

***Znalecký posudek ve věci
stanovení hodnoty majetku
převáděného v rámci prodeje
části obchodního závodu
spočívajícího v převodu
vybraného majetku ze
společnosti České dráhy, a.s.
na Správu železniční dopravní
cesty, státní organizace***

Datum ocenění:

30. dubna 2015

Datum vydání:

2. září 2015

Vypracoval:

PricewaterhouseCoopers

Česká republika, s.r.o.

Zadavatel:

České dráhy, a.s.

*Číslo znaleckého
posudku:*

157-09/2015

Obsah

Obsah	2
Seznam použitých zkratk	4
1 Specifikace zadání.....	6
1.1 Zadavatel	6
1.2 Zhotovitel.....	6
1.3 Předmět a účel ocenění.....	6
1.4 Datum Ocenění	6
1.5 Podklady pro ocenění	6
1.6 Obecné předpoklady a omezení	8
1.7 Standard hodnoty a definice základních pojmů.....	9
1.8 Geneze Ocenění.....	9
NÁLEZ	11
2 Popis předmětu ocenění.....	11
2.1 Liberalizace drážní dopravy v České republice	11
2.2 Popis jednotlivých položek převáděné Části závodu.....	12
3 Popis podnikatelského prostředí	15
3.1 Makroekonomický rámec	15
3.2 Popis realitního trhu v České republice	16
3.3 Závěry pro ocenění Části závodu.....	17
POSUDEK.....	19
4 Metodika ocenění.....	19
4.1 Popis základních oceňovacích metod	19
4.2 Zvolený přístup	19
5 Ocenění – výnosový přístup.....	21
5.1 Použitá metodika	21
5.2 Klíčové předpoklady	21
5.3 Předpoklady Plánu.....	23
5.4 Odhad reálné tržní hodnoty Části závodu – výnosový přístup.....	29
6 Ocenění – položkové přecenění aktiv a závazků	30
6.1 Použitá metodika	30
6.2 Klíčové předpoklady	32
6.3 Položkové přecenění aktiv a závazků	33

7	Závěr.....	38
7.1	Výsledné ocenění Části závodu	38
8	Znalecká doložka.....	39
9	Přílohy	40
	Příloha 1 - Rozvaha Části závodu k datu 30. dubna 2015	40
	Příloha 2 - Metoda DCF	41
	Příloha 3 - Položkový seznam majetku	42

Seznam použitých zkratek

Zkratka	Popis
BMI	Business Monitor International
Capital IQ	Databáze Capital IQ společnosti Standard & Poor's
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv, CAPM z angl. Capital Asset Pricing Model
Část závodu	Část závodu oddělitelná od závodu společnosti České dráhy, a.s., která je tvořena souborem hmotných, nehmotných a osobních složek podnikání zajišťujícím uspokojení potřeb cestujících veřejnosti
ČD, Zadavatel	České dráhy, a.s., se sídlem Nábřeží L. Svobody 1222/12, PSČ 110 15, Praha 1, IČ 709 94 226
ČSÚ	Český statistický úřad, www.csu.cz
Datum ocenění	30. dubna 2015
DRCN	Metoda nákladů na náhradu aktiv za nová po zohlednění zastaralosti, DRCN z angl. Depreciated Replacement Cost New
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky, EBIT z angl. Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Zisk před zdaněním, odpisy a úroky, EBITDA z angl. Earnings before Interest, Taxes and Depreciation and Amortization
EIU	Economist Intelligence Unit
EU28	28 členských zemí Evropské unie
Factiva	Databáze Factiva společnosti Dow Jones
FCFF	Volné peněžní toky pro všechny poskytovatele kapitálu, FCFF z angl. Free Cash Flow to Firm
GBV	Požizovací cena, GBV z angl. Gross Book Value
HDP	Hrubý domácí produkt
Komise EU	Evropská komise je jedním z hlavních orgánů Evropské unie. Zastupuje a hájí zájmy Unie jako celku. Přípravuje návrhy nových evropských právních předpisů a má na starosti provádění politik EU a využívání finančních prostředků Unie.
LTM	Období posledních předcházejících 12 měsíců, LTM z angl. Last twelve months
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
MV	Tržní hodnota, MV z angl. Market Value
NBV	Zůstatková hodnota, NBV z angl. Net Book Value
NOPAT	Provozní zisk po zdanění, z angl. Net Operating Profit After Tax
Norma	Technická norma železnic týkající se výpravních budov a budov zastávek ČSD schválená dne 19. května 1992
Ocenění	Stanovení reálné tržní hodnoty Části závodu na základě Smlouvy o zpracování znaleckého posudku ze dne 23. prosince 2013
Plán	Finanční plán Části závodu pro období 5 ročních period od 1. května 2015 do 30. dubna 2020
Posudek	Znalecký posudek ve věci stanovení reálné tržní hodnoty Části závodu
PwC, My, Zhotovitel	PricewaterhouseCoopers Česká republika, s.r.o. se sídlem Hvězdova 1734/2c, PSČ 140 00, Praha 4, IČ 610 63 029
RCN	Náklady na náhradu aktiv za nová, RCN z angl. Replacement Cost of New asset
RUL	Zbývajících ekonomická životnost, RUL z angl. Remaining Useful Life
SFDI	Státní fond dopravní infrastruktury
SŽDC	Správa železniční dopravní cesty, státní organizace
TUL	Celková ekonomická životnost, TUL z angl. Total Useful Life
ÚRS	Publikace „Ukazatele průměrné rozpočtové ceny na měrovou a účelovou jednotku 2014“ vydanou ÚRS Praha

VPP-SP, VPP	Staniční poplatky za využití veřejně přístupných prostor
Zákon o oceňování	Zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku v aktuálním znění

1 Specifikace zadání

1.1 Zadavatel

České dráhy, a.s., se sídlem Nábřeží L. Svobody 1222/12, PSČ 110 15, Praha 1, IČ 709 94 226, (dále také „Zadavatel“, nebo „ČD“).

1.2 Zhotovitel

PricewaterhouseCoopers Česká republika, s.r.o. se sídlem Hvězdova 1734/2c, PSČ 140 00, Praha 4, IČ 610 63 029, (dále také „my“, „Zhotovitel“ nebo „PwC“), zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka 43246.

1.3 Předmět a účel ocenění

Předmětem a účelem znaleckého posudku je ocenění majetku a dluhů převáděného v rámci prodeje části obchodního závodu do majetku státu s právem hospodařit pro Správu železniční dopravní cesty, státní organizace (dále také „SŽDC“), (souhrnně dále také „Ocenění“).

Částí obchodního závodu, se rozumí část, která je oddělitelná od závodu jako celku a která je tvořena souborem hmotných, nehmotných a osobních složek podnikání zajišťujících uspokojení potřeb cestující veřejnosti a jež tvoří v rámci závodu Zadavatele funkčně a účetně oddělenou soustavu věcí, práv a jiných hodnot včetně operativní evidence. (dále také „Část závodu“).

Ocenění tak může sloužit jako jeden z více faktorů při rozhodování vedení ČD o zamýšleném prodeji Části závodu (m. j. posouzení splnění podmínek pro prodej majetku dle emisních podmínek dluhopisů, posouzení podmínek akcionářské smlouvy apod.).

Výstupem Ocenění je výhradně tato zpráva (dále také „Posudek“). Jakékoliv pracovní verze zpráv, závěrů či doporučení, které Zhotovitel poskytl Objednateli, měly pouze informativní charakter, a to vzhledem k tomu, že tyto mohly být dále dopracovávány, revidovány a mohly na jejich podobu mít vliv další faktory, což může způsobit, že se takovéto pracovní materiály mohou podstatně lišit od vydané závěrečné zprávy.

1.4 Datum Ocenění

Ocenění je provedeno k datu 30. dubna 2015 (dále také „Datum ocenění“).

1.5 Podklady pro ocenění

V tomto Ocenění jsme vycházeli z informací a údajů, jež nám poskytl Zadavatel a jež jsme získali z veřejně dostupných zdrojů v období od února 2014 do 11. srpna 2015. Posudek byl naposledy aktualizován dne 11. srpna 2015.

Informace poskytnuté Zadavatelem zahrnovaly zejména:

- 2014_11_13_Pozemky ZV dle KN.xls – soubor obsahující detail pozemkových parcel určených k převodu
- AQ01AM_Z_1 s1_s4 27 5 2015_bef.xlsx – soubor obsahující registr budov, pozemků a staveb převáděné Části závodu k datu 30. dubna 2015, soubor obdrženy dne 28. května 2015 v 19:27
- Budovy_ocenění_techický popis_všechny budovy ČD včetně uzavřených_2015_04_30.xlsx – soubor obsahuje technický popis převáděných budov, pořizovací a zůstatkové hodnoty apod., soubor obdrženy dne 28. května 2015 v 18:21
- budovy_hospodaření_2014.xlsx – soubor obsahuje specifikaci převáděných budov z hlediska užitné plochy, pronajimatelné a pronajaté plochy, informace o výnosech a nákladech dle jednotlivých převáděných budov apod., soubor obdrženy dne 28. května 2015 v 18:21

- Budovy_ocenění_techický_popis_všechny budovy ČD včetně uzavřených_2015_04_30_dotazované.xlsx – soubor doplňující technický stav vybraných budov, soubor obdrženy dne 4. června 2015 ve 12:35
- Dopis Ministerstva dopravy České republiky, č. j. 11/2014-510-EU/13, adresovaný předsedovi představenstva ČD, týkající se výsledku prenotifikačního řízení vedeného Evropskou komisí ve věci absence veřejné podpory v projektu prodeje části závodu Železniční stanice ze dne 5. srpna 2015. Příloha dopisu – expertní vyjádření příslušného útvaru generálního ředitelství Evropské komise pro hospodářskou soutěž, soubor obdrženy dne 11. srpna 2015 v 10:34
- Finanční plán Části závodu (dále také „Plán“) pro období od roku 2015 (resp. od 1. května 2015 do 30. dubna 2016) do roku 2020 (resp. od 1. května 2019 do 30. dubna 2020)
- MajetekPCZ2014_25052015 k 2015_04_30.xls – seznam majetku Části závodu určeného k převodu, soubor obdrženy dne 28. května 2015 v 18:21
- Mzdové náklady po skupinách_2015_04_30.xlsx – seznam zaměstnanců Části závodu, včetně mzdových nákladů a benefitů, obdrženy dne 5. června 2015 v 11:45
- PČZDaňOdp2014_S1-S4aS1-S3.xlsx – skutečná výše daňových odpisů za rok 2014, soubor obdrženy dne 4. června 2015 ve 12:35
- PČZplánDaňOdpS1-S3ROCNIdo2020 – plán daňových odpisů části závodu bez položek majetku, které nebudou předmětem převodu, soubor obdrženy dne 4. června 2015 ve 12:35
- PČZplánDaňOdpS1-S4ROCNIdo2020 – plán daňových odpisů části závodu včetně položek majetku, které nebudou předmětem převodu, soubor obdrženy dne 4. června 2015 ve 12:35
- Rozvaha PČZ k 30.4.2015 S1-S4_komplet – rozvaha Části závodu k Datu ocenění, bez položek tvořící Část závodu, které však nejsou předmětem převodu, soubor obdrženy dne 28. května 2015 v 18:21
- Rozvaha PČZ k 30.4.2015 S1-S3_bez nepřeváděného majetku – rozvaha Části závodu k Datu ocenění, bez položek tvořící Část závodu, které však nejsou předmětem převodu, soubor obdrženy dne 28. května 2015 v 18:21
- s1_s3_AM_AQ01AM_ZC_k_31_12_2013.xlsx – soubor obsahující registr budov, pozemků a staveb převáděné Části závodu s uvedením zůstatkové hodnoty k datu 31. prosince 2013, soubor obdrženy dne 13. listopadu 2014 ve 12:00
- technické zhodnocení_aktivace k 30.4.2015.txt – soubor obsahující informace o provedeném technickém zhodnocení od 1. ledna 2015 do Data ocenění, soubor obdrženy dne 28. května 2015 v 18:21
- technické zhodnocení_aktivace 2014.txt – soubor obsahující informace o provedeném technickém zhodnocení ve fiskálním roce 2015 do Data ocenění, soubor obdrženy dne 28. května 2015 v 18:21
- TNŽ 734955.pdf – Technická norma železnic týkající se výpravních budov a budov zastávek ČSD schválená dne 19. 5. 1992 (dále také „Norma“)
- Zůstatkové ceny.xlsx – soubor obsahující zůstatkové ceny jednotlivých položek majetku k datu 31. prosince 2014, 30. dubna 2015 a očekávanou výši zůstatkové hodnoty k 31. prosince 2015, soubor obdrženy dne 28. května 2015 v 18:21

Informace získané z veřejných zdrojů:

- Publikace „Ukazatele průměrné rozpočtové ceny na měrovou a účelovou jednotku 2015“ vydaná ÚRS Praha (dále také „ÚRS“)
 - Průměrné kupní ceny stavebních pozemků v České republice dle okresů a velikosti obcí, Český statistický úřad
 - Tržní studie týkající se vývoje realitního trhu v České republice (kanceláře, maloobchod aj.) – Cushman & Wakefield, Jones Lang LaSalle, Colliers, CB Richard Ellis
 - Tržní data o úrokových mírách a jejich rozpětí získaná z Bloomberg Professional Database
 - Informace o vývoji makroekonomické situace v Evropské unii získané z těchto zdrojů: Economist Intelligence Unit (dále také „EIU“), Dow Jones Factiva (dále také „Factiva“) a Business Monitor International (dále také „BMI“), Ministerstvo financí České republiky (dále také „MFČR“)
 - Základní odborná literatura zahrnující m. j.:
- Metody oceňování podniku (procesy ocenění, základní metody a postupy) – Miloš Mařík a kolektiv, 2007

- Corporate Valuation (Managing and Measuring the Value of Companies) – Tim Koller a kolektiv, 2010
- Cost of Capital (Application and Examples) – Shannon P. Pratt, Roger J. Grabowski, 2014
- Investment Valuation (Tools and Techniques for Determining Value of Any Asset) – Aswath Damodaran, 2002
- Financial Valuation (Applications and Models) – J.R. Hitchner, 2006
- Duff&Phelps, Guide to Cost of Capital, 2014 Valuation Handbook, market Results Through 2013
- American Society of Appraisers: ASA Business Valuation Standards
- IVSC: International Valuation Standards 2013 (Framework and Requirements)

1.6 Obecné předpoklady a omezení

Tento Posudek by neměl být rozmnožován ani zpřístupněn žádné jiné osobě kromě Zadavatele, jeho akcionářů a zástupců Evropské komise ve věci posouzení Ředitelství pro hospodářskou soutěž/DG Comp (v souvislosti s posouzením, zda převod majetku představuje opatření veřejné podpory) bez našeho výslovného písemného souhlasu. Zprávu lze rovněž poskytnout financujícím institucím, vlastníkům dluhopisů a bankám, které byly manažery emise s podmínkou, že se s jejich zástupci dohodneme na znění prohlášení o vyloučení odpovědnosti. PwC však neponese žádnou odpovědnost (včetně odpovědnosti v případě zanedbání) ohledně jakýchkoli důsledků poskytnutí výsledků nebo poskytnutí vysvětlení ohledně výsledků příjemci, a to i v případech, kdy toto poskytnutí:

- a) má vliv na zamýšlenou transakci nebo zájmy kterékoli strany v zamýšlené transakci / má pro ČD nepříznivý dopad;
- b) vede k tomu, že je vůči ČD vznesen nějaký nárok; nebo
- c) vede k tomu, že příjemce nebo kdokoli jiný zneužije důvěrné informace ČD.

Písemný souhlas Zhotovitele není nutný při poskytnutí Posudku osobám, které mají oprávnění nahlédnout do Posudku vyplývající ze zákonů či jiných právních předpisů platných na území České republiky.

V žádném případě Posudek nesmí nikdo použít jako podklad k jakémukoli jinému než vymezenému účelu (bod 1.3).

Tento Posudek byl vypracován za následujících předpokladů a omezujících podmínek:

- Zhotovitel Ocenění neprovedl žádnou formu auditu ani jiné formální šetření směřující k ověření pravosti, správnosti a úplnosti podkladů poskytnutých Zadavatelem
- PwC v žádném případě neposkytuje žádná prohlášení a nenese žádnou zodpovědnost s ohledem na přesnost nebo úplnost jakýchkoli informací, které jsou získány od Zadavatele nebo z jiných citovaných zdrojů
- Finanční výkazy a plány hospodaření Části závodu zobrazují věrně a poctivě její celkové hospodaření a stav majetku
- Rovněž se předpokládá, že informace z jiných zdrojů včetně externích jsou věrohodné a nebyly ve všech případech ověřovány
- PwC zpracovala Ocenění na základě podmínek na trhu v době jeho zpracování a neodpovídá za případné změny podmínek na trhu, ke kterým by došlo po předání Posudku
- Z podstaty oceňování vyplývá, že jej nelze považovat za exaktní vědní obor, a že učiněné závěry jsou v řadě případů nutně subjektivní a závislé na úsudku jednotlivce
- Za skutečnosti právního charakteru nepřebíráme žádnou zodpovědnost

Pokud nebyl Zadavatelem doložen opak:

- Předpokládá se chování a jednání Zadavatele, jejích orgánů a odpovědných vedoucích pracovníků v souladu se všemi platnými právními předpisy a převzatými závazky
- Předpokládá se odpovědné vlastnictví a správa vlastnických práv

Společnost PwC je na Zadavateli nezávislá, nemá a nebude mít v Zadavateli nebo Části závodu majetkovou účast a veškerou činnost při zpracování Ocenění vykonává zcela nezávisle. Honorář za vypracování Ocenění byl určen dohodou se Zadavatelem a nezávisí na obsahu Posudku, ani jejích závěrech.

Toto Ocenění musí být posuzováno jako celek. Hodnocení jednotlivých částí Posudku odděleně by mohlo být zavádějící.

1.7 Standard hodnoty a definice základních pojmů

Jako základ pro Ocenění jsme v souladu s uzancemi a výkladovou praxí použili standard *reálné tržní hodnoty* za předpokladu nepřetržité existence závodu.

Nepřetržitá existence závodu (z angličtiny „going-concern“) – toto Ocenění je založeno na konceptu, že závod bude pokračovat v provozní činnosti do budoucna a jeho budoucí fungování není bezprostředně ohroženo. Tento předpoklad se vztahuje k existenci nehmotných elementů, které jsou následkem takových faktorů, jako je zaškolená pracovní síla, výrobní prostředky, nezbytné systémy nebo pracovní postupy či licence.

Tržní hodnota (z angličtiny „Market Value“) – pro účely tohoto Ocenění vychází tržní hodnota z definice Market Value uvedené v Mezinárodních oceňovacích standardech (IVS 1) – jedná se tedy o „cenu, za kterou by majetek změnil vlastníka mezi koupěchtivým kupujícím a prodejchtivým prodávajícím, aniž by kterákoli strana byla nucena tento majetek koupit či prodat, přičemž obě strany jsou obeznámeny s relevantními skutečnostmi.“

Tato definice je věcně shodná i s definicí reálné tržní hodnoty (z angličtiny „Fair Market Value“) dle standardů American Society of Appraisers.

Tržní hodnota je teoretickým konceptem a skutečná tržní cena se může od předpokládané tržní hodnoty lišit. Tento rozdíl může být způsoben řadou faktorů, jako jsou podmínky na trhu a skupinové psychologické chování subjektů, jež na něm působí, motivace a strategie prodávajícího a kupujícího, míra obchodovatelnosti daného majetku a vyjednávací schopnosti příslušných stran.

Pro účely Ocenění při stanovení reálné tržní hodnoty rovněž neuvažujeme synergické efekty nebo strategickou hodnotu pro konkrétního investora. V takovém případě by tento konkrétní investor byl schopen nabídnout vyšší než tržní hodnotu – prémie by mohla odrážet například úspory z titulu integrovaného řízení společnosti, sníženého profilu rizika společnosti atp. Vzhledem k tomu, že výhody konkrétního zájemce nejsou ostatním potenciálním investorům dostupné, a tudíž je nelze reálně ohodnotit, jsou jakékoliv takové efekty z analýzy vyloučeny.

Princip „*Highest and best use*“ uvažovaný v rámci procesu oceňování nemovitostí předpokládá využití oceňovaného aktiva v souladu s předpokladem jeho nejlepšího využití, tedy využití, které přináší vlastníkově nejvyšší hodnotu, a to v rámci regulačního, funkčního nebo jiného závazného omezení.

1.8 Geneze Ocenění

Ocenění Části závodu bylo vypracováno na základě Smlouvy o zpracování znaleckého posudku uzavřené mezi Zadavatelem a PwC, dne 23. prosince 2013 a příslušných dodatků k této smlouvě.

V průběhu zpracování ocenění bylo vydáno několik průběžných verzí Ocenění a to zejména z následujících důvodů:

- Podrobné diskuze jednotlivých parametrů ocenění mezi PwC a Zadavatelem a jejich postupné zpřesňování;
- Revize položkového seznamu majetku tvořící Část závodu a jeho postupné zpřesňování ze strany Zadavatele;
- Změny data ocenění;
- Diskuze Ocenění a použitých předpokladů se zástupci Evropské komise (DG Comp) v tzv. prenotifikačním řízení a zpracování připomínek.

1.8.1 Průběžné pracovní verze Ocenění

1. Pracovní verze Ocenění sloužící jako podklad pro jednání vlády České republiky, ze dne 14. října 2014:
 - a. Výnosový přístup, datum ocenění 30. června 2014 – odhad hodnoty Části závodu v intervalu 4,5-5,3 mld. Kč
 - b. Nákladový přístup, datum ocenění 31. prosince 2013 – odhad hodnoty Části závodu v intervalu 6,0-7,0 mld. Kč
2. Pracovní verze Ocenění sloužící mimo jiné jako poklad pro prenotifikační řízení se zástupci Evropské komise:
 - a. Výnosový přístup, datum ocenění 31. října 2014 - odhad hodnoty Části závodu na úrovni 4,7 mld. Kč
3. Pracovní verze po zohlednění připomínek prenotifikačního řízení:
 - a. Výnosový přístup, datum ocenění 31. října 2014 - odhad hodnoty Části závodu na úrovni 2,93 mld. Kč
4. Pracovní verze po zohlednění ekonomicko-účetních dat Části závodu za rok 2014:
 - a. Výnosový přístup, datum ocenění 30. dubna 2015 - odhad hodnoty Části závodu na úrovni 3,24 mld. Kč

NÁLEZ

2 Popis předmětu ocenění

2.1 Liberalizace drážní dopravy v České republice¹

České dráhy, a.s. stejně jako Správa železniční dopravní cesty, státní organizace vznikly na základě zákona č. 77/2002 Sb., o akciové společnosti České dráhy² k datu 1. ledna 2003. Hlavním cílem vzniku těchto obou institucí bylo oddělit funkci vlastníka železniční dopravní infrastruktury (vlastníka celostátní dráhy a regionálních drah) od funkce provozovatele drážní dopravy na této infrastruktuře. Do 31. prosince 2002 byly tyto funkce zastřešovány státní organizací České dráhy.

SŽDC v současné době obhospodařuje a spravuje majetek státu, který je tvořen železniční dopravní cestou. SŽDC rovněž jako provozovatel dráhy spravuje a provozuje mj. i železniční zastávky a také nástupiště v železničních stanicích (s výjimkou 1. perónů, pokud jsou tyto spojeny s výpravní budovou).

České dráhy jsou však vlastníkem některých nemovitostí, které jsou součástí dráhy nebo s ní souvisí. Jedná se především o nemovitosti v areálech železničních stanic (nádražní budovy, provozní budovy, pozemky) a případně také o pozemky pod širokou tratí.

Proces liberalizace drážní dopravy v České republice započal již v letech 2008 až 2011, kdy byly postupně činnosti spojené se zajišťováním provozování dráhy celostátní a drah regionálních ve vlastnictví státu převedeny na SŽDC. V rámci tohoto převodu byl na SŽDC přesunut jak vybraný nemovitý a movitý majetek, tak i s těmito činnostmi spojení zaměstnanci. K převodu nádražních budov, provozních budov a některých pozemků však nedošlo.

Převodem železničních stanic na SŽDC by mělo dojít k naplnění požadavků státní politiky liberalizovaného systému české železnice. Tyto požadavky zahrnují zejména následující zásady:

1. Služby železničních stanic budou poskytovány cestujícím a všem oprávněným dopravcům na tržním a nediskriminačním základě.
2. Železniční stanice a zastávky budou spravovány jednotně. Výjimkou mohou být dopravní, které jsou mimo rámec ekonomické rentability a které mohou být (za předem stanovených podmínek zajišťujících zájmy železničního provozu) převedeny do správy a užívání municipalitám, popř. i externím společnostem.
3. Provoz železničních stanic bude financován ze tří zdrojů:
 - a. Komerční výnosy (nájemné);
 - b. Staniční poplatky (stanovená platba dopravců za využití služeb stanice ve veřejně přístupných prostorách);
 - c. Veřejné prostředky (příspěvek na provozuschopnost);
4. Počet železničních stanic bude redukován, a to na základě vyhodnocení ekonomické rentability celého systému. Pro nerentabilní stanice bude hledán alternativní vlastník nebo budou převedeny do režimu zastávky;
5. Investice do staveb železničních stanic budou financovány prostřednictvím Státního fondu dopravní infrastruktury (dále také „SFDI“) jako nedílná součást železniční infrastruktury, popř. s využitím strukturálních fondů Evropské Unie.

¹ Převod nádraží z majetku ČD, a.s. do majetku státu s právem hospodařit pro SŽDC, s.o., dokument dostupný na stránkách Ministerstva dopravy České republiky

² Zákon č. 77/2002 Sb., o akciové společnosti České dráhy, státní organizaci Správa železniční dopravní cesty a o změně zákona č. 266/1994 Sb., o dráhách, ve znění pozdějších předpisů, a zákona č. 77/1997 Sb., o státním podniku, ve znění pozdějších předpisů

2.2 Popis jednotlivých položek převáděné Části závodu

Předmět ocenění představuje Část závodu tvořená nemovitým majetkem, movitým majetkem, položkami pracovního kapitálu a zaměstnanci zabývajícími se správou tohoto majetku, příp. zaměstnanci, kteří v ČD vykonávají činnosti obsluhy nádraží (např. provoz veřejně přístupných prostor, úklid). Veškerý tento majetek, dluhy i zaměstnanci byli vyčleněni do organizační složky „Železniční stanice“, která bude jako celek převedena do majetku státu s právem hospodařit pro SŽDC.

Nejvýznamnější položku Části závodu představuje část tvořená dlouhodobým nemovitým a movitým majetkem. Ten byl pro účely ocenění rozdělen na následující skupiny:

- Budovy vč. příslušenství
- Pozemky
- Movité věci a soubory movitých věcí
- Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek
- Ocenitelná práva

Následující tabulka shrnuje jednotlivé položky aktiv Části závodu k Datu ocenění.

Tabulka 1: Aktiva Části závodu k Datu ocenění

AKTIVA	tis. Kč
AKTIVA celkem	3 582 791
Dlouhodobý majetek	3 482 730
Dlouhodobý nehmotný majetek	375
Ocenitelná práva	375
Dlouhodobý hmotný majetek	3 482 355
Pozemky	300 553
Stavby	3 104 232
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	58 663
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	146
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	18 761
Dlouhodobý finanční majetek	0
Oběžná aktiva	100 030
Zásoby	594
Materiál	594
Dlouhodobé pohledávky	0
Krátkodobé pohledávky	99 369
Pohledávky z obchodních vztahů	24 972
Krátkodobé poskytnuté zálohy	32 081
Dohadné účty aktivní	26 238
Jiné pohledávky	16 078
Krátkodobý finanční majetek	67
Peníze	67
Časové rozlišení	31
Náklady příštích období	31

Zdroj: Zadavatel

Budovy, které jsou předmětem převodu, představují nádražní nemovitosti v rámci nádraží v České republice. Z pohledu lokality je portfolio převáděných budov diverzifikované (od regionálně významných měst po malé obce). Celkový počet budov určených k převodu činí 1 574 s účetní zůstatkovou hodnotou ve výši 3 104 232 tis. Kč, hodnota zahrnuje rovněž příslušenství budov, které není v rozvaze vykazováno zvlášť. Budovy lze rozdělit na nádražní budovy (určené pro poskytování služeb cestujícím) a ostatní provozní budovy. Nádražní budovy slouží primárně k odbavení cestujících a k zajištění dopravní obslužnosti a k provozu dráhy. Kategorie provozních budov zahrnuje nemovitosti, které jsou mimo jiné určeny k zajištění podpůrných činností na dráze. Jedná se zejména o sklady, garáže, dílny, administrativní budovy aj. Obě kategorie budov jsou v převážné míře zděné s konstrukčně materiálovou charakteristikou dle ÚRS „Budovy pro dopravu a spoje, zděné z cihel, tvárníc, bloků“.

Převáděné pozemky představují pozemky pod převáděnými budovami a další vybrané pozemky v rámci jednotlivých nádraží. Z celkové výměry pozemkových parcel ČD je k převodu určeno 1 390 289 m². Celkový

počet převáděných parcel pak činí 3 175. Parcely určené k převodu jsou v katastru nemovitostí definovány zejména jako zastavěná plocha a nádvoří, ostatní plocha a trvalý travní porost. Účetní zůstatková hodnota pozemků je dle rozvahy Části závodu k Datu ocenění 300 553 tis. Kč. V případech, kdy je převáděna pouze část jedné pozemkové parcely, je její účetní zůstatková hodnota stanovena poměr převáděné plochy na celkové ploše parcely.

Samostatné movité věci a soubory movitých věcí a jiný dlouhodobý majetek, jež budou předmětem převodu, představují stroje a inventář, dopravní prostředky, datové sítě atp. Zůstatková hodnota tohoto majetku činí 58 809 tis. Kč. Účetní zůstatková hodnota samostatných movitých věcí a souboru movitých věcí je dle rozvahy Části závodu k Datu ocenění 58 663 tis. Kč a účetní zůstatková hodnota jiného dlouhodobého majetku k Datu ocenění činí 146 tis. Kč.

Nedokončený hmotný majetek je dle informací poskytnutých zadavatelem tvořen zejména studiemi souvisejícími s plánovanými opravami a rekonstrukcemi nádražních budov (architektonické studie, studie proveditelnosti aj.) případně dokumentací týkající se zateplování budov. Účetní zůstatková hodnota nedokončeného hmotného majetku je dle rozvahy Části závodu k Datu ocenění 18 761 tis. Kč.

Součástí převáděné části závodu budou rovněž ocenitelná práva tvořená SAP licencemi. Účetní zůstatková hodnota ocenitelných práv jde dle rozvahy Části závodu k Datu ocenění 375 tis. Kč.

Následující tabulka shrnuje jednotlivé položky pasiv Části závodu k Datu ocenění.

Tabulka 2: Pasiva Části závodu k Datu ocenění

PASIVA	tis. Kč
PASIVA celkem	3 582 791
Vlastní kapitál	3 451 652
Základní kapitál	3 451 652
Základní kapitál	3 451 652
Kapitálové fondy	0
Cizí zdroje	127 860
Rezervy	0
Dlouhodobé závazky	0
Krátkodobé závazky	127 860
Závazky z obchodních vztahů	59 612
Závazky k zaměstnancům	7 017
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	3 989
Stát-daňové závazky a dotace	1 035
Krátkodobé přijaté zálohy	49 160
Dohadné účty pasivní	7 033
Jiné závazky	14
Časové rozlišení	3 279
Výnosy přístích období	3 279

Zdroj: Zadavatel

- Pracovní kapitál představuje rozdíl mezi hodnotou oběžných aktiv a krátkodobých pasiv. Oběžná aktiva, jejichž hodnota k Datu ocenění činila 100 030 tis. Kč, tvořila k Datu ocenění přibližně 3 % celkové bilanční sumy Části závodu. Dominantní položku oběžných aktiv představují krátkodobé pohledávky v celkové výši cca 99 369 tis. Kč (99 % z celkové účetní hodnoty oběžných aktiv). Tyto pohledávky jsou tvořeny zejména krátkodobými poskytnutými zálohami, dohadnými účty aktivními, pohledávkami z obchodních vztahů a jinými pohledávkami. Krátkodobé pohledávky tedy představují pohledávky z nájemného, případně krátkodobě poskytnuté zálohy na služby. Nevýznamnou položkou oběžných aktiv je položka zásob v účetní hodnotě ve výši 594 tis. Kč.
- Krátkodobé závazky činily k Datu ocenění 127 860 tis. Kč. Tyto cizí zdroje byly výhradně tvořeny krátkodobými závazky a to zejména závazky z obchodních vztahů, krátkodobými přijatými zálohami, dohadnými účty pasivními, závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění a jinými závazky. Krátkodobé závazky tedy představují např. závazky z titulu odběru služeb a energií.

Oceňovaná Část závodu operuje se záporným pracovním kapitálem, což je způsobeno charakterem a povahou podnikání v realitním sektoru. Hodnota pracovního kapitálu k Datu ocenění činí -28 491 tis. Kč.

Součástí prodeje Části závodu je rovněž převzetí vyškolených a zkušených zaměstnanců. Pokud by tomu tak nebylo, bylo by nutné vynaložit podstatné náklady na získání, výběr a vyškolení lidí se srovnatelnými dovednostmi a zkušenostmi, kteří by nahradili tyto zaměstnance. Celkový počet převáděných zaměstnanců činí 316 lidí. Z celkového počtu bude převáděno 49 zaměstnanců dělnických profesí a 267 administrativních zaměstnanců.

3 Popis podnikatelského prostředí

3.1 Makroekonomický rámec

3.1.1 Vývoj hrubého domácího produktu

V únoru 2015 zveřejnila Česká národní banka novou prognózu vývoje hrubého domácího produktu (dále také „HDP“), ve které očekává meziroční růst reálného HDP ve výši 2,6 % v roce 2015 a následně 3,0 % v roce 2016. Economist Intelligence Unit (dále také „EIU“) očekává pro Českou republiku téměř shodně růst HDP ve výši 2,9 % v roce 2015 a 2,7 % v roce 2016. Prognóza EIU předpokládá ve střednědobém horizontu (do roku 2019) udržení meziročního tempa růstu na úrovni 2,6–2,8 %.

Tabulka 3: Vývoj a predikce růstu reálného HDP

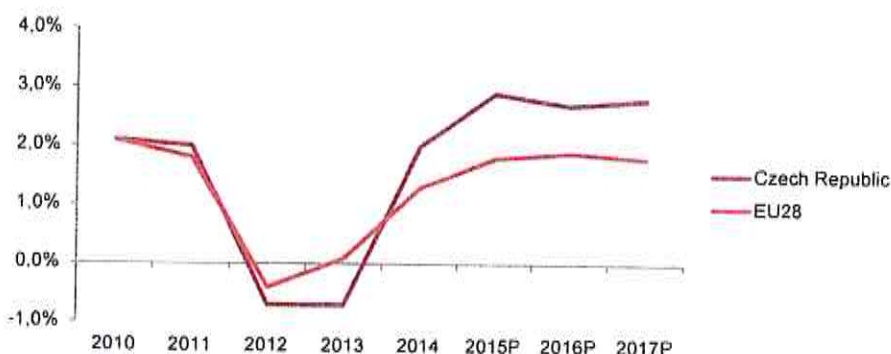
HDP	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Czech Republic	2,1%	2,0%	-0,7%	-0,7%	2,0%	2,9%	2,7%	2,8%	2,6%	2,6%
EU28	2,1%	1,8%	-0,4%	0,1%	1,3%	1,8%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
World	3,9%	2,6%	2,1%	2,2%	2,3%	2,7%	2,8%	2,8%	2,9%	2,5%

Zdroj: Economist Intelligence Unit, Pozn: P - predikce

V dubnu 2014 zveřejnilo Ministerstvo financí České republiky (dále také „MFČR“) revizi odhadu vývoje hrubého domácího produktu, ve kterém očekává růst HDP o 2,7 % v roce 2015 a o 2,5 % v roce 2016.

Růst reálného HDP EU by měl být nižší než růst reálného HDP ČR. Ekonomika České republiky by tedy měla v nejbližších letech v rámci Evropské unie patřit k nadprůměrně rostoucím. Jako celek by však EU měla udržena dlouhodobý ekonomický růst na úrovni okolo 2,0 %. Globální ekonomický výhled České národní banky z března 2015 předpokládá, že ekonomický růst Eurozóny bude tažen zejména vývojem ceny ropy, uvolněnou politikou ECB a oslabeným kurzem eura. Prognóza České národní banky (dále také „ČNB“) dále poukazuje na výrazný růst maloobchodních tržeb odrážející zlepšující se důvěru domácností v ekonomickou situaci.

Graf 1: Historický vývoj a očekávaný růst reálného HDP



Zdroj: EIU, Pozn: P - predikce

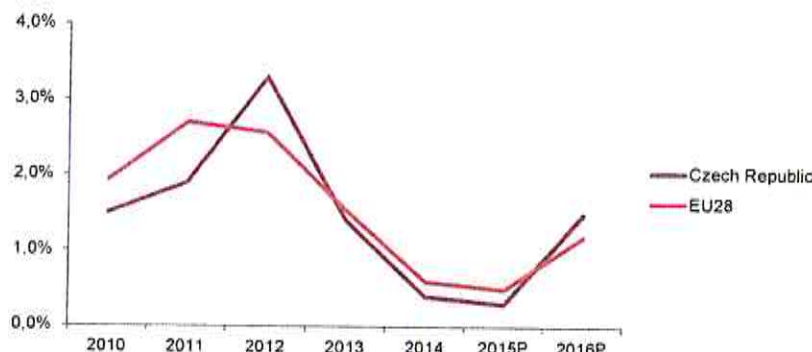
3.1.2 Míra inflace

Míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku vyjadřuje procentní změnu cenové hladiny ve vykazovaném měsíci daného roku v porovnání ke stejnému měsíci předchozího roku. Jedná se tedy o dosaženou cenovou úroveň, která vylučuje sezónní vlivy tím, že se porovnávají vždy stejná období.

Odhad míry inflace MFČR pro rok 2015 dosahuje 0,3 %. V případě EU28 by dle EIU míra inflace měla v 2015 dosahovat 0,5 %.

Počínaje lednem 2010 až do případného vstupu České republiky do Eurozóny je inflační cíl České Národní Banky na úrovni 2,0 % (měřeno celkovou inflací). Stejně jako doposud se ČNB zavázala, že bude usilovat o udržení skutečné inflace v koridoru jednoho procentního bodu na obě strany od inflačního cíle.

Graf 2: Vývoj a predikce inflace

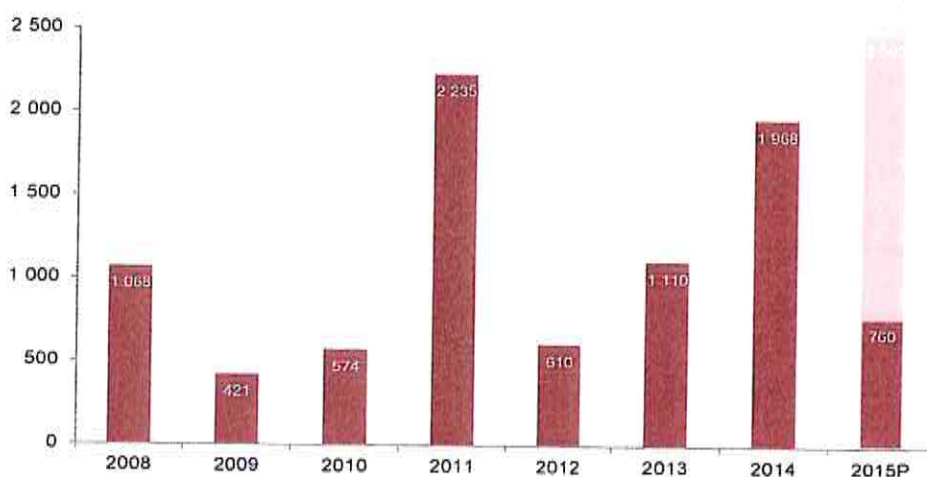


Zdroj: EIU, MFČR, Pozn: P – predikce

3.2 Popis realitního trhu v České republice

Od roku 2009, kdy trh zasáhla ekonomická krize, vzrůstá aktivita investorů i objem investic na realitním trhu v České republice. První pololetí roku 2014 navázalo na předešlé trendy a množství kapitálu na českém realitním trhu slibuje nárůst objemu investic i v následujícím období. Vysoká poptávka se projevila na množství a objemu transakcí, které jen po čtvrté v historii za první pololetí překonaly hranici 650 milionů euro. Vzhledem k velkému množství transakcí ve fázi nabídky případně další fázi jednání lze očekávat, že investiční aktivita v roce 2015 dosáhne úrovně hodnot roku 2011.

Graf 3: Objem realitních investic v ČR (v mil. EUR)



Zdroj: Colliers, Pozn: P – predikce

Vysoký objem dostupného kapitálu na trhu však nepříznivě působí na výši výnosů (z angl. yield), které se pravděpodobně budou nadále snižovat. Míra výnosů z nejlepších nemovitostí činila 6,00% v případě kancelářských prostor. Výnosnost z průmyslových prostor klesla oproti předchozímu období na úroveň 7,00%. Přehled výnosů nemovitostí v nejlepších lokacích je uveden v následující tabulce.

Tabulka 4: Výnosy z nejlepších nemovitostí v roce 2014

	Typ	Výnos
Kanceláře		6,00%
Retail		6,00%
Průmyslové prostory		7,00%

Zdroj: Colliers

3.2.1 Trh kancelářských prostor

Nabídka kancelářských prostor v České republice neustále roste, což má za následek zvyšování míry neobsazenosti a snižování cen nájmu, který následně vede k vyššímu tlaku nájemníků na opětovné přejednání nájemních smluv. Dle společnosti CB Richard Ellis činila průměrná neobsazenost kancelářských prostor v Praze v 1. čtvrtletí 2015 přibližně 15,9 %. Vzhledem k tomu, že poptávka je tažena převážně přemístěním stávajících nájemců do kvalitnějších a modernějších projektů lze očekávat, že míra neobsazenosti poroste zejména v méně lukrativních a méně kvalitních projektech.

Průměrné dosahované nájemné prostor v budovách nejvyšší kvality v centru Prahy zůstalo stabilní v rozmezí 18,5–19,5 EUR/m²/měsíc. Ve vnitřním městě zůstaly nájemné stabilní, a to na úrovni 15,0–16,0 EUR/m²/měsíc na Pankráci, nebo 15,0–17,0 EUR/m²/měsíc na Smíchově a 15,0–16,5 EUR/m²/měsíc v Karlíně-Florenci. Ve vnějším městě se nájemné kancelářských prostor pohybovaly na úrovni 13,0–14,5 EUR/m²/měsíc. Nájemné prostor nejvyšší kvality v Brně činilo 12,5 EUR/m²/měsíc a v Ostravě 11,5 EUR/m²/měsíc.

3.2.2 Trh maloobchodních prostor

Na území České republiky je v současné době ve výstavbě více než 38 900 m² maloobchodních ploch, a to zejména obchodní centra a retailové parky. Hustota nákupních center v ČR dosahuje přibližně 240 m² na 1 000 obyvatel, což se blíží k průměru zemí západní Evropy. Největší hustota nákupních center je v rámci ČR v Teplicích (1 440 m² na tis. obyvatel) a v Liberci (1 400 m² na tis. obyvatel).

Průměrné dosahované nájemné v nejlepších nákupních centrech Prahy v 1. čtvrtletí 2015 stoupl na úroveň 105 EUR/m²/měsíc a v ostatních regionech ČR na úrovni 55 EUR/m²/měsíc. U prvotřídních obchodních ulic v Praze je nájemné na úrovni 190 EUR/m²/měsíc a mimo Prahu se pohybovalo okolo hodnoty 70 EUR/m²/měsíc. Omezená nabídka v kombinaci se současnou poptávkou však může v budoucnosti vést k nárůstu nájemného.

3.2.3 Trh průmyslových prostor

Na konci 1. čtvrtletí 2015 bylo v ČR 5 145 tis. m² skladových a průmyslových ploch nejvyšší kvality určených k pronájmu. Největší dílčí trh je Praha a její okolí, kde se současně nachází i nejvyšší objem výstavby nových objektů.

Míra neobsazenosti průmyslových a skladových prostor se meziročně snížila na současných 7,8 %. Hrubá realizovaná poptávka dosáhla v 1. čtvrtletí 238 tis. m², což představuje 13 % pokles objemu oproti stejnému období minulého roku. Čistá realizovaná poptávka ovšem zaznamenala meziročně nárůst, a to o 39 %. Čisté realizované poptávce dominoval výrobní sektor spolu s logistickými společnostmi.

Průměrné nominální nájemné za nejkvalitnější prostory v Praze činilo 3,80–4,25 EUR/m²/měsíc a v Brně 3,90–4,25 EUR/m²/měsíc. Za vyšší nájemné se pronajímaly projekty stavěné na míru v lokalitách s nižší konkurencí.

3.3 Závěry pro ocenění Části závodu

Vzhledem k povaze podnikatelských aktivit Části závodu lze konstatovat, že její budoucí výkonnost bude determinována zejména vývojem ekonomiky EU a České republiky, která do velké míry ovlivňuje situaci a rozhodování nájemníků kancelářských i maloobchodních prostor na reálných trzích a hospodařením státu a krajů, které financují zajišťování dopravní obslužnosti obyvatelstva.

Díky aktuálním trendům na trhu a pozitivním vyhlídkám pro Českou republiku můžeme v budoucnosti očekávat zdravou poptávku po kancelářských i maloobchodních prostorech nejvyšší kvality, a to zejména v centru měst. Část závodu může proto předpokládat zvýšený zájem nájemníků z vnějších částí města a jejich potenciální zájem o přesun do center měst, kde se zpravidla nádražní budovy nacházejí. Zvyšující se nabídka kancelářských prostor a negativní pohyby cen nájmu však budou mít za následek tlak na výnosnost plánovaného projektu. Nicméně je potřeba zmínit, že část očekávaných příjmů Části závodu bude vystavena nižšímu riziku z důvodu veřejného zájmu státu na zajištění dopravní obslužnosti obyvatelstva (příjmy z veřejně přístupných prostor) a rovněž příjmy z komerčních prostor obsazených ČD a SŽDC lze z hlediska nejistoty budoucích projekcí považovat za nízkorizikové.

Na druhou stranu je potřeba zmínit, že nemovitosti Části závodu jsou rozmístěny po celé České republice a nacházejí se jak v krajských, okresních a regionálně významných městech, tak i v obcích, ve kterých investoři do realit budou požadovat větší výnos výměnou za větší riziko obsazení daných prostor. Předpokládáme, že efekt vyššího požadovaného výnosu částečně převáží nižší riziko z důvodu zajištění dopravní obslužnosti a toto riziko bude nutné zohlednit pomocí rizikové přirážky k diskontní míře použité v oceňovacím modelu výnosového přístupu.

POSUDEK

4 Metodika ocenění

4.1 Popis základních oceňovacích metod

Pro účely oceňování se běžně zvažují a používají níže popsané oceňovací přístupy:

- **Výnosový přístup** – je založen na principu očekávání. Tento přístup anticipuje hodnotu budoucích hotovostních toků, které budou daná aktiva generovat po dobu své životnosti. Nejvíce používanou metodou v rámci tohoto přístupu je metoda diskontovaných peněžních toků (metoda DCF³). Při aplikaci této metody se postupuje v několika krocích. Nejdříve se provede projekce hotovostních toků, které budou daná aktiva generovat, což zahrnuje analýzu finančního plánu členěného na provozní výnosy a náklady, analýzu investičních výdajů a odpisů a analýzy požadavků na pracovní kapitál. Druhý krok zahrnuje přepočtení čistých hotovostních toků na jejich současnou hodnotu. Tento postup používá diskontní míru, která zohledňuje časovou hodnotu peněz a riziko spojené s danými toky. Hodnota je dána součtem současné hodnoty budoucích hotovostních toků a současné hodnoty pokračující hodnoty.
- **Přístup založený na tržním srovnání** – je oceňovací technika, při níž je hodnota odhadována na základě tržních cen nedávných transakcí a kupních cen srovnatelných aktiv, pokud jsou dostupné ke dni provedení ocenění. Přístup v zásadě srovnává a staví do souvislosti předmětná aktiva s jinými podobnými aktivy. Při tomto přístupu se analyzují srovnatelná aktiva. Zároveň musí být tato aktiva obchodována na likvidním trhu nebo musí být známy údaje o transparentní transakci s těmito aktivy. Poté jsou odhadnuty cenové násobitele, které jsou napojeny na finanční, provozní nebo technické ukazatele analyzovaných aktiv. Tyto násobitelé se pak upravují s cílem zajistit jejich srovnatelnost a aplikují na oceňované aktivum.
- **Přístup založený na ocenění aktiv** – (nákladová metoda, substanční metoda, majetková metoda) je oceňovací technika, která využívá koncept reprodukce jako indikátoru tržní hodnoty. Přístup je založen na principu substituce. Uvážlivý investor nezaplatí za daná aktiva více než částku nezbytnou k reprodukci aktiv. Nová reprodukční hodnota proto představuje nejvyšší částku, kterou by uvážlivý investor za aktiva zaplatil. Pokud aktiva, která jsou předmětem ocenění, poskytují nižší užitek než nová aktiva, je hodnota těchto aktiv nižší než nová reprodukční hodnota. Odhadovaná nová reprodukční hodnota je poté upravena o ztráty hodnoty díky fyzickému opotřebení, funkčnímu, nebo ekonomickému zastarávání. Další alternativou k přístupu substanční metodou na principu reprodukčních cen je také metoda účetní hodnoty na principu historických cen.

4.2 Zvolený přístup

V Ocenění jsme jako primární použili výnosový přístup reprezentovaný metodou diskontovaných peněžních toků. Hlavním důvodem je existence finančního plánu, na kterém je možno vystavět oceňovací model a výchozí předpoklad „going-concern“, tedy nepřetržitého fungování Části závodu.

Přestože se převod majetku plánuje mezi ČD a SŽDC, plán připravený ČD je založen na obecné komerční bázi, tj. může být zrealizován jakýmkoliv nezávislým privátním investorem, podnikajícím v oblasti správy a pronájmu objektů, které jsou součástí železničních stanic. Tento oceňovací přístup nejlépe reflektuje budoucí změny a potenciál Části závodu, zejména zavedení poplatků za veřejně přístupné prostory a narovnání výše některých nájmů na tržní úroveň.

Jako podpůrný přístup jsme aplikovali přístup založený na ocenění aktiv. Jedná se o majetkový přístup s využitím metody nákladů na náhradu aktiv za nová po zohlednění zastaralosti (nákladová metoda) v případě budov a metody nepřímého srovnání v případě pozemků. Tyto metody byly zvoleny jako podpůrné, neboť

³ Z angl. Discounted Cash flow Method

nejsou schopny zcela postihnout specifika budoucího ekonomického vývoje Části závodu a nezohledňují požadovaný výnos soukromého investora. Názorně však ukazují, kolik by musel soukromý investor zainvestovat v případě, že by bylo nutné vybudovat pro požadovanou dopravní infrastrukturu na železnici nádražní budovy „na zelené louce“.

Cílem použití více metod pro jedno ocenění je získání hodnoty, která je podpořena více nezávislými metodami.

5 Ocenění – výnosový přístup

5.1 Použitá metodika

Výnosový přístup reprezentovaný metodou DCF vyjadřuje tržní hodnotu závodu na základě současné hodnoty očekávaných peněžních toků, které bude podnik generovat v budoucnu. Tyto peněžní toky jsou diskontovány diskontní mírou (náklady kapitálu), která odráží časovou hodnotu peněz a rizika související s generováním tohoto peněžního toku.

Metoda DCF ve variantě entity (hodnota závodu pro všechny poskytovatele kapitálu) se aplikuje v následujících klíčových krocích:

- Odhad budoucího peněžního toku za zvolené projektované období;
- Diskontování tohoto peněžního toku na současnou hodnotu požadovanou mírou návratnosti, která zohledňuje riziko jeho dosažení a časovou hodnotu peněz;
- Odhad pokračující hodnoty po uplynutí projektovaného období (terminální období);
- Součet diskontované pokračující hodnoty s hodnotou diskontovaného peněžního toku za projektované období pak vyjadřuje tržní hodnotu závodu.

Výsledek ocenění stanovený metodou DCF entity je tedy hodnota závodu náležící všem poskytovatelům kapitálu. Hodnota Části závodu byla následně upravena o čistou současnou hodnotu daňového štítu za období od 1. května 2020 dále, čímž byla získána celková hodnota investovaného kapitálu. Hodnota vlastního kapitálu závodu, je pak odvozena jako rozdíl mezi celkovou hodnotou investovaného kapitálu a celkovou výší úročených dluhů (dluhového financování). Vzhledem ke skutečnosti, že Část závodu nedisponuje dluhovým financováním, potřeba provedení dalších úprav odpadá.

V této souvislosti je potřeba rovněž zmínit, že jsme neprovedli žádná šetření týkající se možných ekologických škod a závazků vyplývajících z těchto případných škod. Dále nebyla provedena analýza možných právních závazků, např. v podobě věcných břemen. Na základě diskuzí se Zadavatelem jsme vyrozuměli, že stávající věcná břemena nemají materiální dopad na hodnotu Části závodu. Rovněž nebyla provedena analýza převoditelnosti, nebo prodejnosti železničních stanic, které byly v minulosti předmětem dotací z fondů Evropské Unie, nebo státního rozpočtu České republiky. Tuto problematiku považujeme za právní otázku.

5.2 Klíčové předpoklady

Základním východiskem Ocenění byl Plán připravený Zadavatelem na období od 1. května 2015 do 30. dubna 2020 (peněžní toky jsou rozděleny do ročních period začínajících 1. května každého roku) a nejsou tak totožné s kalendářním rokem. Plán byl vypracován Zadavatelem. Na základě diskuzí se Zadavatelem jsme vyrozuměli, že Plán byl konzultován s Ministerstvem dopravy České republiky a Evropskou komisí, která ho považuje za reálný. Výsledná hodnota Části závodu založená na Plánu, tak odpovídá podle zástupců Evropské komise ceně, kterou by byl ochoten za tento majetek zaplatit investor v podmínkách tržních ekonomiky.⁴ PwC nenese žádnou zodpovědnost za případné nedosažení Plánu.

Plán jsme následně upravili tak, aby odpovídal požadavkům metodiky kalkulace volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (dále také „FCFF“). Součástí těchto úprav je zejména odvození daně na základě ukazatele zisku před zdaněním a úroky (dále také „EBIT“) – se zohledněním dopadu daňového štítu z odpisů.

⁴ z angl. market economy investor

Tabulka 5: Odhad budoucích peněžních toků

	1.5.2015- 30.4.2016	1.5.2016- 30.4.2017	1.5.2017- 30.4.2018	1.5.2018- 30.4.2019	1.5.2019- 30.4.2020	Terminální období
	Plán	Plán	Plán	Plán	Plán	
Komerční plochy-nájem vč bytu	237 056	246 897	251 835	256 872	262 010	
Nájem-plochy užívané ČD	80 731	122 909	125 368	127 875	130 432	
Nájem-plochy užívané SŽDC	79 794	81 390	83 018	84 678	86 372	
VPP-SP	134 130	270 941	273 811	276 664	279 649	
Tržby celkem	531 711	722 138	734 032	746 090	758 462	
Energie	(103 275)	(105 341)	(107 447)	(109 596)	(111 788)	
Opravy	(103 703)	(104 740)	(105 787)	(106 845)	(107 914)	
Zaměstnanci (RSM+OD+GR+OSTúct.)	(153 262)	(151 730)	(150 212)	(148 710)	(147 223)	
Služby	(159 153)	(162 336)	(165 583)	(168 895)	(172 273)	
Náklady celkem	(519 394)	(524 147)	(529 030)	(534 047)	(539 198)	
EBITDA	12 317	197 992	205 002	212 043	219 265	223 650
EBITDA marže	2,3%	27,4%	27,9%	28,4%	28,9%	
Odpis (daňový)	(181 800)	(176 988)	(172 060)	(166 882)	(161 748)	
EBIT	(169 483)	21 004	32 941	45 161	57 517	223 650
EBIT marže	-31,9%	2,9%	4,5%	6,1%	7,6%	
Daň	-	(3 991)	(6 259)	(8 581)	(10 928)	(42 493)
NOPAT	(169 483)	17 013	26 682	36 581	46 588	181 156
Odpisy	181 800	176 988	172 060	166 882	161 748	
CAPEX celkem		(205 000)	(315 000)	(440 000)	(550 000)	
Přeučtování CAPEXu - dotace		205 000	315 000	440 000	550 000	
CAPEX (dopad do FCFF)		-	-	-	-	
Investice do čistého pracovního kapitálu	(16 521)	(17 902)	300	319	313	(100)
FCFF	(4 203)	176 099	199 043	203 781	208 649	181 056

Zdroj: Zadavatel, úpravy PwC

Tržby Části závodu v prvním roce finančního plánu (od 1. května 2015 do 30. dubna 2020) jsou výrazně ovlivněny řadou negativních faktorů:

- Současné nájemné placené ČD je dle informací od Zadavatele, přibližně trojnásobně nižší v porovnání s nájemným hrazeným SŽDC. Odstranění této diskrepance je plánováno od 1. listopadu 2015, tedy v průběhu první periody finančního plánu.
- Zavedení poplatků z titulu VPP není v současné době vybíráno. Zavedení poplatků z titulu VPP je plánováno v průběhu první periody plánu a to od 1. listopadu 2015.

Zisk na úrovni EBIT (tj. zisk před zdaněním a úroky) jsme upravili o daň kalkulovanou v souladu s metodou DCF entity (daň kalkulována z ukazatele EBIT). Sazbu daně pro období finančního plánu jsme stanovili na úrovni statutární sazby daně právnických osob ve výši 19 %. Pro účely ocenění nám byl poskytnut plán daňových odpisů dle jednotlivých kalendářních roků. Tyto odpisy bylo následně upravit tak, aby reflektovaly roční periody projektovaného období Plánu použité pro Ocenění.

Výpočet volných peněžních toků předpokládá uplatnění daňové ztráty z první periody Plánu. Tato ztráta bude plně uplatněna v periodách od 1. května 2016 do 30. dubna 2020. Čistá současná hodnota uplatněné daňové ztráty byla k hodnotě části závodu připočtena jako neprovozní aktivum.

V průběhu první periody plánu, tj. od 1. listopadu 2015, se očekává inkaso výnosů z veřejně přístupných prostor. Z těchto výnosů vzniknou dodatečné krátkodobé pohledávky, které budou mít vliv na výši potřebného pracovního kapitálu. Navýšení potřeby pracovního kapitálu z titulu navýšení pohledávek z obchodního styku Části závodu má za následek významnou investici do pracovního kapitálu ve výši 16 521 tis. Kč v první periodě projektovaného období a tím i negativní vliv na výslednou hodnotu Části závodu. Ve druhé periodě plánu je vývoj pracovního kapitálu rovněž negativně ovlivněn skokovým růstem výnosů z pronájmu, investice do pracovního kapitálu v této periodě činí 17 902 tis. Kč. V následujících letech Plánu již nejsou předpokládány žádané skokové změny výnosů s významným dopadem na výši pracovního kapitálu.

5.3 Předpoklady Plánu

5.3.1 Shrnutí základních předpokladů

Plán Části závodu je založen na následujících základních předpokladech:

Plán je sestaven na komerční bázi – předpokládá nezávislou komerční společnost, soukromého investora, podnikající na regulovaném trhu železničních nemovitostí. Zásady hlavních oblastí plánu jsou stručně popsány níže:

- **Pronájem komerčních prostor** – pronajímané plochy jsou rozděleny na plochy určené ke komerčnímu pronájmu a plochy určené pro provoz dráhy (obojí pronajímáno na tržní bázi).
- **Veřejně přístupné prostory** – vychází ze směrnice Evropské Unie 34/2012/EU, která předpokládá, že poplatek za přístup po železnici nesmí přesáhnout náklady na jejich poskytnutí včetně přiměřeného zisku.
- **Investiční náklady (CAPEX)** – Investiční náklady na rekonstrukce a modernizace komerčních prostor jsou v současnosti hrazeny komerčními nájemníky, kteří si tyto náklady mohou odepisovat, a tento předpoklad je v Plánu zachován. Investiční náklady na rekonstrukce a modernizace prostor nutných k zajištění provozu dráhy, tzv. veřejně přístupných prostor jsou v Plánu kryty z prostředků SFDI, bez dopadu na tvorbu peněžních toků Části závodu.

5.3.2 Výnosy

Výnosy z pronájmu

Více než polovinu celkových výnosů tvoří výnosy z pronájmu prostor v rámci výpravních a provozních budov. Výnosy z pronájmu těchto prostor jsou pro potřeby Plánu členěny následovně:

- Komerční plochy včetně bytů
- Provozní prostory ČD
- Provozní prostory SŽDC

Výnosy z pronájmu prostor jsou již ČD realizovány a jejich výše je zachycena ve skutečných výnosech roku 2014. U Komerčních prostor včetně bytů a Provozních prostor SŽDC nedochází k žádné skokové změně a Plán předpokládá jejich pravidelné roční navyšování o předpokládanou dlouhodobou výši inflace na úrovni inflačního cíle ČNB. Provozní prostory ČD jsou v současnosti interně pronajímány v rámci ČD za přibližně třetinové nájemné v porovnání s nájemným placeným SŽDC. Z tohoto důvodu lze po převodu Části závodu očekávat požadavek privátního investora na jejich navýšení minimálně na úroveň nájemného placeného SŽDC. Pro účely Ocenění bylo předpokládáno trojnásobné navýšení nájemného s účinností od 1. listopadu 2015. Výše nájemného u jednotlivých prostor a vztah mezi aktuálním a tržním nájemným nebyly ze strany PwC ověřovány.

Výnosy z veřejně přístupných prostor (VPP)

Výnosy z veřejně přístupných prostor představují inkaso z plateb staničních poplatků (tzv. ošlapné). Plán předpokládá konstrukci výnosů na bázi metody cost-plus⁵ s udržení provozní ziskové marže (na úrovni EBIT) na úrovni cca 5 %. Staniční poplatky nejsou v současné době vybírány, nicméně Plán předpokládá jejich zavedení v průběhu první periody Plánu a to od 1. listopadu 2015. Plán předpokládá růst výnosů v explicitně projektovaném období o přibližně 1 % ročně. Nižší růst je dán nízkým růstem nákladů Části závodu (viz. kapitola 5.3.3).

⁵ Metoda náklady + přírůstek

5.3.3 Provozní náklady

Výchozí hodnotou pro vývoj provozních nákladů v projektovaném období Plánu jsou skutečné náklady Části závodu za rok 2014. Provozní náklady byly pro účely Plánu a Ocenění rozčleněny na následující položky:

- **Energie** – tyto náklady zahrnují zejména náklady na teplo, vodu, příp. elektrickou energii mimo pronajatých prostor.
- **Opravy** – tyto náklady zahrnují opravné a udržovací práce, včetně materiálu. Plán předpokládá růst nákladů na opravy ve výši 1 % ročně. Nižší růst je předpokládán zejména očekávaným zvýšeným cenovým tlakem na dodavatele v důsledku konkurence a vlastníkem, pro kterého bude správa nemovitostí hlavním podnikatelským záměrem.
- **Zaměstnanci** – tyto náklady představují personální náklady na zaměstnance převáděné Části závodu. Plán předpokládá postupné snižování personálních nákladů o 1 % ročně z důvodů stabilizace této části závodu a postupného zvyšování produktivity práce. Na jedné straně se budou sice zvyšovat mzdy, na druhé straně se však předpokládá optimalizace počtu zaměstnanců, která se stabilizuje v průběhu projektovaného období. Po projektovaném období již bude počet zaměstnanců konstantní.
- **Služby** – tyto náklady představují dodavatelské výkony charakteru služeb (revize, prohlídky komínů, úklid atp.). Nejedná se o služby spojené s nájmem (jako např. energie). Kategorie služeb rovněž zahrnuje očekávané náklady na údržbu SAP software ve výši 500 tis. Kč ročně.

U většiny nákladových položek (pokud není uvedeno jinak) je uvažován růst na úrovni inflačního cíle České Národní banky ve výši 2 % ročně.

5.3.4 Investice do čistého pracovního kapitálu

Současný stav

Zadavatel nám poskytl aktuální rozvahu převáděné Části závodu k Datu ocenění, tj. k datu 30. dubna 2015. Rozvahu jsme použili pro kvantifikaci čistého pracovního kapitálu jako rozdílu krátkodobých pohledávek a krátkodobých závazků. Z naší analýzy vyplývá, že Část závodu operuje se záporným pracovním kapitálem, což je způsobeno charakterem a povahou podnikání v realitním sektoru.

Změny v pracovním kapitálu v průběhu projektovaného období

Od 1. listopadu 2015, tj. v průběhu první periody Plánu, se očekává inkaso výnosů z veřejně přístupných prostor. Z těchto výnosů vzniknou krátkodobé pohledávky, které budou mít vliv na výši potřebného pracovního kapitálu. Na základě informací poskytnutých Zadavatelem uvažujeme splatnost pohledávek z titulu výnosů z veřejně přístupných prostor v délce 60 dní. Výši takto vypočtených dodatečných pohledávek jsme přičetli v první periodě Plánu k projekci čistého pracovního kapitálu vycházejícího z rozvahy Části závodu k Datu ocenění. Pracovní kapitál v první periodě Plánu je rovněž ovlivněn skokovým navýšením výnosů z pronájmu provozních prostor ČD, jehož zavedení je rovněž plánováno od 1. listopadu 2015.

Ve druhé periodě plánu je vývoj pracovního kapitálu rovněž negativně ovlivněn skokovým růstem výnosům z pronájmu provozních prostor ČD zavedeného 1. listopadu 2015.

V následujících letech, po druhé periodě Plánu, předpokládáme, že vývoj čistého pracovního kapitálu nebude ovlivněn skokovými změnami a bude plně korespondovat s vývojem tržeb Části závodu.

5.3.5 Kapitálové investice

Plánované kapitálové investice byly rozděleny do dvou kategorií, viz rovněž 5.3.1:

1. **Kapitálové investice do budov s veřejně přístupnými prostory** – představují investice do majetku, jehož modernizace a rekonstrukce jsou nutné ve veřejném zájmu k zajištění provozuschopnosti drážní dopravy a zajištění dopravní obslužnosti obyvatelstva. Tato část investic může být kryta

prostřednictvím prostředků SFDI. Pro účely ocenění bylo předpokládáno 100% krytí kapitálových investic prostřednictvím prostředků SFDI.

2. **Investiční výdaje do ostatních prostor** (komerční prostory vč. bytů) – představuje investice do majetku, jehož údržba a opravy nejsou primárně ve veřejném zájmu. Investice v tomto případě nebudou kryty prostřednictvím SFDI, nýbrž jednotlivými nájemníky, kteří si je budou moct v případě potřeby rovněž odepisovat.

Z výše uvedených důvodů je dopad kapitálových investic do finančního modelu neutrální. Výše plánovaných kapitálových investic nebyla ze strany PwC ověřována. Rovněž nebyla provedena analýza možnosti 100% krytí kapitálových investic do budov s veřejně přístupnými prostory, tuto otázku považujeme za právní.

5.3.6 Klíčové předpoklady pro terminální období

Plán předpokládá, že volné peněžní toky se stabilizují během projektovaného období a pátá perioda Plánu (od 1. května 2020) tak představuje stabilizovaný peněžní tok, který je použit pro výpočet terminální hodnoty. Dlouhodobě udržitelný růst tržeb byl stanoven na úrovni dlouhodobého inflačního cíle ČNB ve výši 2 %. V tomto období je již předpokládáno, že všechny položky tržeb budou dosahovat stejného růstu (tzn. včetně VPP).

Vzhledem k předpokladu, že veškeré kapitálové investice budou kryty SFDI a nájemci, nebudou kapitalizovány do majetku Části závodu a tudíž odepisovány. V budoucnosti tedy dojde k úplnému odepsání stávajícího majetku Části závodu. Terminální hodnota představuje období se stabilizovanými peněžními toky. Z tohoto důvodu již nezahrnuje odpisy majetku, který bude v budoucnu odepsán. Čistá současná hodnota daňového štítu odpisů od 1. května 2020 do úplného odepsání stávajícího majetku byla připočtena k hodnotě vlastního kapitálu Části závodu jako neprovozní aktivum.

Pro vlastní výpočet terminální hodnoty byl použit Gordonův růstový model (tzv. perpetuita).

5.3.7 Odvození diskontní míry

Yield model

Základem pro určení diskontní míry bylo použití na trhu pozorovaných yieldů (výnosů), tzv. yield model. Odhad diskontní míry jsme založili na předpokladu, že tržby předmětu ocenění lze rozdělit do tří kategorií, dle druhu tržeb, případně do dvou kategorií dle míry rizika:

1. **Komerční tržby** – tato část představuje tržby z pronájmu komerčních prostor (výpravní budovy, provozní budovy aj.). Pronájem komerčních prostor nezahrnuje tržby z pronájmu ČD a SŽDC. Komerční tržby jsou vystaveny skutečné konkurenci na realitním trhu a je tudíž nutné vzít na vědomí, že portfolio nemovitostí Části závodu zahrnuje rovněž nemovitosti v malých městech a obcích. Soukromý investor tak bude požadovat pro tyto nemovitosti výnos vyšší. Komerční tržby představují v průměru 35,9 % celkových plánovaných tržeb Části závodu. Pro účely výpočtu diskontní míry byl proto jako požadovaný výnos použit prime yield kancelářských prostor⁶ navýšený o rizikovou přírážku ve výši 2 %⁷ a po zdanění upravený o výši očekávané inflace.
2. **Tržby z ČD a SŽDC** – tato část představuje nájemné placené ČD a SŽDC. Nájemné bude poskytováno na komerční bázi (navýšení nájemného placeného ČD v průběhu první periody Plánu), nicméně tyto tržby představují vzhledem k povaze a lokalitě podnikání poměrně jistý příjem s nízkou mírou rizika. Tržby z ČD a SŽDC představují v průměru 28,7 % celkových plánovaných tržeb Části závodu. Pro účely výpočtu diskontní míry byl proto jako požadovaný výnos použit prime yield kancelářský prostor⁸ po zdanění upravený o výši očekávané inflace.
3. **Tržby z veřejně přístupných prostor (VPP)** – tato část představuje tržby za tzv. ošlapné. Tržby z VPP se vyznačují nízkou mírou rizika fluktuace zejména z důvodu veřejného zájmu k zajištění dopravní obslužnosti obyvatelstva. Plán předpokládá zavedení ošlapného od 1. listopadu 2015, tedy v průběhu první periody Plánu. Průměrný podíl VPP tržeb na celkových tržbách činí v projektovaném období

⁶ Studie Cushman&Wakefield pro období 1. čtvrtletí 2015

⁷ Dle prof. Maříka se přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností pohybuje v rozmezí 0 % - 3 %. Metody oceňování podniku (procesy ocenění, základní metody a postupy) – Miloš Mařík a kolektiv, 2007

⁸ Studie Cushman&Wakefield pro období 1. čtvrtletí 2015

35,4 %. Pro účely výpočtu diskontní míry byl proto jako požadovaný výnos použit prime yield kancelářských prostor⁹ po zdanění upravený o výši očekávané inflace.

Pro výslednou hodnotu diskontní míry, která je použita v oceňovacím modelu, jsme hodnoty zjištěné dle ad 1), 2) a 3) výše zvážili v poměru jejich průměrného podílu na celkových průměrných tržbách v projektovaném období (bez tržeb za úhrady nákladů z dotace). Výsledná hodnota diskontní míry z yield modelu tak činí 7,5 % (výpočet viz tabulka níže).

Tabulka 6: Stanovení diskontní míry – Yield model

Tržby v tis. Kč	1.5.2015- 30.4.2016 <i>Plán</i>	1.5.2016- 30.4.2017 <i>Plán</i>	1.5.2017- 30.4.2018 <i>Plán</i>	1.5.2018- 30.4.2019 <i>Plán</i>	1.5.2019- 30.4.2020 <i>Plán</i>	<i>Průměr</i>
Tržby - komerční	237 056	246 897	251 835	256 872	262 010	250 934
Tržby - ČD, SŽDC	160 525	204 300	208 386	212 553	216 804	200 514
Tržby - VPP	134 130	270 941	273 811	276 664	279 649	247 039
Tržby celkem	531 711	722 138	734 032	746 090	758 462	698 487
Tržby - komerční na celkových tržbách (%)	44,6%	34,2%	34,3%	34,4%	34,5%	35,9%
Tržby - ČD, SŽDC na celkových tržbách (%)	30,2%	28,3%	28,4%	28,5%	28,6%	28,7%
Tržby - VPP na celkových tržbách (%)	25,2%	37,5%	37,3%	37,1%	36,9%	35,4%
Tržby celkem (%)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Požadované výnosnosti - komerční prostory	
Yield - prime kanceláře (před zdaněním)	6,0%
Riziková přírážka	2,0%
Yield upravený o rizikovou přírážku (před zdaněním)	8,0%
Yield upravený o rizikovou přírážku (po zdanění)	6,5%
Očekávaná dlouhodobá inflace	2,0%
Požadovaná výnosnost za pronájem volných prostor	8,5%

Požadované výnosnosti - ČD, SŽDC a VPP	
Yield - prime kanceláře (před zdaněním)	6,0%
Riziková přírážka	0,0%
Yield upravený o rizikovou přírážku (před zdaněním)	6,0%
Yield upravený o rizikovou přírážku (po zdanění)	4,9%
Očekávaná dlouhodobá inflace	2,0%
Požadovaná výnosnost za pronájem volných prostor	6,9%

	Výnosnost	Podíl tržeb
Pronájem komerčních prostor	8,5%	35,9%
Pronájem - ČD, SŽDC	6,9%	28,7%
VPP (tržby "ošlapné")	6,9%	35,4%
Vážená výnosnost	7,5%	

Zdroj: analýza PwC

CAPM¹⁰ model

Náklady vlastního kapitálu

Jako sekundární metoda odvození diskontní míry bylo zvoleno určení nákladů vlastního kapitálu prostřednictvím modelu oceňování kapitálových aktiv (dále také „CAPM“). Model CAPM definuje požadovanou míru výnosnosti na určitém trhu, v určitém průmyslovém odvětví, při obvyklém způsobu financování tohoto odvětví a za dalších specifických podmínek.

⁹ Studie Cushman&Wakefield pro období 1. čtvrtletí 2015

¹⁰ Z angl. Capital Assets Pricing Model

Model CAPM je vyjádřen následujícím vztahem:

$$K_E = R_f + \beta \times \text{MRP} + \text{MCP}$$

K_E náklady na vlastní kapitál

R_f bezriziková výnosová míra

β beta faktor, který měří volatilitu společností z určitého odvětví k trhu jako celku

MRP riziková přírážka trhu (z anglického market risk premium)

MCP přírážka za malou velikost společnosti (z anglického micro-cap premium)

Při stanovení odhadované bezrizikové výnosové míry vycházíme z výnosu desetiletých českých státních dluhopisů k Datu ocenění denominovaných v Kč. Bezrizikovou úrokovou míru k Datu ocenění jsme stanovili na základě tržních dat na 0,5 %.

Koeficient beta jsme odhadli na základě srovnatelných společností v rámci odvětví. Při sestavní skupiny srovnatelných společností jsme vzali v úvahu evropské realitní společnosti (tzv. REIT¹¹).

Skutečné beta koeficienty jsou získány na základě stanovení vztahu mezi cenou akcií určitého podniku a tržním indexem (pomocí regresní analýzy). Pro kalkulaci beta koeficientů bylo použito období posledních pěti let nebo, v případě, že pětileté období není k dispozici, nejdelší možné předcházející Datu ocenění. Pro úpravu beta faktorů zohledňující finanční strukturu jsme použili optimální strukturu stanovenou na základě průměrné zadluženosti v odvětví.

Pro určení kapitálové struktury vybraných srovnatelných podniků jsme vycházeli z údajů kapitálového trhu (cena akcií a kapitálová struktura – tržní hodnota vlastního kapitálu, celkové krátkodobé a dlouhodobé bankovní půjčky, hotovost a ekvivalenty hotovosti) získaných z databáze Capital IQ. Pro účely výpočtu nákladů kapitálu jsme použili tzv. upravený beta koeficient, který zohledňuje tendenci koeficientů beta dlouhodobě konvergovat k hodnotě trhu, tj. k jedné. Tuto úpravu používá také agentura Bloomberg. Výstupem této analýzy je výpočet upraveného koeficientu beta.

V dalším kroku jsme předpokládali takovou finanční strukturu Části závodu, kterou by kupující považoval za maximalizující její hodnotu. Pro odhad takové finanční struktury jsme použili finanční strukturu výše zmíněné skupiny srovnatelných společností (medián tohoto rozdělení), který jsme dále zaokrouhlili na nejbližší násobek jednoho procenta. Optimální kapitálovou strukturu srovnatelných společností jsme stanovili na 49,1 % (dluh k celkovému investovanému kapitálu). Po úpravě zohledňující tuto finanční strukturu byla beta stanovena na 0,8 a tento údaj jsme použili jako vyjádření systematického rizika pro společnost v rámci odvětví.

Použitá riziková přírážka trhu vychází z komparativních analýz a zkušenosti PwC. Pro účely tohoto Ocenění jsme použili rizikovou přírážku trhu ve výši 6,0 %. Riziková přírážka trhu vychází z interní studie PwC. Při kalkulaci nákladů vlastního kapitálu byla následně aplikována přírážka za malou velikost Části závodu, která vychází z rozdělení publikovaného Duff & Phelps (vydání 2014) a byla určena pomocí současné velikosti vlastního kapitálu Části závodu. V případě oceňované Části závodu byla tato přírážka určena na základě zařazení společnosti do devátého až desátého decilu (tzv. micro-cap). Do micro-cap kategorie spadají společnosti, jejichž tržní hodnota vlastního kapitálu se pohybuje v intervalu 74,3–13 424,6 mil. Kč.¹² Tomuto zařazení odpovídá přírážka za malou velikost¹³ ve výši 3,74 %. Do výpočtu nákladů vlastního kapitálu byla rovněž zahrnuta prémie za specifické riziko, zohledňující specifika oceňované Části závodu ve výši 2 %.¹⁴

Celkově jsme dospěli k nákladům vlastního kapitálu ve výši 11,1 % (0,5 % + 0,8 * 6,0 % + 3,74 % + 2,0 %).

¹¹ Z angl. Real Estate Investment Trust

¹² Vypočteno z intervalu 3,037-548,839 mil. USD, pro přepočet použit kurz ČNB k Datu ocenění ve výši 24,46 Kč/USD

¹³ Z angl. Size risk premium

¹⁴ Dle prof. Mařika se přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností pohybuje v rozmezí 0 % - 3 %. Metody oceňování podniku (procesy ocenění, základní metody a postupy) – Miloš Mařík a kolektiv, 2007

Náklady dluhu

Náklady dluhu jsou určeny na základě výnosu do doby splatnosti obchodovaných korporátních dluhopisů evropských realitních společností (REIT) k Datu ocenění. Pro odhad ratingu Části závodu bylo užito mediánu ratingů ze skupiny porovnatelných společností, na základě kterého jsme určili rating Části závodu na úrovni BBB (dle klasifikace Standard&Poors). Dle tohoto předpokladu jsme spočítali průměrný požadovaný výnos dluhopisů s ratingem BBB a splatností delší než 5 let. Vypočtený průměrný výnos byl navýšen o 1 procentní bod, aby byla zohledněna skutečnost, že je jeho výpočet založen na datech realitních fondů, které mají vyvážená diverzifikovaná portfolia realitních projektů ve srovnání s portfoliem nemovitostí Části závodu. Vypočtené náklady dluhu před zdaněním činí 2,7 %.

Při zvážení dluhové úrokové míry 2,7 % a sazby daně z příjmů právnických osob ve výši 19 %, činí náklady dluhu po dani 2,2 % ($2,7 \% \cdot (1 - 19 \%)$), což odráží odečitatelnost úroků pro daňové účely (daňový štít) na základě platné nominální sazby daně z příjmů právnických osob v České republice.

Odvození WACC

Na základě výše uvedených parametrů jsme odvodili WACC ve výši 6,7 %. Popis výpočtu WACC je uveden v tabulce níže.

Tabulka 7: Stanovení diskontní míry – CAPM model

Náklady na vlastní kapitál		
	Hodnota	Poznámka
Bezpečková úroková sazba	0,5%	
Premie za tržní risiko	6,0%	Praxe PwC založená na vlastní studii
Znovu zadlužená beta	0,80	Beta koeficient zohledňující průměrné zadlužení ve skupině srovnatelných společností
Náklady na vlastní kapitál	5,4%	
Úpravy o nesystematické riziko		
Premie za velikost	3,74%	Dle Duff & Phelps - data pro premii za velikost
Specifické riziko společnosti	2,0%	
Náklady na vlastní kapitál Company One	11,1%	
Náklady na cizí kapitál		
	Hodnota	Poznámka
Odhadované náklady na cizí kapitál před daní	2,7%	
Daňová sazba právnických osob	19,0%	Nominální daňová sazba v České republice
Náklady na cizí kapitál	2,2%	
Vážené náklady na kapitál (WACC)		
	Hodnota	Poznámka
Náklady na vlastní kapitál	11,1%	
Náklady na cizí kapitál	2,2%	
Optimální kapitálová struktura (dluh k celkovému investovanému kapitálu)	49,1%	Zaokrouhlená hodnota průměrného zadlužení mezi srovnatelnými společnostmi
Vážené náklady na kapitál (WACC)	6,7%	

Zdroj: Analýza PwC

Výběr použité diskontní míry

Pro odvození diskontní míry byl jako primární model použit tzv. yield model založený na předpokladu, že tržby Části závodu jsou tvořeny (1) komerčními tržbami, (2) tržbami z ČD a SŽDC (rovněž za tržní nájemné) a (3) tržbami z veřejně přístupných prostor a pozorovaných yieldů v ČR.

Jako podpůrný byl zvolen model oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Nižší diskontní míra modelu CAPM reflektuje, že je založena na datech realitních fondů, které mají vyvážená diverzifikovaná portfolia realitních projektů.

Pro účely ocenění byla použita diskontní míra ve výši 7,5 %, která byla odvozena na základě yield modelu. Dle našeho názoru je konzervativnější a lépe zohledňuje charakter podnikatelské činnosti Části závodu.

5.4 Odhad reálné tržní hodnoty Části závodu – výnosový přístup

Na základě informací poskytnutých Zadavatelem a z veřejně dostupných zdrojů, zvolené metodologii a předpokladech popsanych výše v kapitolách 5.1–5.3 jsme provedli ocenění Části závodu.

Tabulka 8: Ocenění Části závodu metodou DCF (v tis. Kč)

	1.5.2015- 30.4.2016	1.5.2016- 30.4.2017	1.5.2017- 30.4.2018	1.5.2018- 30.4.2019	1.5.2019- 30.4.2020	Terminální období
	Plán	Plán	Plán	Plán	Plán	
Komerční plochy-nájem vč.bytu	237 056	246 897	251 835	256 872	262 010	
Nájem-plochy užívané ČD	80 731	122 909	125 368	127 875	130 432	
Nájem-plochy užívané SŽDC	79 794	81 390	83 018	84 678	86 372	
VPP-SP	134 130	270 941	273 811	276 664	279 649	
Tržby celkem	531 711	722 138	734 032	746 090	758 462	
Energie	(103 275)	(105 341)	(107 447)	(109 596)	(111 788)	
Opravy	(103 703)	(104 740)	(105 787)	(106 845)	(107 914)	
Zaměstnanci (RSM+OD+GR+OSTúct)	(153 262)	(151 730)	(150 212)	(148 710)	(147 223)	
Služby	(159 153)	(162 336)	(165 583)	(168 895)	(172 273)	
Náklady celkem	(519 394)	(524 147)	(529 030)	(534 047)	(539 198)	
EBITDA	12 317	197 992	205 002	212 043	219 265	223 650
EBITDA marže	2,3%	27,4%	27,9%	28,4%	28,9%	
Odpis (daňový)	(181 800)	(176 988)	(172 060)	(166 882)	(161 748)	
EBIT	(169 483)	21 004	32 941	45 161	57 517	223 650
EBIT marže	-31,9%	2,9%	4,5%	6,1%	7,6%	
Daň	-	(3 991)	(6 259)	(8 581)	(10 928)	(42 493)
NÓPAT	(169 483)	17 013	26 682	36 581	46 588	181 156
Odpisy	181 800	176 988	172 060	166 882	161 748	
CAPEX celkem		(205 000)	(315 000)	(440 000)	(550 000)	
Přeúčtování CAPEXu - dotace		205 000	315 000	440 000	550 000	
CAPEX (dopad do FCFF)		-	-	-	-	
Investice do čistého pracovního kapitálu	(16 521)	(17 902)	300	319	313	(100)
FCFF	(4 203)	176 099	199 043	203 781	208 649	181 056
						3 291 934
Diskontní období	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	
Diskontní faktor (@ 7,5%)	0,96	0,90	0,83	0,78	0,72	
Diskontované FCFF	(4 054)	157 995	166 122	158 210	150 688	
NPV uplatněné daňové ztráty	25 000					
Suma FCFF v první fázi	628 961					
Terminální hodnota	2 377 459					
NPV daňového štítu v terminálním období	207 677					
Hodnota 100 % části závodu (zaokrouhleno)	3 240 000					

Zdroj: Analýza PwC

Výsledek ocenění stanovený metodou DCF entity je tedy hodnota závodu náležící všem poskytovatelům kapitálu. Hodnota Části závodu byla upravena o čistou současnou hodnotu daňového štítu za období od 1. května 2020 dále čistou současnou hodnotou daňového štítu z uplatnění daňové ztráty minulých let, čímž byla získána celková hodnota investovaného kapitálu. Vzhledem ke skutečnosti, že Část závodu není zatížena úročenými dluhy, není nutné pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu tuto hodnotu dále upravovat.

Reálná tržní hodnota Části závodu tak činí k Datu ocenění po zaokrouhlení **3 240 000 tis. Kč**.

6 Ocenění – položkové přecenění aktiv a závazků

6.1 Použitá metodika

Jako podpůrná metoda byla Zhotovitelem vybrána metoda čisté hodnoty aktiv, tzn. položkové přecenění rozvahy (přecenění registru aktiv a jeho očištění o položky závazků). Za tímto účelem jsme rozdělili aktiva a závazky Části závodu do homogenních skupin/podskupin a pro jednotlivé skupiny/podskupiny aplikovali specifický oceňovací přístup na majetkové bázi. V rámci ocenění byly obecně aplikovány tyto metody:

1. Metoda nákladová
2. Metoda tržního srovnání (ve své nepřímé variantě)
3. Metoda účetní hodnoty na principu historických cen

Výsledkem aplikace těchto metod je přeceněná hodnota majetku a závazků Části závodu k Datu ocenění. Takto stanovená hodnota jednotlivých skupin/podskupin aktiv je pak tam, kde je to opodstatněné dále upravena o specifické srážky za morální zastaralost.

Aktiva a závazky jsme ocenili na základě výše uvedených metod, a to v závislosti na jejich charakteru a využití. Níže uvedená tabulka shrnuje metody použité pro jednotlivá aktiva.

Tabulka 9: Použité metody pro přecenění aktiv a dluhů Části závodu

Položka	Použitá metoda
Dlouhodobý hmotný majetek	Nákladová/Tržní/Účetní
Pozemky	Tržní
Budovy	Nákladová
Movité věci a soubory movitých věcí	Účetní
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	Účetní
Oběžná aktiva	Účetní
Položka časového rozlišení	Účetní
Cizí zdroje	Účetní

Zdroj: PwC

Základní popis použitých metod je předmětem následujících kapitol.

6.1.1 Nákladová metoda

Princip nákladové metody je, že opatrný investor nekoupí aktivum za víc, než ho bude stát toto aktivum nahradit aktivem se srovnatelným využitím.

V rámci naší analýzy používáme tuto metodu v následujících krocích:

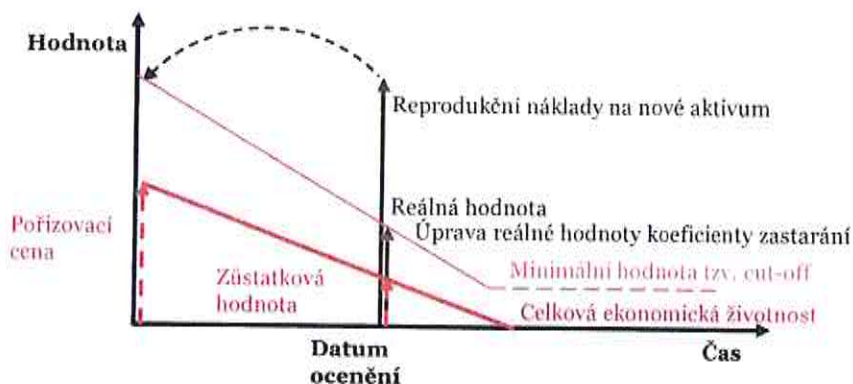
- Odvození nákladů na pořízení nového srovnatelného aktiva, tedy zjištění nové reprodukční hodnoty aktiva s obdobnou využitelností, tzv. RCN (z angl. Replacement cost new)
- Odhad celkové ekonomické životnosti, tzv. TUL (z angl. Total useful life), efektivního stáří a těmito veličinami implikované efektivní zbývající životnosti tzv. RUL (z angl. Remaining useful life)
- Výpočet nákladů na náhradu aktiv za nová po odpisech, tzv. DRCN (z angl. Depreciated replacement cost new) zohledňující technickou životnost a zastarání spojeného s efektivním stářím

Matematicky je možné vyjádřit hodnotu DRCN podle následujícího vztahu:

$$\text{DRCN} = \text{RCN} * \text{RUL} / \text{TUL}$$

Schéma zobrazující vztahy hodnot majetku při ocenění metodou DRCN je uvedeno níže v grafu.

Graf 4: Schéma ocenění pomocí metody DRCN



Zdroj: PwC

Pro aktiva s nulovou účetní zůstatkovou hodnotou, která jsou nadále ekonomicky využívána, byla jejich minimální zbývající ekonomická životnost stanovena na 20 let v případě výpravních a administrativních budov a 8 let v případě ostatních provozních budov.

6.1.2 Metoda tržního srovnání

Metoda založená na tržním srovnání je oceňovací technika, při níž je hodnota oceňovaného aktiva odhadována na základě tržních (resp. kupních) cen srovnatelných aktiv.

U pozemků, které budou součástí převodu Části závodu, jsme aplikovali **nepřímou metodu tržního srovnání**. Tato metoda vycházela z dostupných dat o cenách uskutečněných transakcí se stavebními pozemky v České republice dostupných na stránkách Českého statistického úřadu. Ceny pozemků jsou zde členěny podle okresů a velikosti obce a rovněž podle kvantilů. Pozemky byly rozděleny do segmentů dle okresu a obce, v nichž se nachází. Celková výměra pozemků v dané obci byla následně vynásobena průměrnou cenou za m² dle segmentace ČSÚ.

Přímá metoda tržního srovnání představuje metodu, která v zásadě srovnává a staví do souvislosti předmětná aktiva s podobnými aktivy. Vzhledem ke specifickým nádražních budov a jejich postavení, neexistuje trh s podobnými aktivy. Z tohoto důvodu nebyla přímá metoda použita.

6.1.3 Metoda účetní hodnoty na principu historických cen

Metoda účetní hodnoty na principu historických cen (účetní metoda) vychází z ceny, za kterou byl majetek skutečně pořízen. Toto ocenění je založeno na zásadách platných v účetnictví. Účetní metoda není vhodná pro ocenění dlouhodobého majetku, neboť její aplikaci může dojít k významné odchylce od ekonomické reality. Použití účetní metody je naopak vhodné pro majetek, který nepodléhá fyzickému zastarání a jehož pořizovací ceny jsou v čase stabilní (typicky například položky pracovního kapitálu).

6.1.4 Srážky za morální zastaralost

Morální zastaralost vyjadřuje znehodnocení nebo snížení užité hodnoty aktiva způsobené faktory nesouvisejícími s tímto majetkem, například zvýšenými náklady na energie nebo ekologickými či jinými předpisy, případně podobnými faktory.

Z naší analýzy vyplynulo, že z budov, které jsou předmětem Ocenění, nádražní budovy vykazují známky morálního zastarání. To je způsobeno zejména významnou historickou předimenzovaností (nadbytečnou velikostí) jednotlivých budov. Pro potřeby kvantifikace morálního zastarání jsme vycházeli z dopravní významnosti železničních stanic, vytíženosti nádražních budov, jejich současné velikosti a hypotetické optimální požadované velikosti těchto budov dle Normy.¹⁵

Norma mimo jiné definuje minimální prostorové požadavky na jednoho cestujícího.

- Stanice – Norma předpokládá 0,65 m² pro stanice s malou špičkovou frekvencí (do 500 osob za hodinu)
- Zastávka – Norma předpokládá 0,50 m² na jednoho cestujícího (u zastávek bez obsluhy), minimálně však 9 m²

Pro nádraží kategorie „A“, „B“ a „C“ byly uvažovány nádražních budov dle Normy (stanice či zastávka). Jak již bylo uvedeno výše, Norma definuje výměru pouze pro stanice s malou špičkovou frekvencí (do 500 osob za hodinu). Na základě diskuze se zástupci Zadavatele jsme přijali předpoklad, že stejná požadovaná výměra na jednoho cestujícího bude aplikována také u nádražních budov se špičkovou frekvencí nad úrovní 500 osob za hodinu.

Pro výpočet špičkové frekvence jsme na základě informací od Zadavatele předpokládali pokrytí 4 hodiny denně (2 hodiny ráno a 2 hodiny večer). Bylo předpokládáno, že v průběhu špičkové frekvence bude odbaveno 80 % cestujících, kteří denně stanici využijí pro nástup.

V případě kategorií „D“ a „E“ jsme na základě diskuze se zástupci zadavatele předpokládali pouze zastávku bez obsluhy. Její velikost je odvislá od počtu odjíždějících cestujících, minimálně však činí 9 m².

K vypočtené hypotetické výměře nádražní budovy / zastávky byla připočtena velikost prostoru využívaného SŽDC pro zajištění provozu dráhy a velikost prostoru v současné době využívaného Zadavatelem a jeho dceřinými společnostmi.

Samotný rozdíl mezi současnou užitnou plochou nádražní budovy / zastávky a upravenou hypotetickou nádražní budovy / zastávky definuje srážku za morální zastarání.

Je potřeba zmínit, že morální zastarání nebylo uvažováno v případě ostatních provozních budov. Na základě diskuze se zástupci Zadavatele jsme vyrozuměli, že provozní budovy jsou využívány SŽDC k zajištění provozu dráhy a tento stav je předpokládán také v projektovaném období.

6.2 Klíčové předpoklady

Informace o celkovém stavu aktiv a jejich potenciální zastaralosti jsme získali z dat poskytnutých Zadavatelem a z diskusí se zástupci Zadavatele. Klíčové předpoklady lze shrnout do těchto základních okruhů:

1. Zadavatel nám poskytl především technické specifikace jednotlivých aktiv (rozměry nemovitostí, obestavěný prostor, jejich charakter, typ stavby, materiálně konstrukční charakteristiky, výše provozních nákladů, rozdělení prostor na interní a externí v závislosti na využití, odepsanost atd.). Vzhledem k počtu nemovitostí, jež jsou součástí převodu Části závodu, nebyly tyto informace ověřovány.
2. Odhady reprodukčních nákladů (RCN) jednotlivých aktiv byly stanoveny zejména na základě údajů nám dostupných zdrojů (např. externí zdroje zahrnující mimo jiné ÚRS, cenové mapy, statistika cen uskutečněných transakcí se stavebními pozemky v České republice atd.). Základními charakteristikami pro stanovení RCN byl u nemovitostí obestavěný prostor a zastavěná plocha nemovitosti.
3. V případě nádražních budov byla provedena úprava o tzv. morální zastaralost. Tento výpočet byl založen na analýze skutečné výměry nádražních budov a požadované hypotetické výměry v závislosti na špičkové frekvenci jednotlivých stanic a požadavků definovaných v Normě se zohledněním potřeby zachování stávajících prostor nutných k zajištění provozu dráhy. Při výpočtu morálního zastarání nádražních budov byla využita interní kategorizace stanic. Kategorie „A“ představuje tzv. hlavní nádraží v krajských městech. Kategorie „B“ představuje nádraží ve významných městech. Na druhou stranu kategorie stanic „D“ a „E“ představují nádraží s nejmenší dopravní významností a minimem přepravovaných osob.

¹⁵ Technická norma železnice týkající se výpravních budov a budov zastávek ČSD schválená dne 19. května 1992

4. Reprodukční náklady je dále nutné upravit o míru fyzického zastarání majetku, které je vyjádřeno jako poměr zbývající doby životnosti a celkové ekonomické doby životnosti. Odhad zbývající doby životnosti jsme provedli na základě skutečného technického stavu budov a následných diskuzí se Zadavatelem. Odhad celkové doby ekonomické životnosti byl pak stanoven jako součet odhadované zbývající doby životnosti a stáří konkrétního aktiva k Datu ocenění.
5. Odhad ekonomického zastarání aktiv byl proveden souhrnně pro jednotlivé skupiny aktiv na základě analýzy výsledků výnosového přístupu a kaskádovitého procesu alokace deficitu hodnoty.
6. Při ocenění nebyl uvažován případný vliv dotací čerpaných z fondů Evropské Unie, nebo státního rozpočtu České republiky na opravy a rekonstrukce nemovitostí na hodnotu nemovitostí. Možnosti převoditelnosti či prodeje takto financovaných budov považujeme za právní otázku.

6.3 Položkové přecenění aktiv a závazků

Na základě požadavku Zadavatele jsme provedli položkové přecenění aktiv a závazků Společnosti. V souladu s výše popsaným postupem jsme přecenění realizovali odděleně pro jednotlivé homogenní skupiny majetku. Zůstatkové hodnoty jednotlivých kategorií majetku byly čerpány z rozvahy Části závodu k Datu ocenění, sestavené k datu účetní závěrky.

6.3.1 Dlouhodobý nehmotný majetek

Součástí převáděné části závodu budou rovněž ocenitelná práva tvořená SAP licencemi. Účetní zůstatková hodnota ocenitelných práv jde dle rozvahy Části závodu k Datu ocenění 375 tis. Kč.

Na základě diskuze se Zadavatelem pro účely Ocenění předpokládáme, že účetní hodnota reflektuje tržní hodnotu.

6.3.2 Dlouhodobý hmotný majetek

Nejvýznamnější položkou rozvahy je dlouhodobý hmotný majetek v celkové pořizovací ceně 6 838 646 tis. Kč a v zůstatkové ceně 3 482 355 tis. Kč, který je tvořen pozemky, stavbami, jiným dlouhodobým hmotným majetkem a nedokončeným dlouhodobým hmotným majetkem.

6.3.2.1 Pozemky

Součástí prodeje Části závodu jsou pozemky ve vybraných nádražích. Dle informací poskytnutých Zadavatelem se jedná o 3 175 parcel o celkové převáděné výměře 1 390 289 m² a zůstatkové hodnotě 300 553 tis. Kč. Tyto parcely jsou v katastru nemovitostí definovány zejména jako zastavěná plocha a nádvoří, ostatní plocha, trvalý travní porost, zahrada, lesní pozemek a ostatní plocha.

Pro ocenění jednotlivých pozemků jsme použili nepřímou metodu srovnání. V Ocenění jsme vycházeli ze specifikace převáděných pozemků a z dat Českého statistického úřadu o cenách uskutečněných transakcí se stavebními pozemky v České republice. Ceny pozemků jsou zde členěny podle okresů a velikosti obce a rovněž podle kvantilů. Pozemky byly rozděleny do segmentů dle okresu a obce, v nichž se nachází. Celková výměra pozemků v dané obci byla následně vynásobena průměrnou cenou za m² dle segmentace ČSÚ.

Vzhledem ke skutečnosti, že stavební pozemky nejsou ve statistice ČSÚ podrobně členěny, uvedené ceny za m² zahrnují pozemky určené pro výstavbu všech druhů staveb (rezidenčních, komerčních a průmyslových), tj. druhů staveb, které se v portfoliu Části závodu nacházejí.

Pro potřeby Ocenění jsme na základě naší analýzy aktuálních nabídkových cen pozemků¹⁶ určených k výstavbě (rezidenční i komerční) aplikovali 25. percentil. Tento percentil dle našeho názoru zohledňuje nižší hodnotu stavebních pozemků, které jsou zastavěny nebo jsou určeny pro průmyslovou výstavbu oproti jiným druhům pozemků, např. pro rezidenční účely.

¹⁶ Analýza byla provedena na začátku 2. pololetí 2014

Pro účely Ocenění jsme nerozlišovali, o jaký druh pozemků se jedná (zastavěná plocha a nádvoří, ostatní plocha atp.) ani mezi jejich umístěním v rámci dané železniční stanice či obce. Důvodem byla úvaha, že tyto pozemky jsou primárně určeny pro drážní dopravu. Využití jakýmkoliv dalším způsobem se tedy jeví jako nepravděpodobné.

Přeceněná hodnota budov pomocí nákladové metody činí k Datu ocenění 909 915 tis. Kč.

6.3.2.2 Stavby (budovy a příslušenství budov)

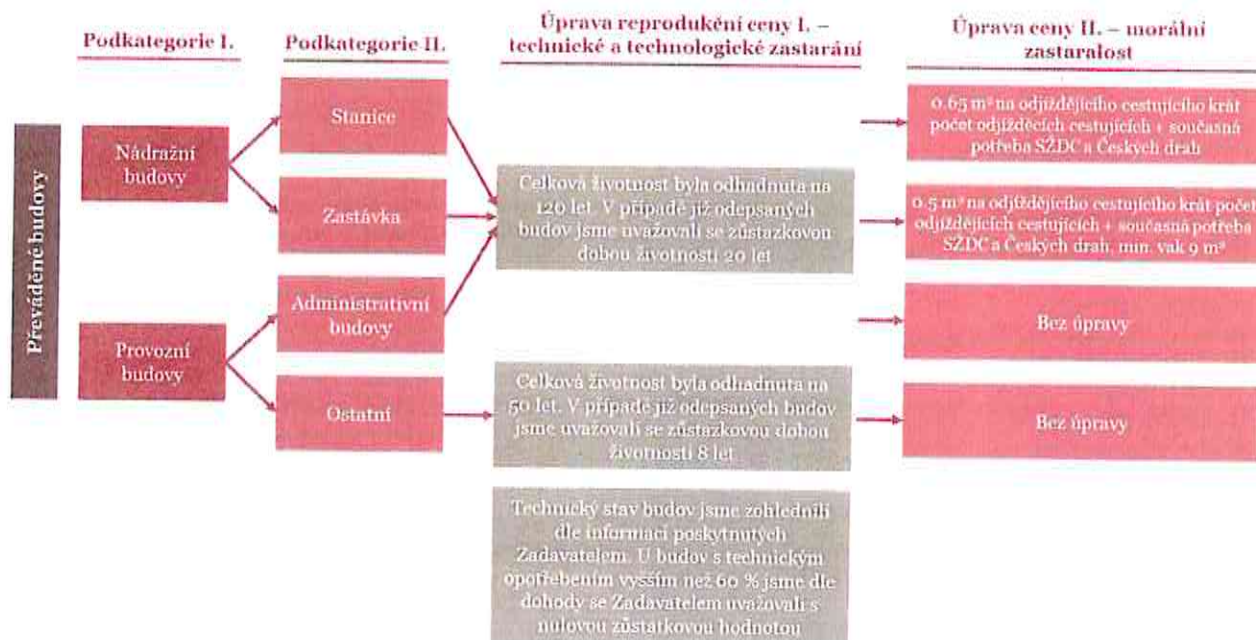
Část závodu, která je předmětem uvažovaného převodu, zahrnuje rovněž rozsáhlé portfolio staveb v celkové pořizovací ceně 6 355 504 tis. Kč a zůstatkové účetní hodnotě 3 104 232 tis. Kč, včetně příslušenství budov. Zůstatková hodnota příslušenství budov dle Zadavatele k Datu ocenění činí 126 676 tis. Kč, hodnota nebyla ze strany PwC ověřována.

Při stanovení tržní hodnoty staveb jsme vycházeli z kategorizace používané Zadavatelem, kde jsou v základním interním členění staveb rozděleny na nádražní budovy a provozní budovy.

Ocenění budov bylo založeno na nákladové metodě. Přístup je založen na principu substituce. Uvážlivý investor nezaplatí za daná aktiva více než částku nezbytnou k reprodukci aktiv. Nová reprodukční hodnota proto představuje nejvyšší částku, kterou by uvážlivý investor za aktiva zaplatil. Odhadovaná nová reprodukční hodnota je poté upravena o ztráty hodnoty díky fyzickému opotřebení, funkčnímu nebo morálnímu zastarávání.

Jako základní zdroj pro odhad jednotkových nákladů na výstavbu jsme využili údajů uváděných v publikaci ÚRS. Zatřídění jednotlivých objektů jsme provedli na základě jejich funkce, konstrukce a stavu odepsanosti dle informací poskytnutých Zadavatelem. V případech, kdy nebyla dostupná cena/m³ pro konstrukčně materiálovou charakteristiku budov v kategorii budov pro dopravu a spoje, byla použita hodnota pro kategorii budov pro řízení a administrativu. Odhad celkové a zůstatkové doby životnosti (fyzické opotřebení) a morální zastaralost jsme provedli na základě informací poskytnutých Zadavatelem a na základě našeho odhadu (viz. popis dále).

Graf 5: Postup stanovení reálné tržní hodnoty nádražních budov



Zdroj: analýza PwC

Nádražní budovy

Při definování hypotetické optimální velikosti nádražních budov a stanovení dopadu morální zastaralosti jsme vycházeli z Normy, která mimo jiné definuje minimální prostorové požadavky na jednoho cestujícího v případě výstavby nových stanic a zastávek.

- Stanice – Norma předpokládá 0,65 m² pro stanice s malou špičkovou frekvencí (do 500 osob za hodinu)
- Zastávka – Norma předpokládá 0,50 m² na jednoho cestujícího (u zastávek bez obsluhy), minimálně však 9 m²

Pro nádraží kategorie „A“, „B“ a „C“ byly uvažovány nádražní budovy dle Normy (stanice či zastávka). Jak již bylo uvedeno výše, Norma definuje výměru pouze pro stanice s malou špičkovou frekvencí (do 500 osob za hodinu). Na základě diskuze se zástupci Zadavatele jsme přijali předpoklad, že stejná požadovaná výměra na jednoho cestujícího bude aplikována také u nádraží se špičkovou frekvencí nad úrovní 500 osob za hodinu.

V případě nádraží, které jsou kategorizovány jako „D“ a „E“ jsme předpokládali pouze zastávku bez obsluhy. Její velikost je odvislá od počtu odjíždějících cestujících, minimálně však 9 m².

K vypočtené hypotetické výměře stanice a zastávky byla připočtena velikost prostoru v současné době využívaného SŽDC pro zajištění provozu dráhy a velikost prostoru v současné době využívaného Zadavatelem a jeho dceřinými společnostmi. Rozdíl mezi současnou užitnou plochou nádražních budov (stanice či zastávky) a upravenou hypotetickou velikostí zastávky definuje srážku za morální zastarání.

Provozní budovy

Dle informací od Zadavatele jsou provozní budovy využívány k zajištění provozu dráhy a do budoucna je předpokládáno zachování stávajícího stavu. Z tohoto důvodu nebyla úprava o morální zastaralost u těchto budov aplikována.

Přeceněná hodnota budov pomocí nákladové metody činí k Datu ocenění 9 448 181 tis. Kč.

6.3.2.3 Samostatné movité věci a soubory movitých věcí a jiný dlouhodobý hmotný majetek

Samostatné movité věci a jiný dlouhodobý hmotný majetek ve vlastnictví Části závodu jsou vykázány v registru majetku v celkové pořizovací hodnotě 163 828 tis. Kč a zůstatkové hodnotě 58 809 tis. Kč. Tento majetek představuje stroje a inventář, dopravní prostředky a drobný dlouhodobý hmotný majetek vč. jiného dlouhodobého majetku.

Následující tabulku shrnuje rozdělení zůstatkové hodnoty mezi jednotlivé položky majetku:

Tabulka 10: Účetní hodnota samostatných movitých věcí a souboru movitých věcí a jiného dlouhodobého majetku

Položka	tis. Kč
Stroje, inventář	55 275
Dopravní prostředky	3 181
Drobný dlouhodobý hmotný majetek	354
Celkem	58 809

Zdroj: Zadavatel

- **Stroje a inventář** – zahrnují dodatečné vybavení jednotlivých budov, např. chladicí zařízení, klimatizace, stojany na kola atp. Na základě diskuze se Zadavatele pro účely Ocenění předpokládáme, že účetní hodnota reflektuje tržní hodnotu.
- **Dopravní prostředky** – zahrnují např. odlučovače či chodníkové nebo osobní výtahy. Na základě diskuze se Zadavatele pro účely Ocenění předpokládáme, že účetní hodnota reflektuje tržní hodnotu.
- **Drobný dlouhodobý hmotný majetek** – zahrnuje např. datové sítě a další vybavení. Na základě diskuze se Zadavatele pro účely Ocenění předpokládáme, že účetní hodnota reflektuje tržní hodnotu.

V případě účetně odepsaného majetku byl přijat předpoklad, že jeho hodnota bude odpovídat 10 % původní pořizovací hodnoty. Tento přístup je založen na předpokladu, že je majetek stále fyzicky a ekonomicky využíván.

Tabulka 11: Přeceněná hodnota samostatných movitých věcí a souboru movitých věcí

Položka	tis. Kč
Stroje, inventář	59 488
Dopravní prostředky	3 364
Drobný dlouhodobý hmotný majetek	494
Celkem	63 325

Zdroj: Zadavatel, analýza PwC

Přeceněná hodnota Samostatných movitých věcí a souboru movitých věcí činí k Datu ocenění 63 325 tis. Kč.

6.3.3 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek

Účetní zůstatková hodnota nedokončeného hmotného majetku činí 18 761 tis. Kč. Dle informací poskytnutých Zadavatelem je tvořen zejména studiemi souvisejícími s plánovanými rekonstrukcemi nádražních budov (architektonické studie, studie proveditelnosti aj.) případně dokumentacemi týkajícími se plánovanému zateplování vybraných budov. Do budoucna je plánováno s aktivací majetku.

Na základě diskuze se Zadavatelem pro účely Ocenění předpokládáme, že účetní hodnota reflektuje tržní hodnotu.

6.3.4 Oběžná aktiva

Oběžná aktiva tvořila k Datu ocenění přibližně 3 % celkové bilanční sumy Části závodu. Nejvýznamnější položkou oběžných aktiv tvoří krátkodobé pohledávky v celkové výši 99 369 tis. Kč. Další položku tvoří zásoby materiálu v zůstatkové hodnotě 594 tis. Kč a krátkodobý finanční majetek v hodnotě 67 tis. Kč. Celková zůstatková hodnota oběžných aktiv tedy činí 100 030 tis. Kč.

Pohledávky jsou tvořeny zejména krátkodobými poskytnutými zálohami, jinými pohledávkami (pohledávky z titulu pronájmu domů a bytů), dohadnými účty aktivními a pohledávkami z obchodních vztahů (pohledávky z titulu komerčních pronájmů). Krátkodobé pohledávky tedy představují pohledávky z nájemného, případně krátkodobě poskytnuté zálohy na služby. Zásoby jsou tvořeny materiálem pro účely oprav a udržování majetku Části závodu.

Pro účely ocenění jsme předpokládali, že účetní hodnota oběžných aktiv plně reflektuje jejich tržní hodnotu. Tento předpoklad byl potvrzen také Zadavatelem. Z tohoto důvodu byla hodnota oběžných aktiv Části závodu zahrnuta do výpočtu pracovního kapitálu v 100% výši.

6.3.5 Cizí zdroje

Krátkodobé dluhy činily k datu ocenění 127 860 tis. Kč. Tyto cizí zdroje byly výhradně tvořeny krátkodobými závazky a to zejména krátkodobými přijatými zálohami, závazky z obchodních vztahů, dohadnými účty pasivními, závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění, daňovými závazky a jinými závazky. Krátkodobé závazky tedy představují např. závazky z titulu odběru služeb a energií.

Pro účely ocenění jsme předpokládali, že účetní hodnota cizích zdrojů plně reflektuje jejich tržní hodnotu. Tento předpoklad byl potvrzen také Zadavatelem. Z tohoto důvodu byla účetní hodnota cizích zdrojů Části závodu zahrnuta do výpočtu pracovního kapitálu v 100% výši.

6.3.6 Pracovní síla

Součástí prodeje Části závodu je rovněž převzetí vyškolených a zkušených zaměstnanců. Pokud by tomu tak nebylo, bylo by nutné vynaložit podstatné náklady na získání, výběr a vyškolení lidí se srovnatelnými dovednostmi a zkušenostmi, kteří by nahradili tyto zaměstnance. Navíc, noví zaměstnanci obvykle nemají na začátku pracovního poměru plnou produktivitu.

K Datu ocenění měla Část závodu 316 zaměstnanců, z nichž 49 (15,5 %) bylo na úrovni dělnických profesí a 267 (84,5 %) bylo na úrovni administrativních pracovníků.

Na základě našich kalkulací, které byly založeny na informacích od Zadavatele, jsme došli k závěru, že hodnota pracovního kolektivu činí 32 909 tis. Kč. Vzhledem ke skutečnosti, že Část závodu bude převáděna s kvalifikovanou pracovní silou, hodnota pracovního kolektivu vyjadřuje hypotetické náklady na jeho znovuvytvoření.

6.3.7 Položky vyjmuté z ocenění

Na základě informací od zadavatele byla část majetku, která je součástí Části závodu, vyjmuta z uvažované transakce. Jedná se celkem o 87 majetkových položek v následujících železničních stanicích: Kuks, Mostek, Trutnov hlavní nádraží (nocležna s pozemkem), Ústí nad Orlicí (výpravní budova s pozemkem), Praha-Hlubočepy, Praha-Hostivař, Praha-Bubeneč, Praha Masarykovo nádraží (výpravní budovy s pozemky a stavbami), Praha Holešovice (administrativní a skladové budovy s pozemky, ostatní pozemky a stavby), Teplice lesní brána, Jiříkov, Dolní Podluží (výpravní budova), Březno u Chomutova, Kadaň-Prunéřov, Vilémov u Kadaně (výpravní budovy s pozemky), Hazlov, Soběslav, Horusice, Roudná, Dynín, Chotoviny, Sudoměřice u Tábora, Strakonice (administrativní budova s pozemkem), Horní Dvořiště (stavba - vodovod). Z tohoto důvodu byly výše uvedené majetkové položky vyjmuty z ocenění a to včetně movitých věcí k nim náležejícím. Z ocenění jsou rovněž vyloučeny nosiče informačních systémů.

Položkový přehled majetku, který je předmětem ocenění, není součástí veřejné části Znaleckého posudku. Detailní přehled majetku byl poskytnut Zadavateli a je rovněž součástí archivu Znalce.

7 Závěr

7.1 Výsledné ocenění Části závodu

Na základě informací poskytnutých Zadavatelem a z veřejně dostupných zdrojů, zvolené metodologie a naší analýzy jsme reálnou tržní hodnotu Části závodu stanovili výnosovým přístupem. Tento přístup pro účely stanovení reálné tržní hodnoty Předmětu ocenění považujeme za nejlépe reflektující budoucí schopnost Předmětu ocenění generovat peněžní toky. Položkové ocenění majetku nákladovým přístupem bylo provedeno výhradně za účelem stanovení alokačního klíče rozdělení reálné tržní hodnoty z výnosového ocenění mezi jednotlivé položky majetku. Rozdíl mezi hodnotou stanovenou výnosovým a nákladovým přístupem de facto představuje tzv. ekonomické zastarání.

Ekonomické zastarání vyjadřuje znehodnocení nebo snížení užitné hodnoty aktiva způsobené faktory nesouvisejícími s tímto majetkem, např. zvýšenými náklady na suroviny, práci nebo energie, sníženou poptávkou po výrobcích nebo službách, vyšší konkurencí, ekologickými nebo jinými předpisy, inflací nebo vysokou úrokovou mírou, nebo podobnými faktory.

Vzhledem ke skutečnosti, že aktiva Části závodu (zejména budovy) vykazují známky ekonomické zastaralosti, je souhrnná hodnota veškerých čistých provozních aktiv stanovena na úrovni výsledku aplikace výnosového přístupu (viz kapitola 5). Takový postup je v souladu s běžnou praxí dle mezinárodních i českých účetních standardů, kdy je hodnota majetku testována na snížení hodnoty a v případě, kdy zůstatková hodnota je vyšší než její předpokládaná zpět získatelná hodnota, je hodnota aktiv snížena na úroveň této zpět získatelné hodnoty. Takto stanovená hodnota neodpovídá nutně reálné tržní hodnotě jednotlivých aktiv, nicméně odráží v plném rozsahu její stávající ekonomické využití.

Výslednou reálnou tržní hodnotu Části závodu stanovujeme na úrovni

3 240 000 tis. Kč

8 Znalecká doložka

Společnost PricewaterhouseCoopers Česká republika, s.r.o. byla zapsána jako znalecký ústav Ministerstvem spravedlnosti ČR do seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost dne 28. srpna 2012 rozhodnutím 50/2012-OSD-SZN/13, a to pro znalecké posudky v oboru ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění pro oceňování podniku, nehmotného a finančního majetku, nemovitostí a technologických zařízení a strojů.

Posudek k vydání schválil: Stanislav Kopeček.

Znalecký posudek je zapsán do deníku znaleckého ústavu pod číslem 157-09/2015.



PricewaterhouseCoopers Česká republika, s.r.o.

Miroslav Bratrych
Partner

Na přípravě Znaleckého posudku spolupracovali: Stanislav Kopeček
Bohuslav Černoušek
Katarina Palová
Lukáš Jezbera.

9 Přílohy

Příloha 1 - Rozvaha Části závodu k datu 30. dubna 2015

AKTIVA	tis. Kč
AKTIVA celkem	3 582 791
Dlouhodobý majetek	3 482 730
Dlouhodobý nehmotný majetek	375
Ocenitelná práva	375
Dlouhodobý hmotný majetek	3 482 355
Pozemky	300 553
Stavby	3 104 232
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	58 663
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	146
Nedokončený dlouhod.hmotný majetek	18 761
Dlouhodobý finanční majetek	0
Oběžná aktiva	100 030
Zásoby	594
Materiál	594
Dlouhodobé pohledávky	0
Krátkodobé pohledávky	99 369
Pohledávky z obchodních vztahů	24 972
Krátkodobé poskytnuté zálohy	32 081
Dohadné účty aktivní	26 238
Jiné pohledávky	16 078
Krátkodobý finanční majetek	67
Peníze	67
Časové rozlišení	31
Náklady příštích období	31
 PASIVA	 tis. Kč
PASIVA celkem	3 582 791
Vlastní kapitál	3 451 652
Základní kapitál	3 451 652
Základní kapitál	3 451 652
Kapitálové fondy	0
Cizí zdroje	127 860
Rezervy	0
Dlouhodobé závazky	0
Krátkodobé závazky	127 860
Závazky z obchodních vztahů	59 612
Závazky k zaměstnancům	7 017
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	3 989
Stát-daňové závazky a dotace	1 035
Krátkodobé přijaté zálohy	49 160
Dohadné účty pasivní	7 033
Jiné závazky	14
Časové rozlišení	3 279
Výnosy příštích období	3 279

Příloha 2 - Metoda DCF

	1.5.2015- 30.4.2016	1.5.2016- 30.4.2017	1.5.2017- 30.4.2018	1.5.2018- 30.4.2019	1.5.2019- 30.4.2020	Terminální období
	<i>Plán</i>	<i>Plán</i>	<i>Plán</i>	<i>Plán</i>	<i>Plán</i>	
Komerční plochy-nájem vč.bytu	237 056	246 897	251 835	256 872	262 010	
Nájem-plochy užívané ČD	80 731	122 909	125 368	127 875	130 432	
Nájem-plochy užívané SŽDC	79 794	81 390	83 018	84 678	86 372	
VPP-SP	134 130	270 941	273 811	276 664	279 649	
Tržby celkem	531 711	722 138	734 032	746 090	758 462	
Energie	(103 275)	(105 341)	(107 447)	(109 596)	(111 788)	
Opravy	(103 703)	(104 740)	(105 787)	(106 845)	(107 914)	
Zaměstnanci (RSM+OD+GR+OSTúct.)	(153 262)	(151 730)	(150 212)	(148 710)	(147 223)	
Služby	(159 153)	(162 336)	(165 583)	(168 895)	(172 273)	
Náklady celkem	(519 394)	(524 147)	(529 030)	(534 047)	(539 198)	
EBITDA	12 317	197 992	205 002	212 043	219 265	223 650
<i>EBITDA marže</i>	2,3%	27,4%	27,9%	28,4%	28,9%	
Odpis (daňový)	(181 800)	(176 988)	(172 060)	(166 882)	(161 748)	
EBIT	(169 483)	21 004	32 941	45 161	57 517	223 650
<i>EBIT marže</i>	-31,9%	2,9%	4,5%	6,1%	7,6%	
Daň	-	(3 991)	(6 259)	(8 581)	(10 928)	(42 493)
NOPAT	(169 483)	17 013	26 682	36 581	46 588	181 156
Odpisy	181 800	176 988	172 060	166 882	161 748	
CAPEX celkem		(205 000)	(315 000)	(440 000)	(550 000)	
Přeúčtování CAPEXu - dotace		205 000	315 000	440 000	550 000	
CAPEX (dopad do FCFF)		-	-	-	-	
Investice do čistého pracovního kapitálu	(16 521)	(17 902)	300	319	313	(100)
FCFF	(4 203)	176 099	199 043	203 781	208 649	181 056
						3 291 934
Diskontní období	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	
Diskontní faktor (@ 7,5%)	0,96	0,90	0,83	0,78	0,72	
Diskontované FCFF	(4 054)	157 995	166 122	158 210	150 688	
NPV uplatněné daňové ztráty	25 000					
Suma FCFF v první fázi	628 961					
Terminální hodnota	2 377 459					
NPV daňového štítu v terminálním období	207 677					
Hodnota 100 % části závodu (zaokrouhleno)	3 240 000					

Příloha 3 - Položkový seznam majetku

Položkový přehled majetku, který je předmětem ocenění, není součástí veřejné části Znaleckého posudku. Detailní přehled majetku byl poskytnut Zadavateli a je rovněž součástí archivu Znalce.