

OBSAH

A. VŠEOBECNÉ ÚDAJE

1. Úvod

2. Účel ocenění, úkol

3. Ocenění majetku – teoretická východiska

B. SITUACE

1. Výchozí údaje – přehled vstupních dat

2. Základní informace o společnosti

3. Popis majetku a závazků oceňované společnosti

4. Výběr metody – popis použité metody ocenění

5. Datum ocenění

C. NÁLEZ

1. Úvod

2. Metodologické problémy při oceňování

3. Ocenění metodou účetních cen k datu 31. 12. 2001

4. Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků k datu 31. 12. 2001

5. Porovnání metod a stanovení závěrů

D. ZÁVĚR

E. DOLOŽKA

F. PŘÍLOHY

3
3
3
3
6
6
6
6
10
12
14
15
15
16
16
17
17
20
20
21
22

A. VŠEOBECNÉ ÚDAJE

1. Úvod

Společnost Pražské vodovody a kanalizace, a. s. (PVK) vznikla 1. 4. 1998 – příloha č. 1 (Podle výpisu z OR je jediným akcionářem FNM ČR, podle aktuálních informací je již majetková struktura jiná – viz níže). Společnost je právním nástupcem státních podniků Pražské vodárny a Pražská kanalizace a vodní toky. Jedná se o servisní vodohospodářskou společnost, která si prostřednictvím dlouhodobé servisní smlouvy pronajímá infrastrukturní vodohospodářský majetek a provozuje jej.

2. Účel ocenění, úkol

Úkolem je ocenit 34 % akcií PVK, a. s. za účelem prodeje akcií.

3. Ocenění majetku – teoretická východiska

V součinnosti s vývojem v ostatních částech ekonomiky se také oceňování majetku od roku 1990 v České republice vyvíjelo. Zpočátku bylo nejčastějším způsobem ocenění v účetních cenách. Tento způsob ocenění v začátcích vyhovoval pro svou jednoduchost, ale postupem času se nejprve privátní společnosti orientovaly na tržní ocenění majetku. Česká oceňovací praxe se od té doby neustále přibližuje ke všeobecným oceňovacím standardům používaným v Evropě i v Severní Americe. Přesto v České republice mají standardní vzorce a pravidla menší vypovídací schopnost než je obvyklé.

Při určení hodnoty majetku se ve většině případů vychází z tržní hodnoty majetku společnosti. V některých případech je možno určit hodnotu majetku také pomocí účetních hodnot, tyto případy jsou v současné době již v menšině, a používá se jich například pro ocenění společnosti, která je 100 % vlastněna jinou společností, která je také jediným nositelem nehmotného majetku.

Způsob ocenění je důležitým faktorem při stanovení výše majetku a závazků společnosti. Oceňovatel může při ocenění použít portfolio metod používaných standardně při oceňování. Metody oceňování se dle finanční literatury dělí do tří základních částí:

- metody substanční
- metody výnosové
- metody srovnávací

3.1. metody substanční

Metody substanční se někdy nazývají také metodami statickými. Do této skupiny náleží:

- metoda účetních cen
- metoda čistých aktiv (net asset valuation)
- metoda likvidační

Výsledkem při určení ceny podniku je rozdíl mezi majetkem a závazky společnosti. Těmito metodami nejsnáze dospějeme k určení výše čistého obchodního majetku dle § 6 obchodního zákoníku. Substanční metody jsou metodami nejjednoduššími. Metody se však - až na výjimečné případy - nehodí pro výpočet tržní hodnoty společnosti.

Metoda účetních cen je založena na ocenění majetku a závazků cenami účetními - historickými. S tímto oceněním se setkáme v účetních výkazech společnosti.

Metoda čistých aktiv je obdobná metoda. Někdy se pro ní používá název „net asset valuation“, popřípadě „ocenění jmění“. **Výsledkem je korektní ocenění majetků a ocenění závazků při použití vybraných auditorských postupů s přihlédnutím k zásadě opatrnosti a se zohledněním opravných položek.** V konkrétním případě hovoříme o přeceněném čistém obchodním jmění. Majetek je oceňován s ohledem na současné ceny na trhu majetku a jeho možnosti prodejnosti při znalostech oceněného majetku.

Likvidační metodu můžeme považovat za podmnožinu metody čistých aktiv společnosti. **Při této metodě odhadujeme, za jakou částku můžeme prodat jednotlivá aktiva za předpokladu, že je firma v likvidaci, popřípadě v konkurzu.**

3.2. metody výnosové

Metody výnosové se někdy nazývají také metodami dynamickými. Do této skupiny metod náleží:

- metoda diskontovaného peněžního toku
- metoda kapitalizovaných zisků

Metoda diskontovaných peněžních toků (discounted cash flow - DCF) je nejčastěji používaná metoda při oceňování firem, akcií nebo obchodních podílů. Ocenění metodou DCF by mělo být použito v případech, kdy jednotlivé složky majetku společně s nehmotným majetkem společnosti vytváří **synergický efekt** pro společnost. Metoda **vychází z výhledu budoucích ekonomických výsledků.**

V intencích české ekonomiky je za přijatelné časové údobí výhledu považováno 5 let. Po tomto období je možno vytvářet plán hlavně s pomocí indexace předpovídaných výsledků. Roční výsledky v jednotlivých letech je nutno převést na současnou hodnotu pomocí diskontování. Po skončení prognózy se vypočítává hodnota společnosti jako hodnota v horizontu buď pomocí perpetuitního efektu, anebo odhadem likvidační hodnoty. V podmínkách české ekonomiky je právě perpetuitní efekt nejvyšší složkou hodnoty společnosti, což vyplývá z celkové ekonomické situace České republiky včetně způsobů privatizace jednotlivých společností. Pokud společnost disponuje majetkem, který

nepoužívá a nebude používat, tak hodnota tohoto majetku se k hodnotě společnosti připočítává – předpokládá se zpeněžení.

Metoda kapitalizovaných zisků se používá v německy hovořící části Evropy. Stojí **na předpokladech stabilní ekonomiky bez výkyvů a na stabilních ziscích firmy.** Základem je časová řada zisků minulých let. Z této řady je pak odhadnut zisk v následujících obdobích.

3.3. metody srovnávací

Metody srovnávací se někdy nazývají také metodami tržních hodnot, i když toto označení není přesné. Do této skupiny metod náleží:

- metody srovnávací
- metoda nákladového přístupu
- metoda administrativní ceny

Metody srovnávací se odvíjejí od ceny srovnatelných statků daného zboží na trhu a od této ceny odvozují cenu statku na trhu. Cenu korigují z důvodů odlišných parametrů zboží. Podklady pro srovnání ve vyspělém světě slouží burzovní ceny. V České republice se tímto způsobem oceňují statky, které byly pořízeny leasingem, a jsou v účetnictví za nižší cenu než je cena reálná. Při srovnání statků je potřebné vzít do úvahy opotřebení fyzické, morální i změnu technických parametrů.

Metoda nákladového přístupu se odvíjí od nákladů, které musí kupec uhradit. Cena stanovená touto metodou je nejvyšší cena, kterou je investor za daný statek ochoten zaplatit.

Metoda administrativní ceny - výpočet ceny nemovitostí pro účely daně z převodu nemovitostí. Vychází se z technických parametrů statku.

B. SITUACE

1. Výchozí údaje – přehled vstupních dat

1.1. Podklady pro zpracování posudku – dodané zadavatelem

- Výroční zpráva společnosti Pražské vodovody a kanalizace a. s. za rok 1998
- Výroční zpráva společnosti Pražské vodovody a kanalizace a. s. za rok 2000
- Údaje z účetní závěrky k 31. 12. 2001 (včetně údajů za roky 2000 a 1999)
- Souhrn ocenění 34 % akcií (EPIC Securities) bez tabulkových příloh
- Návrh finančního plánu PVK na rok 2002 a 2003

1.2. Podklady pro zpracování posudku – dodané zpracovatelem

- Výpis z OR – Pražská vodohospodářská společnost a. s. – internetový
- Výpis z OR – Pražské vodovody a kanalizace a. s. – internetový
- Účetní závěrka a zpráva auditora k 31. 12. 1999
- Účetní závěrka a zpráva auditora k 31. 12. 2000
- Výroční zpráva PVK za rok 2001
- Rozvaha a výkaz zisků a ztrát PVK za rok 2001
- Informace z denního tisku
- Informace z internetové stránky PVK
- Všeobecný občanský zákoník rakouský (946/1811 ř. z.)
- Mezinárodní oceňovací standardy IVS 1-4, C/P 1-8, 10, APG 1-3
- Mařík, M. – Určování hodnoty firem, Ekopress 1998
- Řehák, J., Křístek, L. – Podnikové kombinace in Poradce 7/98, Poradce 1998
- Raffegaue, J., Dubois, F. – Finanční oceňování podniků, HZ Edicio 1996
- Kincl, J., Urfus, V., Skřejpek, M. – Římské právo, C. H. Beck 1997
- Braeley, R. A., Myers, S. C. – Teorie a praxe firemních financí, VP 1991
- Zákon č. 40/1964 Sb. Občanský zákoník ve znění pozdějších změn a doplňků
- Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník ve znění pozdějších změn a doplňků
- Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví ve znění pozdějších změn a doplňků
- Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů
- Zákon č. 328/1991 Sb., o konkursu a vyrovnání ve znění pozdějších změn a doplňků
- Archiv znalce

2. Základní informace o společnosti

Obchodní firma:	Pražské vodovody a kanalizace a. s.
Den zápisu:	1. 4. 1998
IČO:	256 56 635
Sídlo:	Praha 1, Národní 13
Právní forma:	Akciová společnost
Základní členský vklad:	akcie na jméno ve jm. hodn. 1 000,- Kč
Zapisovaný základní kapitál:	792 276 000,- Kč (792 276 akcií)
Statutární orgán:	představenstvo

Akcionáři společnosti:

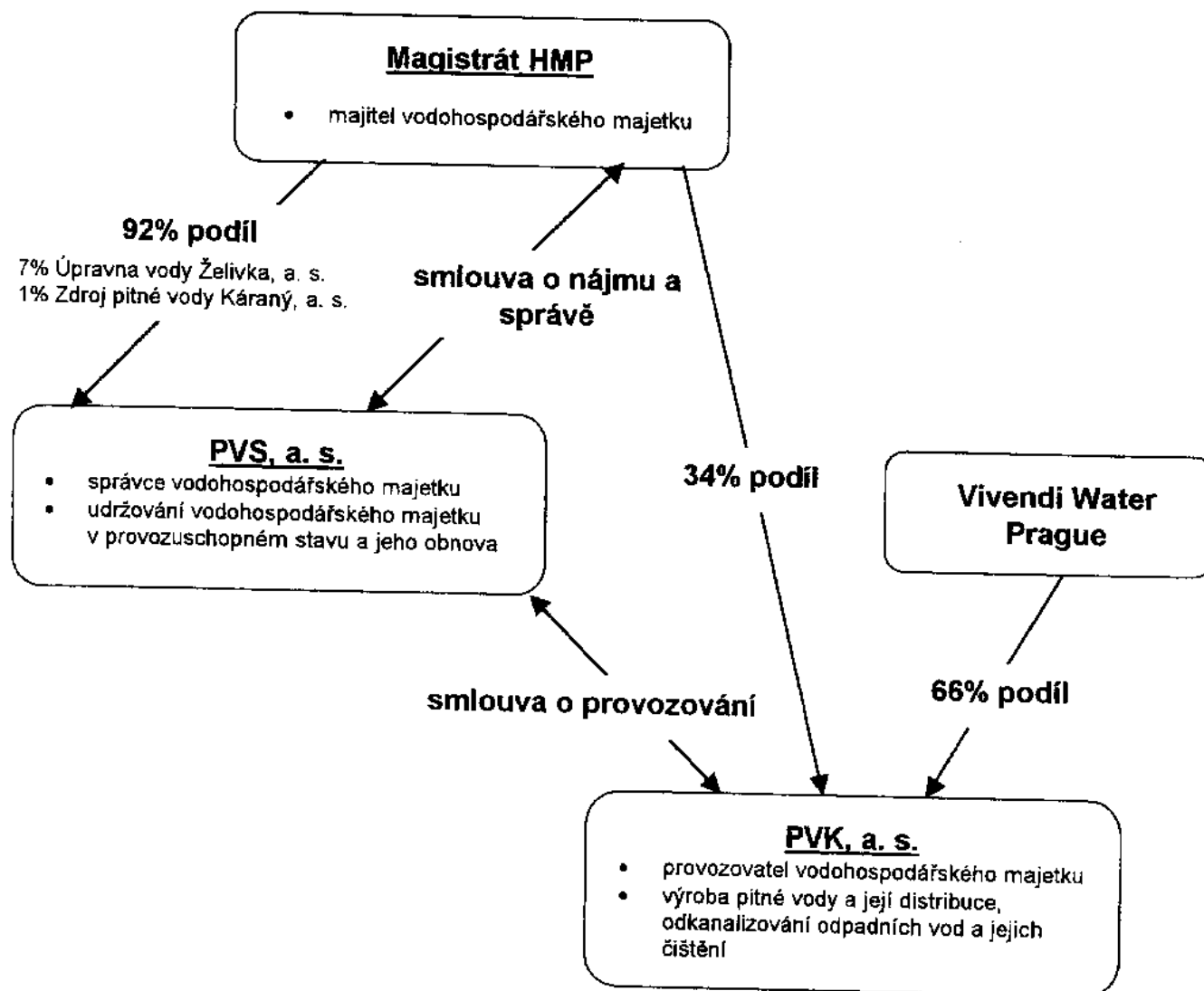
Vivendi Water Prague - 66 % akcií
hlavní město Praha – 34 % akcií

Předmět podnikání

- výroba, opravy a montáž měřidel
- provozování vodárenských zařízení
- provádění inženýrských staveb
- zemní práce
- vodoinstalatérství
- výroba pitné a užitkové vody
- obstaravatelská činnost při správě nemovitostí
- opravy a montáž vodárenské techniky
- provozování vodovodů
- a jiné

Aktivity ve vodárenství a kanalizacích ovlivňují v Praze Magistrát HMP, Pražská vodohospodářská společnost a. s. (PVS) a PVK.

Jednotlivé vztahy ukazuje následující schéma:



Smlouvy mezi vlastníky infrastrukturního majetku a správcem:

Dne 5. 11. 1998 byla uzavřena smlouva mezi HMP (vlastník majetku) a PVS (správce majetku) s názvem: „Smlouva o nájmu a správě věcí v souvislosti s poskytováním vodohospodářských služeb a služeb odvádění a čištění odpadních vod a souvisejících služeb“. Dne 30. 11. 1998 byly obdobné smlouvy podepsány s oběma – původně – sdruženími (Želivka, Káraný). Všechny tři smlouvy jsou dlouhodobé na **15 let** s možností prodloužení.

Provozní smlouva:

Dne 10. 12. 1998 byla uzavřena mezi PVS (správcem) a PVK (provozovatelem) „Smlouva o podnájmu, nájmu a provozování movitých a nemovitých věcí na úseku vodního hospodářství“ s dvouletou působností a se závazkem uzavřít dlouhodobou smlouvu nejpozději do 31. 3. 1999. Návazná „Smlouva o podnájmu, nájmu a provozování movitých a nemovitých věcí na úseku vodního hospodářství II“ na období 1. 1. 2000 až 5. 11. 2013 byla podepsána 29. 3. 1999.

Z výše uvedených smluv vyplývá, že PVS má právo rozhodovat o investicích a plánu „velkých“ oprav a jejich financování a dále povinnost zajistit řádný a nerušený výkon nájemních práv PVK.

PVK má právo uzavírat smlouvy se správcí vodních toků na odběr vody a k vypouštění odpadních vod, fakturování dodávky vody a odvádění vod, připojování vodovodních přípojek atd. Mezi povinnosti PVK patří zajištění služeb souvisejících s výrobou, dodávkou vody a s odkanalizováním. Dále musí PVK uhradit nájemné PVS za provozování infrastrukturního majetku.

Technické údaje o společnosti

Základní technické údaje o vodovodní a kanalizační síti společnosti PVK jsou následující:

• Výroba a dodávka vody

Počet obyvatel zásobovaných pitnou vodou:	cca 1,2 mil. obyvatel hl. města Prahy a dalších téměř 200 tisíc obyvatel jiných částí ČR
Délka vodovodní sítě:	3 318 km
Délka vodovodních přípojek:	683 km
Počet vodovodních přípojek:	76 511 ks
Počet odběrových míst (vodoměrů):	96 922 ks
Počet úpravnen pitné vody:	3 (úpravny vody Želivka, Káraný a Podolí)
Výroba vody v roce 2001:	153 225 016 m³

• Odvádění a čištění odpadní vod

Počet obyvatel napojených na veřejnou kanalizaci:	cca 1,18 mil. obyvatel hl. města Prahy
Délka kanalizační sítě:	2 496 km
Délka kanalizačních přípojek:	518 km
Počet kanalizačních přípojek:	53 000 ks
Počet revizních šachet:	57 060
Počet dešťových oddělovačů:	140
Počet dešťových výpustí:	230
Počet zakrytých nádrží:	15
Počet čerpacích stanic:	104
Počet čistíren odpadních vod:	Ústřední čistírna odpadních vod + 23 pobočných čistíren
Množství vyčištěných odpadních vod za rok 2000 :	153 986 995 m ³

Společnost se skládá ze 3 závodů:**1. Úpravna vody**

Hlavními činnostmi jsou úprava pitné vody a distribuce do vodovodního systému (Výroba vody – Želivka, Podolí, Káraný)

2. Sítě

Hlavními činnostmi jsou:

- provoz a údržba veřejného vodovodu
- provoz a údržba veřejné kanalizace
- provozně technická a obchodní činnost

3. Čistírna odpadních vod

Hlavními činnostmi jsou:

- čištění odpadních vod
- vypouštění vyčištěných odpadních vod do recipientu

3. Popis majetku a závazků oceňované společnosti

Rozvaha a Výkaz zisků a ztrát následují za roky 1999 - 2001 – příloha č. 2,3,4:

(tabulka č. 1)

v tis. Kč	2001	2000	1999
AKTIVA	1 774 693	1 585 085	1 463 084
Pohledávka za upsané vlast. jmění	0	0	0
Stálá aktiva	567 098	586 545	550 900
Nehmotný investiční majetek	24 318	28 124	31 078
Hmotný investiční majetek	522 780	558 421	519 822
Finanční investice	20 000	0	0
Oběžná aktiva	888 025	761 927	699 949
Zásoby	43 946	47 072	50 974
Dlouhodobé pohledávky	3 591	3 597	3 735
Krátkodobé pohledávky	490 297	471 259	483 203
Finanční majetek	350 191	239 999	162 037
Ostatní aktiva	319 570	236 613	212 235

(tabulka č. 2)

v tis. Kč	2001	2000	1999
PASIVA	1 774 693	1 585 085	1 463 084
Vlastní jmění	1 351 535	1 131 868	1 120 270
Základní jmění	792 276	792 276	792 276
Kapitálové fondy	143 968	0	0
Fondy ze zisku	303 875	302 716	299 992
Hospodářský výsledek minulých let	28 775	20 002	0
Hospodářský výsledek běžného období	82 641	16 874	28 002
Cizí zdroje	165 956	238 934	164 766
Rezervy	23 598	7 000	3 526
Dlouhodobé závazky	0	0	0
Krátkodobé závazky	142 358	231 934	161 240
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0
Ostatní pasiva	257 202	214 283	178 048

Výkaz zisků a ztrát

(tabulka č. 3)

v tis. Kč	2001	2000	1999
Tržby za prodej zboží	4 258	4 309	4 320
Náklady vynaložené na prodané zboží	4 282	4 334	4 387
Výkony	3 866 065	3 560 385	3 250 211
Výkonová spotřeba	2 695 639	2 681 748	2 394 985
Přidaná hodnota	970 402	878 612	855 159
Osobní náklady	650 509	615 676	567 771
Daně a poplatky	6 553	8 895	9 022
Odpisy stálých aktiv	103 824	99 677	101 211
Ostatní provozní výnosy	129 619	194 420	71 622
Ostatní provozní náklady	205 676	317 436	185 482
Provozní hospodářský výsledek	133 459	31 348	63 295
Finanční výnosy	12 735	9 983	15 907
Finanční náklady	1 516	2 097	2 477
Hospodářský výsledek z finančních operací	11 219	7 886	13 430
Mimořádné výnosy	5 836	17 221	2 832
Mimořádné náklady	33 157	9 438	18 160
Mimořádný hospodářský výsledek	- 27 321	7 783	-15 328
Hospodářský výsledek před zdaněním	117 357	47 017	61 397
Daň z příjmu - splatná	45 016	13 517	33 395
Daň z příjmu - odložená	-10 300	16 626	
Hospodářský výsledek za účetní období	82 641	16 874	28 002

Údaje za 1. čtvrtletí r. 2002 – (www.pvk.cz/show.asp?column=22)

Pražské vodovody a kanalizace, a.s. vyrobily za 1. čtvrtletí 2002 37,5 mil. m³ vody, což bylo o 2,5 mil. m³ méně než v roce 2001, při tom nedošlo k poklesu fakturace vody. PVK fakturovala stejné množství odebrané pitné vody jako v 1. čtvrtletí r. 2001. Zřejmě se již projevuje pokles ztrát vody, které v 1. čtvrtletí 2002 činily 31,9 %. V roce 2001 představovaly ztráty 36,9 %, ztráty vody tedy poklesly o 5 %. K snižování ztrát vody mj. napomáhá odhalování skrytých úniků vody a důsledné prohlídky vodovodní sítě. V 1. čtvrtletí bylo preventivně prověřeno 451,5 km vodovodní sítě a odhaleno 126 skrytých úniků vody.

Finanční výsledky za 1. čtvrtl. r. 2002:

výkony: 889 862 603,- Kč

hospodářský výsledek za účetní období: 59 219 253,- Kč

4. Výběr metody – popis použité metody ocenění

4.1. Teoretické předpoklady

Již Římané oceňovali majetek za účelem stanovení jeho hodnoty. Věci jako majetkoprávní objekt musí mít vždy nějakou cenu. Římané ji nejčastěji určovali odhadem (tzv. aestimatio), jen zcela výjimečně a na krátký čas byly ceny nařizovány úředně, státním orgánem (např. pověstným tarifem císaře Diokleciána).

Odhadnutá cena je buďto:

1. verum rei pretium – skutečná, opravdová cena, tj. cena, kterou má věc pro většinu lidí,
2. interesse, cena vyšší, určená zájmem jednotlivce podle jeho individuálních poměrů,
3. pretium affectionis – cena obliby, cena, která pro právo prakticky nemá význam, protože ji určuje víceméně náhodná okolnost: např. drobná mince, kterou dostal vlastník od umírající matky.

Není-li stanoveno jinak, určuje se věc podle své hodnoty obecné: Pretia rerum non ex affectu nec utilitate singulorum sed communiter funguntur (Ceny věcí jsou určovány ne podle citu nebo zájmu jednotlivců, ale podle obecného mínění).

Na definice římského práva v českých zemích navázal Všeobecný občanský zákoník rakouský v roce 1811 (946/1811 ř. z.), který byl na našem území zrušen až předpisem č. 65/1965 Sb. Zákoníkem práce, v §§ 304 - 306.

„ Měřítka soudního odhadu

§ 304

Určitá hodnota věci slove její cena. Má-li býti nějaká věc soudem oceněna, musí se odklad státi podle určité sumy peněz.

Řádná a mimořádná cena

§ 305

- Odhadne-li se věc podle užitku, který se zřetelem k době a místě obvyklé a všeobecné skýtá, stanoví se řádná a obecná cena; hledí-li se však ku zvláštním poměrům a ku zvláštní oblibě, založené na náhodných vlastnostech věci, kterou má ten, jemuž hodnota se musí nahraditi, vzniká cena mimořádná.

Kterou jest vzíti při soudních odhadech za směrnici

§ 306

Ve všech případech, kdy není nic jiného vymíněno ani zákonem neřízeno, musí býti při odhadu věci vzata za směrnici obecná cena. „

Z výše uvedených definic se postupem doby vyvinuly definice pro nejlepší a nejvyšší využití a pro stanovení tržní ceny. Naše ocenění akcií bude vycházet z níže uvedených definic. Ocenění bude vycházet z principu nejlepšího a nejvyššího využití (Highest and Best Use), které je definováno takto: „Nejpravděpodobnější využití majetku, jež je fyzicky možné, náležitě ospravedlnitelné, právně přípustné, finančně přijatelné a které se projevuje v nejvyšší hodnotě oceňovaného majetku.“

Přičemž ocenění akcií bude provedeno na základě tržní hodnoty, která je definována jako „odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu odhadu mezi

koupěchtivým kupcem a prodejechtivým prodejcem, při transakci s odstupem po náležitém marketingu, když obě strany jednaly informovaně, opatrně a bez nátlaku." Výběr metody musí vzít v úvahu požadavek „tržního ocenění“, a proto jsou výše uvedené definice na základě kterých bude výběr metody učiněn.

Nyní si uvedme podrobnější komentář k této definici oficiálně stanovené v Mezinárodních standardech.

- ❖ „... odhadnutá částka ...“ odpovídá ceně vyjádřené v penězích, splatné za majetkovou hodnotu v transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery. Je to nejlepší cena rozumně dosažitelná prodávajícím a nejvýhodnější ceny rozumně dosažitelná kupujícím. Tento odhad zvláště vylučuje odhadnutou cenu vyhnat do výšky nebo sníženou za zvláštních podmínek nebo okolností, jako jsou netypické prodejní a nájemní smlouvy, speciální protislužby či ústupky poskytnuté některým, kdo je s prodejem spojen.
- ❖ „... by měl být směněn ...“ odpovídá faktu, že hodnota aktiva je spíše odhadnutá částka než předem stanovená či skutečná prodejní cena. Je to cena, za které trh předpokládá, že transakce vyhovující všem dalším prvkům definice tržní hodnoty bude dokončena ke dni ocenění.
- ❖ „... k datu ocenění ...“ vyžaduje, aby odhadnutá tržní ceny byla časově vymezena daným datem. Protože trhy a tržní podmínky se mohou měnit, odhadnutá hodnota by mohla být v jiném čase nesprávná nebo neodpovídající.
- ❖ „... mezi koupěchtivým kupujícím ...“ Kupující je motivován, ale ne nucen ke koupi. Není ani příliš chtivý, ani rozhodný kupovat za každou cenu. Tento kupující je také ten, kdo kupuje podle skutečností na běžném trhu a s běžnými tržními očekáváními a nikoli na imaginárním či hypotetickém trhu. Takové trhy nemohou být demonstrovány nebo neočekáváme, že existují. Předpokládaný kupující by nezaplátil cenu vyšší, než trh požaduje. Současný vlastník majetkové hodnoty patří k těm, kdo tvoří trh.
- ❖ „... prodejechtivým prodávajícím ...“ Je to prodávající, který není ani přehnaně chtivý ani nucený prodávající připravený prodat za jakoukoliv cenu, ani není připraven trvat na ceně, která není považována za rozumnou na běžném trhu. Ten, kdo je ochoten prodat, je motivován prodat majetek za tržních podmínek za cenu dosažitelnou na volném trhu po náležitém marketingu, ať je cena jakákoliv. Reálné podmínky nynějšího vlastníka majetku nejsou částí této úvahy, protože se zde pracuje s předpokladem hypotetického prodávajícího, který není nucen jednat pod tlakem různých specifických okolností.
- ❖ „... při transakci samostatných a nezávislých partnerů ...“ vyžaduje transakci mezi stranami, z nichž žádná nemá určující nebo zvláštní vztah k druhé (např. mateřské a dceřinné společnosti nebo vlastníka půdy a nájemce) a mohla by způsobit, že by cenová hladina byla netypická nebo vyhnána do výše kvůli prvku zvláštní hodnoty. Tržní hodnota předpokládá transakci mezi nepříbuznými stranami, kde každá jedná nezávisle.
- ❖ „... po náležitém marketingu ...“ znamená, že majetková hodnota bude vystavena na trhu nejvhodnějším způsobem, aby se uskutečnil prodej za nejlepší cenu rozumně dosažitelnou podle definice tržní hodnoty. Délka působení na trhu se může lišit podle tržních podmínek, ale musí být dostatečná k tomu, aby se majetková hodnota dostala do centra pozornosti odpovídajícího množství potenciálních kupujících. Období vystavení na trhu se uskutečňuje před datem ocenění.
- ❖ „... ve kterých by obě strany jednaly informovaně a rozumně ...“ Kupující i prodávající jsou přiměřeně informováni o podstatě a vlastnostech majetku, jeho skutečném a potenciálním užití a o stavu trhu k datu ocenění. Dále se očekává, že každá strana jedná ve vlastním zájmu, podle těchto znalostí a rozumně, aby dosáhla nejlepší ceny

při transakci pro svou vlastní pozici. Rozumnost je stanovena ve vztahu ke stavu trhu ke dni ocenění, nikoli k pozdnímu prospěchu v pozdější době.

- ❖ „... a bez nátlaku“ stanovuje, že každá strana je motivována k uskutečnění transakce, ale není ani nucena, ani nepatřičně tlačena do její realizace.

Pojem tržní hodnoty předpokládá cenu sjednanou na volném a konkurenčním trhu. Oceňování na trhu jsou obecně založena – a to je pro naše úvahy velmi důležité – na informacích týkajících se srovnatelných majetků.

Proces oceňování vyžaduje, aby oceňovatel udělal adekvátní a relevantní průzkum trhu. „ (Mařík, M., Určování hodnoty firem, str. 12 – 13)

Výběr metody, kterou budou majetek a závazky podniku oceněny se odvíjí z definice nejlepšího a nejvyššího využití (Highest and Best Use).

4.2. Vlastní výběr metody ocenění

Ocenění bude provedeno více metodami:

Z metod substančních využijeme metodu čistých aktiv.

Z metod výnosových využijeme metodu diskontovaných peněžních toků.

5. Datum ocenění

31. 12. 2001 s přihlédnutím k pozdějším informacím a skutečnostem

C. NÁLEZ

1. Úvod

1.1. Jak se tvoří cena vody (www.pvk.cz/show.asp?column=18)

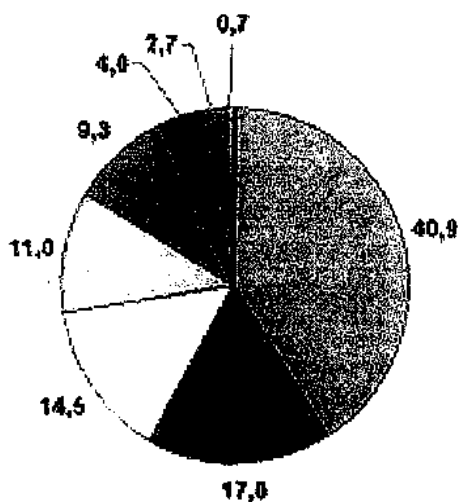
Cena vody = oprávněné náklady + přiměřený zisk + DPH (5%)

Cena vody je cenou věcně usměrňovanou a je určována podle pravidel stanovených v Cenovém věstníku Ministerstva financí ČR - výměr MF č.01/2002 ze dne 28.11.2001.

Pražské vodovody a kanalizace a.s. (PVK) se musí při stanovování výše vodného a stočného tímto Cenovým věstníkem řídit, tzn. že si může započítat v kalkulaci ceny jen oprávněné náklady a přiměřený zisk. PVK pouze cenu navrhuje a než je její výše projednána v zastupitelstvu hlavního města, musí projít schválením v Pražské vodohospodářské společnosti, a.s. (PVS). Po vzájemné domluvě mezi PVK a PVS novou cenu schvalují jak představenstva, tak i dozorčí rady PVK a PVS. V konečné fázi se k ceně vodného a stočného vyjadřují zastupitelé hlavního města. Pokud by s ní nesouhlasili, návrh vrátí zpět PVK a dojde k novým jednáním.

Vodné a stočné patří mezi věcně usměrňované ceny. Věcně usměrňovaná cena je cena, do které výrobce může zakalkulovat jen oprávněné (ekonomicky zdůvodnitelné) náklady a přiměřenou míru zisku. Zda podmínky regulace dodržel, kontrolují finanční úřady.

1.2. Podíl jednotlivých nákladů na celkových nákladech – kalkulace na rok 2002 (zdroj viz. výše)



Legenda:

- 40,9 - nájemné inframajetku
- 17,0 - režijní náklady
- 14,5 - osobní náklady
- 11,0 - přímé náklady
- 9,3 - poplatky státu
- 4,0 - opravy
- 2,7 - odpisy
- 0,7 - ostatní náklady

Přibližně 40 % z celkových nákladů tvoří nájemné, které PVK platí PVS. Děje se tak na základě uzavřených smluv o nájmu a podnájmu majetku. Smlouvy jsme neměli k dispozici. Taktéž jsme neměli k dispozici vyjádření společností, zda-li výše nájemného pokrývá náklady na údržbu infromajetku a investice.

1.3. Povodně – tiskové zprávy (www.pvk.cz)

Letošní povodně nebudou mít vliv na výši vodného a stočného. V letošním roce se již cena vody v Praze nebude zvyšovat. Pro příští rok je navrženo zvýšení o 6,5 %. Bude ovšem záležet na správci (Pražské vodohospodářské společnosti) a na majiteli (hl. m. Praha), o kolik se cena příští rok zvýší.

„Cena vody pro obyvatele i firmy v Praze se od ledna zvýší. Maximálně to má být o 2,46 koruny za každý metr krychlový spotřebované vody. Nyní platí Pražané za stejné množství 37,77 koruny. Od ledna by tedy mohla cena vzrůst o 6,5 procenta.“ (MF dnes, sešit D – Praha, str. D/1, Za vodu, 14. 9. 2002)

PVK nemusejí platit zvýšené poplatky za vypouštění odpadních vod do vod povrchových. Poplatky za vypouštění odpadních vod do vod povrchových se za období od doby poškození do doby zprovoznění čistíren odpadních vod, nejdéle však do konce roku 2002, budou platit jen na úrovni stavu před vzniklým poškozením ČOV povodní podle zálohového výměru na rok 2002. Vyplývá to ze zásad řešení následků povodně v srpnu 2002 na čistírnách odpadních vod, které podepsali zástupci ministerstva životního prostředí, ministerstva zemědělství, sdružení SOVAK, České inspekce životního prostředí a Státního fondu životního prostředí.

Jde o významnou pomoc provozovatelským vodohospodářským společnostem, které nebudou ve velmi těžké situaci zatěžovány dalšími náklady. PVK oceňuje zvláště pružnost a operativnost, s jakou bylo dané rozhodnutí přijato.

2. Metodologické problémy při oceňování

Při ocenění jsme řešili dva metodologické problémy, který se týkaly metody diskontovaných peněžních toků. Prvý problém se týkal předaných podkladů. Obdrželi jsme výhled hospodaření jen na dva roky. A zároveň jsme znali informaci, že PVK má pronajatý majetek do roku 2013.

Byli jsme postaveni před otázkou, zda-li budeme vycházet jen z předaných podkladů, což by znamenalo po druhém období ihned počítat hodnotu společnosti pomocí perpetuity, nebo budeme sami dopočítávat odhad hospodaření. Čímž fakticky suplujeme práci zadavatele, popřípadě oceňované společnosti. Po vnitřní poradě jsme se rozhodli pro dopočítání odhadu hospodaření do roku 2013. Dle našeho názoru musí ocenění odrážet nejistotu prodloužení smlouvy mezi PVK a PVS po roce 2013. Bude smlouva obnovena a v jakém znění? Proto jsme pro oblast perpetuity od roku 2014 dále upravili některé vstupní údaje, čímž jsme zohlednili riziko nepodepsání smlouvy.

Toho bychom nemohli docílit, pokud bychom počítali perpetuitu ihned po druhém či třetím roce podnikání.

Druhým hlavním problémem byl odhad růstu tržeb po našem vstupu do EU. Za normálních okolností bychom předpokládali významnější růst vodného a stočného, abychom se přiblížili na evropské ceny. Systém regulace však – dle našeho názoru – zabrání výraznému zvyšování vodného a stočného. Proto pro období perpetuity není růst žádný a v předcházejícím období je růst zvolen na úrovni předpokládané inflace.

3. Ocenění metodou účetních cen k datu 31. 12. 2001

Ocenění dle § 20 zákona č.151/1997 Sb.

Pro ocenění veřejně neobchodovatelných cenných papírů akcií společnosti PVK bylo využito metody popsané v § 20 zákona č.151/1997 Sb. o oceňování majetku a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů, a to podle stavu a v rozsahu zachyceném v rozvaze společnosti sestavené k 31.12.2000.

Veřejně neobchodovatelné akcie se dle výše uvedeného zákona oceňují takto :

Akcie se ocenění podílem, v jehož čitateli je vlastní jmění akciové společnosti podle účetní závěrky za předchozí účetní období, pokud není prokázána jiná hodnota vlastního jmění, a ve jmenovateli počet vydaných akcií převedený na shodnou emisní hodnotu.

Dle rozvahy společnost k datu 31. 12. 2001 činí:

Aktiva celkem	1 774 693 000 Kč
Cizí zdroje + Ostatní pasiva (165 956 000 + 257 202 000)	423 158 000 Kč
Vlastní kapitál (Čistá aktiva)	1 351 535 000 Kč

Podíl 34 % z VK je hodnota (1 351 535 000 * 0,34) **459 521 000 Kč**

4. Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků k datu 31. 12. 2001

Protože metoda diskontovaných peněžních toků se odvíjí od podnikatelského výhledu, ocenění bude vycházet z odhadu hospodaření na roky 2002 a 2003, dále bude učiněn odhad hospodaření společnosti v následujících letech do doby platnosti smluv o pronájmu. Od roku 2014 bude vypočtena hodnota firmy pomocí perpetuity.

4.1. Návrh finančního plánu na rok 2002 a 2003 – příloha č. 5

Hospodářské výsledky společnosti v letech 1999 až 2001 jsou uvedeny v tabulce.

(tabulka č. 4)

Provozní HV	63 295 000	31 348 000	133 459 000
HV před zdaněním	61 397 000	47 017 000	117 357 000
HV za účetní období	28 002 000	16 874 000	82 641 000

V návrhu finančního plánu jsou odhadovány následující hospodářské výsledky:

(tabulka č. 5)

HV v roce 2002	156 775 000	119 450 000	276 225 000
HV v roce 2003	188 528 000	160 977 000	349 505 000

Nárůst hospodářského výsledku z roku 2001 na rok 2002 byl předpokládán ve výši cca 160 000 000 Kč. Protože HV za ÚO byl za prvé čtvrtletí cca 60 mil. Kč, prognózovaný údaj HV na úrovni cca 276 mil. Kč je možné naplnit.

Výkony jsou naplánovány v roce 2002 na úrovni 4 053 mil. Kč, v roce 2003 jsou naplánovány na úrovni 4 327 mil. Kč. Nárůst je cca o 6,5 %. Což koresponduje s plánovaným zvýšením ceny vodného a stočného.

4.2. Konstrukce prognózy vývoje na období let 2002 až 2013

V modelu, který jsme vytvořili z dodaných podkladů jsme vycházeli z předpokládaného hospodaření v letech 2002 a 2003. V dalších letech jsme konstantně zvyšovali výkony o 3,5 % ročně. Provozní HV jsme stanovili na úrovni 8,1 až 8,5 procent z výkonů.

Daně plánujeme na úrovni 31 %. Investice plánujeme každoročně o 2 % vyšší než odpisy. Růst odpisů plánujeme na úrovni 3 % ročně. Nedobytné pohledávky plánujeme na úrovni 0,2 % z tržeb ročně. Výši zásob stanovujeme na úrovni 1,2 % k tržbám. Jejich změna se promítá do pracovního kapitálu. Výši závazků stanovujeme na úrovni 3 % k tržbám (v roce 2002 na úrovni 3,5 % k tržbám). Pohledávky stanovujeme na úrovni 9 % k tržbám. V roce 2001 byly na úrovni 13,4 %. Což představuje meziročně (pro roky 2001 a 2002) nárůst CF o cca 125 mil. Kč). V tomto nárůstu CF je ji promítnut náš odhad přírůstku CF v důsledku zavedení záloh pro odběratele (viz informace z denního tisku).

4.3. Diskontní sazba

Diskontní sazba byla stanovena na úrovni 10 %.

Při stanovování diskontní sazby jsme vycházeli z výše úrokových bankovních sazeb. Na tomto místě upozorňujeme, že dne 26. 7. 2002 snížila ČNB všechny úrokové sazby o 0,5 %. Diskontní sazba je na úrovni 2,00 %. Diskontní faktor ve výši 10 % zajišťuje dle našeho názoru přiměřené riziko investice.

Jinou výši diskontní sazby jsme použili pro oblast perpetuity. Faktor růstu jsme v rámci plánu použili jen na úrovni inflace. Na jedné straně může být tlak po našem vstupu do EU na zvyšování ceny vodného a stočného, na druhé straně PVK bude jen těžce zvyšovat cenu vodného a stočného při stávajícím systému schvalování cen.

4.4. Perpetuita

Perpetuita představuje nekonečně opakovaný peněžní tok a její výpočet se provádí dle vzorce:

$$PV = CF/(r-g)$$

Příčemž

- PV současná hodnota rostoucí perpetuity
- CF peněžní tok pro období perpetuity
- r diskontní sazba
- g faktor růstu.

Protože perpetuita představuje nekonečný opakovaný peněžní tok, je náchylná na jakékoli výkyvy. Proto se obvykle pro oblast perpetuity zavádí předpoklad, který předtím v modelu není. V našem výpočtu zavádíme pro výpočet perpetuity následující předpoklady:

- investice stanovujeme na úrovni odpisů (prostá reprodukce)
- výkony a zisk stanovujeme na úrovni roku 2013 – nepředpokládáme žádný faktor růstu ($g = 0$)
- pracovní kapitál stanovujeme na úrovni 0 Kč – prostá reprodukce
- diskontní sazbu jsme zvýšili z předcházejících 10 % na 15 %

V našem konkrétním případě

CF je na úrovni 345 785 000 Kč
 Diskontní sazba je stanovena na úrovni 15 %
 Faktor růstu je na úrovni 0 %

Hodnota společnosti po roce 2013 stanovujeme na úrovni 734 519 000 Kč.

Faktor růstu neuvažujeme jako v předešlých letech na úrovni 3,5 %, ale na úrovni 0 %. Diskontní faktor nestanovujeme na úrovni 10 %, ale 15 %. Důvodem obou předpokladů je obava z neprodloužení servisní smlouvy, která je podepsaná – dle informací – jen do roku 2013. Riziko neprodloužení smlouvy je vyjádřeno právě výše uvedenými předpoklady.

4.5. Výsledek

Současná hodnota celkem	v tis. Kč	2 556 680
Oceňovaný podíl		34%
Současná hodnota podílu	v tis. Kč	869 271

Výpočet je uveden v příloze č. 6

Hodnota 34 % podílu ve společnosti PVK je metodou diskontovaných peněžních toků ve výši **869 271 000 Kč**.

5. Porovnání metod a stanovení závěrů

Podíl ve výši 34 % akcií PVK byl oceněn dvěma způsoby.

Metodou čistých aktiv byl podíl oceněn částkou **459 521 000 Kč**.

Metodou diskontovaných peněžních toků byl podíl oceněn částkou **869 271 000 Kč**.

Metoda čistých aktiv reálně neodráží produkční možnosti majetku, metoda nestanovuje tržní cenu podílu, proto ji nebudeme dále uvažovat pro stanovení tržní ceny podílu.

D. ZÁVĚR

Ocenění 34 % akcií společnosti Pražské vodovody a kanalizace a. s. (PVK) k datu 31. 12. 2001 s přihlédnutím k následným skutečnostem stanovujeme na úrovni 869 271 000 Kč.

E. DOLOŽKA

Ocenění jsme vytvořili jako



HZ Praha, spol. s r. o.,
se sídlem Pod dvorem 2, 160 00 Praha 6

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'V. Hloužek'.

Ing. Vlastimil Hloužek, jednatel
HZ Praha, spol. s r. o.

HZ Praha, spol. s r. o.
auditors, tax and consulting services
member PKF worldwide
Pod dvorem 2, 162 00 Praha 6
16

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'L. Křístek'.

Ing. Lukáš Křístek, MBA
HZ Praha, spol. s r. o.