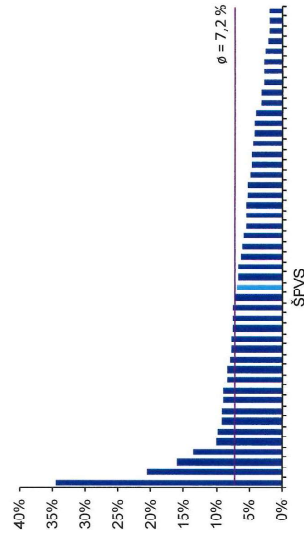
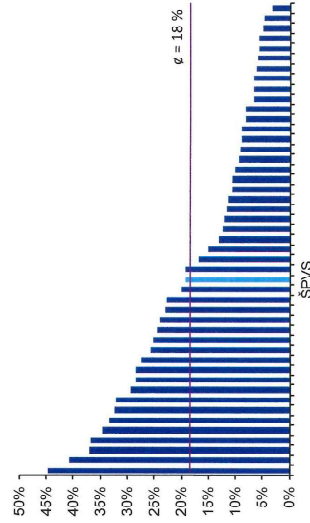


Graf č. 14: EBIT marže 47 největších provozovatelů vodovodů a kanalizací v roce 2018



Zdroj: Vodovody a kanalizace ČR 2018 – publikace vydaná MZe, databáze Amadeus.

Graf č. 15: EBITDA marže 47 největších provozovatelů vodovodů a kanalizací v roce 2018



Zdroj: Vodovody a kanalizace ČR 2018 – publikace vydaná MZe, databáze Amadeus.

4.5 Shrnutí tržní analýzy

Provedená tržní analýza ukázala, že spotřeba pitné vody, stejně jako objem odpadních vod, byla v letech 2012-2018 poměrně stabilní.

Podle projektu Dopady socioekonomických změn ve společnosti na spotřebu vody, jehož cílem bylo stanovení možných budoucích potřeb vody v horizontu let 2030 až 2050, lze očekávat pokles nebo stagnaci odběrů pro veřejné vodovody. Dle odhadu by se odběry z veřejných vodovodů měly pohybovat v rozsahu 452 až 634 mil. m³-rok, což je denní spotřeba vyrobené vody 116 až 163 l na osobu a den (při předpokladu stabilního počtu obyvatel). Z důvodu nedostatečných podkladů nebyla ve studii provedena kalkulace potřeb pro závlahy. Růst poplávky po vodě ve vyspělých zemích v časovém horizontu 2000 až 2050 nepředpokládá ani OECD.

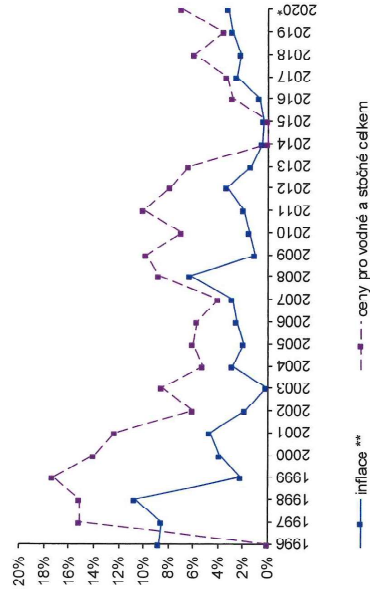
Dle Strategie přizpůsobení se změně klimatu v podmínkách ČR vydané Ministerstvem životního prostředí bude ve střednědobém časovém horizontu docházet k pokračujícímu nárůstu průměrné teploty vzduchu přibližně o 1,7 až 2,8 °C do roku 2050. Růst teploty pravděpodobně způsobí zvýšení teploty vody a očekávané změny hydrologického cyklu mohou představovat riziko nedostatku a i kvality vody pro vodohospodářskou infrastrukturu.

Přirozenou reakcí na možný nedostatek pitné vody jsou prováděné průzkumné vrty vodohospodářskými společnostmi pro zajištění dostatku vody pro obyvatele.

Ceny pro vodné a stočné, oprávněné náklady a přiměřený zisk jsou regulatorně řízeny. Ceny vodného a stočného v případě ŠPVŠ mají dlouhodobě rostoucí tendenci, ve většině let rostly rychleji než průměrná míra inflace. Od roku 2014 dochází ke sblížení a snižování tempa růstu obou ukazatelů. Ačkoli k budoucímu vývoji cen nejsou dostupné žádné predikce, lze na základě vývoje v posledních obdobích předpokládat, že roční tempo růstu cen pro vodné a stočné bude dlouhodobě kopírovat průměrnou roční míru inflace a případné investice do infrastruktury.

Na závěr tohoto shrnutí lze uvést, že závěry makroekonomické a regionální analýzy mají pro trh spotřeby pitné vody a odpadové hospodářství omezený význam, neboť tento sektor představuje uspokojování základních lidských potřeb a má nižší senzitivitu na externí vlivy, než jiné sektory ekonomiky.

Graf č. 16: Meziroční růst cen vodného a stočného společnosti ŠPVŠ a roční průměrná míra inflace pro období let 1996 až 2020 (v %)



Poznámka: * - Odhad
**- Přirůstek průměrného ročního indexu spotřebitelských cen
Zdroj: Ministerstvo financí, ČSÚ, ŠPVŠ

5 Strategie a plány ŠPVŠ

5.1 Předpoklady finanční projekce

Pro Ocenění jsme měli k dispozici projekci ŠPVŠ ve formě plánovaného výkazu zisků a ztrát v manažerské struktuře. Vyrozměnil jsme, že projekce je připravena v souladu s nabídkou připravenou pro výběrové řízení na provozování vodovodní infrastruktury pro VHZ pro období let 2021 až 2025. Nabídku jsme neměli k dispozici z hlediska obchodního tajemství, nicméně Klient nám poskytl ujištění, že finanční projekce je v souladu s nabídkou.

Vyrozměnil jsme, že ŠPVŠ nepřipravuje projekci rozvahových položek.

Tento plán předpokládá pokračování hospodářského růstu po roce 2020.

Společnost připravila plán na následujících hlavních předpokladech:

- získání smlouvy na další pokračování provozování stávající vodohospodářské infrastruktury VHZ pro období 2021 až 2025,
- tlak na optimalizaci nákladů a ziskové marže,
- inflační růst většiny rákladových položek a inflaci ve výši 2%.

Jednotlivé položky plánu jsou podrobněji popsány na následujících stranách.

Ověření vývoje vybraných hodnot plánu

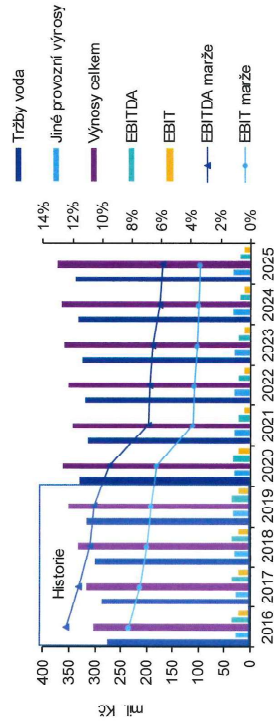
- Makroekonomická východiska finanční projekce ŠPVŠ jsou v souladu s naším porozměřením makroekonomické situací a jejímu možnému budoucímu vývoji (v detailu ve 3. kapitole).
- Na základě naší provedené analýzy vodního hospodářství v České republice (v detailu dostupné ve 4. kapitole) jsme dospěli k dílčímu závěru, že se jedná o dočasně monopolní trh pro určitý region fungující na bázi koncesionářské smlouvy na určitou dobu. Provozovatelé jsou většinou vybíráni na základě výběrového řízení.
- Jedná se o regulované odvětví z pohledu cen vodného a stočného, kde nájemci infrastruktury fungují na principu zastropovaných nákladů a příměného zisku.
- V rámci naší analýzy sektoru jsme vyrozměnil, že nelze předpokládat výrazný růst spotřeby vody, lze předpokládat růst cen vodného a stočného dlouhodobě na úrovni inflačního růstu nákladů a dle uskutečněných investic do infrastruktury a zdrojů vody ve formě výše rájemného.

- V rámci naší analýzy trhu jsme rovněž dospěli k dílčímu závěru, že české vodní hospodářství je stabilizovaný trh. Ke změnám v obsluhovaném regionu dochází na základě výsledků výběrových řízení.
- Z výše zmíněných dílčích závěrů lze odvodit možný budoucí vývoj základních obchodních a finančních ukazatelů ŠPVŠ, který navazuje na předchozí hospodaření a je v souladu s předloženou finanční projekcí ŠPVŠ.
- Celkově tak lze předloženou finanční projekci hodnotit jako přiměřenou a odpovídající našemu porozumění fungování vodního hospodářství v České republice.

5.2 Projekce výkazu zisků a ztrát

V následujícím grafu je zobrazen historický a plánovaný vývoj tržeb, zisků a ziskových marží jako vybraných finančních ukazatelů.

Graf č. 17: Historický a plánovaný trend vývoje tržeb, zisků a ziskových marží dle manažerského účetnictví (v mil. Kč a v %)



Zdroj: Klient

S ohledem na výběrové řízení podala ŠPVŠ konkurenceschopnou nabídku, aby zajistila další provozování pronajaté infrastruktury. Proto je plánován pokles nákladů a zisků, který se přes výpočtový model promítne i do mírnějšího růstu cen vodného a sčotného. Vyrozmělili jsme, že ŠPVŠ již v průběhu roku 2019 a 2020 činí kroky k optimalizaci vybraných nákladových položek.

Detailnější informace k jednotlivým plánovaným položkám jsou uvedeny v následující tabulce a popsány dále.

Tabulka č. 4: Plánovaný výkaz zisků a ztrát ŠPVŠ pro období 2020-2025 v manažerském členění (v tis. Kč)

Plánovaný výkaz zisků a ztrát - manažerské členění	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tis. Kč						
Tržby za pitnou vodu	154 915	136 553	139 284	142 070	144 911	147 810
Tržby za odkanalizovanou vodu	173 796	173 431	176 930	180 469	184 078	187 759
Tržby za vodu předancu	3730	4 125	4 207	4 291	4 377	4 465
Jiné provozní výnosy	30 858	31 516	32 146	32 789	33 445	34 114
Voda převzatá	-1 814	-1 850	-1 887	-1 925	-1 963	-2 002
Voda surova	-10 760	-10 629	-10 684	-10 739	-10 796	-10 786
Surovinový materiál	-26 038	-23 302	-23 768	-24 243	-24 728	-25 223
Energie	-17 077	-15 139	-15 503	-15 813	-16 129	-16 451
Úplaty za vypouštění vod	-780	-800	-800	-800	-800	-800
Opravné polož. rezervy -	-12 231	-10 731	-10 946	-11 165	-11 388	-11 616
zásoby, pohl., opravy	3 771	0	0	0	0	0
Ostatní služby	-34 475	-28 226	-28 791	-29 366	-29 954	-30 553
Osobní a mzdové náklady	-106 389	-106 257	-108 383	-110 550	-112 761	-115 017
Daně a jiné poplatky	-665	-665	-665	-665	-665	-665
Ostatní provozní náklady	-4 477	-4 128	-4 211	-4 295	-4 381	-4 468
Nájemné infrastruktury celkem	-117 733	-120 127	-123 192	-126 419	-130 857	-134 417
EBITDA	34 670	23 740	23 740	23 640	22 390	22 140
Odpsy z majetku společnosti	-11 900	-10 430	-10 800	-10 800	-9 700	-9 600
Provozní výsledek hospodaření	22 770	13 340	13 140	12 840	12 690	12 540
Finanční výnosy	260	0	0	0	0	0
Finanční náklady	-200	-340	-340	-340	-340	-340
Finanční výsledek	60	-340	-340	-340	-340	-340
Celkový hospodářský výsledek	22 830	13 000	12 800	12 500	12 350	12 200
Daně z příjmu	-4 338	-2 470	-2 432	-2 375	-2 346	-2 318
Čistý zisk	18 492	10 530	10 368	10 125	10 003	9 882

Zdroj: Klient

U tržeb z prodeje vody je předpokládán 6% pokles v roce 2021 a dále pak stabilní 2% růst v souladu s předpokládaným vývojem inflace při zachování počtu odběrných míst, dodávareho a odebraného objemu.

Pokles jiných provozních výnosů v roce 2020 je předpokládán v souvislosti se situací ohledně Covid 19. Pro následující roky je předpokládán 2% růst.

Průměrný růst nákladů na surovou vodu je očekáván ve výši cca 0,2 %. Relativně malý růst je dán tím, že cca 91% surové vody je odebráno z podzemních zdrojů, u kterých plán uvažuje současnou výši poplatku za odebrané množství podzemní vody pro zásobování

pitnou vodou 2 Kč / m³. Náklady na surovou vodu Společnost plně přemítá do ceny vodného.

U povrchové vody se očekává růst plateb za odebranou povrchovou vodu ve výši 2 %. Průměrný růst nákladů na převzatou vodu je očekáván rovněž ve výši 2 %.

Pocil osobních nákladů na tržbách se oproti historii zvýší na 31 % při stabilizaci počtu zaměstnanců. Tyto náklady jsou od roku 2022 plánovány s 2% růstem.

U nájemného za infrastrukturu se očekává růst v rozmezí 2-4 %. Podíl nájemného na tržbách se pohybuje v rozmezí 35-36 %.

V následující tabulce jsou shrnuty vybrané ukazatele a jejich trendy.

Tabulka č. 5: Vybrané ukazatele k dodávce vody

Vybrané ukazatele k dodávce vody		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tržby za jinou vodu	tis. Kč	127 801	132 287	142 945	147 511	154 915	136 653	130 284	142 070	144 151	147 110
Dodávka vody	tis. m ³	3 075	3 699	3 704	3 733	3 658	3 658	3 658	3 658	3 658	3 658
Průměrná cena	Kč m ³	34,6	35,8	38,6	39,5	42,3	37,3	38,1	38,8	39,6	40,4
Tržby za odebranou vodu	tis. Kč	146 400	153 700	154 788	165 319	173 786	173 461	179 930	180 469	184 078	187 759
Odkazatelovaná voda	tis. m ³	4 248	4 313	4 175	4 285	4 199	4 199	4 199	4 199	4 199	4 199
Průměrná cena	Kč m ³	34,5	35,6	37,1	38,3	41,4	41,3	42,1	43,0	43,8	44,7
Nevyfakturovaná voda	tis. m ³	504	595	546	503	588	590	590	590	590	590
Podíl na dodané vodě	%	11,5%	13,3%	12,3%	11,3%	13,4%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
Počet odběrných míst	tis. m ³	16 687	16 765	16 865	15 963	16 900	16 600	19 900	16 900	16 900	16 900
Počet zásobovaných obyvatel	tis. m ³	80 600	80 600	82 100	82 100	82 100	82 100	82 100	82 100	82 100	82 100
Spotřeba na obyvatele	litry	82	83	81	83	79	81	81	80	81	81

Zdroj: Klient

ŠPVs na základě historického trendu předpokládá stabilní objemy dodávek pitné vody i vody odkanalizované. Tento trend jednak souvisí se snahou odběratelů neplýtvat vodou a dále se také nepředpokládá růst počtu odběratelů.

Podíl nevyfakturované vody je předpokládán pod tržním průměrem 15,8 % a v souladu s historickým vývojem.

³ Příloha č. 2 zákona 254/2001 Sb. ve znění pozdějších předpisů (vodní zákon)

6 Přístup k Ocenění a způsob Ocenění

6.1 Vybrané požadavky a problematika báze hodnoty

6.1.1 Některé zákonné a další požadavky jako východisko pro Transakci
Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích požaduje, aby protiplnění poskytnuté hlavním akcionářem bylo přiměřené hodnotě účastnického cenného papíru. Zákon však nedefinuje ani pojem „přiměřený“, ani pojem hodnota.

6.1.2 Problematika Hodnoty v souvislosti s Transakcí

Finanční teorie i praxe pracuje s několika definicemi hodnoty, což z hlediska Zákona přináší praktické obtíže. V souvislosti s odhadem Hodnoty je použita interpretace OCE dle ČNB ve smyslu spravedlivé hodnoty (anglicky fair value) definovanou Mezinárodními standardy účetního výkaznictví („IFRS“), které není v rozporu s pojmem tržní hodnota podle mezinárodních oceňovacích standardů (IVS).

Spravedlivou hodnotou (fair value) aktiva rozumíme takovou hodnotu, se kterou by souhlasily obě na sobě nezávislé strany (prodávající a kupující), dobrovolně vstupující do transakce, aniž by jedna nebo druhá strana byla nuceny prodat nebo koupit aktivum, za předpokladu, že kupující i prodávající jsou obeznámeni s obchodními a finančními aspekty týkajícími se daného aktiva a stavem trhu.

V případě Transakce není z podstaty splněn požadavek dobrovolnosti ze strany minoritního akcionáře, neboť Transakce je vynucená. S ohledem na zákonnou vynucenost a současně požadavek plné majetkové kompenzace minoritního akcionáře je princip fair value akceptovatelný, neboť plná kompenzace by měla substituuovat princip dobrovolnosti.

Pro účely Transakce pracujeme v souladu s interpretací OCE dle ČNB s výpočtem hodnoty účastnického cenného papíru jako s alikvótním podílem na hodnotě čistého obchodního majetku (pro-rata).

6.1.3 Vztah hodnoty a ceny

Mezi pojmem hodnota a cena existuje významový rozdíl.

Zatímco pojem hodnota vyjadřuje odhad pravděpodobné ceny, pojem cena vyjadřuje cenu skutečné placenou.

Cena se může odlišovat od hodnoty vlivem mimořádných okolností trhu, osobních poměrů či motivací zúčastněných stran. V případě cenové tvorby cenných papírů na kapitálových trzích může být důvodem pro odklon ceny od hodnoty také celková nálada na kapitálovém trhu, vnímání širokého spektra rizik investory, které může být ovlivněno i psychologii investorů, a související dynamický vztah nabídky a poptávky.

6.1.4 Báze hodnoty

Ocenění je provedeno na bázi Hodnoty ve smyslu fair value.

6.2 Metodologie a způsob Ocenění

Oceňovací přístupy lze rozdělit do tří hlavních skupin:

- na přístupy založené na oceňování budoucích výsledků oceňovaného subjektu, reprezentované zejména metodou diskontování budoucích peněžních toků („metodologie DCF“),
- na přístupy založené na principu tržního porovnání,
- na přístupy spočívající v odhadu nákladů na znovupořízení oceňovaného majetku a závazků společnosti (nákladový přístup).

Vhodnost použití každé z výše uvedených metod závisí na účelu, pro který je ocenění zpracováváno a na charakteru předmětu ocenění.

6.2.1 Metody založené na diskontování peněžních toků

Teorie diskontovaných peněžních toků zakládá ocenění na projektovaných peněžních tocích, které jsou převedeny na jejich současnou hodnotu pomocí takové diskontní míry, která odráží inherentní riziko spojené s těmito peněžními toky.

Existují tři základní teoretické rámce použití metody diskontovaných peněžních toků – tzv. entity přístup, tzv. equity přístup a metoda APV (angl. Adjusted Present Value).

Při použití přístupu entity je odhadována hodnota společnosti jako celku bez ohledu na použité zdroje financování (tzn. jak dluhu, tak vlastního kapitálu). Pro zjištění hodnoty společnosti se používají provozní peněžní toky, které jsou následně diskontovány odhadovanými náklady na kapitál. K odhadu nákladů na kapitál se používá tzv. vážený průměr nákladů kapitálu (angl. weighted average cost of capital, zkráceně WACC), který představuje průměrný náklad kapitálu poskytovaný společností všemi investory jak do jejího vlastního kapitálu, tak také do dluhového financování. Tento náklad kapitálu tak vyjadřuje strukturu financování vlastními a cizími zdroji. Hodnota podniku je sumou čistě současné hodnoty volných provozních peněžních toků a současné hodnoty termínální hodnoty. Čistý dluh společnosti je potom odečten od výsledků ocenění společnosti, čímž dostaneme hodnotu jejího vlastního kapitálu.

Při použití přístupu equity je odhadována hodnota vlastního kapitálu společnosti přímo použitím peněžních toků, které jsou upraveny o výdaje spojené s financováním jejich činnosti. Diskontní míra je stanovena na základě nákladů přiležitosti při použití vlastních zdrojů financování (equity).

Metoda APV je modifikací metody entity, která umožňuje oddělit jednotlivé faktory mající vliv na hodnotu podniku. Použití této metody je vhodné zejména v případech kdy je potřebné vyzvednout vliv struktury financování.

6.2.2 Metodologie tržního porovnání

Metodologie tržního porovnávání je oceňovací přístup, při němž je hodnota odhadována na základě tržních cen nedávných realizovaných transakcí a cen akcií srovnatelných kotovaných společností, pokud jsou dostupné ke dni provedení ocenění. Metoda v zásadě srovnává a staví do souvislosti předmětná aktiva s jinými podobnými aktivy. Jako součást postupu stanovení současné hodnoty předmětných aktiv jsou analyzovány skutečnosti, jako je např. proveditelnost a podmiňky prodeje srovnatelných aktiv, přičemž jsou dále zohledněny možné rozdíly. Analyzují se společnosti působící ve stejném průmyslovém segmentu jako oceňovaná společnost. V případě srovnatelných kotovaných společností musí být zároveň jejich akcie obchodovány na rozvinutém kapitálovém trhu. V dalším kroku jsou odhadnuty cenové multiplikátory, které jsou rapojeny na finanční, nebo provozní ukazatele analyzovaných společností. Tyto multiplikátory se pak upravují a aplikují na oceňovanou společnost. Úprava multiplikátorů je provedena v rozsahu nutném pro zabezpečení rozumné srovnatelnosti analyzovaných firem a transakcí s oceňovanou společností.

6.2.3 Nákladový přístup

Při oceňování nákladovým přístupem lze použít následující metody:

- ocenění při použití účetních hodnot (net book value, „NBV“),
- metoda nákladů náhrady nebo reprodukčních nákladů.

6.3 Princip „going concern“ vs. likvidační hodnota

Princip going concern předpokládá pokračování v hospodářské činnosti neboli trvalé existence podniku. Trvalá existence podniku předpokládá, že se jeho majetkové složky budou reprodukovat a že přináší adekvátní zhodnocení kapitálu pro vlastníky.

V případě, že z nějakého důvodu nelze předpokládat reprodukci majetkových složek, mimo jiné i proto, že se nedostatečně zhodnocuje kapitál, je za minimální hodnotu oceňovaného subjektu považována jeho likvidační hodnota, kterou se rozumí taková hodnota, kterou by bylo možné získat likvidací anebo rozprodejem jednotlivých složek majetku, po odečtení závazků včetně výdajů spojených s likvidací, případně se zahrnutím aspektu optimálního okamžiku načasování likvidace (amortizační hodnota).

Pokud je likvidační (amortizační) hodnota vyšší, než hodnota získaná metodou diskontovaných peněžních toků, vyplácí se vlastníkům nechat společnost vstoupit do řízení likvidace. Likvidační (amortizační) hodnotu je tedy možné považovat za odhad minimální hodnoty podniku.

Při aplikaci tohoto postupu jsou oceňovány jednotlivé složky majetku, závazků a cizích pasív, které nejsou závazky dle vhodnosti některou z výše uvedených oceňovacích metod. V případě SPVS byla primárně použita nákladová metoda na principu účetních cen.

6.4 Výběr použité metodologie a způsob ocenění

Dle IFRS 13 je využití ceny účastnického cenného papíru dosahované na kapitálovém trhu primární oceňovací indikací. Vzhledem k tomu, že Akcie nejsou obchodovány na žádném regulovaném akciovém trhu, jsme pro jejich ocenění využili standardní obecně uznávané oceňovací techniky, a to:

- metodologii diskontovaných peněžních toků založenou na entitě přístupu - tuto metodologii považujeme za nejvhodnější jak z pohledu charakteru předmětu ocenění, tak z pohledu dostupných dat.
- Jako druhá a pouze ověřovací metoda byla použita likvidační metoda pro stanovení spodní hranice Hodnoty Akcie. Tato metoda v sobě zahrnuje přecenění jednotlivých položek rozvahy nákladovou nebo výnosovou metodou a případně i metodou tržního porovnání a odhad nákladů likvidace.

Základní principy těchto metod jsou popsány níže.

Ocenění metodou DCF je provedeno za předpokladu nepřetržitého (a pokračujícího) fungování podniku. Platnost tohoto předpokladu jsme ověřili pomocí likvidační metody – pokud by výsledek Ocenění likvidační metodou byl vyšší, než výsledek dosažený metodologií diskontovaných peněžních toků, vyplnilo by se vlastníkům Společnosti ukončit činnost a nebyl by tedy naplněn předpoklad nepřetržitého a pokračujícího fungování podniku.

Pro metodu tržního porovnání na základě srovnatelných společností jsme zvažovali stejné společnosti, které jsme použili pro stanovení hodnoty beta faktoru. Vzhledem k charakteru podnikání těchto srovnatelných společností však existují rozdíly, které ač umožňují srovnání pro potřeby stanovení beta faktoru, do aplikace metody tržního porovnání vnášejí významnou nepřesnost. Těmito rozdíly jsou především větší diverzifikace aktivit srovnatelných společností, úspory z rozsahu a velikost společností. Srovnatelné společnosti jsou neporovnatelně větší než Společnost a to má za následek větší diverzifikaci aktivit z této společnosti. Velikost srovnatelných společností umožňuje také realizovat úspory z rozsahu. Tyto úspory z rozsahu umožňují efektivněji využívat dané zdroje společnosti a snižovat celkové náklady. Tyto důvody vedou k tomu, že společnosti s větší velikostí budou snáze dosahovat vyšších hodnot, než společnosti menší. Z těchto důvodů nepovažujeme použití metody tržního porovnání těchto srovnatelných společností za vhodné.

Použití metody tržního porovnání na bázi srovnatelných transakcí nebylo vhodné, neboť relevantní data ke srovnatelným transakcím dle kritérií velikosti, ziskových marží a podobnosti způsobu fungování nebyla dostupná.

6.5 Teoretický rámec DCF entity metodologie

Tímto přístupem se oceňuje obecně podnik nebo projekt jako celek ve vztahu ke všem finančním zdrojům, které používá, tj. vlastnímu kapitálu a dluhu. Proto se v tomto přístupu používají tzv. volné provozní peněžní toky (angl. free operating cash flows), tj. toky před

6.5.1 Volné provozní peněžní toky

Volné provozní peněžní toky obecně nezahrnují žádné splátky úvěrů ani úroků a jsou vypočítány takto:

$$\begin{aligned} & \text{Zisk před úroky a zdaněním} \\ & - \text{daně} \\ & + \text{nepeněžní položky} \\ & - \text{investiční výdaje} \\ & +/- \text{změny v pracovním kapitálu} \\ & = \text{volné provozní peněžní toky do firmy} \end{aligned}$$

6.5.2 Diskontní míra (náklad kapitálu)

Teoreticky se vhodná diskontní míra odvozuje od investory požadované návratnosti ra základě principu nákladů příležitosti.

Vážený průměr nákladů kapitálu WACC představuje průměrný náklad kapitálu poskytováný všemi investory nejen do vlastního jmění, ale také do dluhového financování.

WACC se vypočítá podle vztahu:

$$WACC = \frac{K_e \times MV_e}{MV_e + MV_d} + \frac{K_d \times MV_d}{MV_e + MV_d}$$

kde:

K_e náklad vlastního kapitálu,

K_d náklad dluhu (po daňovém štítu),

MV_e tržní hodnota vlastního jmění,

MV_d tržní hodnota dluhu.

Náklad vlastního kapitálu (K_e)

Náklad vlastního kapitálu je možno určit pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (angl. Capital Asset Pricing Model – „CAPM“) takto:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_c + \alpha$$

kde:

R_f	výnosnost bezrizikových aktiv, za které jsou zpravidla považovány hodnoty výnosnosti střednědobých státních dluhopisů,
R_m	očekávaná průměrná návratnost na celém trhu,
$R_m - R_f$	průměrná prémie za riziko odpovídající dodatečnému riziku, plynoucímu z investice do dokonalého portfolia kapitálového trhu, v porovnání s investicemi do bezrizikových cenných papírů,
R_c	riziková prémie země,
β	beta koeficient, kovariance cenného papíru a trhu, která měří citlivost: změny systematického rizika konkrétního cenného papíru ke změně celého tržního portfolia,
α	faktor alfa se používá k popisu specifického rizika oceňované společnosti.

Náklad cizího kapitálu (Kd)

Platby úroků snižují daňovou povinnost společnosti. Náklad dluhu se vypočte takto:

$$K_d = R_d \times (1 - t)$$

kde:

R_d	požadovaná výnosnost poskytovatele cizího kapitálu,
t	sazba daně z příjmů.

6.5.3 Současná hodnota budoucích volných provozních peněžních toků

Matematický výpočet současné hodnoty budoucích peněžních toků je tento:

$$NPV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+r)^i} + \frac{TH}{(1+r)^n}$$

kde:

$FCFF_i$	cash flow explicitně projektované od roku 1 do roku n,
r	náklad kapitálu neboli diskontní míra (WACC),
TH	terminální hodnota je hodnotou společnosti na konci projektovaného období.

Terminální (residuální) hodnota

Terminální hodnota je počítána samostatně a reflektuje hodnotu peněžních toků v časovém horizontu po období, pro které byla zpracována explicitní projekce. Ačkoli tato hodnota může být vypočítána pomocí různých metod, nejčastěji je využívána metoda používající normalizované peněžní toky v nekonečném časovém horizontu při konstantní míře růstu:

$$TH = \frac{FCFF}{r - g}$$

kde:

$FCFF$	volný peněžní tok čo firmy pro nekonečný časový horizont,
g	míra růstu po explicitně projektovaném období,
r	diskontní míra.

6.5.4 Hodnota vlastního kapitálu

Oceňuje-li se hodnota vlastního kapitálu oceňovaného subjektu, odečte se od současné hodnoty budoucích volných provozních peněžních toků hodnota dlouhodobého dluhu a přičtou provozně nepotřebné peněžní prostředky (popř. jiný neprovozní majetek), případně odečtou chybějící prostředky nutné k financování provozu.

7 Ocenění

7.1 Východiska

Ocenění Akcií bylo provedeno v souvislosti s přípravou Transakce jako jednoho z podkladů pro budoucí posouzení přiměřenosti protiplnění, které bude navrženo hlavním akcionářem v souvislosti s uvažovaným nuceným přechodem účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře.

Ocenění je provedeno na bázi Hodnoty, jak je blíže specifikovaná v kapitole Báze hodnoty.

Datům Ocenění je 30. duben 2020.

7.2 Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků

Výsledky finančních a sektorových analýz potvrzují předpoklad going concern, nicméně tento předpoklad pro ŠPVŠ je vázán především na získání koncesní smlouvy od VHZ na dalších pět let v právě probíhajícím výběrovém řízení a její pravidelnou obnovu za obdobných podmínek.

Pro Ocenění byla vybrána DCF metodologie ve variantě entity. Tato metodologie je blíže popsána v kapitole Přístup k ocenění a metodologie.

Současná hodnota peněžních toků byla vypočtena pomocí následujícího dvojřádkového modelu:

- explicitní projekce peněžních toků na základě projekce ŠPVŠ pro období 1. května 2020 do 31. prosince 2025,
- výpočet terminální hodnoty pro období od 1. ledna 2026.

Peněžní toky pro jednotlivé roky explicitního období byly diskontovány na jejich současnou hodnotu k Datu Ocenění. Terminální hodnota byla stanovena k datu 1. ledna 2026 a následně diskontována na současnou hodnotu k 30. dubnu 2020.

Peněžní toky byly vypočteny jako peněžní prostředky dostupné vlastníkům kapitálu i dluhu (tj. hodnota podniku jako celku bez ohledu na použité zdroje financování). Výpočet volných peněžních toků je popsán na následujících stránkách.

Ohledně možných změn regulatorního a ekonomického prostředí může panovat určitá nejistota. Náš přístup k Ocenění je založen na platnosti současně legislativy a regulatorních požadavků, jak jsou popsány v Posudku, na předpokladu získání koncesní smlouvy od VHZ na dalších pět let v právě probíhajícím výběrovém řízení na základě nabízených podmínek a její pravidelné obnovy za obdobných podmínek.

7.2.1 Předpoklady pro výpočet volných peněžních toků v explicitním období

Finanční plán pro účely Ocenění je zpracován na bázi běžných cen (obsahujících prvek inflace). Pro výpočet volných peněžních toků v explicitním období je třeba brát dále v úvahu následující předpoklady:

- Stanovení volných peněžních toků pro období od Data Ocenění do konce roku 2025 je založeno na finanční projekci pro období 2020 – 2025 popsané v kapitole Předpoklady finanční projekce.
- Období od 1. května 2020 do 31. prosince 2020 („YTG2020“) bylo stanoveno jako rozdíl hodnot za celý rok 2020 a skutečných výsledků hospodaření k 30. dubnu 2020.
- Pracovní kapitál je odhadnut na základě analýzy číselho pracovního kapitálu za období let 2016 až 2019 za použití průměrného procentního podílu na tržbách, viz příloha č. 1.
- Na základě analýzy finančního fungování ŠPVŠ za období 2016-2019 byla provozně nutná výše peněžních prostředků stanovena ve výši průměrných měsíčních peněžních nákladů, viz příloha č. 2.
- Předpokládané investice pro jednotlivé roky byly připraveny ŠPVŠ a indexovány 2%. Investice pro YTG 2020 byly stanoveny jako celkové plánované roční investice očištěné o již proinvestovanou částku (1 071 tis. Kč) k Datu Ocenění.
- Efektivní sazba daně z EBIT byla stanovena ve výši 19%.

7.2.2 Předpoklady pro výpočet peněžních toků pro nekonečné období

Pro výpočet volných peněžních toků je třeba brát v úvahu následující předpoklady:

- Předpokládá se růst tržeb o 2 %.
- EBIT marže byla stanovena ve výši 3 % na základě předpokladu tlaku na cenu ve výběrovém řízení.
- Úroveň efektivní daně i pracovního kapitálu byla počítána stejně jako v explicitním období.
- Investiční výdaje byly stanoveny na úrovni indexované hodnoty posledního roku explicitního období.
- Odpisy byly stanoveny na úrovni investic.
- Tempo růstu g se očekává na úrovni dlouhodobého cílování inflace dle ČNB ve výši 2 %.

7.2.3 Odvození diskontní míry

Peněžní toky jsou diskontovány průměrným váženým nákladem kapitálu WACC, který je vypočten dle postupu uvedeného v kapitole 6.3.2.

Náklady vlastního kapitálu

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu, který je založen na modelu CAPM, jsme použili následující vzorec a komponenty:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_n - R_f) + \alpha$$

Bezriziková úroková míra (R_f)

Bezriziková úroková míra je odvozena od výnosů 30-ti letých státních dluhopisů Německa, jakožto vyspělé ekonomiky s nejvyšším ratingem. Výsledná hodnota ve výši 0,07 % představuje 6-ti měsíční průměr denních hodnot do Data Ocenění.

Inflační diferenciál (Δi)

Inflační diferenciál zohledňuje rozdílnou výši očekávané inflace českých korun a eur pro období 2019 až 2024. Jeho výše byla stanovena na 0,5 %, (zdroj: KPMG EMA Valuation e-room).

Riziková prémie trhu

Očekávaná průměrná návratnost na celém trhu je odvozena jako tzv. implikovaná neboli očekávaná budoucí výše této premie k Datu Ocenění ve výši 6,75 %. (Zdroj: KPMG Equity Market Risk Premium Research).

Výpočet implikované MRP obecně vychází z metodologie DCF a modelu CAPM, jejichž základní prvky jsou popsány v kapitole 6. Hledanou neznámou pro účely výpočtu MRP však není hodnota akcie/společnosti, nýbrž implikovaná diskontní míra. Z implikované diskontní míry je následně pomocí modelu CAPM odvozena výše implikované MRP a to na základě následujících předpokladů:

- Jakékoliv přírůžky, či srážky nejsou uvažovány a to z důvodu, že implikovaná diskontní míra je odvozena pro celý trh jako celek a nikoliv pro individuální společnost nebo určitý segment trhu.
- Koeficient beta je z povahy své definice pro celý trh roven 1 a teč z důvodu, že je v modelu CAPM použit jako násobitel MRP, může být při výpočtu rovněž vynechán (resp. je uvažována hodnota 1).

Konečná výše implikované MRP je tedy vypočtena jako implikovaná diskontní míra snížená o bezrizikovou výnosovou míru.

Výpočet MRP vychází z největších a nejlikvidnějších kapitálových trhů v Evropě, tedy západoevropských kapitálových trhů, jakými jsou např. Německo, Nizozemsko nebo Francie, resp. USA.

Do výpočtemho modelu kromě hodnoty příslušného akciového indexu vstupují rovněž projekce budoucích peněžních toků, které nejsou předikovány na úrovni celého indexu, ale jsou analytiky, brokery či ratingovými agenturami určovány na úrovni jednotlivých společností (komponent daného indexu). Výpočet budoucích peněžních toků tedy probíhá ra dekomponované bázi indexu, kdy budoucí peněžní toky jsou odhadnuty na individuální bázi a následně jsou agregovány zpět do příslušného indexu.

Jako zdroj dat pro výpočet MRP, který pro účely oceňování provádí Technická komise oceňovacích služeb KPMG, slouží k Datu Ocenění především data získaná z databáze (S&P Capital IQ).

Výpočet implikované MRP je v souladu s výše uvedeným zjištěn jako rozdíl bezrizikové míry výnosnosti trhu hodnoceného ratingem AAA, zastoupeného třicetiletým dluhopisem Německa a implikované diskontní míry odvozené z výše zmíněných trhů a to konkrétně indexů STOXX Europe 600, S&P 500 a FTSE.

Výsledná hodnota takto spočítaného koeficientu je pro účely dalších výpočtů zaokrouhlována na nejbližší čtvrt procenta, či půl procenta.

Riziková prémie země

Riziková prémie země ve výši 0,6 % je stanovena podle průměrné 6-ti měsíční odchylky výnosu do splatnosti, který nesou státní dluhopisy, od benchmarku s ratingem AAA (zdroj: KPMG EMA Valuation e-room).

Faktor Beta (β)

Pro stanovení faktoru beta jsme použili data srovnatelných společností působících na podobných trzích jako ŠPVŠ, jež jsou obchodovány na burzách.

Pro stanovení beta faktoru jsme využili data z databáze S&P Capital IQ. V prvním kroku jsme z dostupných dat pro Evropu zvolili odvětví „Vodní hospodářství“ (angl. Water Utilities), které obsahuje 2 742 společností. Vzhledem k tomu, že databáze S&P Capital IQ neobsahovala data potřebná pro výpočet faktoru beta pro všechny společnosti zahrnuté ve výše uvedeném odvětví, vycházeli jsme pouze z těch, pro které tato data byla dostupná. Konkrétně, k 18. květnu 2020 byla k dispozici vesměra potřebná data pro 13 společností.

V dalším kroku jsme přidali také data pro Evropu z odvětví „Diverzifikované portocné služby“ (angl. Diversified Support Services), které obsahuje 33 652 společností. Z těchto jsme brali v potaz pouze společnosti, které měly v předmětu podnikání slovo „facility“, jelikož společnosti podnikající v odvětví facility management vykazují obdobní rizikový profil jako oceňovaná společnost. Po aplikaci

tohoto kritéria zůstalo ve výběru 664 společností. Vzhledem k tomu, že databáze S&P Capital IQ neobsahovala data potřebná pro výpočet faktoru beta pro všechny společnosti zahrnuté ve výše uvedeném odvětví, vycházeli jsme pouze z těch, pro které tato data byla dostupná. Konkrétně, k 18. květnu 2020 byla k dispozici veškerá potřebná data pro 12 společností.

Celkový výchozí vzorek společností tedy čítal 25 společností.

V dalším kroku byly ze vzorku vyřazeny společnosti, které se zabývaly významně odlišným předmětem činnosti než Společnost, tedy jiný než provozování vodovodů a kanalizací pro veřejnou potřebu. Společnosti mající za předmět podnikání facility management jsme díky obdobnému rizikovému profilu ponechali ve výsledném vzorku. Vzorek porovnatelných společností k Datu Ocenění se snížil na 10 společností.

V předposledním kroku byly eliminovány společnosti se statisticky nevýznamným koeficientem beta (při uvažování 95% intervalu spolehlivosti). Vzorek porovnatelných společností k Datu Ocenění se snížil na 8 společností.

Nejdříve byl zadlužený beta faktor jednotlivých společností upraven pomocí tzv. Blumovy úpravy podle následujícího vzorce:

$$\beta_{ZBL} = 0,67 * \beta_Z + 0,33 * 1$$

Kde:

β_{ZBL} = zadlužená beta po Blumově úpravě

β_Z = zadlužená beta před Blumovou úpravou

Dále byly pro vybrané společnosti vypočteny příslušné nezadlužené beta faktory dle následujícího vzorce. Medián nezadlužených beta faktorů činil 0,45.

$$\beta_N = \frac{\beta_Z}{(1 + (1 - t) * \frac{D}{VK})}$$

Kde:

β_N = nezadlužená beta

β_Z = zadlužená beta

t = daňová sazba

D/VK = podíl cizího a vlastního kapitálu

Posledním krokem je zadlužení mediánu nezadlužených beta faktorů srovnatelných společností dle mediánu podílů cizího a vlastního kapitálu srovnatelných společností (80 %). Zadlužená beta byla stanovena na 0,74 (Zdroj: S&P Capital IQ).

Souhrnné informace o nezadlužených beta faktorech a podílu cizího a vlastního kapitálu srovnatelných společností jsou uvedeny v příloze č. 3 tohoto Posudku.

Velikostní přírážka (a)

Velikostní přírážka zohledňuje velikost oceňované společnosti. Společnost lze považovat za podnik s mikro-kapitalizací, a proto jsme tuto přírážku určili ve výši 3,16 % (Zdroj: Duff & Phelps 2019, micro-cap).

7.2.3.1 Náklad cizího kapitálu

Náklady na cizí kapitál byly odhadnuty na základě průměrné úrokové sazby korunových úvěrů poskytnutých bankami neřinancním podnikům v ČR dle databáze ARAD za 6 měsíců předcházejících Datum Ocenění ve výši 3,32 %.

Vzhledem k daňové uznatelnosti úroků byla daň ve výši 19 % následně odečtena (úrokový daňový štít).

Náklady na cizí kapitál uvažujeme i když ŠPVŠ nemá žádný úročený dluh. Tato úprava je nezbytná s ohledem na princip ocenění na bázi fair value.

7.2.3.1 Vážený průměr nákladů kapitálu (WACC)

Výpočet váženého průměru nákladů kapitálu ze vstupů specifikovaných výše a dle vzorců uvedených v této kapitole nebo v kapitole Přístup k Ocenění a způsob Ocenění je uveden v následující tabulce.

Tabulka č. 6: Výpočet váženého průměru nákladů kapitálu k datu Ocenění (v %)

WACC společnosti SPVS k 30.4.2020	
Náklady vlastního kapitálu	
Bezriziková úroková míra	0,07%
Indiční diferenciál	0,50%
Riziková prémie trhu	6,75%
Riziková přírážka země	0,60%
Beta nezádužená	0,45
Beta zadlužená	0,74
Daňová sazba	19,00%
Přírážka za malou tržní kapitalizaci	3,16%
Specifické riziko	0,00%
Náklady vlastního kapitálu	9,35%
Náklady dluhu	
Náklady dluhu před daní	3,32%
Daňový šít	-0,63%
Náklady dluhu po daní	2,69%
WACC	
D/E	80,00%
D/C	44,44%
E/C	55,56%
WACC	6,38%

Zdroj: Duff & Phelps, KPMG studie a databáze, výpočet KPMG, ČNB, ostatní údaje dle databáze

7.2.4 Výpočet současné hodnoty diskontovaných peněžních toků

Výpočet současné hodnoty budoucích peněžních toků v explicitním období je uveden v následující tabulce. Pro výpočet byla použita diskontní míra ve výši 6,38 %.

Tabulka č. 7: Výpočet současné hodnoty volných peněžních toků v explicitním období k 30. dubnu 2020 (v tis. Kč)

Výpočet současné hodnoty volných peněžních toků							
tis. Kč		YTC2020	2021	2022	2023	2024	2025
Provozní výsledek hospodaření		15 231	13 340	13 140	12 840	12 690	12 540
Daň	19%	-2 933	-2 535	-2 497	-2 440	-2 411	-2 383
Odpisy		7 886	10 400	10 600	10 800	9 700	9 600
Změna pracovního kapitálu		-4 053	1 372	-536	-547	-558	-569
Investice na udržení v provozu		-8 071	-7 140	-7 283	-7 429	-7 578	-7 730
FCFF		8 110	15 438	13 424	13 224	11 843	11 458
Diskontní míra	6,38%						
Odobí		0,57	1,67	2,67	3,67	4,67	5,67
Diskontní faktor		0,9596	0,9021	0,848	0,7971	0,7493	0,7044
Současná hodnota volných peněžních toků		7 792	13 926	11 384	10 541	8 874	8 071

Zdroj: Klient, výpočet KPMG

Termínální hodnota byla stanovena k 1. lednu 2026 a poté převedena na současnou hodnotu k 30. dubnu 2020 za použití Gordonova vzorce. Vzhledem k nejistotě ohledně dalšího pokračování hlavní koncesní smlouvy a tím i peněžních toků pro nekončící období byla základní diskontní míra zvýšena o specifickou přírážku související s touto nejistotou ve výši 1,6 % k celkové diskontní míře (tato hodnota koresponduje se specifickou přírážkou do nákladů vlastního kapitálu ve výši přibližně 3 %). Použitá diskontní míra pro výpočet termínální hodnoty je po zaokrouhlení 8 %.

Odhad současné hodnoty termínální hodnoty je uveden v následující tabulce.

Tabulka č. 8: Odhad současné hodnoty termínální hodnoty k 30. dubnu 2020 (v tis. Kč)

Odhad termínální hodnoty	
tis. Kč	
Roční tržby	381 630
EBIT marže	3,000%
Provozní výsledek hospodaření	11 449
Daně	19%
Odpisy	7 835
Změna pracovního kapitálu	-531
Investice na udržení provozu	-7 835
FCFF	8 633
Růst pro perpetuitu	2,000%
Diskontní míra	8,00%
Pokračující hodnota	144 834
Období	5,67
Diskontní faktor	0,6465
Současná hodnota termínální hodnoty	93 658

Zdroj: Klient, výpočet KPMG

7.2.5 Hodnota vlastního kapitálu ŠPVS

Sečtením současných hodnot peněžních toků v explicitním období a současné hodnoty termínální hodnoty získáme hodnotu Společnosti. Po úpravě o případný čistý dluh a neprovozní aktiva dostaneme hodnotu vlastního kapitálu Společnosti.

Na základě analýzy rozvahy k Datu Ocenění ŠPVS nemá dluhové úročené financování. Pro účely ocenění neuvažujeme ani závazky ke společníkům ve výši 792 tis. Kč.

Neprovozní majetek je tvořen:

- ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly v účetní hodnotě 2 tis. Kč zahrnující:
 - 5 akcií VaK Bruntál a.s. s nominální hodnotou 1 tis. Kč na kus. Dle informace z výroční zprávy VaK Bruntál, společnost provádí odkup těchto akcií za cenu 675 Kč za akcii. Odhadli jsme tržní hodnotu pěti akcií VaK Bruntál a.s. na 3 375 Kč.
- 6 akcií společnosti Vodovody a kanalizace Přerov, a.s. Nominální hodnota jedné akcie je 1 tis. Kč. Pro tyto účely jsme ponechali těchto 6 akcií společnosti Vodovody a kanalizace Přerov, a.s. v jejich nominální hodnotě 6 tis. Kč.
- dvě rekreační chaty, které jsou určeny k prodeji (rekreační chaty v lesníku včetně pozemku a stavba při nádrži Horní nádrži Křehleby bez pozemku a právního zajištění přístupu). Zde byla po diskuzi s Klientem použita hodnota 2 mil. Kč za obě nemovitosti na základě předchozího ocenění, které si Klient nechal vypracovat

Ing. Františkem Kocourkem, Znalecký a oceňovací ústav s.r.o., ze dne 3. března 2020 (viz příloha č. 7). Výřezy z katastrálních map nemovitostí jsou zobrazeny v příloze č. 6.

- dlouhodobé jiné pohledávky ve výši 1 163 tis. Kč, které zahrnují bezúročné půjčky zaměstnancům na základě kolektivní smlouvy.
- umělecká díla ve formě obrazů v účetní hodnotě 110 tis. Kč. Na základě diskuze s Klientem a vzhledem k vyšší hodnoty jsme tyto obrazy ponechali v jejich účetní hodnotě.
- neprovozní hotovosti - ŠPVS disponovala k Datu Ocenění neprovozní hotovostí ve výši zhruba 35 mil. Kč.

Přehled neprovozního majetku je uveden v následující tabulce.

Tabulka č. 9: Neprovozní aktiva ŠPVS k Datu Ocenění (v tis. Kč)

Neprovozní aktiva	
tis. Kč	30.04.2020
Neprovozní hotovost:	34 962
Nemovitosti	2 000
Dlouhodobý finanční majetek	9
Jiné pohledávky	1 163
Obrazy	110
Neprovozní aktiva celkem	38 244

Zdroj: Klient, výpočet KPMG

Celková výše neprovozních aktiv k Datu Ocenění je 38 244 tis. Kč.

Odhad hodnoty vlastního kapitálu Společnosti je v následující tabulce.

Tabulka č. 10: Odhad hodnoty vlastního kapitálu ŠPVS (v tis. Kč)

Odhad hodnoty vlastního kapitálu ŠPVS	
tis. Kč	
Současná hodnota explicitního období	60 578
Současná hodnota termínální hodnoty	93 658
Hodnota podniku	154 246
Neprovozní aktiva	38 244
Hodnota vlastního kapitálu	192 490

Zdroj: Klient, výpočet KPMG

Hodnota vlastního kapitálu ŠPVS je 192,5 mil. Kč k Datu Ocenění.

7.2.6 Hodnota Akcie

Hodnota Akcie je vypočtena jako podíl Hodnoty vlastního kapitálu a počtu všech vydaných Akcií. Hodnota Akcie nebyla upravována o srážku za minoritu.

Tabulka č. 11: Odhad Hodnoty Akcie (v tis. Kč a v Kč)

Odhad hodnoty Akcie	
Hodnota vlastního kapitálu v tis. Kč	192 490
Počet Akcií	70 806
Hodnota Akcie v Kč	2 719
Nominální hodnota Akcie v Kč	1 000
Účastní hodnota na Akcii v Kč	1 829

Poznámka: Nominální hodnota Akcie je 1 000 Kč a účetní hodnota vlastního kapitálu na Akcii je 1 829 Kč.
Zdroj: výpočet KPMG

Výsledná Hodnota Akcie je 2 719 Kč. Tato hodnota v sobě implicitně zahrnuje i hodnotu dividendy za rok 2019 ve formě neprovozní hotovosti.

Pokud by v době před vypořádáním Transakce (přechodem účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře) došlo k rozhodnutí valné hromady ŠPVŠ o výplatě dividendy za rok 2019 a všem akcionářům by vznikl nárok na tuto dividendu, bylo by nutné vyšší dividendy od Hodnoty Akcie odečíst.

Vyrozuměli jsme, že dividendy za rok 2019 se očekává ve výši 279 Kč na Akcii. Hodnota Akcie po odpočtu dividendy za rok 2019 by potom byla 2 440 Kč.

7.2.7 Analýza senzitivity

Analýza senzitivity Hodnoty Akcie byla provedena na hlavních proměnných vstupujících do výpočtu terminální hodnoty:

- diskontní míra pro výpočet terminální hodnoty v intervalu od 7,5 % do 8,5 %,
- EBIT marže v nekonečném období v intervalu od 2,9 % do 3,1 %.

Výsledky této analýzy jsou shrnuty v následující tabulce:

Tabulka č. 12: Analýza senzitivity Hodnoty Akcie na vyšší provozní marže EBIT a diskontní míry WACC ve výpočtu terminální hodnoty ve variantě zahrnující nevyplacenou dividendu za rok 2019 (v Kč)

Hodnota Akcie včetně dividendy- analýza senzitivity	
Kč	WACC
	7,50% 8,00% 8,50%
2,9%	2 825 2 571 2 543
3,0%	2 877 2 719 2 585
3,10%	2 930 2 766 2 628

Zdroj: výpočet KPMG

Tabulka č. 13: Analýza senzitivity Hodnoty Akcie na vyšší provozní marže EBIT a diskontní míry WACC ve výpočtu terminální hodnoty ve variantě po odečtení vlivu výplaty předpokládané dividendy za rok 2019 (v Kč)

Hodnota Akcie bez dividendy- analýza senzitivity	
Kč	WACC
	7,50% 8,00% 8,50%
2,9%	2 546 2 392 2 264
3,0%	2 598 2 440 2 306
3,10%	2 651 2 487 2 349

Zdroj: výpočet KPMG

7.3 Ocenění likvidační metodou

Jak již bylo zmíněno v kapitole Metodologie a její výběr, jako druhou podpůrnou metodu jsme použili likvidační metodu, jejímž účelem bylo ověřit si správnost použití principu going concern.

Provedli jsme přecenění položek rozvahy pro účely likvidace dle stavu k 30. dubnu 2020. Přecenění bylo provedeno převážně nákladovou metodou účetních cen po zohlednění koeficientu realizace. Tento koeficient snížení ceny byl uplatněn u nehmotných aktiv ve výši 100 % a u zásob a pohledávek ve výši 5 %. Hodnoty nemovitostí byly převzaty (jako průměry hodnot) z odborného posouzení obvyklé ceny nemovitosti připraveného Ing. Františkem Kocourkem, Znalecký a oceňovací ústav s.r.o., ze dne 3. března 2020, viz příloha č. 7. Výsledek přecenění jednotlivých rozvahových položek je v následující tabulce.

Tabulka č. 14: Přecenění rozvahy ŠPVS k 30. dubnu 2020 pro účely likvidace (v tis. Kč)

Ocenění Rozvahy pro účely likvidace		Účetní hodnota netto		Rozdíl		Oceněná hodnota	
tis. Kč	Aktiva						
	Dlouhodobý majetek	70 678	11 682			82 360	
	Dlouhodobý nehmotný majetek	1 301	-1 301			0	
	Software	1 268	-1 268			0	
	Nedokorčený dlouhodobý nehmotný majetek	33	-33			0	
	Dlouhodobý hmotný majetek	69 375	12 975			82 351	
	Pozemky	910	-910			0	
	Slavby	28 885	18 465			47 350	
	Hmotné movitá věci a jejich soubory	35 007	0			35 001	
	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	4 143	-4 143			0	
	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0			0	
	Nedokorčený dlouhodobý hmotný majetek	436	-436			0	
	Dlouhodobý finanční majetek	2	7			9	
	Oběžná aktiva	159 185	-1 146			158 039	
	Zásoby	6 939	-347			6 592	
	Dlouhodobé pohledávky	1 163	-58			1 135	
	Jiné pohledávky	1 163	-58			1 135	
	Krátkodobé pohledávky	88 412	-741			87 671	
	Pohledávky z obchodních vztahů	8 587	-429			8 158	
	Krátkodobé poskytnuté zálohy	6 238	-312			5 926	
	Dobažné účty aktivní	73 298	0			73 298	
	Jiné pohledávky	289	0			289	
	Peněžní prostředky	62 542	0			62 542	
	Časové rzlišení aktiv	129	0			129	
	Aktiva celkem	229 863	10 536			240 399	
	Cizí zdroje						
	Rezervy	8 940	0			8 940	
	Rezerva na daň z příjmu	233	0			233	
	Ostatní rezervy	8 707	0			8 707	
	Dlouhodobé závazky	613	-513			0	
	Ocizlený daňový závazek	613	-513			0	
	Krátkodobé závazky	90 780	0			90 780	
	Krátkodobé přijaté zálohy	54 933	0			54 933	
	Závazky z obchodních vztahů	4 320	0			4 320	
	Závazky ke společníkům	792	0			792	
	Závazky k zaměstnancům	4 845	0			4 845	
	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotní	3 004	0			3 004	
	Stát - daňové závazky a dotace	4 177	0			4 177	
	Dobažné účty pasivní	18 709	0			18 709	
	Jiné závazky	0	0			0	
	Cizí zdroje celkem	100 333	-613			99 720	
	Čistá hodnota aktiv	129 530	11 149			140 679	

Zdroj: Klient, výpočet KPMG

Provedení likvidace by bylo spojeno s likvidačními náklady. Vzáj jsme v potaz následující náklady a provedli jejich odhad:

- doběhnutí stávajících smluv na provoz vodohospodářské infrastruktury a ostatních činností do konce roku 2020 dle plánu,
- personální náklady na odpustné ve výši třech měsíčních platů vypočtené z celkových ročních personálních nákladů za rok 2020,
- právní a další administrativní náklady ve výši 1 mil. Kč,
- provize realitním agentům z prodejů nemovitostí ve výši 2 % z hodnoty nemovitosti, které byly určeny dle posudku, jenž si Klient nechal vypracovat,
- odměna likvidátora ve výši 420 tis. Kč.

Dále byla uvažována daň ze zisku z prodeje nemovitostí, výnos z realizace pracovního kapitálu a čistý zisk za období od 1. května 2020 do 31. prosince 2020 upravený o nepeněžní náklady ve formě odpisů.

Výpočet likvidační hodnoty je uveden v následující tabulce.

Tabulka č. 15: Výpočet likvidační hodnoty ŠPVS a Hodnoty Akcie (v tis. Kč a v Kč)

Likvidační hodnota SPVS	
tis. Kč	
Personální náklady na odpustné	-25 597
Právní a další administrativní náklady	-1 000
Provize z prodeje majetku	-947
Náklady likvidátora	-420
Celkové náklady likvidace	-28 964
Ocenění dlouhodobých aktiv	82 360
Daňová zůstatková hodnota nemovitostí	70 678
Zisk z prodeje nemovitostí	11 682
Daň ze zisku z prodeje nemovitostí	-2 220
Realizace oceňovaných aktiv	158 039
Spáčení závazků	-99 720
Upravený čistý zisk za YTG 2020	20 141
Amortizační hodnota	129 637
Počet Akcií	70 806
Amortizační hodnota na Akcii v Kč	1 831

Zdroj: Klient, výpočet KPMG

Výsledná likvidační hodnota pro ŠPVS byla odhadnuta na 129 637 tis. Kč, což odpovídá hodnotě Akcie ve výši 1 831 Kč. Tato hodnota v sobě zahrnuje i případnou dividendu za rok 2019.

Při očekávané výši dividendy za rok 2019 ve výši 279 Kč na Akcii, je potom Hodnota Akcie po odpočtu dividendy 1 552 Kč.

7.4 Shrnutí získaných výsledků a jejich diskuze

Ocenění Akcií jsme provedli na základě principu going concern metodologií DCF, a na základě naší výše uvedených specifických předpokladů. Použití metodologie likvidační hodnoty má relevanci pouze ve vztahu k otázce, zda princip going concern je pro daný účel Ocenění za daných předpokladů použitelný.

Výsledky získané metodologií likvidační hodnoty potvrdily, že princip going concern a na jeho základě použitá metodologie DCF je při splnění předpokladů uváděných v tomto Posudku použitelný.

Výsledky získané metodologií DCF jsou vypočítány a prezentovány ve dvou variantách s ohledem na to, zda vyřetřování minoritní akcionářů mají či nemají nárok na dividendu za rok 2019 ve vazbě na datum přechodu Akcií.

Výsledná Hodnota jedné Akcie, zahrnující hodnotu předpokládané dividendy za rok 2019, na jejíž výplatu minoritním akcionářům před datem Transakce ještě nárok nevznikl, získaná DCF metodou, se pohybuje v rozpětí od 2 543 Kč do 2 930 Kč se střední hodnotou 2 719 Kč.

Pokud by akcionářům vznikl nárok na výplatu dividendy přede dnem přechodu Akcií na hlavního akcionáře, výsledná Hodnota jedné Akcie po odpočtu předpokládané dividendy za rok 2019 získaná DCF metodou by byla v rozpětí od 2 264 Kč do 2 651 Kč se střední hodnotou 2 440 Kč.

Výsledky získané metodologií DCF tak představují přes veškerou možnou kritiku fundamentálně nejspolehlivější odhad Hodnoty Akcií, založený na informacích obdržených od Klienta a na veřejně dostupných informacích.

8 Závěr (posudek)

Výrok znalce

Na základě informací nám poskytnutých Klientem, společností Šumpercká provozní a vodohospodářská společnost, a.s. a informací veřejně dostupných, provedených analýz, přijaté metodologie a předpokladů uvedených v tomto Posudku znaleckého ústavu, jsme provedli ocenění jedné kmenové akcie na majitele v zaknihované podobě a ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč, emitované společností Šumpercká provozní vodohospodářská společnost, a.s. se sídlem Jilova 2769/6, Šumperk, IČO 4767491, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Ostravě, spisová značka B 699. Ocenění bylo provedeno ke dni 30. dubna 2020.

Níže uvedený výrok je vyřčen ve dvou variantách, jejichž použitelnost závisí na časových souvislostech mezi vznikem nároku akcionářů ŠPVS na dividendu za rok 2019 a datem přechodu Akcií na hlavního akcionáře:

Hodnota jedné Akcie v souvislosti s Transakcí, pokud rozhodný den pro přiznání nároku na dividendu za rok 2019 bude pozdější než datum přechodu Akcií na hlavního akcionáře, je dle výsledků našich výpočtů, přijatých předpokladů a závěrů

2 719,- Kč.

(Dvatisícsedmdesátdevát korun českých)

Hodnota jedné Akcie v souvislosti s Transakcí, pokud rozhodný den pro přiznání nároku na dividendu za rok 2019 bude předcházet datu přechodu Akcií na hlavního akcionáře, je dle výsledků našich výpočtů, přijatých předpokladů a závěrů

2 440,- Kč.

(Dvatisícčtyřistačtyřicet korun českých)

V Praze dne 24. června 2020

Igor Mesenský

Prokurista se samostatnou prokurou

KPMG Česká republika, s.r.o.



KPMG Česká republika, s.r.o.
Pražská 68/II
186 00 Praha 8
IČ: 00553115

16

9 Znalecká doložka

Posudek vypracoval znalecký ústav KPMG Česká republika, s.r.o. jmenovaný Ministerstvem spravedlnosti České republiky dne 3. října 1996 pod číslem jednacím 180/96 OOD podle ust. § 21, odst. 3, zákona č. 36/1967 Sb. a ust. § 6, odst. 1, vyhl. č. 37/1967 Sb. naposledy ve znění Rozhodnutí Ministerstva spravedlnosti České republiky Čj. MSP-46/2015-OJ-SZN/2 ze dne 9. července 2015 a Čj. MSP-46/2015-OJ-SZN/4 ze dne 28. července 2015 pro oceňování podniků, jejich částí a jejich jednotlivých složek (např. zejména dlouhodobý nehmotný, hmotný a finanční majetek, nemovitý a movitý majetek, práva, know-how, goodwill, cenné papíry, obchodní podíly v obchodních společnostech nebo družstvech, zásoby, pohledávky, závazky a ostatní složky oběžných aktiv), posuzování nebo oceňování podnikatelských a/nebo investičních záměrů, zpracovávání zpráv pro akcionáře nebo společnosti obchodních společností v souvislosti s přezkoumáváním smluv při převodech nebo nájmech podniků nebo jejich částí, přezkoumávání smluv při fúzích, převodech jmění na společníka, rozdělení nebo změny právní formy obchodních společností, přezkoumávání ovládacích smluv nebo smluv o převodu zisku z hlediska vyrovnání nebo odškodnění, zpráv o vztazích mezi propojenými osobami, posuzování přiměřenosti cen účastnických cenných papírů nebo vyrovnání v penězích v souvislosti s nabídkami převzetí, povinnými nabídkami převzetí nebo zrušením registrace účastnických cenných papírů. Pro daňovou a celní problematiku – daně, daňový systém ČR a EU, - mezinárodní smlouvy o zamezení dvojího zdanění, - způsob stanovení a stanovení převodních (zúčtovacích) cen mezi spojenými osobami pro daňové účely a posouzení a vymezení činnosti výzkumu a vývoje v kontextu daňových úlev.“

Znalecký posudek je zapsán pod pořadovým číslem 393-23/20.

V Praze dne 24. června 2020

Igor Mesenský

Prokurista se samostatnou prokurací

KPMG Česká republika, s.r.o.



10 Přílohy

Příloha č. 1: Pracovní kapitál

Pracovní kapitál	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.04.2020
tit. Kč					
Aktivní část					
Zásoby	5 957	6 364	6 150	5 866	6 939
Pohledávky z obchodních vztahů	47	47	47	0	0
Pohledávky z obchodních vztahů	10 947	9 128	9 237	5 509	8 567
Stát - daňové pohledávky	24 843	22 908	22 853	137	0
Krátkodobé poskytnuté zálohy	630	1 172	1 335	2 309	6 238
Dobudné účty aktivní	110 654	114 527	128 902	143 031	73 298
Jiné pohledávky	630	860	747	762	289
Časové rozlišení aktiv	1 119	1 434	1 210	889	129
Provozní náhrada hotovost	21 753	23 668	24 509	25 365	27 590
Pasivní část					
Rezerva na daň z příjmů	0	0	-321	-233	-233
Ostatní rezervy	-13 353	-9 350	-11 675	-9 807	-3 707
Závazky z obchodních vztahů	-2 780	-1 390	0	0	0
Krátkodobé přijaté zálohy	-93 513	-93 230	-104 129	-112 113	-54 933
Závazky z obchodních vztahů	-17 376	-12 755	-16 336	-11 842	-4 320
Závazky k zaměstnancům	-3 061	-4 388	-4 557	-4 765	-4 846
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	-1 861	-2 377	-2 705	-2 892	-3 004
Stát - daňové závazky a dotace	-378	-365	-849	-894	-4 177
Dobudné účty pasivní	-27 371	-25 499	-19 790	-22 995	-18 708
Jiné závazky	-48	0	0	0	0
Čistý pracovní kapitál	16 889	30 854	34 628	19 327	24 132
Změna čistého pracovního kapitálu		13 765	3 974	-15 301	4 805
% tržeb	5.5%	9.6%	10.4%	5.5%	5.5%
Průměrné procento tržeb					7.8%

Zdroj: Klienti, KPMG výpočet

Příloha č. 2: Určení provozně nutné hotovosti

Provozně nutné hotovost						
tis. Kč	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.04.2020	
Peněžní prostředky	42 825	34 178	32 734	57 383	62 542	
Roční peněžní náklady	261 037	284 021	294 113	316 385	330 361	
Koeficient pro výpočet provozně nutné hotovosti	0,083					
Provozně nutné hotovost	21 753	23 568	24 509	26 365	27 580	
Neprovozní hotovost	21 072	10 510	8 225	31 018	34 982	

Zdroj: Klient, KPMG výpočet

Příloha č. 3: Výpočet nezadluženého koeficientu beta srovnatelných společností k 30. dubnu 2020

Výpočet nezadluženého koeficientu beta a DE srovnatelných společností k 30.4.2020					
Společnost	Stát	Ověřiví	DE	Nezadlužená společnost	
AS Tallinn Vesi	Estonia	Water Utilities	41,2%	0,48	
Compagnie des Eaux de Royan	France	Water Utilities	0,3%	0,43	
Severn Trent Plc	United Kingdom	Water Utilities	120,3%	0,40	
United Utilities Group PLC	United Kingdom	Water Utilities	143,2%	0,39	
Coor Service Management Holding AB	Sweden	Diversified Support Services	27,3%	0,91	
Intel S.A.	Poland	Diversified Support Services	342,3%	0,23	
ISS A/S	Denmark	Diversified Support Services	67,2%	0,72	
Mears Group plc	United Kingdom	Diversified Support Services	62,1%	0,53	
Průměr			80,0%	0,45	

Zdroj: database S&P Capital IQ



příloha č. 5: Zjednodušený plánovaný výkaz peněžních toků a rozvaha ŠPVŠ

Zjednotená plánovaná rozvaha									
Stis. Kč	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025			
Aktiva									
Dobudovaný majetek	70 683	67 623	64 306	60 935	58 813	56 943			
Oběžná aktiva									
Zásoby	6 778	6 448	6 577	6 709	6 843	6 980			
Pohľadávky	171 202	162 839	166 126	169 449	172 838	176 295			
Povinnosti náhrady	25 942	24 680	25 173	25 677	26 190	26 714			
Neprorizní hmotnosť	42 970	58 132	71 281	84 229	95 797	106 979			
Oběžná aktiva celkom	246 892	252 129	269 158	286 064	301 668	316 968			
Aktiva celkom	317 775	319 752	333 464	346 999	350 481	373 911			
Passiva									
Vlasní kapitál	-141 805	-152 335	-162 704	-172 828	-182 832	-192 714			
Čiží zdroje									
Rezervy	-12 512	-11 933	-12 141	-12 384	-12 632	-12 885			
Oběžní záväzky	-156 038	-148 443	-151 412	-154 441	-157 529	-160 680			
Zväzky k prevádznim nákladom	-7 177	-6 828	-6 964	-7 104	-7 245	-7 391			
Ostatní neprorizní aktiva a passiva*	-242	-242	-242	-242	-242	-242			
Čiží zdroje celkom	-173 969	-167 416	-170 760	-174 970	-177 649	-181 197			
Passiva celkom	-317 775	-319 752	-333 464	-346 999	-350 481	-373 910			

Zdroj: KPMG výpočet

Zjednodušený plánovaný výkaz peněžních toků

	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
EBIT	15 231	13 340	13 140	12 840	12 690	12 540
Daň	-2 903	-2 470	-2 432	-2 375	-2 346	-2 318
Odpisy	7 896	10 400	10 600	10 800	9 700	9 600
Změny zásob	181	330	-129	-132	-134	-137
Změny pohledávek	-82 691	8 333	-3 257	-3 323	-3 389	-3 457
Změny provozné nutné hodnoty	1 638	1 263	-494	-503	-514	-524
Změny rezerv	3 572	-609	238	243	248	253
Změny obchodních závazků	73 899	-7 595	2 969	3 028	3 089	3 151
Změny závazků z personálních nákladů	-672	-349	137	139	142	145
Poměnní loby z provozní činnosti	16 131	22 642	20 772	20 717	19 485	19 253
Úrok	-134	-340	-340	-340	-340	-340
Poměnní loby z finanční činnosti	-134	-340	-340	-340	-340	-340
Investice	-8 071	-7 140	-7 283	-7 429	-7 578	-7 730
Poměnní loby z investiční činnosti	-8 071	-7 140	-7 283	-7 429	-7 578	-7 730
Změna peněžních toků	7 976	15 162	13 149	12 948	11 567	11 183

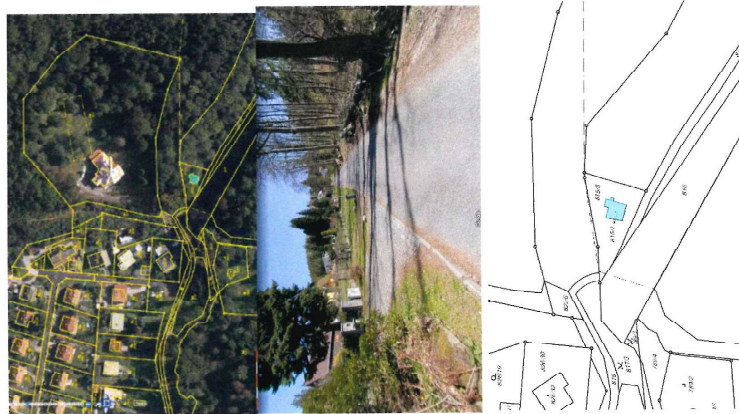
75

Příloha č. 6: Lokace 2 rekreačních chat – neprovozní majetek
Krchleby



Zdroj: [nahlizenidokn.cuzk.cz, https://www.google.com/maps](https://www.google.com/maps)

Jeseník



Zdroj: [nahlizenidokn.cuzk.cz, https://www.google.com/maps](https://www.google.com/maps)



Zdroj: Klient



Areál Luční zapsaný na LV č. 3894, k.ú. Šumperk

Svazky bez švů na pozemku p.č. 5240 - přízemní, nepodsklepená, samostatně stojící. Svazba pro skladování a garážování. Podlahová plocha cca 260 m².

Svazky bez švů na pozemku p.č. 6326 - přízemní, nepodsklepená, samostatně stojící, zelená Svazba pro skladování a garážování. Podlahová plocha cca 30 m².

Mimo výše uvedených staveb jsou součástí pozemků také venkovní úpravy (zpevnění plochy, vřata, vrata, oplocení, přípočky inženýrských sítí, vnitroučalové rozvody inženýrských sítí, obrobuny, vrstevka, ad.)

Nemovitě věci zapsané na LV č. 640, k.ú. Hanušovice

V současně době se srovnatelné areály včetně pozemků obchodují v rozmezí přepočítaných cen: **11.000.000, Kč až 14.000.000, Kč.**

Nemovitosti včty zapsané na LV č. 640, k.ú. Hanušovice

Předmět tohoto vyjádření je samostatně stojící stavba č.p. 172 na pozemku p.č.st. 136/2 - dvoupodlažní, nepodsklepená, samostatně stojící, zděná stavba se sedlovou střechou, která je situována v mírně svažitém terénu při ulici Hlavní v centru obce Hanušovice. Stavba má charakter administrativní budovy. Podlažnice plocha činí cca 210 m².

1,50 – 2,00 m, dřevopopisná, nepokácená, zraje, zelená, s výrazným stromem, který je situována v mírně svažitém terénu při ulici Hlavní v centru obce Hanušovice. Stavba má charakter administrativní budovy. Podlahová plocha činí cca 210 m².

Přednětem tohoto vyjádření je dále samostatně stojící stavba garáže bez číče na pozemku

Dotlačová plocha čmí, cca 2 l m²

Stavba garáže na pozemku p.č. 733 se nachází v území se zvýšeným rizikem výskytu

Obě nemovité věci byly v minulosti zasaženy povodněmi, povodni a záplav (stupeň II - tzv. území 100-leté vody).

rozmezí přepočtených cen: **750.000,- Kč až 950.000,- Kč.**

Nemovitě věci zapsané na LV č. 1965, k.ú. Jeseník

súčasťou spoločnosti - Protičkov
7906 02 Protičkov, Píseňská 3
tel.: 482 324 822, fax: 482 330 169

Klient

Předávkem ocenění je stavba a pozemek p.č. 8/52 pod ní, okolní pozemky jsou ve vlastnictví jiného vlastníka.

Přístup je možný pouze přes pozemky jiného vlastníka, není právně zajištěn.

V souladu dle se srovnávací stavby odchylují v rozmezí přepočtených cen: **900 000,- Kč až 1 000 000,- Kč.**

Nemovitá věc zapsaná na LV č. 178, k.ú. Křelčova na Moravě

Předávkem tohoto vyjádření je samostatně stojící stavba dle 7 na pozemku p.č. 297 - samostatné stojící, podsklepená (1.PP přístupné z úrovně zpevněné komunikace) s jistým podzemím a jedním nadzemním podlažím 1.PP je zdivěná se stěškou s minirým sedlem. Stavba je situována ve svažitém terénu mimo zastavěnou část obce při Horní nádrži Křelčova. Předávkem ocenění je pouze stavba na pozemku jiného vlastníka. Podlahová plocha činí cca 90 m².

Přístup do stavby je možný pouze přes pozemky jiného vlastníka. Přístup není právně zajištěn.

V souladu dle se srovnávací stavby bez pozemků odchylují v rozmezí přepočtených cen: **900 000,- Kč až 1 300 000,- Kč.**

Výsledná obvyklá cena všech nemovitých věcí dle tohoto odborného posouzení činí **41.450.000,- Kč až 52.250.000,- Kč.** Případné upřesnění obvyklé ceny je možné pouze po provedení dalších šetření formou znaleckého posudku.

Ing. František Kocourek
Znalecký a oceňovací ústav s.r.o.



odborný posudek - Průběh
Ing. František Kocourek
SÚ 162 334/21, Úč. 162 334/21
e-mail: info@kocourek.cz

Zdroj: Klient

