

Liberecký kraj
p. Martin Půta
Hejtman Libereckého kraje
U Jezu 642/2a
461 80 Liberec 2

Vážený pane hejtmane,

vzhledem k tomu, že jsem obdržel další revizní znalecké posudky k mnou zpracovanému posudku č. 1663/23/17 k ocenění ČSAD Liberec, a. s. (**dále také „SPOLEČNOST“**), a a k dále zpracovanému posudku č. 1672/32/17 k ocenění pohledávek, zasílám stručné poznámky k revizním posudkům, které jsem obdržel k vyjádření. Jedná se o:

- 1) Znalecký posudek č. 700-3537/2017 zpracovaný společností Equity Solutions Appraisals, s. r. o. (IČ 28933362) (**dále jen „posudek ESA“**).
- 2) Znalecký posudek č. 528/147/2017, zpracovaný společností APELEN Valuation a. s. (IČ 24817953), (**dále jen „posudek AV“**).
- 3) Znalecký posudek č. 401-20/2017, zpracovaný p. [REDAKCE] (**dále jen „posudek LB“**).

Nejprve k ocenění podílu na společnosti ČSAD Liberec, a. s., kterou lze rozložit na dvě otázky:

- 1) Úhel pohledu hodnotitele a z toho plynoucí zvolený postup ocenění.
- 2) Doba ocenění.

Nyní tedy k úhlu pohledu hodnotitele:

Všechny tři shora jmenované posudky odrážejí pohled hodnotitele a doporučují ocenění majetkovou metodou, jmenovitě metodou substanční.

K postupu ocenění posudkem ESA jsem se vyjadřoval již ve své zprávě z 01. 11. 2017, mám-li toto hodnocení shrnout do stručné charakteristiky, hodnotil jsem jej jako neúplné a nevhodné, neboť hodnotí SPOLEČNOST pouze z hlediska souhrnu hodnoty majetku, která by byla získána likvidací SPOLEČNOSTI, což ovšem není záměr Libereckého kraje.

Posudek AV a posudek LB vychází nejenom z hodnoty majetku, přičemž jeho ocenění považuji za odpovědnější a úplnější než v případě posudku ESA, ale také uvažují příjmovou stránku SPOLEČNOSTI, byť vychází z příjmové historie SPOLEČNOSTI.

Již jsem zdůvodňoval, proč jsem použil predikci příjmů budoucích účetních období, která byla zpracována společností NEXIA AP a. s. Analýza zpracovaná naposledy jmenovanou společností je dle mého názoru zpracována detailně a odpovědně, odpovídá reálným možnostem SPOLEČNOSTI po kapitálovém vstupu investora, jakož i cílům investora. Posudky AV a LB pak upozorňují na možná rizika a míru nejistoty, kterou predikce budoucích příjmů představuje. Toto potenciální riziko je však i ve mnou zpracovaném posudku č. 1663/23/17 uvažováno. Tato skutečnost je zmíněna ve 2. odstavci na str. 23 tohoto posudku (Přirážky za velikost a sníženou likviditu - R). Vzhledem k výsledkům analýzy společnosti NEXIA AP a. s. lze předpokládat, že navýšení příjmů SPOLEČNOSTI a zvýšení její ziskovosti je záměrem investora, tedy Libereckého kraje, který musí jednat s péčí řádného hospodáře, a není tedy možno uvažovat, že by investoval do ztrátového projektu. Také je nezbytné uvažovat, že by SPOLEČNOST jednak postupně měla přejít do „černých čísel“, ale rovněž i se skutečností zrealnění hodnoty příspěvku kraje na zajištění dopravy. Z toho důvodu tedy považuji za spravedlivé, aby prodávající obdržel přiměřené protiplnění v penězích za hodnocené účastnické cenné papíry.

Jak jsem však již uvedl, je použitá oceňovací metoda výsledkem úhlu pohledu hodnotitele, samozřejmě na základě provedených analýz a příslušných hodnocení výsledků těchto analýz.

K době ocenění:

Doba ocenění je velmi dobře patrná na hodnocení majetkové pozice SPOLEČNOSTI prováděná všemi třemi revizními posudky, kdy je celkový majetek SPOLEČNOSTI postupně definován detailněji a hodnotící postupy precizovány.

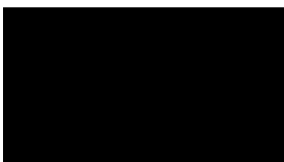
Stejně tak může být mnou zpracovaný posudek č. 1663/23/17, resp. jeho výsledek, ovlivněn dobou zpracování. Jako jeden z prvků tvořících diskontní míru je použit výnos státního dluhopisu SD 1,00/26, ISIN: CZ0001004469, k datu 17. 08. 2016. Dle informace zdroje www.patria.cz pak výnos předmětného státního dluhopisu k datu 18. 12. 2017 činí 1,326 %, což při zachování všech ostatních parametrů tvorby diskontní míry a následných výpočtů představuje hodnotu Kč 18.655.000, což jest hodnota o Kč 1.137.000 nižší než hodnota uváděná v posudku. Růst výnosu z předmětného státního dluhopisu je pak zcela objektivní skutečností, nikterak ovlivnitelnou hodnotitelem, která odráží dobrý stav ekonomiky státu projevující se např. navýšením základních úrokových sazeb měnově politických nástrojů České národní banky.

Ostatní skutečnosti k celému výpočtu hodnoty SPOLEČNOSTI již byly vysvětleny ve zprávě z 01. 11. 2017.

Pokud jde o hodnocení pohledávek, je patrné, že byly hodnoceny zcela separátně od hodnocení ceny SPOLEČNOSTI, což je patrné i ze skutečnosti, že tak bylo učiněno jiným posudkem s rozdílným datem. Provázanost hodnoty pohledávek a ceny SPOLEČNOSTI v tomto případě, vzhledem k oddělenému hodnocení, skutečně principiálně uvažována nebyla, nicméně se domnívám, že tato skutečnost může být i dobrým argumentem kupujícího při cenovém vyjednávání.

Vážený pane hejtmane,
doufám, že tyto i tyto, byť s ohledem na krátký čas možnosti prostudovat posudky AV a LB, stručné poznámky budou pro Vaše další jednání užitečné, pokud byste potřeboval jakoukoliv část text rozšířit nebo vysvětlit, prosím, neváhejte a kontaktujte mne.

S úctou



V Liberci dne 18. prosince 2017