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

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

1.3 Rozhodné datum ocenění

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

1.4 Vymezení pojmu hodnota

Pojmem hodnota se dle Standardu 2 IVS 2005¹:

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

Základní charakteristiky investiční hodnota jsou následující:²

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1.4.1 Pojmy definice tržní hodnoty dle IVS 4011

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

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

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

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

1.5 Podkladové materiály

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

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

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

1.6 Použitá literatura

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

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

Zákony a vyhlášky

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

2 Charakteristika Předmětu ocenění

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

2.1 Identifikace Společnosti k datu ocenění

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

Předmět podnikání

- / opravy silničních vozidel
- / provádění staveb, jejich změn a odstraňování
- / montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení
- / podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady
- / silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí
- / výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
- / výroba tepelné energie
- / výroba elektřiny

2.1.1 Představenstvo

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

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

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

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

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

2.1.2 Dozorčí rada:

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

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

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

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

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

Den vzniku členství: 28. ledna 2015

Člen: Ing. ZDENĚK MATOUŠEK, dat. nar. [redacted]
[redacted]
Den vzniku členství: 28. ledna 2015

Člen: Ing. Luděk VOTAVA, dat. nar. [redacted]
[redacted]
Den vzniku členství: 15. června 2016

2.1.3 Majetková struktura

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

Tabulka 1: Majetková struktura Společnosti

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

Zdroj: Výroční zpráva Společnosti za rok 2015

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

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

Tabulka 2: Investice v nekonsolidovaných dceřiných společnostech

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

Zdroj: Výroční zpráva Společnosti za rok 2016

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

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

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

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

2.1.4 Historie a činnost Společnosti

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

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

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

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

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

2.1.5 Pražské odpady 2016 - 2025

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

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

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

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

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

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

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

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

Zdroj: Magistrát hl. m. Prahy

2.1.6 Segment údržby komunikací

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

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

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

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

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

3 Finanční analýza Společnosti

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

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

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

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

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

3.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy

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

Tabulka 4: Vertikální analýza aktiv Společnosti ve sledovaném období

AKTIVA	2011		2012		2013	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]
AKTIVA CELKEM	4 850 114	100,0%	4 767 057	100,0%	4 638 731	100,0%
Dlouhodobý majetek	4 345 934	89,6%	4 009 218	84,1%	3 960 670	85,4%
Dlouhodobý nehmotný majetek	60 811	1,3%	38 000	0,8%	21 702	0,5%
Software	46 986	1,0%	29 857	0,6%	20 157	0,4%
Ocenitelná práva	13 825	0,3%	8 143	0,2%	1 545	0,0%
Nedokončený majetek, zálohy	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Dlouhodobý hmotný majetek	4 285 123	88,4%	3 971 218	83,3%	3 938 968	84,9%
Pozemky, budovy, zařízení	4 151 325	85,7%	3 848 860	80,7%	3 823 903	82,4%
- Pozemky	95 280	2,0%	95 280	2,0%	162 018	3,5%
- Stavby	1 813 948	37,4%	1 788 528	37,5%	1 762 079	38,0%
- Stroje a tech. zařízení	2 118 432	43,7%	1 878 316	39,4%	1 831 320	39,5%
- Drobný majetek	71 963	1,5%	66 067	1,4%	59 151	1,3%
- Nedokončený majetek, zálohy	51 702	1,1%	20 669	0,4%	9 022	0,2%
Investice do nemovitostí	53 800	1,1%	52 360	1,1%	50 767	1,1%
Investice v nekonsolidovaných dceřných podnicích	76 998	1,6%	69 998	1,5%	64 298	1,4%
Oběžná aktiva	499 696	10,3%	749 427	15,7%	666 553	14,4%
Zásoby	45 089	0,9%	43 216	0,9%	25 291	0,5%
Materiál na skladě	47 070	1,0%	42 453	0,9%	47 550	1,0%
Zboží - pohonné hmoty	2 929	0,1%	3 634	0,1%	3 588	0,1%
Nedokončená výroba	1 155	0,0%	1 102	0,0%	1 454	0,0%
Opravné položky	-6 065	-0,1%	-3 973	-0,1%	-27 301	-0,6%
Dlouhodobé pohledávky	843	0,0%	808	0,0%	862	0,0%
Krátkodobé pohledávky	282 563	5,8%	285 144	6,0%	307 033	6,6%
Pohledávky z obchodních vztahů	282 563	5,8%	284 697	6,0%	307 033	6,6%
Stát - daňové pohledávky	0	0,0%	447	0,0%	0	0,0%
Krátkodobý finanční majetek	171 201	3,5%	420 259	8,8%	333 367	7,2%
Časové rozlišení	4 484	0,1%	8 412	0,2%	11 908	0,2%

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

Tabulka 5: Vertikální analýza aktiv Společnosti ve sledovaném období

AKTIVA	2014		2015		30. 6. 2016		31. 12. 2016	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	[tis. Kč]	podíl [%]	
AKTIVA CELKEM	4 495 154	100,0%	4 525 479	100,0%	4 626 666	4 686 187	100,0%	
Dlouhodobý majetek	3 873 386	86,2%	3 785 969	83,7%	3 650 988	3 721 440	79,4%	
Dlouhodobý nehmotný majetek	13 849	0,3%	9 801	0,2%	7 129	6 910	0,1%	
Software	12 547	0,3%	8 667	0,2%		4 576	0,1%	
Ocenitelná práva	0	0,0%	0	0,0%		0	0,0%	
Nedokončený majetek, zálohy	1 302	0,0%	1 134	0,0%		2 334	0,0%	
Dlouhodobý hmotný majetek	3 859 537	85,9%	3 776 168	83,4%	3 643 859	3 714 530	79,3%	
Pozemky, budovy, zařízení	3 752 297	83,5%	3 682 499	81,4%	3 598 351	3 621 706	77,3%	
- Pozemky	161 145	3,6%	161 444	3,6%		161 444	3,4%	
- Stavby	1 696 770	37,7%	1 634 694	36,1%		1 589 039	33,9%	
- Stroje a tech. zařízení	1 772 925	39,4%	1 754 776	38,8%		1 711 640	37,6%	
- Drobný majetek	54 087	1,2%	51 585	1,1%		49 032	0,0%	
- Nedokončený majetek, zálohy	1 302	0,0%	1 134	0,0%		2 334	0,0%	
Investice do nemovitostí	53 800	1,1%	52 360	1,1%		50 767	1,1%	
Investice v nekonsolidovaných dceřných podnicích	76 998	1,6%	69 998	1,5%		64 298	1,4%	
Oběžná aktiva	621 768	13,8%	739 510	16,3%	975 678	964 747	20,6%	
Zásoby	45 089	1,0%	43 216	1,0%	25 291	25 291	0,5%	
Materiál na skladě	47 070	1,0%	42 453	0,9%	47 550	47 550	1,0%	
Zboží - pohonné hmoty	2 929	0,1%	3 634	0,1%	3 588	3 588	0,1%	
Nedokončená výroba	1 155	0,0%	1 102	0,0%	1 454	1 454	0,0%	
Opravné položky	-6 065	-0,1%	-3 973	-0,1%	-27 301	-27 301	-0,6%	
Dlouhodobé pohledávky	843	0,0%	808	0,0%	862	862	0,0%	
Krátkodobé pohledávky	282 563	6,3%	285 144	6,3%	307 033	307 033	6,6%	
Pohledávky z obchodních vztahů	282 563	6,3%	284 697	6,3%	307 033	307 033	6,6%	
Stát - daňové pohledávky	0	0,0%	447	0,0%	0	0	0,0%	
Krátkodobý finanční majetek	171 201	3,8%	420 259	9,3%	333 367	333 367	7,1%	
Časové rozlišení	4 484	0,1%	8 412	0,2%	11 908	11 908	0,2%	

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

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

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

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

Tabulka 6: Vertikální analýza pasiv Společnosti ve sledovaném období

PASIVA	2011		2012		2013	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]
PASIVA CELKEM	4 850 114	100,0%	4 767 057	100,0%	4 638 731	100,0%
Vlastní kapitál	3 648 324	75,2%	3 690 524	77,4%	3 748 186	80,8%
Základní kapitál	2 631 167	54,2%	2 631 167	55,2%	2 631 167	56,7%
Základní kapitál	2 631 167	54,2%	2 631 167	55,2%	2 631 167	56,7%
Vlastní akcie	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	602 956	12,4%	607 087	12,7%	609 671	13,1%
Výsledek hospodaření minulých let	331 590	6,8%	400 590	8,4%	440 590	9,5%
Nerozdělený zisk minulých let	331 590	6,8%	400 590	8,4%	400 590	8,6%
Výsledek hospodaření běžného úč. období (+/-)	82 611	1,7%	51 680	1,1%	66 758	1,4%
Cizí zdroje	1 201 774	24,8%	1 076 533	22,6%	890 545	19,2%
Rezervy	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Rezervy podle zvláštních předpisů	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Dlouhodobé závazky	237 854	4,9%	222 664	4,7%	208 323	4,5%
Závazky z finančního pronájmu	84 357	1,7%	63 011	1,3%	40 638	0,9%
Jiné závazky	794	0,0%	1 094	0,0%	1 117	0,0%
Odloužený daňový závazek	152 703	3,1%	158 559	3,3%	166 568	3,6%
Krátkodobé závazky	362 727	7,5%	403 537	8,5%	381 949	8,2%
Závazky z obchodních vztahů	95 309	2,0%	149 292	3,1%	145 241	3,1%
Závazky z finančního pronájmu	20 519	0,4%	21 345	0,4%	22 373	0,5%
Závazky z titulu splatné dně z příjmu	27 830	0,6%	20 449	0,4%	15 499	0,3%
Ostatní závazky	219 069	4,5%	212 451	4,5%	198 836	4,3%
Bankovní úvěry a výpomoci	600 000	12,4%	450 000	9,4%	300 000	6,5%
Bankovní úvěry dlouhodobé	450 000	9,3%	300 000	6,3%	150 000	3,2%
Krátkodobé bankovní úvěry	150 000	3,1%	150 000	3,1%	150 000	3,2%
Časové rozlišení	1 209	0,0%	332	0,0%	273	0,0%

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

Tabulka 7: Vertikální analýza pasiv Společnosti ve sledovaném období

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

PASIVA	2014		2015		30. 6. 2016		31. 12. 2016	
	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	podíl [%]	[tis. Kč]	[tis. Kč]	podíl [%]	
Výsledek hospodaření běžného úč. období (+/-)	76 990	1,7%	91 262	2,0%	71 352	106 160	2,3%	
Cizí zdroje	752 100	16,7%	700 691	15,5%	743 788	768 501	16,4%	
Rezervy	350	0,0%	4 950	0,1%	4 950	12 700	0,3%	
Rezervy podle zvláštních předpisů	350	0,0%	4 950	0,1%	4 950	12 700	0,3%	
Dlouhodobé závazky	290 613	6,5%	406 862	9,0%	399 798	425 220	9,1%	
Závazky z finančního pronájmu	111 650	2,5%	219 551	4,9%	212 875	234 019	5,0%	
Jiné závazky	566	0,0%	388	0,0%	0	238	0,0%	
Odloužený daňový závazek	178 397	4,0%	186 923	1,1%	186 923	190 963	-1,1%	
Krátkodobé závazky	311 027	6,9%	288 723	6,4%	339 040	330 581	7,1%	
Závazky z obchodních vztahů	183 765	4,1%	141 097	3,1%	142 609	161 377	3,4%	
Závazky z finančního pronájmu	36 927	0,8%	60 714	1,3%	64 858	75 504	1,6%	
Závazky z titulu splatné daně z příjmu	0	0,0%	3 307	0,1%	19 442	12 780	0,3%	
Ostatní závazky	90 335	2,0%	83 575	1,9%	112 131	80 920	1,7%	
Bankovní úvěry a výpomoci	150 000	3,3%	0	0,0%	0	0	0,0%	
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0,0%	0	0,0%	0	0	0,0%	
Krátkodobé bankovní úvěry	150 000	3,3%	0	0,0%	0	0	0,0%	
Časové rozlišení	110	0,0%	156	0,0%	0	0	0,0%	

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

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

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

3.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

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

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

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

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

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

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

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

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

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

Zdroj: finanční výkazy Společnosti

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

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

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

3.3 Zisková marže

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

Tabulka 10: Analýza ziskové marže

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

Zdroj: vlastní zpracování

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

3.4 Pracovní kapitál

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

Tabulka 11: Analýza čistého pracovního kapitálu za sledované období

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

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

Zdroj: vlastní zpracování

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

3.5 Investice a odpisy

Tabulka 12: Přírůstky dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku

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

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

Zdroj: vlastní zpracování

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

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

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

Zdroj: vlastní zpracování

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

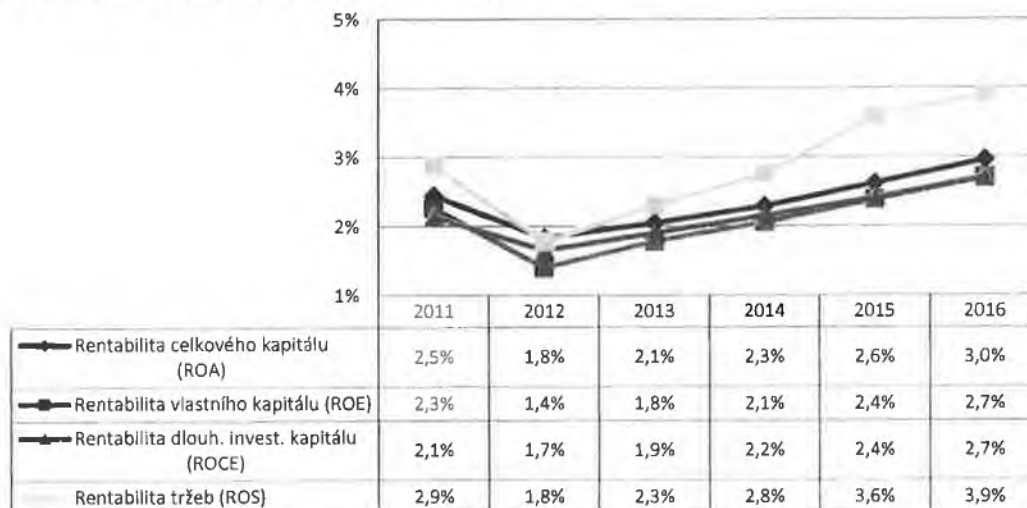
3.6 Poměrové ukazatele

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

3.6.1 Ukazatele rentability⁶

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

Graf 1: Ukazatele rentability ve sledovaném období



Zdroj: vlastní zpracování

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

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

ROE = Výsledek hospodaření za účetní období / vlastní kapitál

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

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