

**znalecký ústav jmenovaný Ministerstvem spravedlnosti ČR**  
**držitel mezinárodního certifikátu managementu jakosti ISO 9001 : 2008**  
se sídlem Vodičkova 682/20, CZ - 110 00 Praha 1, IČ: 25133497, DIČ: CZ 25133497  
tel.: 603 148 679, [profiten@profiten.cz](mailto:profiten@profiten.cz), [www.profiten.cz](http://www.profiten.cz)

č. j.: 57/05/2014

# ZNALCKÝ POSUDEK

## č. 1755/2014

**STANOVENÍ HODNOTY AKCIE**  
**SPOLEČNOSTI TEPLÁRNA ČESKÉ BUDĚJOVICE, a.s.**

**Objednatel posudku:**

**Magistrát města České Budějovice**  
**Kancelář primátora**  
**Nám. Přemysla Otakara II, č. 1,2**  
**370 92 České Budějovice**

**Účel posudku:**

**Oponentní posudek - Stanovení hodnoty**  
**akcie společnosti Teplárna České**  
**Budějovice, a.s. pro případ snížení**  
**základního kapitálu společnosti**

**Ocenění provedeno ke dni:**  
**Datum zpracování posudku:**

**28. února 2014**  
**6. června 2014**

**Zpracovatel:**  
**Statutární zástupce:**

**Ing. Jaroslav Kopta**  
**Ing. Vladimíra Zíková**

**Počet stran posudku včetně titulní strany:**  
**Počet stran příloh:**  
**Počet předaných vyhotovení:**

**16**  
**0**  
**3**

**Archivní výtisk:**

**1 ks** uložen ve znaleckém ústavu

**Výtisk č.**

## **OBSAH:**

1. ÚVOD
  - 1.1 Zadání pro vypracování znaleckého posudku
  - 1.2 Obecné předpoklady a omezující podmínky pro vypracování posudku
  - 1.3 Podklady pro vypracování znaleckého posudku
  - 1.4 Spolupráce objednatele při vypracování znaleckého posudku
2. NÁLEZ
  - 2.1 Základní údaje o společnosti
3. STANOVISKO ke Znaleckému posudku č. 854-51/2014, APOGEO Esteem, a.s.
  - 3.1 Způsob posouzení
  - 3.2 Vlastní posouzení
  - 3.3 Komentář k posouzení
4. STANOVISKO ke Znaleckému posudku č. 2422-56/2014, Grant Thornton Valuations, a.s.
  - 4.1 Způsob posouzení
  - 4.2 Vlastní posouzení
  - 4.3 Komentář k posouzení
5. Hodnota akcie společnosti Teplárna České Budějovice
  - 5.1 Volba metody ocenění
  - 5.2 Oceňovací metody a postupy
  - 5.3 Závěr k volbě metody ocenění
  - 5.4 Výpočet výsledného ocenění
6. ZÁVĚREČNÁ ZPRÁVA  
ZNALECKÁ DOLOŽKA

## **1. ÚVOD**

### **1.1 Zadání pro vypracování znaleckého posudku**

Na základě dohody mezi Magistrátem města České Budějovice, se sídlem Nám. Přemysla Otakara II, č. 1,2, České Budějovice a PROFI-TEN a.s. znalecký ústav se sídlem Vodičkova 682/20, Praha 1, IČ 25133497 zpracuje PROFI-TEN a.s. znalecký posudek ve věci:

- 1. Vypracovat oponentní stanovisko ke Znaleckému posudku č. 854-51/2014, zpracovatel znalecký ústav APOGEO Esteem, a.s.**
- 2. Vypracovat oponentní stanovisko ke Znaleckému posudku č. 2422-56/2014, zpracovatel znalecký ústav Grant Thornton Valuations, a.s.**
- 3. Stanovit hodnotu akcie společnosti Teplárna České Budějovice, a.s., IČ: 60826835, se sídlem České Budějovice, Novohradská 32. Ocenění provést v indikativním rozsahu.**

### **1.2 Obecné předpoklady a omezující podmínky pro vypracování posudku**

Znalecký posudek je vypracován v indikativním rozsahu a v souladu s následujícími obecnými předpoklady a omezujícími podmínkami:

- Posudek je zpracován bez možnosti získat vnitřní informace o oceňované společnosti, analýzy i závěry mohou být absencí těchto informací ovlivněny
- Nebyla prováděna žádná šetření směřující k ověření pravosti a správnosti veřejně získaných podkladů a informací o oceňovaném majetku.
- Znalecký ústav zpracoval znalecký posudek podle podmínek existujících na trhu v době jeho zpracování a neodpovídá za případné nestandardní změny v podmínkách trhu, ke kterým by došlo po předání ocenění.
- Hodnota majetku – akcie v tomto posudku stanovená respektuje právní předpisy v oblasti cen, financování, účetnictví a daní, které měly platnost v době zpracování.

- Závěry posudku jsou platné pouze k vyznačenému období a slouží pouze jako podklad pro rozhodování objednatele. Znalecký ústav nenesе žádnou odpovědnost za následná rozhodnutí objednatele tohoto znaleckého posudku.
- Znalecký ústav ani znalci nemají žádné současné ani budoucí zájmy na majetku, který je předmětem tohoto znaleckého posudku.

### **1.3 Podklady pro vypracování znaleckého posudku**

- a) Výpis z Obchodního rejstříku společnosti Teplárna ČB, a.s.
- b) Výroční zprávy a účetní závěrky Teplárna ČB, a.s. za roky 2008 až 2012
- c) Znalecký posudek č. 854-51/2014, APOGEO Esteem, a.s.
- d) Znalecký posudek č. 2422-56/2014, Grant Thornton Valuations, a.s.
- e) Finanční plán managementu Teplárna ČB, a.s. pro období 2014 až 2017
- f) Zpráva ERÚ o metodice regulace v odvětví elektroenergetiky a plynárenství, 2008
- g) ERÚ, Vyhodnocení cen tepelné energie, 2013
- h) ERÚ, Energetický regulační věstník, 5/2013
- i) MPO, Závěry pracovní komise pro teplárenství, 2010
- j) Vysoká škola báňská, Studie stavu teplárenství, 2011
- k) Vysoká škola ekonomická, Studie stavu teplárenství, 2011
- l) Teplárna České Budějovice, webové stránky
- m) Teplárenské sdružení, webové stránky
- n) Informace z veřejných zdrojů

Uvedeny jsou pouze rozhodující dokumenty. Obecné finanční a obchodní informace jsou čerpány kromě uvedených podkladů z databáze znaleckého ústavu a z veřejně dostupných zdrojů - internet.

### **1.4 Spolupráce objednatele při vypracování znaleckého posudku**

Dle dohody objednatel neposkytl zpracovateli znaleckého posudku žádné podklady a znalecký ústav provedl ocenění z posuzovaných znaleckých posudků a z veřejně dostupných zdrojů. Vzhledem k formě zpracování posudku (indikativní ocenění) a časovým možnostem pro zpracování nebyly podrobné podklady podmínkou ocenění.

## **2. NÁLEZ**

### **2.1 Základní údaje o společnosti**

Teplárna České Budějovice, a.s. (Teplárna ČB, a.s.)

Sídlo: České Budějovice, Novohradská 32

Identifikační číslo: 60826835

Hlavní předmět podnikání: výroba elektřiny, výroba tepla a rozvod tepla

Teplo je vyráběno spalováním hnědého uhlí a zemního plynu. Teplárna využívá k výrobě tepla kombinovanou technologii, při které současně s výrobou tepla dochází k výrobě elektřiny.

Současný celkový instalovaný tepelný výkon v soustavě CZT je 480,7 MWt a instalovaný elektrický výkon 66,2 MWe. Roční dodávka tepla se pohybuje dle klimatických podmínek mezi 2 300 až 2 400 TJ, roční dodávka elektřiny se pohybuje mezi 130 000 až 135 000 MWh. V roce 2011 byla uvedena do provozu kondenzační turbína TG6 s instalovaným výkonem 12 MWe a je využívána v letním období ke stabilizaci kombinované výroby tepla a elektřiny. Zároveň byla odstavena a demontována dožitá protitlaká turbína TG3 (12MWe). V roce 2012 teplárna zásobovala 1 157 odběratelů tepla. Teplem bylo zásobováno 27 724 domácností. V roce 2011 byla realizována významná generální oprava uhelného kotle K12 v rozsahu výměny konvekčního přehříváku a EKA. V říjnu 2012 byla úspěšně dokončena oprava kotle K11 (období opravy kotle K12).

Teplo je dodáváno prostřednictvím primární sítě CZT, která se skládá z parních rozvodů o délce 103,3 km a horkovodních rozvodů o délce 17,8 km. Přes tuto síť je teplo dodáno do 494 výměňkových stanic na území města České Budějovice, z toho je v majetku Teplárny

České Budějovice 140 výměníkůvých stanic a odběrných míst. Na výměníkové stanice v majetku Teplárny České Budějovice navazují sekundární dvoutrubkové a čtyřtrubkové teplovodní rozvody o celkové délce 45,2 km, které končí na patách zásobovaných objektů.

| Teplárna České Budějovice, a.s.   | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014F |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Aktiva                            | 2 409 | 2 247 | 2 350 | 2 326 | 2 307 | 2 292 | 2 306 |
| Dlouhodobá aktiva                 | 1 782 | 1 699 | 1 819 | 1 860 | 1 630 | 1 538 | 1 676 |
| Oběžná aktiva                     | 623   | 546   | 528   | 464   | 673   | 752   | 632   |
| Krátkodobý finanční majetek       | 407   | 378   | 389   | 312   | 520   | 589   | 469   |
| Základní kapitál                  | 694   | 694   | 694   | 694   | 694   | 694   | 694   |
| Vlastní kapitál                   | 1 773 | 1 817 | 1 890 | 1 878 | 1 889 | 1 991 | 1 996 |
| Nerozdělený zisk minulých let     | 458   | 504   | 540   | 606   | 625   | 695   | 724   |
| Cizí zdroje                       | 627   | 418   | 440   | 440   | 308   | 297   | 310   |
| Krátkodobé závazky                | 485   | 302   | 297   | 291   | 164   | 94    | 106   |
| Dlouhodobé úvěry                  | 14    | 14    | 38    | 27    | 0     | 39    | 61    |
| Výnosy celkem                     | 941   | 919   | 1 012 | 976   | 1 080 | 901   | 831   |
| z toho teplo + TUV                | 716   | 736   | 857   | 804   | 876   | 727   | 698   |
| Přidaná hodnota                   | 429   | 417   | 446   | 395   | 504   | 388   | 323   |
| Odpisy                            | 131   | 128   | 131   | 126   | 134   | 119   | 118   |
| EBITDA                            | 263   | 234   | 287   | 186   | 309   | 195   | 162   |
| EBIT                              | 132   | 106   | 156   | 60    | 175   | 76    | 44    |
| Finanční výsledek hospodaření     | 8     | 19    | 11    | 5     | 8     | 7     | 3     |
| Daň                               | 25    | 20    | 33    | 16    | 38    | 6     | 9     |
| Čistý zisk po daních              | 115   | 105   | 134   | 48    | 146   | 76    | 39    |
| Korekce - rezervy/opravné položky | 0     | -16   | 19    | -31   | -14   | -12   | 21    |
| Výnosy krátkodobého FM            | 5     | 15    | 6     | 1     | 6     | 7     | 4     |
| Korigovaný EBIT                   | 132   | 90    | 137   | 79    | 161   | 69    | 65    |
| Počet zaměstnanců (přepočtený)    |       |       |       |       |       | 260   |       |

Zdroj: výroční zprávy společnosti, finanční prognóza managementu

### 3. STANOVISKO ke Znaleckému posudku č. 854-51/2014, APOGEO Esteem, a.s.

Znalecký posudek č. 854-51/2014 byl vypracován za účelem stanovení hodnoty jedné akcie společnosti Teplárna České Budějovice, a.s., IČ 60826835, se sídlem Novohradská 32, České Budějovice.

Důvodem pro vyhotovení znaleckého posudku je žádost kvalifikovaného akcionáře společnosti o zařazení otázky snížení základního kapitálu na pořad valné hromady vzetím akcií z oběhu na základě veřejného návrhu smlouvy.

Za rozhodné datum stanovení hodnoty jedné akcie společnosti bylo zadavatelem znaleckého posudku stanoveno datum 28. února 2014.

Datum vypracování posudku 07.05.2014.

Ve znaleckém posudku jsou použity následující oceňovací metody s uvedenými výsledky:

|                                                   |                        |
|---------------------------------------------------|------------------------|
| Výnosová metoda DCF entity:                       | 2 884 Kč/akcii         |
| Majetková metoda účetní hodnoty:                  | 2 986 Kč/akcii         |
| Metoda tržního porovnání:                         | 2 392 – 3 060 Kč/akcii |
| Dividendový diskontní model, historická dividendy | 1 975 Kč/akcii         |
| Dividendový diskontní model, plánovaná dividendy  | 1 248 – 1 699 Kč/akcii |

**Závěr: hodnota jedné akcie společnosti Teplárna České Budějovice, a.s. stanovena ve výši 2 884 Kč. Hodnota jedné akcie byla stanovena na základě aplikace diskontu na minoritu ve výši 25,1%.**

**Hodnota 100% podílu na společnosti byla stanovena pomocí výnosové metody DCF entity ve výši 2 672 mil. Kč, což činí při alikvotním přepočtu pro 693 845 ks akcií bez aplikace diskontu za minoritu 3 851 Kč na jednu akci.**

### **3.1 Způsob posouzení**

Znaleckým ústavem Profi-Ten a.s. jsou posuzovány zejména zvolené metody výpočtu, volba parametrů pro použité metody a aplikace parametrů při vlastním výpočtu hodnoty akcií.

Posouzení je provedeno pouze pro zásadní parametry ovlivňující podstatně výši hodnoty akcií. Pokud je vyčíslován možný dopad na hodnotu akcií, pak se jedná o indikativní údaj. Provedení podrobnějších výpočtů na základě omezených informací ze znaleckého posudku by bylo velmi pracné a zatížené nejistotou použitých vstupních údajů.

### **3.2 Vlastní posouzení**

Posouzení se zabývá pouze výnosové metody DCF entity, která je označena jako rozhodující a její výpočet nejpodrobnější. Ostatní metody (kromě účetní) jsou prakticky pouze variantami metody DCF.

Metoda DCF je použita ve dvoufázovém modelu, 1. fáze rok 2014 až 2017. Vstupní hodnoty korigovaného provozního výsledku hospodaření před zdaněním odpovídají údajům převzatým z finančního plánu managementu.

Výše odpisů je porovnávána s historickými údaji, odvozena z finančního plánu a údajů o plánovaných investicích. Plánované investice navazují na prováděné investiční akce, jsou odvozeny z finančního plánu a údajů managementu o plánovaných investicích.

Diskontní míra pro 1. fázi je stanovena na úrovni WACC. Poměr vlastního a cizího kapitálu odpovídá aktuálnímu i plánovanému rozložení na úrovni cca 10% váhy cizího kapitálu. Nezádlužené beta je převzato z databáze Damodaran (Power) ve výši 0,4. Výsledná diskontní míra je pak na průměrné úrovni 8,5%, což lze považovat za obvyklý parametr. Výpočtem stanovená hodnota 1. fáze ve výši 43 372 tis. Kč odpovídá způsobu výpočtu.

Diskontní míra pro 2. fázi je stanovena na úrovni WACC. V posudku je však zvolen podstatný předpoklad, kdy pro 2. fázi dochází k restrukturalizaci poměru vlastního a cizího kapitálu. Argumentem je údaj z databáze Damodaran (obor Power), kde je uváděna kapitálová struktura kdy tržní podíl cizího kapitálu na vlastním kapitálu je ve výši 85,1%. Poměr vlastního a cizího kapitálu se tím mění na 54%/46%. Tato změna má pak podstatný vliv na výpočet diskontní sazby, kdy dochází k poklesu její výše na 6,9%. Je třeba připomenout, že výše diskontní sazby a zvolené tempo růstu pro druhou fázi jsou klíčové parametry, které ovlivňují vypočtenou hodnotu.

Tempo růstu je zvoleno ve výši 4,7% s odvoláním na dlouhodobě očekávanou roční změnu cenové hladiny a analýzu růstu cen tepla. Jakkoli patří stanovení výše tempa růstu k nejobtížnějším prognózám, je třeba zvážit 2 důležité aspekty. Zprvve dlouhodobě očekávaný růst evropských ekonomik na úrovni do 3% a zároveň teplárenství patří k regulovaným odvětvím s obvykle podprůměrným růstem. Dále je otázka, zda může růst dlouhodobě kupní síla zejména obyvatelstva o 4,7% ročně, aby mohl být takovýto nárůst cen akceptován.

Výpočtem stanovená hodnota 2. fáze je 2 031 467 tis. Kč.

### **3.3 Komentář k posouzení**

**Výsledky dvoufázové DCF.** Teoretickým požadavkem při použití DCF metody je předpoklad, že výsledná hodnota nebude většinou tvořena hodnotou 2. fáze. V daném případě představuje hodnota 2. fáze 98% celkové hodnoty. Toto rozložení je ovlivněno finančním plánem 2014 – 2017, zejména však nejistotou vývoje v nejbližším období, kdy neexistuje společná představa dalšího fungování teplárenství. I když v tomto případě nelze nevhodný poměr hodnoty 1. a 2. fáze příliš ovlivnit, je zde silný důvod, volit parametry 2. fáze velmi obezřetně.

**Parametr beta.** Nezádlužené beta je převzato z databáze Damodaran (Power) ve výši 0,4. Hodnota 0,4 odpovídá úrovni amerického trhu, pro evropský trh je uváděna hodnota 0,6,

kteřá by lépe odpovídala pro oceňovanou společnost. Při výpočtu diskontní míry s použitím údajů z amerického trhu lze tuto volbu akceptovat, neboť následná korekce na český trh tento rozdíl částečně eliminuje.

**Změna struktury kapitálu.** Znalec předpokládá naprosto zásadní změnu struktury vlastního a cizího kapitálu. Vychází z údajů z databáze Damodaran, kde je uváděna průměrná hodnota poměru cizího na vlastním kapitálu v poměru 85,1%. Z tohoto poměru odvozuje výsledné rozložení pro druhou fázi jako 46% cizího a 54% vlastního kapitálu.

Tato úvaha a použití ve výpočtu je teoreticky přijatelnou aplikací při výpočtu. Není však provedena úvaha, jak by k takové změně mělo v čase dojít. Tato změna by představovala nárůst cizího kapitálu na hodnoty 600 až 800 mil. Kč v okamžiku, kdy současné zadlužení společnosti je na úrovni 37 mil. Kč.

Pokud provedeme analýzu struktury společností, které tvoří databázi Damodaran (Power), pak se jedná zejména o velké společnosti z oblasti výroby elektřiny (např. i ČEZ), jejich tržní kapitalizace je řádově 10krát až 100krát vyšší než oceňovaná společnost a rozptyl dat je pro jednotlivé společnosti značný.

Pouhé úrokové zatížení (20 až 30 mil. Kč/rok) je řádově blízké 300% očekávaných provozních výsledků a představovalo by podstatnou změnu v hospodářském výsledku společnosti.

Předpoklad změny rozložení vlastního a cizího kapitálu vede ve svém důsledku k výslednému poklesu diskontní míry pro 2. fázi (úroveň WACC) k poklesu na hodnotu 6,9% oproti 8,5% (průměr) první fáze.

Zároveň není úplně vhodný způsob výpočtu tak, jak je v posudku aplikován. Podstatná změna struktury kapitálu by pravděpodobně neproběhla v krátkém časovém intervalu. Zjednodušený výpočet je pak zatížený metodickou chybou. Přesnější čísla by mohl přinést pouze třífázový model.

V důsledku varianty změny kapitálových poměrů je i předpoklad uvolnění krátkodobého finančního majetku ve výši 634 131 tis. Kč.

Nepřesnost v transformaci kapitálové struktury následně vedoucí ke změně diskontní míry z 8,5% na 6,9% představuje rozdíl ve výpočtu hodnoty akcie o 800 Kč až 1 000 Kč/akcii.

## **4. STANOVISKO ke Znaleckému posudku č. 2422-56/2014, Grant Thornton Valuations, a.s.**

Znalecký posudek byl vypracován za účelem stanovení hodnoty jedné akcie v kapitálové společnosti Teplárna České Budějovice, a.s. za účelem potencionálního snížení základního kapitálu a pro interní potřebu objednatele.

Za rozhodné datum stanovení hodnoty jedné akcie společnosti bylo zadavatelem znaleckého posudku stanoveno datum 28. února 2014.

Datum vypracování posudku 09.05.2014.

Ve znaleckém posudku je použita dvoufázová metoda DCF entity.

**Závěr: Hodnota kapitálové společnosti Teplárna České Budějovice, a.s. výnosovou metodou je k 28.02.2014 ve výši 2 312 083 tis. Kč, hodnota jedné akcie ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč je pak ve výši 3 332,28 Kč.**

### **4.1 Způsob posouzení**

Znaleckým ústavem Profi-Ten a.s. jsou posuzovány zejména zvolené metody výpočtu, volba parametrů pro použité metody a aplikace parametrů při vlastním výpočtu hodnoty akcií.

Posouzení je provedeno pouze pro zásadní parametry ovlivňující podstatně výši hodnoty akcií. Pokud je vyčíslován možný dopad na hodnotu akcií, pak se jedná o indikativní údaj. Provedení podrobnějších výpočtů na základě omezených informací ze znaleckého posudku by bylo velmi pracné a zatížené nejistotou použitých vstupních údajů.

### **4.2 Vlastní posouzení**

Posouzení se zabývá v posudku použitou výnosovou metodou DCF entity, která je označena jako rozhodující.

Metoda DCF je použita ve dvoufázovém modelu, 1. fáze je období 2014 až 2017.

Vstupní hodnoty provozního zisku odpovídají po korekcích údajům z finančního plánu managementu Teplárny ČB.

Výše odpisů je porovnávána s historickými údaji, odvozena z finančního plánu a údajů o plánovaných investicích. Plánované investice navazují na prováděné investiční akce, jsou odvozeny z finančního plánu a údajů managementu o plánovaných investicích, pouze však do roku 2015.

Hodnota nezadluženého koeficientu beta je převzata z databáze Damodaran (Power, Evropa) ve výši 0,68.

Bezriziková míra je stanovena na úrovni 4,06% z výnosů dlouhodobých státních dluhopisů (zdroj ČNB). Další rizikové přírázky jsou voleny z databáze Damodaran.

Hodnota diskontní sazby je odhadnutá pomocí výpočtu CAPM a je ve výši 9,62% pro obě fáze. Pro srovnání je provedena komplexní stavebnicová metoda stanovení diskontní míry s výsledkem 9,53%.

Dlouhodobý růst (g) je odhadnut ve výši 2,0% bez podrobnějšího zdůvodnění.

Výpočtem stanovená hodnota 1. fáze ve výši 352 959 tis. Kč a odpovídá způsobu výpočtu. Hodnota 2. Fáze je ve výši 1 882 430 tis. Kč.

### 4.3 Komentář k posouzení

**Tempo růstu (g)** je zvoleno ve výši 2,0%. Pokud pracujeme s běžnými cenami, pak je úroveň růstu mírně pod nebo v relaci s předpokládaným vývojem inflace. Rizikové faktory spojené s očekávaným vývojem v teplárenství mohou dlouhodobě způsobovat jen velmi omezený nárůst cen/zisků v oboru a nízká úroveň tempa růstu je akceptovatelná. Pro výpočet hodnoty je třeba připomenout, že vyšší hodnota tempa růstu vede k vyšším hodnotám vlastního kapitálu/akcií oceňované společnosti.

**Výpočet volného peněžního toku FCF pro 2. fázi.** Teoretickým požadavkem při použití DCF metody je předpoklad, že součástí výpočtu FCF je zohlednění nutných investic (CAPEX) pro celé období trvání podniku. Kalkulace odpisů ve vazbě na plánované investice výrazně ovlivňuje výslednou hodnotu vlastního kapitálu. Z údajů v posudku nelze jednoznačně určit, jakým způsobem jsou investice do výpočtu zahrnuty. Uvedená výpočtová tabulka má od roku 2016 hodnotu investic nula.

Lze samozřejmě pracovat s oceňovacím modelem, kdy je vytvořen předpoklad, že do podniku v období budoucí nejistoty nebude dále investováno v rozsahu, který by sice zajišťoval technologickou kvalitu, ale negeneroval by odpovídající zisk. Pak by se ovšem nejednalo o čistý princip going concern, ale o projekt s omezenou životností. Takový model by měl respektovat zejména životnost technologických investic. Součástí ocenění by pak byla i zůstatková cena podniku ke konci provozní životnosti.

Nejistota v rozsahu uvažovaných investic představuje ve výpočtu hodnoty snížení v intervalu 400 Kč až 600 Kč/akcii.

## 5. Hodnota akcie společnosti Teplárna České Budějovice

### 5.1 Volba metody ocenění

#### Hlavní teze ovlivňující ocenění

V odvětví teplárenství jsou ceny tepelné energie regulovány způsobem věcného usměrnění cen. Cenová rozhodnutí ERÚ obsahují závazné podmínky pro kalkulaci a sjednávání cen tepelné energie v kalendářním roce, kterým se musí řídit všichni dodavatelé tepelné energie.

Není dlouhodobě dokončena Státní energetická koncepce ČR – probíhá průběžná aktualizace (ASEK), prodlužuje se míra nejistoty pro subjekty podnikající v teplárenství.

Státní energetické koncepce a celý obor bude primárně závislé na vývoji v EU a Německu. Energetická efektivita je ovlivněna mnoha faktory: energetická bezpečnost, nízká dovozní závislost, sociální koheze, vyšší kvalita budov, vyšší disponibilní příjem domácností, nižší znečištění.

Teplárenství je z 50% postaveno na hnědém uhlí a teplárny nejsou schopny v krátkodobém horizontu přejít na jiné palivo.

Hnědé uhlí by mělo být jednoznačně směřováno do kombinované výroby tepla a elektřiny. Teplárny musí investovat (směrnice EU o průmyslových emisích) do ekologizace svých zařízení. Nemohou mít v současné době zájem měnit neodepsané technologie.

Většina tepláren je schopna v současnosti držet nízké ceny tepla i díky prodeji elektřiny a podpůrným službám v elektrizační soustavě.

Při udržení akceptovatelné úrovně cen tepla je pro teplárny jejich tržní segment udržitelný.

Rizika snížení zákazníků v síti: fixní náklady zůstávají stejné, odpojení 20% zákazníků může způsobit 10 – 12% nárůst ceny tepla.

Možné zavedení kapacitních plateb přinese další deformaci cenového trhu.

### **Stanovení hladiny hodnoty:**

Jelikož stanovujeme hodnotu pro vlastníka, použijeme hodnotu netto. Pro ocenění majetku a závazků obchodní společnosti pak zřejmě odpovídá hodnota čistého obchodního majetku (ČOM) ve smyslu hodnoty 100% akciového podílu. Pokud je oceňován fungující podnik (going concern), pak by ocenění mělo být provedeno přednostně výnosovými metodami nebo metodami tržního porovnání (i na úrovni majetkových položek).

### **Kategorie hodnoty podniku**

Oceňovací praxe využívá nejčastěji čtyři základní přístupy k oceňování podniku.

1. Tržní hodnota
2. Subjektivní hodnota
3. Objektivizovaná hodnota
4. Kolínská škola – komplexní přístup

**1. Tržní hodnota** je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. Definováno v souladu s Evropským sdružením odhadců TEGOVA (The European Group of Valuers) a s mezinárodním oceňovacím standardem, který zpracoval mezinárodní výbor pro standardy oceňování IVSC (International Valuation Standards Committee). Tržní hodnota by měla být výsledkem ocenění zejména při uvádění podniku na burzu nebo prodeji podniku, kdy zatím není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat.

**2. Subjektivní hodnota (investiční hodnota)** je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovení investičního cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem/skupinou investorů s danými investičními cíli nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku. Budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně jsou mírně upraveny proti těmto představám. Každopádně však reprezentují v rozhodující míře představu řídicích pracovníků oceňovaného subjektu, případně investora.

Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.

**3. Objektivizovaná hodnota.** Tato hodnota by měla být v co největší míře postavena na obecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Cílem je dosáhnout co největší reprodukovatelnosti ocenění. Objektivní ocenění vyžaduje, aby z podniku bylo vybíráno jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata. Majetek podniku je rozdělen na provozní část a na část ostatní. Výnosové ocenění se pak týká především provozně nezbytné části podniku.

Ostatní majetek je oceňován samostatně. Výnosová hodnota závisí často na setrvání managementu v podniku.

**4. Kolínská škola.** Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Za nejdůležitější funkci je považována poradenská funkce. Smyslem této funkce je poskytnout podklady kupujícímu o maximální ceně, kterou ještě může zaplatit, aniž by na transakci prodělal a o minimální ceně, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal.

#### **Stanovení kategorie hodnoty v tomto posudku**

Na základě analýzy společnosti existují 2 základní oblasti, které budou mít podstatný vliv i na možnosti ocenění. Jedná se o predikci budoucího vývoje společnosti na základě minulých hospodářských výsledků a o posouzení vlivu vývoje cen energií v částečně regulovaném prostředí. Z hlediska účelu ocenění není vhodné zohlednit hodnotu akcie minoritního akciového podílu pro investora, neboť při snížení základního kapitálu společnosti je nutno dodržet zásadu rovnosti akcionářů.

**Výše uvedené argumenty vedou k rozhodnutí, že pro daný účel ocenění je odpovídající stanovit objektivizovanou hodnotu.**

## **5.2 Oceňovací metody a postupy**

Pro stanovení hodnoty podniku (akcií) lze použít následující elementární metody a přístupy:

- Metody výnosové, včetně metody likvidační hodnoty
- Metody zjištění věcné hodnoty – metody majetkové
- Metoda účetní hodnoty
- Metody porovnávací
- Aplikace metod (porovnání několika oceňovacích metod)

### **Metody výnosové**

Teoretickým základem oceňování výnosovými metodami je tvrzení, že hodnota majetku je rovna současné hodnotě očekávaných čistých výnosů z tohoto majetku plynoucích, a to v průběhu období, po které bude majetek vlastněn.

Jedná se o vztah mezi tokem čistých peněžních příjmů a cenou. Investor nemá ve skutečnosti zájem nakupovat hmotnou podstatu, ale zajištěný tok čistých příjmů. Tento tok příjmů může být odvozen buď ze současného využití oceňovaného majetku, nebo úvahou o jeho možném, nicméně reálném využití, které se může od využití současného lišit.

Metoda likvidační představuje zpeněžení aktiv za předem stanovených podmínek. Po odečtení cizích pasív a nezbytných nákladů likvidace získáváme konečnou hodnotu pro vlastníky.

### **Metody zjištění věcné hodnoty (metoda majetková)**

Tento způsob ocenění je založen na principu pojetí náhrady. Teoretickým základem při oceňování majetku dále popsány metodami je tvrzení, že perspektivní kupující nebude ochoten platit za tento majetek víc, než by činily náklady na jeho pořízení. Při tomto způsobu ocenění je oceněna každá majetková složka a součet těchto jednotlivých cen pak dává souhrnné ocenění aktiv podniku, od nichž se odečtou všechny dluhy a závazky. Výsledkem je teoreticky hodnota vlastního čistého obchodního majetku, stanovená věcnou metodou k datu ocenění a za předpokladu, že podnik bude pokračovat ve své činnosti.

Použití této metody je však možno akceptovat pouze pro jednotlivé položky majetku, neboť majetek (lépe aktiva) nelze pro fungující podnik oddělit od ekonomické činnosti podniku. Metoda majetková má praktický význam i jako likvidační hodnota v případě likvidace podniku. Pak se tato hodnota použije, pokud je vyšší než výnosová hodnota.

### **Metoda účetní hodnoty**

Metoda účetní hodnoty se opírá především o informace zjištěné v účetnictví. Český účetní systém je založen na principu historických cen, tj. na oceňování ve skutečných pořizovacích cenách. Koncepce účetnictví na bázi historické ceny se považuje za záruku průkaznosti a větší objektivity účetních výkazů, protože skutečná pořizovací cena se dá v naprosté většině doložit doklady. Na druhé straně jsou však nesporné nedostatky v nahlížení na účetní hodnotu podniku, kde účetní hodnota podniku = aktiva - cizí pasiva.

### **Metoda porovnání (cen obvyklých)**

Tato metoda pro ocenění majetku je založena na srovnání předmětného majetku s obdobnými majetky, jejichž ceny byly v nedávné minulosti na trhu realizovány a jsou známé. Stejným způsobem mohou být v případě oceňování podniků porovnávány rozhodující ekonomické ukazatele (zejména poměrové ukazatele), pokud jsou na trhu známy.

### **Aplikace metod**

Každý odhad hodnoty je obecně zatížen jistou mírou subjektivismu, ať už z pohledu znalce, volby použitých oceňovacích metod, nebo změn působících v souvislosti s vývojem lokálních, ale i globálních tržních podmínek. Je proto žádoucí, aby tržní ocenění bylo v některých případech provedeno v modelu, který vychází z předností a nedostatků dvou, nebo více základních přístupů, resp. oceňovacích metod.

## **5.3 Závěr k volbě metody ocenění**

Při volbě metody ocenění vycházíme z předpokladu, že společnost Teplárna ČB, a.s. (podnik) lze z hlediska ekonomického vývoje považovat za going concern. V předchozí kapitole jsme přijali závěr, že stanovíme objektivizovanou hodnotu.

### **Přehled základních metod pro oceňování podniku:**

1. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)
  - Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
  - Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV)
  - Kombinované (korigované) výnosové metody
  - Metoda ekonomické přidané hodnoty
2. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní ocenění)
  - Ocenění na základě tržní kapitalizace
  - Ocenění na základě srovnatelných podniků (porovnání)
  - Ocenění na základě srovnatelných transakcí (porovnání)
  - Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu (porovnání)
3. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění)
  - Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
  - Likvidační hodnota
  - Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
  - Substanční hodnota na principu úspory nákladů

Ze struktury dostupných finančních výsledků společnosti je patrné, že lze při výpočtu hodnoty oceňovaného podniku použít **výnosovou metodu**. Rozhodující je skutečnost, že z dosavadních hospodářských výsledků společnosti lze s jistou pravděpodobností sestavit prognózu a stanovit budoucí volné peněžní toky (metoda DCF). Při definování volných peněžních toků pro použití metody DCF lze zejména využít tržního porovnání (porovnání vstupů – generátorů výnosů).

Pro použití **metody porovnání** by bylo možné alespoň rámcově hodnotit srovnatelné údaje (EBIT) nebo na úrovni poměrových ukazatelů (ROE, ROA, P/E). Vytvořit vypovídající databázi poměrových ukazatelů by v tomto případě bylo reálné, bude však obtížné získat databázi skutečně srovnatelných podniků a získat ceny srovnatelných podniků nebo ceny jejich akcií. Srovnatelné údaje jsou většinou na úrovni podniků s řádově vyšší kapitalizační hodnotou.

Použití **majetkové metody** při posuzování fungujícího podniku nemá samo o sobě velký význam, neboť v podniku existující majetek není volně k dispozici a je vázán na činnost podniku. Smyslem výpočtu majetkové metody je posoudit, s jakou výší majetku společnost k datu ocenění disponuje.

Je však zároveň nutné se vypořádat s argumentem, že v případě utilit (energetika/plynárství/vodárenství/teplárství) jsou regulovaným prostředím omezeny nejen výstupní ceny produktů, ale jsou kladeny specifické zákonné požadavky na úroveň technologií a způsoby provozování. Vyrůstají tím nároky na investice a obecně tyto podniky vlastní (vlastnit musí) značná aktiva. Tím může být zdůvodňována představa, že majetkové ocenění vyjadřuje lépe reálnou investiční náročnost podniku a tím i jeho hodnotu. Tento argument však neobstojí při zjištění, že společnosti z oblasti utilit jsou běžně obchodovány na veřejných akciových trzích, jsou sledovány jejich výkonové parametry a obvykle jsou považovány za dlouhodobé investice s omezeným výnosem.

**Metodu účetní** pro ocenění nepoužijeme, považujeme ji pouze jako informativní údaj.

**Pro stanovení hodnoty podniku (akcií) pro účel snížení základního kapitálu společnosti použijeme výsledky metody výnosové - metody DCF.**

## 5.4 Výpočet výsledného ocenění

Výsledné ocenění je provedeno metodou DCF dvoufázovým modelem.

### Vstupní hodnoty provozního zisku (EBIT)

Základní nastavení hodnot vychází z finančního plánu managementu společnosti na období 2014 až 2017. Zároveň je posuzován pokles tržeb (ztráta podstatného odběratele) ve vazbě na fixní a variabilní náklady. Při porovnání výše tržeb a variabilních nákladů promítnutých do výše přidané hodnoty v období od roku 2009, vychází poměr výše přidané hodnoty současného období a plánovaného období 2014 a 2015 oproti minulosti nižší. A to za situace, kdy se parametry vstupů v poměru k cenám/výnosům nezhoršily. Pak lze akceptovat průměrnou 4% až 5% úsporu v nákladech ve finančním plánu, která je v Tabulce výpočtu hodnoty označena jako Korekce na položku výkonová spotřeba

### Diskontní míra

Diskontní míra a způsoby jejího stanovení patří k hlavním problémům, který je nutné při ocenění podniku vyřešit. Dle mezinárodních oceňovacích standardů (IVSC) je diskontní míra výnosová míra použitá k převodu budoucí peněžní sumy splatné nebo k inkasu na její současnou hodnotu.

Obecné základy pro tvorbu diskontní míry jsou zejména následující:

- Podnikatelské riziko je chápáno jako možné pozitivní a negativní odchylky od očekávané hodnoty výnosů z podnikání.
- Odrazem podnikatelského rizika by měla být prémie za riziko, která je kalkulována jako přírážka k bezrizikové míře.
- Riziková prémie podniku je závislá na obchodním a finančním riziku.

Bezriziková (obvyklá) úroková míra je vnímána jako výnosnost státních dluhopisů. Lze porovnávat výnosnost tuzemských dluhopisů z důvodu omezení měnového rizika nebo srovnáním se standardním americkým/německým trhem.

Riziková přírážka by měla vyjadřovat rizikovou premii zjištěnou na celkovém trhu a na trhu pro podniky působící ve stejném oboru jako oceňovaný podnik.

Diskontní míra představuje alternativní náklad kapitálu. Diskontní míru při použití výnosové metody DCF určíme na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC).

$$WACC = r_d (1 - t) \times D/C + r_e \times E/C$$

|       |                                  |
|-------|----------------------------------|
| WACC  | Průměrné vážené náklady kapitálu |
| $r_d$ | Náklady na cizí kapitál          |
| $r_e$ | Náklady na vlastní kapitál       |
| D     | Cizí kapitál                     |
| E     | Vlastní kapitál                  |
| C     | Celkový investovaný kapitál      |

Cizí úročený kapitál a především vlastní kapitál je pro výpočet metodou DCF nutno stanovit v tržních hodnotách. Protože neexistuje možnost přímého výpočtu tržních hodnot, jsou používány pomocné metody. Obvyklé je například použití volby cílové struktury tržních hodnot kapitálu nebo metody interaktivních kroků.

Metoda volby cílové struktury kapitálu je úspěšně použitelná především v případě, kdy stávající struktura je cílové struktury blízká. Pokud tomu tak není a cílová struktura je například v opačném poměru než struktura stávající, je změna poměru otázkou mnoha let a finanční model je pak velmi složitý.

V dlouhodobé prognóze pak za dané situace podniku Teplárna ČB zvolíme cílovou strukturu ve výši 95% až 100% vlastního kapitálu, vliv cizího kapitálu je tudíž zanedbatelný.

Náklady na vlastní kapitál: Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu použijeme metodu nákladů kapitálových aktiv (CAPM). Jako srovnávací kritéria použijeme dlouhodobé údaje z amerických trhů pomocí přírážek dané země a oboru. Vlastní výpočet pro metodu CAPM je uveden v následující Tabulce:

|               |                                                                  |      |
|---------------|------------------------------------------------------------------|------|
| $r_f$         | Výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů USA (%)                | 3,45 |
| RPT           | Riziková premie kapitálového trhu USA (%)                        | 6,20 |
| $\beta_{nez}$ | Nezadlužené beta jako průměr za evropský trh – Damodaran - Power | 0,60 |
| RZ            | Čisté riziko selhání země (%)                                    | 1,15 |
| $Vol_{del}$   | Rozdíl volatility trhu akcií a trhu vládních dluhopisů ČR (%)    | 1,10 |
| $Inf_{del}$   | Rozdíl v dlouhodobě prognózované inflaci (%)                     | 0,20 |
| RPS           | Riziková přírážka za menší společnost (%)                        | 0,30 |
| RPL           | Riziková přírážka za likvidnost akcií (%)                        | 0,00 |
| D             | Cizí kapitál (poměr)                                             | 0,20 |
| E             | Vlastní kapitál (poměr)                                          | 9,80 |
| t             | Daňová sazba (%)                                                 | 0,19 |

  

|                |                            |  |
|----------------|----------------------------|--|
| $\beta_{zadl}$ | Zadlužené beta             |  |
| $r_e$          | Náklady vlastního kapitálu |  |

  

|                |                                         |      |
|----------------|-----------------------------------------|------|
| $\beta_{zadl}$ | $= \beta_{nez} * (1 + D * (1 - t) / E)$ |      |
| $\beta_{zadl}$ |                                         | 0,61 |

  

|       |                                                                         |      |
|-------|-------------------------------------------------------------------------|------|
| $r_e$ | $= r_f + \beta_{zadl} * RPT + (RZ * Vol_{del}) + Inf_{del} + RPS + RPL$ |      |
| $r_e$ |                                                                         | 9,00 |

Výsledné náklady vlastního kapitálu jsou zvoleny ve výši 9,0% pro celé výpočtové období.

### Tempo růstu (g)

Odhad tempa růstu má zcela zásadní roli v modelech DCF. V podstatě existují tři základní přístupy. Jedná se o odvození parametru tempa růstu:

1. z historických dat
2. z vnitřních parametrů fungování podniku
3. z kvalifikovaných odhadů vývoje podniku, odvětví a ekonomiky.

Jelikož odhadujeme tempo růstu pro období po roce 2017, je předmětem analýzy období, pro které nebyl sestaven finanční plán. Pro toto období je charakteristické, že nelze předpokládat významnější (skokový) růst ani v cenách tepla/energie (oproti růstu HDP), pravděpodobně ani v množství prodaného tepla. Zároveň je však nutné udržet dostatečnou úroveň investic pro udržení konkurenceschopnosti společnosti jako výrobce tepla, což bude pravděpodobně dominantní a trvalý zdroj příjmů.

Při srovnání s historickými údaji (období do roku 2013) bychom srovnávali rozdílné rozložení tržeb, včetně jejich poklesu. Období 2014 až 2017 lze považovat za období

možné stability, nicméně ani současná situace v teplárenství není zárukou, že vývoj lze z tohoto období odvodit. Srovnání s růstem cen v zemích OECD v minulém období nelze také použít, protože se rovná o naprosto rozdílné trhy.

Pro období po roce 2017 se pak jako obhajitelný jeví odhad tempa růstu z předpokládaného vývoje ekonomiky. Dále je třeba opět zohlednit tu skutečnost, že ceny energii/tepla budou limitovány koupěschopností domácností a konkurenceschopností podniků.

Při použití Gordonova růstového modelu dochází k některým předpokladům a zároveň zjednodušením, která však jsou pro daný účel posudku akceptovatelná:

- podnik se vyznačuje (i v budoucnu) ustálenou mírou růstu; tempo růstu obvykle koresponduje s mírou růstu ekonomiky jako celku.
- model vychází z předpokladu, že podnik bude mít donekonečna stále stejnou úroveň nejen dividend, ale i diskontní míry. Tempo růstu odpovídá tempu růstu HDP nebo je k růstu HDP proporcionální.

Z charakteru společnosti pak vyplývá, že tempo růstu bude v tomto případě kopírovat dlouhodobou míru inflace (předpoklad 2,5 až 3,0%) a pouze částečně tempo růstu HDP.

Tempo růstu (g) odvozené z makroekonomických veličin je pak **stanoveno ve výši 3,5%**.

### **Výpočet volného peněžního toku – rok 2014 až 2017 - první fáze**

Současnou hodnotu volného peněžního toku první fáze (za období po 28.02.2014) vypočítáme jako součet diskontovaných hodnot (Dis FCFF) za jednotlivé roky 2014 až 2017. Současná hodnota roku 2014 by měla být vypočtena jako alikvotní roční část za období od 01.03. do 31.12.2014 diskontovaná stejným způsobem upraveným diskontním faktorem při diskontní míře 9,0%. Z důvodu nerovnoměrných výkonů v teplárenství v průběhu roku je výpočet proveden bez alikvotního dělení, vliv na výsledné ocenění je zanedbatelný.

### **Výpočet volného peněžního toku - pokračující hodnota**

Pro výpočet 2. fáze - pokračující hodnoty nejsou zpracovány jednotlivé roční plány. Volný peněžní tok odhadneme na základě finančního modelu a finančních předpokladů, které byly stanoveny pro období roku 2014 až 2017.

Při sestavení finančního plánu pro rok 2018 jsou hodnoty sestaveny tak, aby představovaly z finančního hlediska vyrovnaný a typický rok pro výpočet pokračující hodnoty. To platí pro reálný poměr odpisů a investic (CAPEX), dále pro neměnnost potřeby pracovního kapitálu. Na základě analýzy investovaných prostředků, kdy společnost je schopna technologicky dlouhodobě plnit podmínky teplárenských zařízení, je připuštěno budoucí technologické „podinvestování“, vyjádřené vyšší mírou odpisů oproti úrovni CAPEX. Z teoretického pohledu je tento model nepřesný, je však za současné technologické situace obhajitelný pro období, které ve výpočtovém modelu představuje 85% až 90% hodnoty.

Předpokládáme, že tento finanční model je odpovídající i pro období po roce 2017 :

- 1) diskontní míru ( $i_k$ ) stanovíme na úrovni 9,0%
- 2) předpokládáme 3,5% růst volného peněžního toku (g)
- 3) jako srovnávací údaj zvolíme hodnotu prognózovaného roku 2018.

Pokračující hodnotu pak vypočteme jako  $\text{Dis FCFF}_{\text{srov}} \times 1,035 / (i_k - g)$ :

Pokračující hodnota:  $\text{Dis FCFF} / (0,09 - 0,035)$

Výpočet pokračující hodnoty je v tomto případě proveden pro neomezené trvání společnosti.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu zjištěná výnosovou metodou – Dis FCFF :

|                                            |                   |
|--------------------------------------------|-------------------|
| Současná hodnota 1. fáze 2014 - 2017:      | 150 757 tis. Kč   |
| Současná hodnota 2. fáze po roce 2017:     | 1 598 556 tis. Kč |
| Současná hodnota FCFF celkem:              | 1 749 313 tis. Kč |
| Hodnota neprovozního majetku k 28.02.2014: | 300 000 tis. Kč   |
| Úročené závazky k 28.02.2014:              | 37 215 tis. Kč    |
| Výsledná hodnota vlastního kapitálu:       | 2 012 098 tis. Kč |

### Hodnota neprovozního majetku

Společnost vykazuje k datu ocenění krátkodobý finanční majetek ve výši 683 581 tis. Kč. I když se v průběhu roku značně mění nároky na disponibilní likviditu, je výše celkových krátkodobých aktiv v poměru ke krátkodobým závazkům značně převyšující potřeby financování. Společnost vykazuje výnosové úroky, které potvrzují, že značná část krátkodobých finančních aktiv není aktivně využívána. Pro určení výše provozně nutných finančních prostředků neexistuje jednoznačné pravidlo, poměr 2:1 až 2,5:1, tj. výše oběžných aktiv (bez zásob) ke krátkodobým závazkům lze označit za dostatečně komfortní pro průběžné financování. Částku přesahující tento poměr lze považovat za neprovozní aktivum. Porovnáním průměrných hodnot za roky 2012, 2013 a plánovaný rok 2014 (viz Tabulka kap. 2.1) lze označit převyšující finanční prostředky ve výši 300 000 tis. Kč.

|                                 |         |         |         |         |         |          |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| Teplárna České Budějovice, a.s. | 2014 F  | 2015 F  | 2016 F  | 2017 F  | 2018 F  | 2018 Rev |
|                                 | tis. Kč | tis. Kč | tis. Kč | tis. Kč | tis. Kč | tis. Kč  |

|                                      |          |          |          |         |          |          |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|---------|----------|----------|
| EBIT                                 | 64 731   | 64 288   | 67 259   | 75 664  | 85 735   | 85 735   |
| Korekce na položku výkonová spotřeba | 18 000   | 18 540   | 19 096   | 19 669  | 20 259   | 20 259   |
| Korekce na atypické položky          | 0        | 0        | 0        | 0       | 0        | 0        |
| Přepočtený EBIT                      | 82 731   | 82 828   | 86 355   | 95 333  | 105 994  | 105 994  |
| Daňová sazba                         | 19%      | 19%      | 19%      | 19%     | 19%      | 19%      |
| Přepočtená daň                       | 15 719   | 15 737   | 16 407   | 18 113  | 20 139   | 20 139   |
| NOPLAT                               | 67 012   | 67 091   | 69 948   | 77 220  | 85 855   | 85 855   |
| Odpisy a amortizace                  | 117 882  | 115 926  | 128 336  | 140 334 | 130 000  | 130 000  |
| Provozní Cash Flow                   | 184 894  | 183 017  | 198 284  | 217 554 | 215 855  | 215 855  |
| CAPEX                                | -164 927 | -225 524 | -104 750 | -99 750 | -130 000 | -100 000 |
| Změna pracovního kapitálu            | 16 000   | 10 000   | 5 000    | 0       | 0        | 0        |

|                      |        |         |        |         |        |         |
|----------------------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| FCF - Free Cash Flow | 20 248 | -32 507 | 98 534 | 117 804 | 85 855 | 115 855 |
|----------------------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|

|                                   |        |         |        |        |         |           |
|-----------------------------------|--------|---------|--------|--------|---------|-----------|
| Diskontní míra                    | 9,00%  | 9,00%   | 9,00%  | 9,00%  | 9,00%   | 9,00%     |
| Diskontní faktor                  | 0,9174 | 0,8417  | 0,7722 | 0,7084 | 0,7084  | 0,7084    |
| DFCF                              | 18 576 | -27 361 | 76 086 | 83 455 | 60 822  | 84 947    |
| Hodnota 1. fáze (2014 - 2017)     |        |         |        |        | 150 757 | 150 757   |
| Pokračující hodnota - 2. fáze     |        |         |        |        |         | 1 598 556 |
| SUM                               |        |         |        |        |         | 1 749 313 |
| Úročené závazky k 28.2.2014 (-)   |        |         |        |        |         | -37 215   |
| Hodnota neprovozního majetku (+)  |        |         |        |        |         | 300 000   |
| Soudní spory (+/-)                |        |         |        |        |         | 0         |
| Ostatní pracovní závazky (+/-)    |        |         |        |        |         | 0         |
|                                   |        |         |        |        |         |           |
| Hodnota podniku (100% akc. podíl) |        |         |        |        |         | 2 012 098 |
| Hodnota 1 akcie (z 693 845 ks)    |        |         |        |        |         | 2 899,92  |

**Hodnota vlastního kapitálu stanovená na základě výnosové metody jako hodnota diskontovaného volného peněžního toku včetně neprovozního majetku byla stanovena na 2 012 098 tis. Kč.**

**Hodnota jedné akcie při celkovém množství 693 845 kusů akcií je k datu ocenění 28. února 2014 stanovena ve výši 2 900,00 Kč.**

## 6. ZÁVĚREČNÁ ZPRÁVA

Na základě dohody mezi Magistrátem města České Budějovice, se sídlem Nám. Přemysla Otakara II, č. 1,2, České Budějovice a PROFI-TEN a.s. znalecký ústav se sídlem Vodičkova 682/20, Praha 1, IČ 25133497 zpracoval PROFI-TEN a.s. znalecký posudek ve věci:

1. Vypracovat oponentní stanovisko ke Znaleckému posudku č. 854-51/2014, zpracovatel znalecký ústav APOGEO Esteem, a.s.
2. Vypracovat oponentní stanovisko ke Znaleckému posudku č. 2422-56/2014, zpracovatel znalecký ústav Grant Thornton Valuations, a.s.
3. Stanovit hodnotu akcie společnosti Teplárna České Budějovice, a.s., IČ: 60826835, se sídlem České Budějovice, Novohradská 32. Ocenění provést v indikativním rozsahu.

### **STANOVISKO ke Znaleckému posudku č. 854-51/2014, APOGEO Esteem, a.s.**

Hodnota jedné akcie společnosti Teplárna České Budějovice, a.s. je ve znaleckém posudku stanovena ve výši 3 851 Kč/akcii. Snížení diskontem na minoritu na výši 2 888 Kč/akcii je při snížení základního kapitálu neakceptovatelné.

Po posouzení oceňovacích postupů a volby parametrů pro ocenění vyjadřujeme názor, že zejména parametr poměru vlastního a cizího kapitálu včetně výše neprovozního finančního majetku představují potenciální navýšení hodnoty jedné akcie v intervalu 800 Kč až 1 000 Kč/akcii.

Bez tohoto potenciálního navýšení by tržní cena akcie byla na úrovni intervalu

**2 850 Kč až 3 050 Kč/akcii.**

### **STANOVISKO ke Znaleckému posudku č. 2422-56/2014, Grant Thornton Valuations, a.s.**

Hodnota jedné akcie společnosti Teplárna České Budějovice, a.s. je ve znaleckém posudku stanovena ve výši 3 332 Kč/akcii.

Znalecký posudek je v části výpočtu hodnoty z velké části nepřezkoumatelný z důvodu nejasných vazeb údajů uvedených v předchozích analýzách a údajů použitých pro výpočet. Po posouzení oceňovacích postupů a volby parametrů pro ocenění vyjadřujeme názor, že zejména parametr výše investic pro 2. fázi metody DCF představuje potenciální navýšení hodnoty jedné akcie v intervalu 400 Kč až 600 Kč/akcii.

Bez tohoto potenciálního navýšení by tržní cena akcie byla na úrovni intervalu

**2 730 Kč až 2 930 Kč/akcii.**

### **Hodnota akcie společnosti Teplárna České Budějovice, a.s.**

Znalecký ústav Profi-Ten a.s. provedl na základě údajů čerpaných ze znaleckých posudků a z veřejných zdrojů indikativní ocenění společnosti Teplárna České Budějovice, a.s. k datu 28.02.2014.

Výsledná hodnota jedné akcie je stanovena ve výši

**2 900,- Kč/akcii**

slovy: dva tisíce devět set Kč/ akcii

Výše takto stanovené hodnoty je považována za obvyklou v obchodním styku. Hodnota jedné akcie byla stanovena jako výsledek výnosového ocenění.

V Praze, dne 6. června 2014

PROFI - TEN a.s., znalecký ústav

zpracovatel: Ing. Jaroslav Kopta

statutární zástupce: Ing. Vladimíra Zíková

## **ZNALECKÁ DOLOŽKA**

Znalecký posudek podala společnost **PROFI-TEN, a.s.** se sídlem Vodičkova 682/20, 110 00 Praha 1 jako znalecký ústav jmenovaný rozhodnutím Ministerstva spravedlnosti ČR z 30. 1. 1998 č. j. 227/97/OOD, rozhodnutím ministra spravedlnosti ČR č.j. 637/2011-OSD-ZN/8 z 01.03.2012 a dále rozhodnutím ministra spravedlnosti ČR č.j. 15/2013-OSD-SZN/6 z 20.02.2013 pro tento rozsah činností:

### **obor ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění**

- oceňování podniků,
- oceňování technologických celků, strojů a zařízení,
- oceňování věcí movitých,
- oceňování nemovitostí,
- analýza pojistných rizik,
- výpočet maximálních možných škod,
- vyhodnocování pojistné ochrany,
- rozsah a výpočet pojistných škod,
- ekonomika a řízení podniku.

### **obor stavebnictví s rozsahem znaleckého oprávnění**

- stavby obytné,
- stavby průmyslové,
- stavby inženýrské.

### **obor strojírenství s rozsahem znaleckého oprávnění**

- posuzování technického stavu technologických celků, strojů a zařízení.

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem **1755/2014** znaleckého deníku znaleckého ústavu **PROFI – TEN a.s.**

Správnost posudku a podání žádaných vysvětlení před státním orgánem stvrzuje osobně zpracovatel posudku a nebo statutární orgán znaleckého ústavu.

Znalečné a úhradu nákladů za vypracování znaleckého posudku účtujeme dle přiložené likvidace.

V Praze, dne 6. června 2014

zpracovatel:  
Ing. Jaroslav Kopta

statutární zástupce  
Ing. Vladimíra Zíková

otisk znalecké pečeti