

## Kúpiť hotové sa oplatí

Stanovisko hlavného ekonóma HMBA ku kúpe 49% podielu spoločnosti Infra Services, a.s. Bratislavskou vodárenskou spoločnosťou, a.s.

### Zhrnutie stanoviska

Kúpa 49% podielu v spoločnosti Infra Services, a.s. v transakcii za 10,5 mil. eur sa BVS vráti na prevádzkových úsporách a odstránení rizika zmluvných pokút do roku 2022 a predstavuje najvyššiu hodnotu za peniaze. Čistý vstupný náklad transakcie pre BVS je 7,3 mil. eur, čistá súčasná hodnota kúpy oproti scenáru bez zmeny je 3,1 mil. eur.

Kúpa spoločnosti v roku 2020 vytvára aj prínosy z väčšieho rozsahu investícií. Za plánovaných 80 mil. eur do roku 2022 zmodernizuje BVS o približne 10 % viac infraštruktúry ako pri scenári bez zmeny. Finančné prínosy väčšieho rozsahu modernizovanej infraštruktúry nie sú kvantifikované.

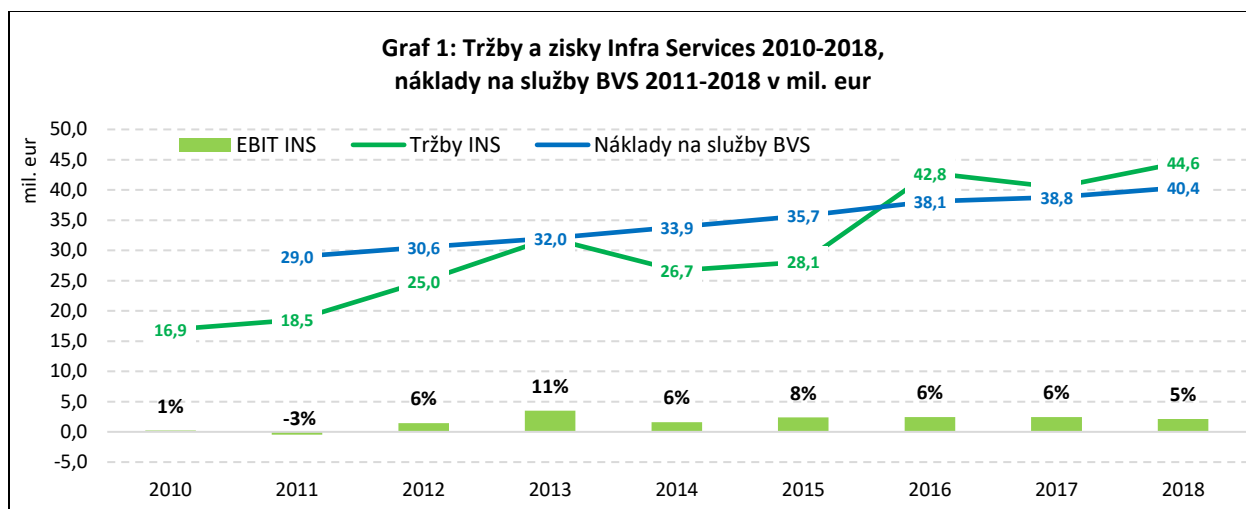
Kúpa 49% podielu je pre BVS najvýhodnejšia aj pri realizácii 20 % z predpokladaných úspor (čistá súčasná hodnota 0,02 mil. eur), vďaka eliminácii 10% marže a rizika zmluvných pokút.

Alternatíva budovania novej servisnej spoločnosti predstavuje oproti alternatíve kúpy Infra Services stratu v čistej súčasnej hodnote minimálne 5,6 mil. eur do roku 2022.

Budovanie paralelnej servisnej spoločnosti nesie významné negatívne riziká, spojené s nábormom pracovnej sily a výhodnejšia ako kúpa podielu v Infra Services by nebola ani pri nulových nákladoch.

### Stanovisko

- 1 Cieľom kúpy má byť zabezpečenie kvalitnej a spoľahlivej údržby vodárskej infraštruktúry a efektívny rozvoj a modernizácia infraštruktúry. Súčasný zmluvný vzťah medzi Infra Services a.s. (INS) a BVS a.s. (tzv. SLA zmluva) dáva INS výlučné právo na všetky opravy a údržbu, ktorú BVS vykonáva. Pri investičných akciách majú právo prvej ponuky, iní dodávatelia smú byť oslovení iba ak INS ponúkne cenu vyššiu ako rozpočet projektanta.
- 2 Tržby INS rástli od roku 2010 tempom 13 % ročne, od roku 2016 sú tržby INS vyššie ako celkové náklady na služby BVS. Závislosť BVS na INS sa zvýšila predovšetkým medzi rokmi 2015 a 2016, kedy došlo k zásadnej zmene SLA. BVS si napr. od tejto zmeny musí cez INS zabezpečovať celý vozidlový park či IT služby.



- 3 BVS na základe dostupných dát a podkladov navrhuje ako dosiahnutie tohto cieľa kúpiť 49% podiel v INS za transakciu v objeme 10,5 mil. eur v roku 2020 od minoritného akcionára GGD.
- 4 Pre BVS ide o čistý náklad vo výške 7,3 mil. eur, zvyšok už minoritný akcionár vlastnil aj doteraz. Celková transakcia sa totiž skladá z 6 mil. eur v hotovosti za 49% podiel, pozemok pod budovou INS v hodnote 2,5 mil. eur (teraz vo vlastníctve INS) a polovice zostatku hotovosti na účtoch INS v momente predaja (približne 2 mil. eur).

**Tabuľka 1: Zloženie kúpnej ceny**

	Hodnota transakcie (eur)	Čistý náklad BVS (eur)	Poznámka
Hotovosť (prevod akcií)	6 000 000	6 000 000	
Pozemok INS	2 500 000	1 275 000	49 % pozemku už GGD vlastnil
Zostatky na účte INS	2 000 000	0	Podiel, ktorý GGD patril
<b>Spolu</b>	<b>10 500 000</b>	<b>7 275 000</b>	

- 5 Pred rozhodnutím o kúpe bolo posúdených 5 alternatív: (A1) pokračovanie v súčasnom stave, (A2) kúpa INS v roku 2020, (A3) rokovanie o nových zmluvných podmienkach spolupráce INS a BVS, (A4) vybudovanie paralelnej novej servisnej spoločnosti a (A5) konfrontácia s INS.
- 6 Do ekonomického porovnania je možné počítať s tromi alternatívami: A1, A2 a A4. Alternatíva rokovania o nových podmienkach (A3) bola vylúčená ako nereálne kvôli neochote INS ustúpiť. Alternatíva konfrontácie s INS bola vylúčená ako príliš riziková a paralyzujúca fungovanie BVS na najbližšie tri roky.

**Tabuľka 2: Hodnotené alternatívy (finančné ukazovatele v súčasnej hodnote)**

Alternatíva	Realizovateľné?	Náklady pre BVS (mil. eur)	Očakávané úspory (mil. eur)	Hodnotená alternatíva
A1: Súčasný stav	Áno	4,0	0,4	Áno
A2: Odkúpenie podielu v 2020	Áno	7,3	6,8	Áno
A3: Rokovanie o nových podmienkach	Nie, INS nemá motiváciu	-	-	Nie

A4: Budovanie paralelnej servisnej firmy	Áno	10,0+	0,4	Áno
A5: Vypovedanie zmluvy a konfrontácia	Áno, za významného rizika	5,0+	-	Nie

- 7 Návratnosť alternatív bude porovnávaná ako čistá súčasná hodnota do roku 2022, oproti alternatíve A1 (nerobiť nič). Diskontná sadzba bola stanovená na úrovni váženej priemernej ceny kapitálu (WACC) INS, 5,96 %, ostatné predpoklady sú v boxe 1 na konci hodnotenia.

**Tabuľka 3: Finančná analýza (mil. eur)**

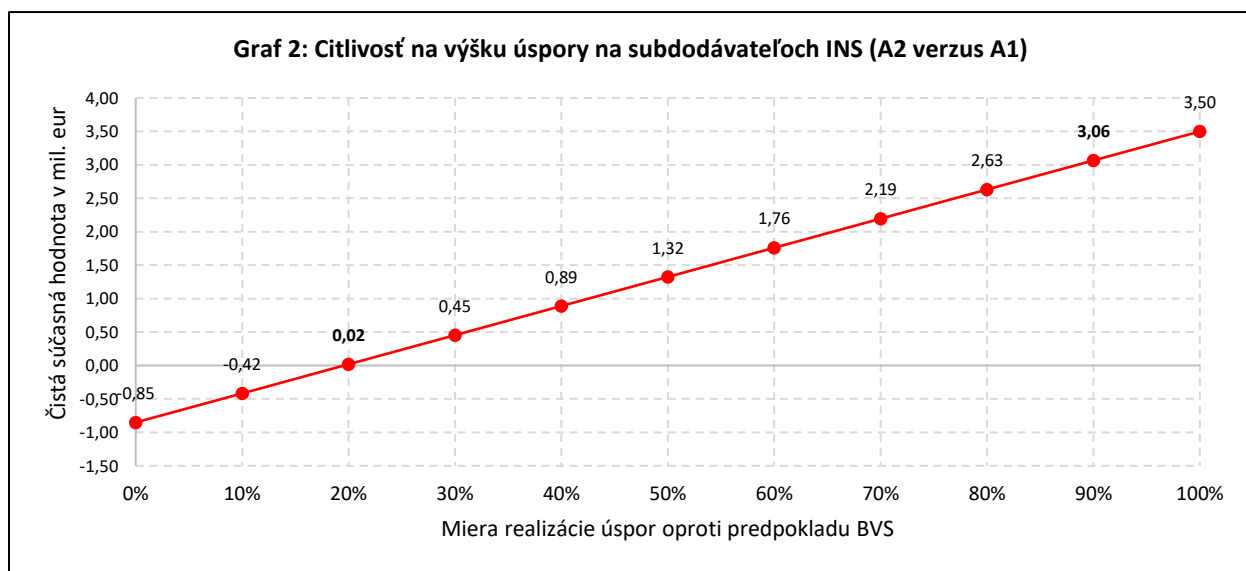
	Alternatíva	2020	2021	2022	Súčasná hodnota
V: Vstupné náklady	A1	0,00	0,00	0,00	0,00
	A2	7,28	0,00	0,00	7,28
	A4	0,00	3,00	3,06	5,56
P: Prevádzkové úspory	A1	0,09	0,19	0,19	0,43
	A2	1,42	2,89	2,95	6,77
	A4	0,09	0,19	0,19	0,43
S: Pokuty, sankcie a spory	A1	0,00	0,00	4,50	4,01
	A2	0,00	0,00	0,00	0,00
	A4	0,00	0,00	4,50	4,01
F: Čisté finančné toky (P-V-S)	A1	0,09	0,19	-4,31	-3,57
	A2	-5,86	2,89	2,95	-0,51
	A4	0,09	-2,81	-7,37	-9,13
<b>Rozdiel oproti A1 (P-V-S)</b>	<b>A2</b>	<b>-5,95</b>	<b>2,70</b>	<b>7,26</b>	<b>3,06</b>
	<b>A4</b>	<b>0,00</b>	<b>-3,00</b>	<b>-3,06</b>	<b>-5,56</b>

- 8 Čistá súčasná hodnota alternatívy kúpy INS (A2) v roku 2020 je 3,1 mil. eur, s výraznými pozitívnymi rizikami. Zarátaný je vstupný náklad vo výške 7,3 mil. eur. Prevádzkové úspory vo výške 6,3 mil. eur sú spojené s obstaraním nových subdodávateľov INS a elimináciou 10% marže, ktorú si INS aplikuje na subdodávky. Ďalšie úspory (4,0 mil. eur v súčasnej hodnote) sú spojené s odstránením očakávaných zmluvných pokút a sankcií, ktoré INS bude vymáhať od BVS kvôli nedodržaniu plánu opráv v roku 2019 a kvôli omeškaným platbám za faktúry z minulých rokov (tabuľka 4).

**Tabuľka 4: Očakávané prínosy alternatívy A2 v súčasnej hodnote (mil. eur)**

Prínosy	Hodnota	Zdroj
Prevádzkové úspory: nové obstarávaní a zmluvy	3,95	Zoznam všetkých subdodávateľských zmlúv a odhad úspor BVS
Prevádzkové úspory: eliminácia 10% marže	2,81	Zoznam všetkých subdodávateľských zmlúv a výška marže INS
Eliminácia rizík: úroky z omeškania	0,89	BVS: úroky z omeškania z minulých rokov
Eliminácia rizík: zmluvné pokuty a sankcie	3,12	BVS: očakávané pokuty za neplnenie investičného plánu v roku 2019
<b>Spolu</b>	<b>10,77</b>	

- 9 Očakávané prevádzkové úspory sú počítané ako kombinácia nižších zmluvných cien z nových obstarávaní a eliminácie 10% marže. Premietnutie nižších cien z obstarávania bez kúpy INS je podmienené úpravou SLA zmluvy, s ktorou INS nebude súhlasiť. Pravdepodobnosť, že úspory z nových obstarávaní (resp. predpokladaných znížení cien súčasných dodávateľov) sa podarí pretaviť aj do nižších nákladov BVS, odhadujeme na 10 %. Čistým prínosom kúpy INS je teda 90 % celkových prevádzkových úspor.
- 10 Aj v prípade realizácie 20 % z pôvodne predpokladaných úspor na nových zmluvách so subdodávateľmi INS bude alternatíva kúpy 49% podielu výhodnejšia ako zachovanie súčasného stavu (graf 2). Výhodnosť kúpy aj pri minimálnej úspore na nových zmluvách plynie z eliminácie 10% marže INS, ktorú posúva na BVS, ako aj z eliminácie rizika zmluvných pokút a úrokov z omeškania.



- 11 Do finančnej analýzy nezarátavame účtovné prínosy, plynúce z kúpy INS, ktoré vo svojich podkladoch uvádza BVS, keďže nepredstavujú finančný (hotovostný) prínos pre BVS. Ide o pokrytie očakávanej straty v INS za rok 2020 vo výške 1,5 mil. eur.
- 12 Pozitívne rizika alternatívy A2 sú spojené s investičnou činnosťou, kúpa INS umožní BVS efektívne obstarávať investičné akcie bez závislosti na INS. Keďže INS nemá interné investičné kapacity, väčšinu akcií realizuje cez subdodávky, s 10% maržou. Eliminácia tejto podmienky umožní modernizovať alebo vybudovať v priemere o 10 % viac infraštruktúry za rovnaké peniaze. S tým sú spojené očakávané prínosy vo forme nižších nákladov na údržbu a opravy havárii. BVS tieto úspory kvantifikované nemá.
- 13 Čistá súčasná hodnota alternatívy budovania novej servisnej spoločnosti (A4) je -5,6 mil. eur, s negatívnymi rizikami. BVS odhaduje náklady na vybudovanie novej servisnej spoločnosti na 6,0 mil. eur, ktoré rozkladáme do rokov 2021 a 2022 (tabuľka 5). Paralelne s budovaním novej spoločnosti bude potrebné stále plniť zmluvu s INS. Negatívnym rizikom je nedostupnosť špecifickej pracovnej sily v bratislavskom regióne, ktorá bude zamestnaná práve v INS.

**Tabuľka 5: Odhad nákladov do 2022 na vybudovanie novej servisnej spoločnosti podľa BVS (mil. eur)**

<b>Položka</b>	<b>Náklady</b>
<i>Ukončenie činnosti INS</i>	<i>0,99</i>
Doplatok operatívnych leasingov	0,42
Odstupné 330 zamestnancom	0,57
<i>Vybudovanie novej spoločnosti</i>	<i>4,98</i>
Nákup materiálu	1,50
Lízing strojného vybavenia do roku 2022	1,18
Mzdové náklady do roku 2022	1,13
Náklady na vybudovanie softvéru	0,68
Ostatné náklady	0,50
<b><i>Náklady spolu</i></b>	<b><i>5,97</i></b>

- 14 Vybudovať novú servisnú spoločnosť by nebolo výhodnejšie ani za predpokladu nulových nákladov na jej vybudovanie. Keďže počas budovania spoločnosti v rokoch 2020-2022 bude stále plnená zmluva s INS, nebudú realizované úspory na prevádzke a BVS tak bude vždy strácať oproti scenáru kúpy 49% podielu.

**Box 1: Predpoklady finančnej analýzy**

Diskontná sadzba: 5,96 % podľa váženej priemernej ceny kapitálu (WACC) INS  
Hodnoty pre rok 2020 sa nediskontujú

Ročný rast nákladov: 2,00 % podľa dlhodobého cieľu inflácie ECB

Pravdepodobnosť úspor v scenári bez kúpy: 10,00 %