

Znalecký posudek č. 45-11/2014

Posouzení výše protiplnění při uplatnění práva výkupu akcií společnosti Kaolin Hlubany, a.s.

Klient: Watts Blake Bearne International Holdings B.V.

Datum: 04.08.2014

Watts Blake Bearne International Holdings B.V.
Ankerkade 78
6222NM Maastricht
Nizozemsko

Praha, 04.08.2014

Vážený,

na základě vaší objednávky jsme provedli posouzení výše přiměřeného protiplnění při uplatnění práva výkupu kmenových akcií na majitele v zaknihované podobě emitovaných společností Kaolin Hlubany, a.s. se sídlem Hlubany 63, PSČ 441 01, Podbořany, IČ: 482 88 195, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Krajského soudu v Ústí nad Labem, oddíl B, vložka 422 o jmenovité hodnotě 1 000,- Kč každá akcie, a to v souladu s ustanovením § 376 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) ve znění účinném k datu posouzení výše přiměřeného protiplnění.

Hodnota¹ jedné akcie byla stanovena jako alikvotní podíl na čistém obchodním majetku² společnosti Kaolin Hlubany, a.s., přičemž celkový počet akcií emitovaných touto společností je roven 109 020 ks.

Ocenění jedné kmenové akcie na majitele v zaknihované podobě o jmenovité hodnotě 1 000,- Kč každá emitované společností Kaolin Hlubany, a.s. bylo provedeno s ohledem na stanovené omezující podmínky, předpoklady a nám dostupná data a informace k datu ocenění, kterým je 31.05.2014.

Pro stanovení výsledné hodnoty jedné akcie společnosti Kaolin Hlubany, a.s. bylo využito následujících metod ocenění:

- Výnosová metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) – váha 100%:

◦ Hodnota jedné akcie činí **1 886,39 Kč**

Popis použité metody a zdůvodnění jejího použití v rámci stanovení výsledné hodnoty jedné akcie společnosti Kaolin Hlubany, a.s. je provedeno v následujících částech znaleckého posudku.

Na základě našeho šetření a provedených analýz, které jsou součástí znaleckého posudku, a v souladu s uvedeným účelem ocenění jsme toho názoru, že hodnota jedné akcie společnosti Kaolin Hlubany, a.s. o jmenovité hodnotě 1 000,00 Kč k datu 31.05.2014 činí:

1 886,39 Kč

(slovy: jeden tisíc osm set osmdesát šest korun českých a třicet devět haléřů)

S úctou,

Ing. Monika Marečková, předseda představenstva

¹ Pozn.: Standard hodnoty je blíže specifikován v kapitole 2.1 tohoto posudku

² Pozn.: Definice čistého obchodního majetku je uvedena v kapitole 1.7 tohoto posudku

Obsah

ÚVOD.....	4
1 Specifikace zadání.....	4
1.1 Znalecký úkol.....	4
1.2 Objednatel znaleckého posudku.....	4
1.3 Zhotovitel znaleckého posudku.....	4
1.4 Prohlášení zhotovitele.....	5
1.5 Obecné předpoklady a omezení.....	5
1.6 Použité podklady.....	6
1.7 Seznam použitých pojmů.....	7
1.8 Obtíže při zhotovování znaleckého posudku.....	8
1.9 Počet stran, příloh a vyhotovení znaleckého posudku.....	8
2 Základní pojmy a metody ocenění.....	9
2.1 Definice standardu hodnoty.....	9
2.2 Obecné metody ocenění.....	9
NÁLEZ.....	12
3 Popis předmětu ocenění.....	12
3.1 Základní identifikační údaje Společnosti.....	12
4 Analýza trhu.....	14
4.1 Makroekonomická analýza.....	14
4.2 Subjekty zabývající se těžbou kaolinu v ČR.....	20
4.3 Konkurenční síla Společnosti.....	21
4.4 Zásoby nerostných surovin Společnosti.....	24
4.5 Úhrada z vydobytých nerostů.....	25
POSUDEK.....	28
5 Stanovení hodnoty jedné Akcie.....	28
5.1 Volba optimální metody pro konkrétní typ ocenění.....	28
5.2 Prognóza EBITDA marže a tržeb Společnosti.....	29
5.3 Finanční plán Společnosti.....	30
5.4 Stanovení diskontní míry.....	35
5.5 Ocenění ČOM a Akcie metodou DCF – výpočet volných peněžních toků.....	39
5.6 Výpočet hodnoty ČOM a Akcie Společnosti metodou DCF (shrnutí).....	42
5.7 Ověření hodnoty ČOM ukazatelem EV / EBITDA obchodovaných společností.....	42
5.8 Výsledná hodnota Akcie Společnosti – shrnutí.....	44
ZÁVĚR.....	45
6 Závěrečný výrok znaleckého ústavu.....	45
7 Znalecká doložka.....	46
8 Přílohy.....	47

ÚVOD

1 Specifikace zadání

1.1 Znalecký úkol

1.1.1 Předmět ocenění

Cílem tohoto znaleckého posudku je posouzení výše přiměřeného protiplnění při uplatnění práva výkupu kmenových akcií na majitele v zaknihované podobě emitovaných společností Kaolin Hlubany, a.s. se sídlem Hlubany 63, PSČ 441 01, Podbořany, IČ: 482 88 195, zapsané v obchodním rejstříku vedeném u Krajského soudu v Ústí nad Labem, oddíl B, vložka 422 (dále též jako „**Společnost**“) o jmenovité hodnotě 1 000,- Kč každá akcie (jedna akcie je dále též označována jako „**Akcie**“) v souladu s ustanovením § 376 a násl. zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) ve znění účinném k datu posouzení výše přiměřeného protiplnění.

Proto, abychom byli schopni posoudit výši přiměřenosti protiplnění, je nezbytné nejdříve stanovit hodnotu jedné Akcie. Hodnota Akcie byla stanovena jako alikvotní podíl na čistém obchodním majetku Společnosti (dále též jako „**ČOM³**“), přičemž celkový počet akcií emitovaných Společností je roven 109 020 ks.

Pojmy „ocenění“ a „stanovení hodnoty“ Akcie chápeme dále v posudku jako rovnocenné a co do významu slova ekvivalentní.

1.1.2 Účel a datum ocenění

Znalecký posudek „Posouzení výše protiplnění při uplatnění práva výkupu akcií společností Kaolin Hlubany, a.s.“ byl vypracován k datu 31.05.2014 za účelem posouzení výše protiplnění poskytnutého oprávněným osobám při realizaci práva výkupu akcií Společnosti.

Posouzení přiměřenosti výše protiplnění při uplatnění práva výkupu akcií Společnosti bylo provedeno v souladu s § 376 a násl. zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích).

Datum posouzení přiměřenosti výše protiplnění – ocenění Akcie je 31.05.2014 (dále jako „**Datum ocenění**“).

1.2 Objednatel znaleckého posudku

Objednatelem znaleckého posudku je společnost Watts Blake Bearne International Holdings B.V. se sídlem Ankerkade 78, 6222NM Maastricht, Nizozemsko, reg. č. : 33223183 (dále též „**Objednatel**“).

1.3 Zhotovitel znaleckého posudku

Zhotovitelem znaleckého posudku je znalecký ústav RSM TACOMA a.s., se sídlem Praha 8 - Karlín, Karolinská 661, PSČ: 186 00, IČ: 639 98 581 (dále též „**Zhotovitel**“ nebo „**Znalec**“).

Společnost RSM TACOMA a.s. byla zapsána Ministerstvem spravedlnosti do seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika.

³ Pozn.: Definice pojmu je uvedena v kapitole 1.7

1.4 Prohlášení zhotovitele

- Prohlašujeme, že nejsme podjatí ve smyslu § 11 odst. 1 zákona o znalcích a tlumočnických 36/1967 Sb. ve znění zákonů č. 322/2006 Sb., č. 227/2009 Sb. a č. 444/2011 Sb.
- Prohlašujeme, že jsme znalci nestrannými a nezávislími na Objednateli a Společnosti, a že v současné době ani v blízké budoucnosti nebudeme mít účast ani prospěch z operace související s předmětem ocenění.
- Upozorňujeme, že znalecký posudek může být použit pouze pro výše uvedený účel. Posudek nesmí být ani jako celek ani jeho jednotlivé části kopírován nebo rozmnožován pro jiné účely bez předchozího písemného souhlasu Zhotovitele. Interpretace a použití výsledku ocenění těsně souvisí s účelem jeho zpracování.

1.5 Obecné předpoklady a omezení

Znalecký posudek byl vypracován za následujících předpokladů a omezujících podmínek:

- Zhotovitel znaleckého posudku neprovedl žádné šetření směřující k ověření pravosti, správnosti a úplnosti podkladů poskytnutých Společností s výjimkou obchodně finančního plánu (plánované výsledovky), který byl Zhotoviteli zaslán managementem. Předpokládáme, že podklady poskytnuté Společností jsou pravé, správné a úplné.
- Rovněž se předpokládá, že informace z jiných zdrojů jsou věrohodné a nebyly ve všech případech ověřovány.
- Ve znaleckém posudku je vyhodnocen dopad spojený s případnou změnou - novelizací tzv. „úhradové“ vyhlášky z vydobytych nerostů. Detailní informace k této problematice jsou součástí kapitoly 4.5 tohoto posudku.

Pokud nebyl Společností doložen opak:

- Předpokládá se chování a jednání Společnosti, jejích orgánů a odpovědných vedoucích pracovníků v souladu se všemi v České republice platnými právními předpisy.
- Předpokládá se odpovědné vlastnictví a správa vlastnických práv.
- Odhadnutá hodnota ČOM Společnosti respektuje aktuální obecné podmínky trhu k Datu ocenění a parametrů finančního trhu, dále reflektuje finanční situaci Společnosti k Datu ocenění.

Při plnění znaleckého úkolu bylo přihlédnuto ke všem faktorům, které by mohly významně ovlivnit dosažené závěry. V rámci ocenění jsme vycházeli z veřejně dostupných podkladů a z podkladů poskytnutých zástupci Společnosti a též z informací obsažených v námi používaných komerčních databázích (Thomson One, Amadeus). V úvahu byly brány následující skutečnosti:

- historický vývoj Společnosti,
- účetní hodnota majetku,
- obecné ekonomické vyhlídky a specifické podmínky podnikání v oboru,
- předpokládaný objem výnosů z činnosti Společnosti.

Tabulky uvedené v tomto znaleckém posudku byly zpracovány převážně v tabulkovém procesoru Microsoft Excel. Vzniklé odchylky – zejména například v součtových buňkách tabulek – jsou způsobeny

zaokrouhlováním. U tabulek či grafů, u nichž není uveden zdroj informací, byly tímto zdrojem výroční zprávy, případně účetní závěrky Společnosti, či vlastní výpočty Zhotovitele, nevyplyvá-li z textu jinak.

1.6 Použité podklady

1.6.1 Podklady poskytnuté Objednatelem

- Účetní závěrky společnosti Kaolin Hlubany, a. s. za roky 2011 až 2013 a průběžné účetní informace k 30. 04. 2014
- Finanční plán společnosti Kaolin Hlubany, a.s. na období 2014 až 2018
- Fotokopie výpisu z katastru nemovitostí k datu 14. 01. 2014, LV 99, Okres Louny, k.ú. Dětaň, Obec Nepomyšl
- Fotokopie analýzy finančních dopadů zákona č. 44/1988 Sb., o ochraně a využití nerostného bohatství (horní zákon) za rok 2012
- Fotokopie daňové sestavy majetku společnosti Kaolin Hlubany, a.s. za účetní rok 2013
- Fotokopie daňového přiznání k dani z příjmů právnických osob společnosti Kaolin Hlubany, a.s. za zdaňovací období roku 2012 a 2013
- Fotokopie nájemní smlouvy pozemků, mezi pronajímatelem Kaolin Hlubany, a.s. a nájemcem Pavel Šilhánek, ze dne 01. 04. 2013
- Fotokopie potvrzení Českého báňského úřadu o zaevidování dobývacích prostor, ze dne 02. 09. 2003
- Fotokopie povolení hornické činnosti pro ložisko kaolinu Krásný Dvůr, vydané Obvodním báňským úřadem v Mostě, dne 07. 05. 1998
- Fotokopie povolení hornické činnosti pro ložisko kaolinu Skytaly, vydané Obvodním báňským úřadem v Mostě, dne 31. 03. 2008
- Fotokopie povolení hornické činnosti pro ložisko Tvršice, vydané Obvodním báňským úřadem v Mostě, dne 14. 12. 1995
- Fotokopie smlouvy č. 2508002706 o pronájmu plochy Českých drah mezi pronajímatelem České dráhy, a.s. a nájemcem Kaolin Hlubany, a.s., ze dne 19. 01. 2006
- Fotokopie dodatku č. 5 Smlouvy o nájmu pozemku č. 0018/06, VS 2528001806, mezi pronajímatelem České dráhy, a.s. a nájemcem Kaolin Hlubany, a.s., ze dne 30. prosince 2005
- Přehled odpisovaného hmotného majetku k 31. 12. 2013 a 30. 04. 2014
- Přehled pohledávek a závazků k 30. 04. 2014

1.6.2 Ostatní podklady a použitá literatura

Při vyhotovení znaleckého posudku jsme dále využívali informace z veřejně dostupných zdrojů a internetových portálů. Jedná se zejména o:

- Databáze Thomson One - <https://www.thomsonone.com>
- Databáze Amadeus - <https://amadeus2.bvdep.com>

- Internetové stránky prof. Damodarana - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Internetové stránky společnosti Patria Finance - www.patria.cz
- Internetové stránky Ministerstva financí České republiky - www.mfcr.cz
- Internetové stránky Ministerstva průmyslu a obchodu - www.mpo.cz
- Internetové stránky Ministerstva spravedlnosti České republiky - www.justice.cz
- Internetové stránky České národní banky- www.cnb.cz
- Mařík, M. a kol.: Metody oceňování podniku – Proces ocenění, základní metody a postupy (Ekopress, Praha 2007)
- Mařík, M. a kol.: Metody oceňování podniku pro pokročilé – Hlubší pohled na vybrané problémy (Ekopress, Praha 2011)
- TEGoVA: European Valuation Standards 2012, Seventh Edition, ISBN 9789081906005
- 2013 Ibbotson® Cost of Capital Yearbook (Morningstar, 2013)

1.7 Seznam použitých pojmů

V následující tabulce jsou shrnuty základní pojmy používané v tomto znaleckém posudku:

Zkratka	Definice
Zhotovitel	znalecký ústav RSM TACOMA a.s., jenž je podrobně definován v kapitole 1.3 tohoto znaleckého posudku
Společnost	Kaolin Hlubany, a.s. se sídlem Hlubany 63, PSČ 441 01, Podbořany, IČ: 482 88 195
Zákon o obchodních korporacích	zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)
Akcie	Jedna akcie (z celkového počtu 109 020 akcií) na majitele v zaknihované podobě o jmenovité hodnotě 1 000,- Kč každá emitovaná Společností
ČOM	Čistý obchodní majetek chápeme jako rozdíl mezi aktivy a závazky společnosti, přičemž do aktiv řadíme nejen aktiva existující k Datu ocenění, ale též přínos aktiv, jež vzniknou v budoucí podnikatelské činnosti podniku. Za závazky považujeme nejen aktuální povinnosti firmy, ale též závazky, jež vzniknou při tvorbě nových aktiv společnosti. Aktiva a závazky chápeme v širokém pojetí včetně formalizovaných a neformalizovaných nehmotných aktiv kontrolovaných společností, jejího pracovního týmu, podmíněných aktiv a podmíněných závazků.
EBITDA marže	EBITDA marže = EBITDA (kalkulovaná jako provozní výsledek hospodaření + odpisy – tržby z prodeje dl. majetku + zůstatková cena prodaného dl. majetku + ostatní finanční výnosy – ostatní finanční náklady) / (tržby za prodej vlastních výrobků a služeb + tržby za zboží)
Pracovní kapitál	Pracovní kapitál = (oběžná aktiva + časové rozlišení aktivní)-(krátkodobé závazky

Zkratka	Definice
	+ časové rozlišení pasivní)
ROCE	rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu kalkulovaná jako provozní výsledek hospodaření (EBIT) po dani / (vlastní kapitál + úročený cizí kapitál)

1.8 Obtíže při zhotovování znaleckého posudku

Při zajišťování podkladů nezbytných pro ocenění ani při zhotovování znaleckého posudku se nevyskytly žádné potíže, ani nebyly Zhotoviteli kladeny žádné překážky.

1.9 Počet stran, příloh a vyhotovení znaleckého posudku

Tento znalecký posudek obsahuje 47 stran vč. titulní strany a 8 příloh. Znalecký posudek je vypracován v pěti vyhotoveních, Objednateli se předává ve čtyřech vyhotoveních a jedno vyhotovení zůstává v archivu Zhotovitele.

2 Základní pojmy a metody ocenění

2.1 Definice standardu hodnoty

Zákon o obchodních korporacích v § 376 ukládá valné hromadě Společnosti povinnost určit výši protiplnění oprávněným osobám, hlavní akcionář pak musí doložit přiměřenost výše protiplnění znaleckým posudkem. Předmětem našeho zjišťování je posouzení přiměřenosti výše protiplnění, jež je odvozeno od zjištěné hodnoty jedné kmenové Akcie. Zjištěná hodnota Akcie by měla kompenzovat ztrátu možnosti účastnit se na budoucím podnikání Společnosti a podílet se tak na jejích výsledcích hospodaření a zároveň nést i příslušná rizika tohoto podnikání.

Na základě zákona č. 104/2008 Sb. bylo uplatnění práva výkupu akcií u takzvaných nekótovaných společností (tj. společností, jejichž akcie nejsou obchodovány na veřejném trhu) vyňato z regulační působnosti České národní banky. Z těchto důvodů se na posouzení výše protiplnění přímo nevztahuje metodika ČNB „Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění“ (OCE) verze 1.0 z roku 2010. S ohledem na to, že nadále klíčovou podmínkou zákona o obchodních korporacích zůstává přiměřenost výše protiplnění vypláceného oprávněným osobám, byla i přesto při zpracování tohoto znaleckého posudku zohledňována doporučení metodiky OCE.

V souladu s metodikou OCE je hodnota jedné kmenové Akcie určena jako alikvótní podíl na hodnotě ČOM. Metodika OCE dále v případě bližší specifikace hodnoty odkazuje na standard fair value ve smyslu Mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS). Dle metodiky OCE je standard fair value ve smyslu IFRS specifikován následovně:

„Částka, za níž by bylo možné účastnický cenný papír směnit, a to při transakci mezi nezávislými, informovanými a ochotnými stranami“

Výše specifikovaný standard fair value byl použit pro ocenění jedné kmenové Akcie. Princip spravedlivého přístupu ke všem akcionářům je v ocenění jedné kmenové Akcie zohledněn způsobem ocenění jedné Akcie formou alikvótního podílu na ČOM.

2.2 Obecné metody ocenění

Metodika OCE uvádí, že pro účely doložení přiměřenosti protiplnění hodnotě účastnických cenných papírů je způsobilý soubor metod ocenění založený na různých principech.

Současná teorie i praxe v oceňování společností používá velké množství metod, které lze začlenit do následujících oceňovacích přístupů.

2.2.1 Výnosové metody

Tyto metody vycházejí z poznatku, že hodnota společnosti je určena očekávaným užitekem pro jejího vlastníka. Tyto metody jsou založeny na koncepci „časové hodnoty peněz a relativního rizika investice“. Nejznámějšími a nejpoužívanějšími výnosovými metodami jsou metody kapitalizace zisku a metody diskontovaného cash flow. Mezi moderní metody tohoto typu patří metoda EVA (economic value added).

Za teoreticky nejčistší z výnosových metod je považována metoda diskontovaných peněžních toků (DCF), která je založena na zjišťování současné hodnoty očekávaného peněžního toku plynoucího ze společnosti diskontováním určitou diskontní sazbou odrážející riziko spojené s tímto peněžním tokem. Tímto očekávaným peněžním tokem se nerozumí účetní cash flow, nýbrž tzv. volné cash flow (FCF).

2.2.2 Majetkové metody

Jde o statický přístup ke zjištění hodnoty společnosti, který je založen na ocenění jednotlivých složek majetku a závazků společnosti. Hodnota vlastního kapitálu společnosti se získá jako součet hodnot jejího majetku, od něhož se odečte hodnota závazků.

• Metoda substanční hodnoty

Nejčastěji používanou majetkovou metodou je metoda substanční hodnoty. Substanční hodnota společnosti je souhrnem relativně samostatných ocenění jednotlivých majetkových složek společnosti, přičemž se jedná o ocenění reálné, jež by mělo odpovídat aktuálním cenám, za něž lze tento majetek k datu ocenění pořídit resp. prodat (záleží na účelu ocenění). Součet hodnot všeho majetku se rovná substanční hodnotě brutto. Substanční hodnota netto se stanoví tak, že se od brutto substanční hodnoty odečte reálná hodnota závazků.

• Metoda účetní hodnoty

Účetní hodnota vlastního kapitálu nám dává informaci především o původní historické výši investovaného kapitálu se zohledněním opotřebení majetku.

Východiskem při tomto přístupu je auditovaná rozvaha společnosti. Výslednou hodnotou vlastního kapitálu společnosti je rozdíl mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou závazků všeho druhu. Účetní hodnotu jedné akcie společnosti (v případě akciové společnosti) získáme vydělením účetní hodnoty vlastního kapitálu počtem akcií společnosti.

Nedostatkem metody účetní hodnoty je skutečnost, že opomíjí ocenění většiny nehmotných složek majetku (know-how, ochranné známky, pracovní síla, síť dodavatelů a odběratelů atd.) a též neumožňuje plně poměřit hodnotu historicky investovaných účetních aktiv s návratností požadovanou investory.

• Metoda likvidační hodnoty

Likvidační hodnota vlastního kapitálu společnosti spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, kdy se předpokládá, že společnost ukončí svoji činnost a z tohoto pohledu budou jednotlivá aktiva rozprodána a veškeré závazky společnosti splaceny. Likvidační hodnota tvoří dolní hranici hodnoty vlastního kapitálu společnosti – pokud hodnota vlastního kapitálu společnosti vypočtená pomocí ostatních metod je nižší než likvidační hodnota, měla by být za hodnotu vlastního kapitálu společnosti označena hodnota likvidační.

2.2.3 Metody tržního porovnání

Tyto metody vycházejí z toho, že racionální kupující je ochoten zaplatit za statek jen tolik, za kolik se běžně prodává na trhu. U společnosti jako zvláštního aktiva je aplikace tohoto principu obtížnější. Každá společnost je jedinečná, proto i ceny jednotlivých společností se liší. Je nutné identifikovat odlišnosti společnosti a promítnout je do ceny. Je možné provádět následující typy srovnání:

- Srovnání s podobnými společnostmi, jejichž hodnota je známa
- Srovnání s podobnými společnostmi, které byly předmětem transakcí
- Srovnání s podobnými společnostmi, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu.

2.2.4 Přednosti a nedostatky jednotlivých metod

Žádná ze známých metod není univerzální, tzn. použitelná pro jakýkoli typ společnosti. Každá metoda má jak své přednosti, tak i omezení a záleží tak na situaci společnosti, jaká z uvedených metod bude pro její ocenění optimální. Před výběrem metody oceňování je třeba dále zvážit vypovídací schopnosti metod v podmínkách ČR, účel ocenění a dále specifické okolnosti úkolu znalce.

Jak již bylo řečeno, za nejobjektivnější metodu oceňování je považována metoda DCF patřící do skupiny výnosových metod oceňování. Tato metoda je doporučována i pro české podmínky jako ústřední metoda oceňování.

Oproti výnosové lze substanční hodnotu zjistit bez ohledu na podmínky na kapitálovém trhu. Korektní analýza substanční hodnoty je ovšem založena na znalosti situace na trhu s reálnými aktivy, přičemž u aktiv specifických, neobchodovaných, může určování jejich reprodukčních cen narážet na poměrně značné obtíže. V případě úzce zaměřené výrobní základny určené pro výrobu a zpracování oceli je též nezbytné testovat návratnost hodnot zjištěných substanční metodou v očekávaných příjmech Společnosti.

Metody stavějící na tržním porovnání se týkají především společností, které jsou běžně obchodovány na burze, tj. akciových společností. Tyto metody předpokládají rozvinutý kapitálový trh, rozvinutý trh se společnostmi a dostatečné informace o transakcích na těchto trzích probíhajících. Disponibilita těchto informací resp. existence dostatečně reprezentativní srovnávací základny je v našich podmínkách zatím hlavní příčinou nižší vypovídací schopnosti této metody.

NÁLEZ

3 Popis předmětu ocenění

Účelem tohoto znaleckého posudku je posouzení výše protiplnění při uplatnění práva výkupu akcií Společnosti. K tomu potřebujeme znát hodnotu ČOM a potažmo jedné Akcie – v následujících kapitolách se proto budeme zabývat stanovením hodnoty ČOM připadajícího na jednu akcii o nominální hodnotě 1000 Kč.

Za tímto účelem bude v tomto posudku zjištěna hodnota jedné Akcie Společnosti (v souladu s použitým standardem hodnoty) prostřednictvím alikvótního podílu na hodnotě jejího ČOM. Hodnota Akcie tedy bude určena alikvótním podílem jako $1 / 109\,020$ ČOM Společnosti. Tímto postupem je respektován rovný přístup ke všem akcionářům Společnosti. V této kapitole se budeme zabývat popisem a analýzou Společnosti a její činnosti.

3.1 Základní identifikační údaje Společnosti⁴

Společnost je jedním z největších výrobců surového i rafinovaného kaolinu ve střední Evropě. Hlavním předmětem činnosti Společnosti je hornická činnost v rozsahu oprávnění vydaného Báňským úřadem: těžba a úprava kaolinů, těžba a úprava jílu a těžba a úprava technických písků.

3.1.1 Základní identifikace a popis společnosti Kaolin Hlubany, a.s.

Obchodní firma	Kaolin Hlubany, a.s.
Identifikační číslo	482 88 195
Sídlo	Podbořany, Hlubany čp. 63, PSČ 441 01
Rejstříkový soud	Spisová značka B 422, vedená u Krajského soudu v Ústí nad Labem
Vznik společnosti	1. května 1993
Základní kapitál	109 020 000,- Kč
Předmět podnikání	● výroba keramických a papírenských kaolinů, slévarenských a stavebních písků ● hornická činnost v rozsahu zvláštního povolení podle platných předpisů ● zemědělská výroba
Statutární orgán – představenstvo	● Michael Ernst Werner Klaas (předseda představenstva) ● Ing. Václav Beran (člen představenstva) ● Zdeněk Kastl (člen představenstva) Jménem společnosti jedná představenstvo, a to vždy společně alespoň dvěma členy představenstva, přičemž za předpokladu, že jde o právní úkony společnosti, i) kterými společnost nabývá, zcizuje či zatěžuje nemovitosti nebo ii) které mají hodnotu plnění vyšší než 5,000.000,- Kč, přičemž, jde-li o opětuující plnění, je rozhodný součet hodnot

⁴ K Datu ocenění

Obchodní firma	Kaolín Hlubany, a.s.
	opětujících plnění, a jde-li o dobu plnění delší než jeden rok nebo dobu neurčitou, tak hodnota ročního plnění, musí být jednou z jednajících osob předseda představenstva. Podepisování jménem společnosti se děje tak, že k vytištěné nebo napsané obchodní firmě společnosti připojí svůj podpis alespoň dva členové představenstva, přičemž za předpokladu, že jde o právní úkony společnosti, i) kterými společnost nabývá, zcizuje či zatěžuje nemovitosti nebo ii) které mají hodnotu plnění vyšší než 5.000.000,- Kč, přičemž, jde-li o opětující plnění, je rozhodný součet hodnot opětujících plnění, a jde-li o dobu plnění delší než jeden rok nebo dobu neurčitou, tak hodnota ročního plnění, musí být jednou z podepisujících se osob předseda představenstva. Uvedení obchodního jména u podpisu se nevyžaduje v případě, že z obsahu podepisované listiny je zřejmé, že členové představenstva jednájí jménem společnosti.
Akcie	● 109 020 ks akcie na majitele ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč ● akcie: druh - kmenové, podoba - zaknihovaná

Zdroj: www.justice.cz

Přehled akcionářů Společnosti a jejich podíl na základním kapitálu k Datu ocenění zachycuje následující tabulka.

Majetkový podíl	Vlastník podílu
94,11 %	Watts Blake Bearne International Holdings B.V.
5,89 %	Ostatní – minoritní akcionáři

Podle poslední dostupné výroční zprávy je společnost Watts Blake Bearne International Holdings B.V. vlastníkem 102 602 akcií, což představuje cca 94,11% podíl na základním kapitálu Společnosti (a na hlasovacích právech). Zbylé akcie, tedy 6 418 akcií, představujících 5,89% podíl na základním kapitálu Společnosti (a na hlasovacích právech) je v držení několika tisícovek minoritních akcionářů.

Výpis Společnosti z obchodního rejstříku je uveden v příloze 01. Historické účetní informace jsou uvedeny v příloze 02 tohoto posudku.

4 Analýza trhu

K tomu, abychom si mohli vytvořit obraz o perspektivě Společnosti a jejího relevantního odvětví a abychom mohli správně nastavit parametry ocenění, je třeba celkově zhodnotit vývojové trendy v hospodářském prostředí, v němž Společnost působí. V následující části jsou proto shrnuty základní makroekonomické údaje, které mohou být relevantní pro zjištění hodnoty ČOM a potažmo Akcie Společnosti.

Velká část tržeb Společnosti je realizována na zahraničních trzích zemí Evropské unie. V analýze se proto zabýváme také makroekonomickým vývoje v Evropě.

4.1 Makroekonomická analýza

V následující části posudku je popsán přehled základních makroekonomických údajů, které mohou být použity jako relevantní zdroj pro ocenění Společnosti. Souhrn makroekonomických údajů je důležitý jednak pro globálnější pohled na trh, na kterém Společnost působí, a dále pak je jedním z možných zdrojů poskytujících tržní data pro prognózu relevantního trhu (viz níže v tomto posudku) a tržeb Společnosti, což je významná součást postupu ocenění při aplikaci výnosových metod (především metod DCF).

4.1.1 Shrnutí makroekonomického vývoje v ČR

V rámci této kapitoly jsme přistoupili k analýze dat zveřejňovaných primárně státními institucemi, mezi které patří především Ministerstvo financí a Česká národní banka. Ministerstvo financí zveřejňuje na čtvrtletní bázi dokument s názvem „Makroekonomická predikce“, v rámci kterého jsou popsány vývojové trendy a odhady základních makroekonomických veličin. Česká národní banka pak ve svém dokumentu s názvem „Zpráva o inflaci“ přináší bližší pohled na problematiku cen.

Pro účely ocenění vycházíme především z informací o vývoji HDP jako hlavního ekonomického ukazatele, který představuje referenční růst dosažený / očekávaný napříč celou ekonomikou. Tento růst pak porovnáváme s vývojem na úrovni konkrétního konkurenčního trhu, jsou-li údaje o vývoji k dispozici. Důležitý je pro nás i vývoj cen (inlace) na různých úrovních. Významnou roli zde hraje především odvětví, ve kterém se Společnost pohybuje.

4.1.1.1 Základní makroekonomické ukazatele

Následující tabulky shrnují základní makroekonomické údaje a přináší též prognózu na několik budoucích let⁵:

Produkce	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2005, sez. očištěno)	3 474	3 554	3 619	3 585	3 539	3 618	3 718
HDP (% , meziročně, reálně, sez. očištěno)	-4,4%	2,3%	1,8%	-0,9%	-1,3%	2,2%	2,8%
Průmyslová produkce (% , meziročně, reálně)	-13,6%	8,6%	5,9%	-0,8%	-	-	-
Stavební produkce (% , meziročně, reálně)	-0,9%	-7,4%	-3,6%	-7,6%	-	-	-

⁵ Zdroj: Zpráva o inflaci vydaná Českou národní bankou (Zpráva schválena radou České národní banky dne 13. února 2014).

Produkce	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu (% , meziročně, reálně)	-4,7%	1,5%	1,7%	-1,1%	-	-	-

Ceny	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Míra inflace (% , konec období)	1,1%	1,5%	1,9%	3,3%	1,4%	-	-
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	1,1%	1,5%	1,9%	3,3%	1,4%	1,2%	2,6%
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	0,9%	0,4%	1,9%	2,1%	0,6%	1,0%	2,4%
Deflátor HDP (% , meziročně, sez. očištěno)	2,3%	-1,6%	-0,9%	1,6%	1,7%	1,0%	1,2%
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	-3,1%	1,2%	5,6%	2,1%	0,8%	0,5%	0,8%
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	-24,3%	7,7%	22,7%	3,6%	5,2%	-1,2%	0,4%
Ceny stavebních prací (% , meziročně, průměr)	1,2%	-0,2%	-0,5%	-0,7%	-1,1%	-	-
Cena ropy Brent (% , meziročně, průměr)	-36,5%	28,4%	38,2%	0,7%	-2,6%	-4,1%	-4,6%

Trh práce	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	3,3%	2,2%	2,5%	2,7%	0,5%	2,7%	4,2%
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálně)	2,3%	0,7%	0,6%	-0,6%	-0,9%	1,5%	1,5%
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-3,5%	3,5%	1,9%	-1,4%	-2,1%	2,3%	2,5%
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64)	6,7%	7,3%	6,8%	7,0%	7,1%	7,4%	7,4%
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr)	6,2%	7,0%	6,7%	6,8%	7,7%	8,0%	7,6%

Vnější vztahy	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	87	54	90	146	195	245	260
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	38	95	47	181	35	40	75
Kč/USD (průměr)	19,1	19,1	17,7	19,6	19,6	-	-
Kč/EUR (průměr)	26,5	25,3	24,6	25,1	26,0	-	-

Vnější vztahy	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vývozní ceny (% , mezioččně, průměr)	0,2%	-1,0%	1,7%	2,9%	1,2%	4,7%	-0,5%
Dovozní ceny (% , mezioččně, průměr)	-3,5%	2,0%	4,3%	4,2%	-0,2%	3,5%	-1,0%

Peníze a úrokové sazby	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
M2 (% , mezioččně, průměr)	5,7%	4,3%	3,6%	5,6%	4,4%	4,4%	4,6%
2 T repo sazba (% , konec období, progn. ČNB = prům.)	1,0%	0,8%	0,8%	0,1%	0,1%	0,1%	0,8%
3 M PRIBOR (% , průměr)	2,2%	1,3%	1,2%	1,0%	0,5%	0,4%	1,1%

V rámci Makroekonomické predikce vydané Ministerstvem financí je k dispozici několik základních makroekonomických indikátorů, které jsou zpravidla prognózovány na delší budoucí časové období. Pro přehlednost uvedeme pouze období předchozího kalendářního roku a budoucí predikce těchto veličin⁶:

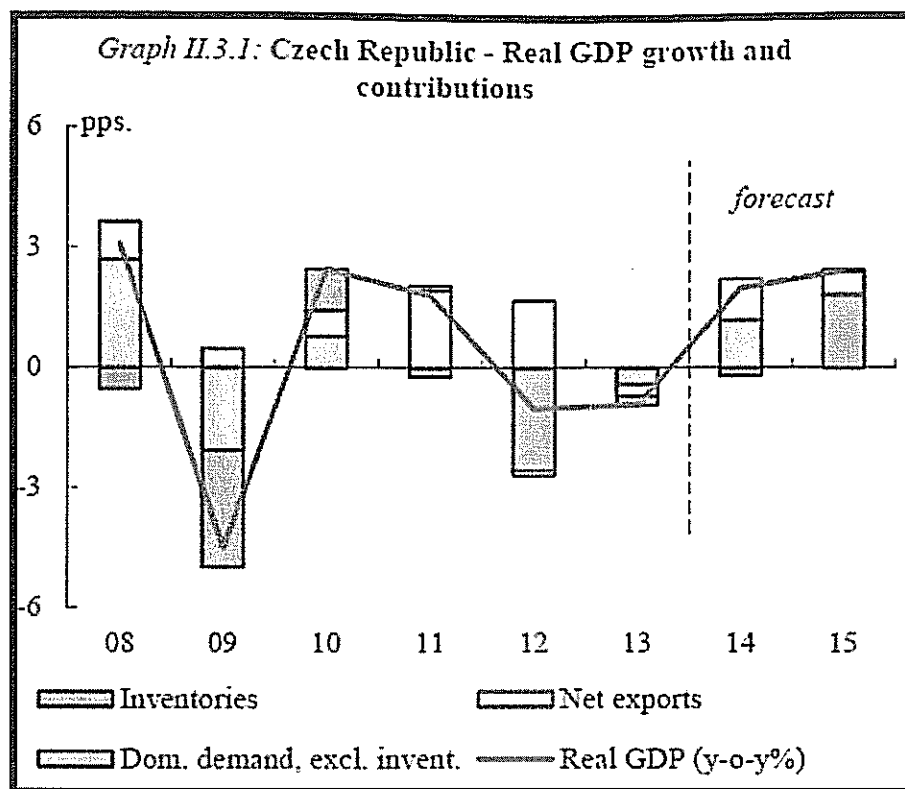
Vybrané makroekonomické ukazatele	2013	2014	2015	2016	2017
Hrubý domácí produkt ve stálých cenách (mld. Kč 2005)	3 551	3 613	3 685	3 768	3 863
Reálné tempo růstu HDP (%)	-0,9%	1,7%	2,0%	2,3%	2,5%
Hrubý domácí produkt v běžných cenách (mld. Kč)	3 884	4 023	4 173	4 303	4 471
Nominální tempo růstu HDP (%)	1,0%	3,6%	3,7%	3,1%	3,9%
Spotřebitelské ceny – průměrná míra inflace (růst v %)	1,4%	1,0%	2,3%	1,4%	2,1%

4.1.1.2 Zhodnocení makroekonomického vývoje České republiky

Predikce vývoje HDP v České republice je podle aktuální makroekonomické predikce Ministerstva financí zveřejněné v dubnu roku 2014 relativně optimistická. Vývoj HDP naznačuje pro rok 2014 růst na úrovni 3,6 % v běžných cenách (nominální růst) a 1,7 % ve stálých cenách (jedná se tedy o reálné tempo růstu HDP). Pro rok 2015 se předpokládá růst na úrovni 3,7 % v běžných cenách, resp. 2,0 % ve stálých cenách. Tento pozitivní vývoj pokračuje až do roku 2017.

Evropská komise v rámci své čtvrtletní analýzy s názvem „European Economic Forecast – Spring 2014“ rovněž předpokládá oživení české ekonomiky a pozitivní vývoj reálného HDP zejména v souvislosti s odvoláním na měnovou intervenci České národní banky provedenou v listopadu roku 2013. Odhad na roky 2014 a 2015 je znázorněn následujícím grafem.

⁶ Zdroj: Makroekonomická predikce České republiky vydaná Odborem Finanční politiky Ministerstva financí – duben 2014.



Zdroj: European Economic Forecast – Spring 2014

Za zmínku stojí rovněž ukazatel přepočtu HDP na osobu. Z tabulky níže je zřejmé, že pro Českou republiku je predikován vyšší růst HDP na osobu, než tvoří průměr států EU i států, jež jsou součástí eurozóny.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgium	1,4%	0,9%	-0,8%	-0,3%	0,9%	1,0%
Germany	4,2%	3,3%	0,5%	0,2%	1,6%	1,9%
Estonia	2,6%	9,5%	4,0%	0,8%	2,3%	3,4%
Ireland	-1,5%	1,8%	-0,1%	-0,6%	0,9%	1,5%
Greece	-4,7%	-6,9%	-6,7%	-3,9%	0,6%	2,9%
Spain	-0,5%	-0,1%	-1,7%	-1,0%	1,4%	2,3%
France	1,2%	1,5%	-0,5%	-0,3%	0,5%	1,0%
Italy	1,2%	0,1%	-2,7%	-2,1%	0,2%	0,9%
Cyprus	-1,3%	-2,1%	-3,9%	-5,8%	-5,8%	-0,1%
Latvia	0,8%	7,3%	6,5%	5,1%	4,6%	4,9%

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Luxembourg	1,2%	-0,4%	-2,4%	-0,4%	0,8%	0,9%
Malta	3,6%	1,1%	-0,2%	1,6%	1,8%	1,7%
Netherlands	1,0%	0,5%	-1,6%	-1,1%	0,9%	1,1%
Austria	1,5%	2,5%	0,4%	-0,1%	1,3%	1,5%
Portugal	1,9%	-1,1%	-2,8%	-0,5%	1,2%	1,5%
Slovenia	0,9%	0,5%	-2,7%	-1,2%	0,6%	1,2%
Slovakia	4,2%	3,6%	1,6%	0,8%	1,9%	2,7%
Finland	2,9%	2,3%	-1,5%	-1,8%	-0,3%	0,6%
Euro area	1,7%	1,3%	-0,9%	-0,6%	1,0%	1,5%
Bulgaria	1,1%	4,4%	1,2%	1,4%	2,4%	2,7%
Czech Republic	2,2%	2,0%	-1,1%	-1,0%	2,0%	2,3%
Denmark	0,9%	0,7%	-0,7%	0,0%	1,2%	1,6%
Croatia	-2,0%	1,5%	-0,1%	-0,9%	-0,5%	0,9%
Lithuania	3,7%	8,5%	5,1%	4,3%	4,1%	3,9%
Hungary	1,3%	1,9%	-1,2%	1,4%	2,4%	2,3%
Poland	2,9%	4,5%	2,0%	1,6%	3,3%	3,5%
Romania	-0,6%	2,8%	0,8%	3,8%	2,7%	2,9%
Sweden	5,7%	2,2%	0,2%	0,7%	1,9%	2,2%
United Kingdom	0,9%	0,4%	-1,2%	1,1%	2,0%	1,8%
EU	1,7%	1,5%	-0,7%	-0,1%	1,3%	1,7%
USA	1,7%	1,1%	2,0%	1,2%	2,1%	2,5%
Japan	4,2%	-0,3%	1,7%	1,7%	1,6%	1,4%

Inflační cíl ČNB je od ledna 2010 stanoven na úrovni 2 % ročně (s flukt. pásmem ± 1 %). Z tabulek výše je zřejmé, že inflačním hraničním koridorem odpovídá jak cenový index CPI (index spotřebitelských cen, označovaný též jako index životních nákladů), tak i deflátor HDP (označovaný též jako implicitní cenový deflátor IPD). Zásadním ukazatelem pro ocenění je též index cen výrobců (PPI). Na rozdíl od CPI zachycuje index PPI ceny, které nejsou určeny pro konečné odběratele. Zahrnuje například ceny meziproduktů, výrobků investiční povahy nebo energií. Výrazné změny cen v jednotlivých skupinách indikují rostoucí náklady výrobců a lze očekávat následné „přenesení“ tohoto růstu do pohybu spotřebitelských cen. Aktuální Zpráva o inflaci předpovídá na období 2014 až 2015 vývoj indexu PPI pod

hranicí 1 %. Podle předpokladu návaznosti indexů PPI a CPI lze tedy předpokládat, že k výraznému zvýšení spotřebitelských cen by v následujících letech docházet nemělo.

Míra nezaměstnanosti by se měla v následujících letech stabilizovat přibližně na úrovni 7,4 %.

4.1.1.3 Zhodnocení ratingu a rizikové přírážky České republiky

Ke zhodnocení ratingu vyjdeme z hodnocení hlavních světových agentur, jež se ratingovým hodnocením zabývají – jedná se o agentury Moody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings, JCR a R&I. Hodnocení, které je dostupné například na stránkách Ministerstva financí, lze shrnout následujícím způsobem:

- ratingové hodnocení pro emise v místní měně: Moody's A1 (výhled – stabilní), Standard & Poor's AA (výhled – stabilní), Fitch Ratings AA- (výhled – stabilní), JCR A+ (výhled – stabilní), R&I AA- (výhled – stabilní),
- ratingové hodnocení pro emise v zahraničních měnách: Moody's A1 (výhled – stabilní), Standard & Poor's AA- (výhled – stabilní), Fitch Ratings A+ (výhled – stabilní), JCR A (výhled – stabilní), R&I A+ (výhled – stabilní).

Riziková přírážka je důležitou součástí diskontní míry, která se promítá do většiny metod použitých při ocenění. Riziková přírážka vychází z ratingového hodnocení země a zároveň respektuje rozdíl mezi rizikem konkrétní země a rizikem referenční země s nulovou rizikovou přírážkou. Za tuto referenční zemi můžeme považovat např. USA, Kanadu nebo Finsko. Na stránkách profesora Damodarana (www.damodaran.com) byly dohledány aktuální výše rizikových přírážek příslušných k jednotlivým ratingovým úrovním. Na základě ratingového hodnocení jednotlivých agentur (viz výše) vyjdeme ze tří základních výsledků a to z výsledků agentur Moody's, Standard & Poor's a Fitch Ratings. Výsledky ratingů jednotlivých agentur ve vztahu k České republice se podle aktuálních výsledků liší. Vyjdeme tedy z prostředního hodnocení, které náleží výsledku stanoveného agenturou Fitch Ratings na úrovni AA-. Úrovní ratingu AA- odpovídá riziková přírážka na úrovni **0,90 %**. Tuto rizikovou přírážku považujeme pro účely tohoto posudku za rizikovou přírážku České republiky (její aplikace je uvedena v kapitole 5.4.3).

4.1.2 Stručný přehled makroekonomických očekávání v Evropě

Následující tabulka představuje přehled vývoje základních makroekonomických veličin napříč evropskými státy.

	Růst reálného HDP			Inflace			Míra nezaměstnanosti		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Belgium	0,2%	1,4%	1,6%	1,2%	0,9%	1,3%	8,4%	8,5%	8,2%
Germany	0,4%	1,8%	2,0%	1,6%	1,1%	1,4%	5,3%	5,1%	5,1%
Estonia	0,8%	1,9%	3,0%	3,2%	1,5%	3,0%	8,6%	8,1%	7,5%
Ireland	-0,3%	1,7%	3,0%	0,5%	0,6%	1,1%	13,1%	11,4%	10,2%
Greece	-3,9%	0,6%	2,9%	-0,9%	-0,8%	0,3%	27,3%	26,0%	24,0%
Spain	-1,2%	1,1%	2,1%	1,5%	0,1%	0,8%	26,4%	25,5%	24,0%
France	0,2%	1,0%	1,5%	1,0%	1,0%	1,1%	10,3%	10,4%	10,2%

	Růst reálného HDP			Inflace			Míra nezaměstnanosti		
Italy	-1,9%	0,6%	1,2%	1,3%	0,7%	1,2%	12,2%	12,8%	12,5%
Cyprus	-5,4%	-4,8%	0,9%	0,4%	0,4%	1,4%	15,9%	19,2%	18,4%
Latvia	4,1%	3,8%	4,1%	0,0%	1,2%	2,5%	11,9%	10,7%	9,6%
Luxembourg	2,1%	2,6%	2,7%	1,7%	1,4%	2,4%	5,8%	5,7%	5,5%
Malta	2,4%	2,3%	2,3%	1,0%	1,2%	1,9%	6,5%	6,5%	6,5%
Netherlands	-0,8%	1,2%	1,4%	2,6%	0,7%	0,9%	6,7%	7,4%	7,3%
Austria	0,4%	1,6%	1,8%	2,1%	1,6%	1,7%	4,9%	4,8%	4,7%
Portugal	-1,4%	1,2%	1,5%	0,4%	0,4%	1,1%	16,5%	15,4%	14,8%
Slovenia	-1,1%	0,8%	1,4%	1,9%	0,7%	1,2%	10,1%	10,1%	9,8%
Slovakia	0,9%	2,2%	3,1%	1,5%	0,4%	1,6%	14,2%	13,6%	12,9%
Finland	-1,4%	0,2%	1,0%	2,2%	1,4%	1,4%	8,2%	8,5%	8,4%
Euro area	-0,4%	1,2%	1,7%	1,3%	0,8%	1,2%	12,0%	11,8%	11,4%
Bulgaria	0,9%	1,7%	2,0%	0,4%	-0,8%	1,2%	13,0%	12,8%	12,5%
Czech Republic	-0,9%	2,0%	2,4%	1,4%	0,8%	1,8%	7,0%	6,7%	6,6%
Denmark	0,4%	1,5%	1,9%	0,5%	1,0%	1,6%	7,0%	6,8%	6,6%
Croatia	-1,0%	-0,6%	0,7%	2,3%	0,8%	1,2%	17,2%	18,0%	18,0%
Lithuania	3,3%	3,3%	3,7%	1,2%	1,0%	1,8%	11,8%	10,6%	9,7%
Hungary	1,1%	2,3%	2,1%	1,7%	1,0%	2,8%	10,2%	9,0%	8,9%
Poland	1,6%	3,2%	3,4%	0,8%	1,1%	1,9%	10,3%	9,9%	9,5%
Romania	3,5%	2,5%	2,6%	3,2%	2,5%	3,3%	7,3%	7,2%	7,1%
Sweden	1,5%	2,8%	3,0%	0,4%	0,5%	1,5%	8,0%	7,6%	7,2%
United Kingdom	1,7%	2,7%	2,5%	2,6%	1,9%	2,0%	7,5%	6,6%	6,3%
EU	0,1%	1,6%	2,0%	1,5%	1,0%	1,5%	10,8%	10,5%	10,1%

Zdroj: European Economic Forecast – Spring 2014

4.2 Subjekty zabývající se těžbou kaolinu v ČR

Kaolín, jeho těžba a zpracování představují z hlediska relativních ukazatelů jednu z nejméně efektivních surovin. V roce 2012 bylo na českém trhu 6 firem zaměstnávajících celkem 2 996 pracovníků. Pro odvětví je specifické propojení těžby s výrobou, které na základě dostupných dat nelze separovat. Následující tabulka převzatá ze zprávy Surovinové zdroje České republiky 2013, vypracované Ministerstvem

životního prostředí zobrazuje vývoj ekonomické situace firem, zabývajících se těžbou a zpracováním kaolinu v letech 2008 – 2012.

ukazatel	měrná jednotka	2008	2009	2010	2011	2012
Počet organizací		7	5	5	5	6
Přepočtený počet pracovníků		2 706	2 272	1 934	1 983	2 996
Tržby	mil. Kč	5 829	4 530	4 357	4 688	7 034
Přidaná hodnota	mil. Kč	1 675	1 366	1 381	1 571	2 270
Tržby na pracovníka	tis. Kč/prac	2 154	1 994	2 253	2 364	2 348
těžba celkem = 100%	%	77%	88%	87%	86%	89%
Produktivita práce z PH	tis. Kč/prac	618 805	601 243	713 941	792 480	757 576
těžba celkem = 100%	%	61%	64%	66%	63%	66%
Hodinová produktivita práce	Kč/hodina	354	355	412	460	437
těžba celkem = 100%	%	59%	63%	64%	62%	65%
Průměrná mzda	Kč/prac	25 369	23 932	26 344	26 348	25 630
těžba celkem = 100%	%	92%	90%	93%	88%	84%

Meziroční nárůst tržeb z roku 2011 na 2012 byl o cca 50 %. Ve sledovaném období také dochází ke zvyšování produktivity práce, vypočtené z přidané hodnoty na 66 % z původních 61 % v roce 2008. Firmy zaznamenaly největší pokles všech ukazatelů v roce 2009 a mírný v roce 2010. Poslední dvě sledovaná období reflektují přizpůsobení se společností novým podmínkám trhu a pozvolný nárůst hodnot ukazatelů.

4.3 Konkurenční síla Společnosti ⁷

Společnost je jedním z největších výrobců surového i rafinovaného kaolinu ve střední Evropě. Hlavním předmětem činnosti Společnosti je hornická činnost v rozsahu oprávnění vydaného Báňským úřadem:

- těžba a úprava kaolínů,
- těžba a úprava jílu a
- těžba a úprava technických písků.

Vytěžený kaolin je prodáván surový či v podobě plaveného keramického kaolinu po předchozí úpravě. Těžba surových jílu tvoří méně významnou činnost Společnosti. Při zpracovávání kaolinu vzniká křemičitý písek, který po úpravě lze využít jako slévárenský, štukový či ostatní stavební písek. Strukturu tržeb prodeje dle jednotlivých skupin výrobků znázorňuje následující tabulka.

⁷ Zdroj: výroční zprávy Kaolin Hlubany, a.s.

Struktura tržeb v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	Podíl 2010	Podíl 2011	Podíl 2012	Podíl 2013
Plavené kaoliny	66 705	73 884	71 962	74 348	90,5%	88,6%	88,4%	92,4%
Surové kaoliny	4 520	6 396	7 489	4 329	6,1%	7,7%	9,2%	5,4%
Jíly a bentonit	596	1 269	211	281	0,8%	1,5%	0,3%	0,3%
Písky	1 894	1 888	1 747	1 538	2,6%	2,3%	2,1%	1,9%
CELKEM	73 715	83 437	81 409	80 496	—	—	—	—

Zdroj: Výroční zpráva Společnosti

Plavené kaoliny tvoří nejvýznamnější část tržeb Společnosti. Podíl na celkových tržbách se od roku 2010 mírně zvýšil z 90,5 % na 92,4 % v roce 2013. Naopak tržby z prodeje surového kaolinu vykazovaly opačný trend a po letech nárůstu jejich podílu výrazně poklesl na 5,4 % v roce 2013. Struktura tržeb dokládá malou významnost prodeje jílu a bentonitu, jehož podíl na tržbách se pohyboval v intervalu 0,3 – 1,5 %. Konstantní pokles vykazují tržby z prodeje písku, jejich podíl na celkových tržbách klesl z 2,6 % na 1,9 %.

Společnost dodává výrobky jak na tuzemský tak zahraniční trh. Z níže uvedené tabulky je jasně viditelný převis exportu nad tuzemskými prodeji v peněžním vyjádření, a proto je možné z teritoriálního hlediska za relevantní trh považovat nejen ČR, ale i zahraniční. Export lze rozdělit na země Evropské unie, které tvoří více než 98 % výnosů z exportu a ostatní země Evropy. Mezi nejvýznamnější zahraniční trhy v roce 2012 dle prezentace poskytnuté managementem Společnosti patřil trh italský, z kterého plynulo 25 % tržeb, dále trh německý (20 %) a trh rumunský (8 %). Podíl výnosů na tuzemském trhu ve sledovaném období mírně vzrostl z 32,3 % na 35,1 % v roce 2012 a opětovně poklesl v následujícím roce na 32,7 %. Přehled výnosů z prodeje dle agregovaných cílových trhů zachycuje následující tabulka.

Výnosy z prodeje dle cílového trhu v tis. Kč	2010	2011	2012	2013
Export do EU	49 082	53 284	51 867	53 463
Export mimo EU	814	1 119	970	726
Export celkem	49 896	54 403	52 837	54 189
Tuzemsko	23 819	29 034	28 572	26 307
Celkem	73 715	83 437	81 409	80 496

Zdroj: Výroční zpráva Společnosti

Významné odbytiště výrobků Společnosti na zahraničních trzích představují společnosti ve skupině – tj. spřízněné osoby. Tržby ve skupině v roce 2010 tvořily více než 52 % tržeb plynoucích z exportu do zemí EU a jejich podíl na tržbách významně roste. V roce 2013 tvořily tržby z prodeje ve skupině již více než 60 %. Přehled tržeb dle společností ve Skupině zachycuje následující tabulka.

Tržby ze společností ve skupině v tis. Kč	2010	2011	2012	2013
Sibelco Deutschland, GmbH, Německo	10 073	12 197	16 132	15 293
Sibelco Italia, S.p.A.	573	400	1 580	17 114
Sibelco Poland	467	944	235	89
Eurosabbie Eurominerali S.r.l, Itálie (do 30.11.2012)	14 623	19 416	16 417	x
Celkem	25 736	32 957	34 364	32 496
Podíl na tržbách z exportu do EU	52,4%	61,9%	66,3%	60,8%

Zdroj: Výroční zprávy Společnosti

4.3.1.1 Konkurenční postavení společnosti Kaolin Hlubany, predikce tržeb a EBITDA marže

V rámci konkurenčního postavení Společnosti byla vyhodnocována především její EBITDA marže v porovnání s ostatními společnostmi působícími na relevantním trhu. Pro srovnávací analýzu byla použita databáze Amadeus, jejímž tvůrcem je Bureau van Dijk. Tato databáze obsahuje informace z účetních výkazů více než patnácti milionů evropských společností. Pro účely analýzy trhu bylo s ohledem na hlavní činnost Společnosti zvoleno odvětví NACE rev.2 s označením 0812 – *Operation of gravel and sand pits; mining of clays and kaolin*. Do vyhledávání byly zahrnuty všechny aktivní společnosti s dlouhodobými aktivy v minimální hodnotě 1 mil. Eur alespoň v jednom z posledních dvou let. Výsledkem tohoto automatického filtru bylo 12 společností. Jedná se o společnosti, které těží kaolin pro keramický, papírenský, chemický, strojírenský a gumárenský průmysl, nátěry a výrobu sanitární keramiky. Pouze jediná společnost z této skupiny nabízí kaolin pro výrobu technického porcelánu, což dokládá jeho jedinečnost a nízké vytěžené množství.

Konkurence na českém trhu byla identifikována managementem Společnosti. Konkurenční subjekty těží kaolin pro následující využití:

- KERAMOST, a.s.
 - plnicí kaolin,
 - mletý kaolin a
 - metakaolin.
- LB MINERALS, s.r.o.
 - keramické kaoliny,
 - směsné sanitární kaoliny,
 - papírenské kaoliny,
 - plnicí kaoliny,
 - kaoliny pro skleněná vlákna a
 - surové kaoliny.
- Sedlecký kaolin a.s.
 - kaolin pro porcelánový průmysl,

- sanitární kaolin,
- pro obkladové materiály, žáruvzdorné směsi a
- chemický průmysl.

Společnost Sedlecký kaolin a.s. je jedinou z konkurenčních firem na českém trhu, která se také zaměřuje na těžbu kaolinu pro výrobu porcelánu, ovšem její podíl výkonové spotřeby na výkonech je téměř dvojnásobný oproti Společnosti, která tak může dosahovat vyšších marží.

Následující tabulka znázorňuje mediány⁸ EBITDA marže skupiny firem dle databáze Amadeus, konkurence na tuzemském trhu a oceňované Společnosti za rok 2010 až 2012.

EBITDA marže (v %)	2010	2011	2012
Medián Amadeus	18,01	16,21	17,11
Medián ČR	14,02	14,66	14,33
Kaolin Hlubany, a.s.	18,9	24,6	24,9

Zdroj: analýza databáze Amadeus, výpočty znalce

EBITDA marže Společnosti byla vyšší než mediány obou srovnávaných skupin. EBITDA marže skupiny vygenerované databází Amadeus se pohybovala v rozmezí 16,21 % až 18,01 %, tuzemské konkurence v intervalu 14,02 % až 14,66 %, zatímco marže Společnosti vzrostla ve stejném období z 18,9 % na 24,9 %.

Vyšší EBITDA marži Společnost dosahuje díky vlastnostem a složení jí těženého kaolinu, který je vhodný pro výrobu porcelánu a jemné keramiky a v objevených ložiscích se ho vyskytuje omezené množství. Společnost se také zaměřuje na snižování nákladů na energie i ostatních nákladů, zlepšování struktury prodeje a dílčí zvyšování cen produkce, které výrazně podporují růst EBITDA marže i přes pokles prodejů.⁹

Využití kaolinu při výrobě porcelánu může být snižováno a nahrazováno vyšším využitím křemene a živce, čímž ale dochází ke snižování kvality finálního výrobku. Více než substituty je prodej kaolinu a tedy i velikost marže ohrožen ekonomickými vlivy, mezi které především patří trend omezování výroby porcelánu.

4.4 Zásoby nerostných surovin Společnosti

Společnost¹⁰ má k dispozici dvě výhradní ložiska kaolinů - ložisko Krásný Dvůr (stanoveny 3 dobývací prostory - Podbořany I, Podbořany II a Podbořany) a ložisko Skytaly-Vrbička (dobývací prostor Skytaly).

⁸ Co se vyhodnocování statistických údajů týče, obecně lze říci, že lépe charakterizuje vybraný vzorek většího počtu hodnot jejich střední hodnota měřená mediánem namísto prostého aritmetického průměru, neboť aritmetický průměr mohou značně ovlivnit extrémní hodnoty. Medián je hodnota, jež dělí řadu podle velikosti seřazených výsledků na dvě stejně početné skupiny, čili 50 % hodnot je menších (nebo rovno) než medián, 50 % hodnot je větších (nebo rovno) než medián. Ze zkušeností plyne, že v delším časovém období je hodnota mediánu více stabilní, zatímco aritmetický průměr kolísá (je citlivější na extrémní a změny hodnot).

⁹ Zdroj: výroční zpráva Kaolin Hlubany, a.s. za rok 2011 a 2012

¹⁰ Pozn.: Zdroj informací je výroční zpráva Společnosti za rok 2013. U této kapitoly je poznámka, že nebyla ověřena auditorem.

Obě ložiska se nacházejí v regionu Podbořanska. Celkové vytěžitelné geologické zásoby potřebných kvalit kaolinů představují 30 000 tis. tun přírodních kaolinů. Z hlediska praxe - tj. vyřešení střetu zájmů (hlavně s vlastníky pozemků, dalších podmínek - zejména ekologických, báňských apod.) - vykazuje Společnost tzv. kategorii reálně zajištěných zásob přírodních kaolinů pro budoucí těžbu. Stav této kategorie k 31.12.2013 činí 4 200 tis. tun přírodních kaolinů, tj. jde o zajištění potřeby na předpokládanou 20 až 25 letou těžbu a produkci plavených kaolinů. Tento údaj není konečný a stále se vyvíjí v závislosti na objemu ročních těžeb, výkupu pozemků pro další těžbu a vydávaná povolení hornické činnosti. V menší míře Společnost dobývá kameninové jíly. Těžba probíhá na jednom ložisku - Tvršice (dobývací prostor Tvršice II) v okolí Žatce. Celkové vytěžitelné geologické zásoby potřebných kvalit jílu činí 900 tis. tun. Kategorie reálně zajištěných zásob představuje k 31.12.2013 54 tis. tun jílu, tj. jde o zajištění potřeby na předpokládanou 20 až 30-ti letou těžbu.

Hlavním faktorem ovlivňujícím rozsah činnosti Společnosti jsou vydaná povolení k těžbě. V současné době má Společnost vydaná tři povolení k těžbě.

Jde o povolení hornické činnosti ložiska keramických jílu nežáruvzdorných Tvršice II v dobývacím prostoru Tvršice II ze dne 9.8.2005. Dosažení hranic dle tohoto povolení při stávající těžbě na tomto ložisku se předpokládá za cca 18 let.

Na těžbu kaolinů má Společnost povolení k těžbě na ložisko Krásný Dvůr v dobývacím prostoru Podbořany I ze dne 7.5.1998. V průběhu roku 2011 bylo vydáno OBU v Mostě rozhodnutí ze dne 26.10.2011, kterým byla povolena hornická činnost na lomu Krásný Dvůr podle plánu otvírky, přípravy a dobývání výhradního ložiska kaolinů Krásný Dvůr v dobývacím prostoru Podbořany I, „Rozšíření těžby severním směrem“. Dosažení hranic dle těchto dvou povolení se předpokládá za cca 8 až 13 let.

Od roku 2005 zpracovávala Společnost návrh plánu OPD na ložisko kaolinů Skytaly-Vrbička v dobývacím prostoru Skytaly. V současné době je tento záměr ve fázi, kdy je dopracováván návrh plánu OPD po předchozím zrušení povolení hornické činnosti vydaného OBU v Mostě v odvolacím řízení ČBÚ v Praze. Tímto rozhodnutím bylo řízení o povolení hornické činnosti přerušeno.

Z pohledu nejdůležitějšího produktu Společnosti – těžba kaolinů je tedy zajištěna činností Společnosti na cca 8 až 13 let (v průměru tedy přibližně na 10 let). Z pohledu roku 2014 to tedy představuje zajištění podnikatelské činnosti Společnosti přibližně do roku 2024. S ohledem na to proto finanční plán Společnosti, který jsme obdrželi a který pokrývá období let 2014 až 2018, prodloužíme do roku 2024. Předpokládáme, že Společnost bude ve své činnosti pokračovat také po roce 2024. Těžba kaolinů má v dotčené lokalitě dlouholetou tradici (po mnoho desetiletí) a s ohledem na špatnou situaci na trhu práce v regionu má zájem na pokračování těžby nejenom Společnost, ale rovněž její zaměstnanci a nepřímo také vláda ČR, která dlouhodobě bojuje proti vysoké míře nezaměstnanosti v tomto regionu.

4.5 Úhrada z vydobytych nerostů

4.5.1 Problematika úhrady z vydobytych nerostů

V souvislosti s oceněním Společnosti jsme se zabývali též vlivem potenciální budoucí změny stanovení úhrady za vydobyté nerosty. Pojem úhrada z vydobytych nerostů je podrobně specifikován vyhláškou č. 617/1992 Sb. o podrobnostech placení úhrad z dobývacích prostorů a z vydobytych vyhrazených nerostů ve znění vyhlášek č. 426/2001 Sb. a č. 63/2005 Sb. Podle této vyhlášky „Úhrada z vydobytych nerostů se vypočítává jako součin podílu nákladů na dobývání nerostů k celkovým nákladům na zhotovení výrobků z vydobytych nerostů, tržeb dosažených za prodej výrobků zhotovených

z vydobytých nerostů a sazby úhrady. Výše sazby úhrady je uvedena v příloze č. 1 uvedené vyhlášky. Výpočet úhrady z vydobytých nerostů se provede podle přílohy č. 2 uvedené vyhlášky".

Výše sazby je odvozena od druhu vydobytého nerostu. V souvislosti s oceněním Společnosti nás zajímala vazba na kaolin. V případě kaolinu jsou uvedeny celkem 3 sazby, které jsou závislé na kvalitativní povaze kaolinu – sazba 8 % se vztahuje na kaolin využitelný pro výrobu porcelánu, sazba 6 % se vztahuje na kaolin využitelný pro papírenský průmysl a sazba 2 % se vztahuje na ostatní kaoliny.

Výpočet úhrady z vydobytých nerostů je proveden pomocí následujícího vzorce:

$$U = \frac{N_d}{N_c} * T * \frac{s}{100}$$

kde

U je výše úhrady z vydobytých nerostů celkem

N_d jsou náklady na dobývání nerostů

N_c jsou celkové náklady organizace na zhotovení výrobků

T jsou celkové tržby spojené s prodejem výrobků

s je sazba úhrady

Společnost těží kaolin, který z kvalitativního hlediska odpovídá kaolinu vhodnému pro výrobu porcelánu. Z tohoto důvodu sazba úhrady činí v případě Společnosti 8 %. Dále jsme od zástupců Společnosti obdrželi informaci o tom, že přibližný dlouhodobý historický podíl nákladů na dobývání nerostů je stabilní a tvoří přibližně 15 % z celkových nákladů. Úhrada z vydobytých nerostů byla vykazována na účtu 538 – Ostatní daně a poplatky.

V době do Data ocenění se objevovaly četné zprávy o tom, že se zvažuje zásadní úprava metodiky stanovování úhrady z vydobytých nerostů, jak to dokazují četné články a aktuální zprávy dostupné prostřednictvím odkazů¹¹ a dále analýza Ministerstva financí, která nám byla předána zástupci Společnosti s názvem „Analýza finančních dopadů zákona č. 44/1988 Sb., ochraně a využití nerostného bohatství (horní zákon) – výnosy z úhrad z vydobytých nerostů a dobývacího prostoru“, jež je součástí spisu Znalce. Nová metodika výpočtu by měla přinést dvě zásadní změny – jednak fixaci sazeb úhrady z vydobytých nerostů a dále vyloučení zohlednění činitele nákladů (viz výše ve vzorci). Částka úhrady by tak byla odvozována pouze z výše tržeb, resp. prodejní ceny stanovené podílem tržeb a objemu těžby v relevantních naturálních jednotkách. Uvažované fixace sazby se očekává buď na úrovni 6 %, nebo na úrovni 10 %.

S ohledem na významnost této změny v souvislosti s oceněním a vysokou mírou pravděpodobnosti změny legislativy, jsme toho názoru, že je nezbytné promítnout vliv změny metodiky výpočtu úhrady z vydobytých nerostů do ocenění.

¹¹ Pozn.: K dispozici je celá řada článků, vybrané jsou dostupné například z odkazů:

<http://www.mfcr.cz/cs/aktualne/tiskove-zpravy/2014/ministr-financi-vidi-vyrazny-potencial-k-17595>

<http://www.financninoviny.cz/zpravy/mf-chce-zmenit-poplatky-za-tezbu-ocekava-z-toho-3-6-mld-kc/1067540>

<http://ekonom.ihned.cz/c1-62039410-cesko-vytezene-za-par-korun>

4.5.2 Zohlednění pravděpodobné změny legislativy v otázce úhrady z vydobytych nerostů

Zohlednění změny v oblasti výpočtu úhrady z vydobytych nerostů bylo provedeno za následujících předpokladů:

- zvažovaná fixace sazby úhrady se plánuje na úrovni 6 % nebo 10 %. Pro účely ocenění uvažujeme průměrnou úroveň sazby, tedy 8 %, neboť k Datu ocenění není zřejmé, ke které sazbě se zákonodárci přikloní,
- pravděpodobnost, že k legislativní změně dojde, považujeme za značnou, nicméně k Datu ocenění není změna jistá. Z tohoto důvodu spravedlivě uvažujeme, že pravděpodobnost změny legislativy je 50 %,
- účinnost těchto změn uvažujeme až počínaje rokem 2015.

Samotná úprava finančního plánu byla provedena v rámci plánovaného výkazu zisku a ztráty v položce daně a poplatky.

POSUDEK

5 Stanovení hodnoty jedné Akcie

V této kapitole se zabýváme stanovením hodnoty jedné Akcie Společnosti, prostřednictvím alikvotního podílu na ČOM Společnosti. Stanovení hodnoty jedné Akcie je důležité pro posouzení přiměřenosti výše protiplnění za odkup akcií v držení minoritních akcionářů.

5.1 Volba optimální metody pro konkrétní typ ocenění

Pokud vezmeme v úvahu skutečnosti vyplývající z předchozí analýzy Společnosti, můžeme konstatovat, že budoucí existence není významněji ohrožena. Určitým rizikem pro každou společnost zabývající se dobýváním nerostů představuje případné neprodloužení/odnětí těžební licence z různých důvodů. Toto riziko v případě oceňované Společnosti vnímáme jako nízké. Z pohledu těžby klíčového nerostu – kaolínů má Společnost zajištěnou těžbu na minimálně následujících 10 let a z důvodů uvedených v kapitole 4.4 předpokládáme, že těžba bude pokračovat také za tímto horizontem.

Proto jsme dospěli k závěru, že Společnost je schopna v budoucnu pokračovat ve své dosavadní činnosti (je tedy splněn předpoklad nekonečného trvání – tzv. „going concern“). Vzhledem k této skutečnosti byla za základní metodu ocenění v tomto posudku zvolena výnosová metoda diskontovaných peněžních toků, která v tomto případě umožňuje nejlépe kvantifikovat výši užítku, kterou Společnosti přináší prostřednictvím systematických budoucích peněžních přírůstků svým vlastníkům a věřitelům.

Doplňkově byl výsledek zjištěný na základě výnosové metody ověřen pomocí násobitele EV / EBITDA odvozeným ze společností obchodovaných na veřejných trzích.

Metody založené na ocenění majetku nepovažujeme za vhodné s ohledem na výrazný účelový charakter majetku kontrolovaného Společností. I v případě, kdy nebude dosaženo optimálního zhodnocení majetku z pohledu nákladů obětované příležitosti, je užití aktiv Společnosti pro těžbu kaolínu a jeho následné zpracování v navazujících a příbuzných oborech nejlepším možným způsobem užití daných aktiv.

Modely diskontovaných peněžních toků (DCF) patří v současnosti k modelům, které mají největší užití. Těchto modelů existuje větší množství v různých variantách. Jejich společným znakem je, že hodnotu společnosti (ČOM) odvozují od budoucích výnosů, které se převádějí (z pohledu investora) na současnou hodnotu. Základem stanovení hodnoty společnosti je budoucí peněžní tok, který bude společnost generovat.

V našem případě byla zvolena nejužívanější metoda tohoto typu - metoda DCF entity, která je založena na výpočtu volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele.

V rámci této metody je zvlášť oceněn majetek Společnosti spojený s její hlavní výdělečnou činností a zvlášť finanční majetek resp. ostatní neprovozní majetek. Ocenění metodou DCF entity, vycházející z volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele, vede proto ke stanovení tzv. provozní hodnoty oceňované Společnosti. Provozní hodnota se stanovuje vždy jako součet hodnoty první fáze (suma diskontovaného volného peněžního toku za plánované období) a hodnoty druhé fáze (ocenění za období, pro které již nebyl stanoven finanční plán a ve kterém předpokládáme stabilizaci produkčních charakteristik daného subjektu). Součet provozní hodnoty a ocenění neprovozního majetku Společnosti je hodnota pro vlastníky a věřitele. Hodnota ČOM (tedy hodnota pro vlastníky) se stanoví jako rozdíl výsledné hodnoty Společnosti a cizího úročeného kapitálu k Datu ocenění.

Historické účetní informace Společnosti jsou uvedeny v příloze 02 tohoto posudku.

5.2 Prognóza EBITDA marže a tržeb Společnosti

Cílem této části posudku je prognóza EBITDA marže a tržeb Společnosti s ohledem na zjištění provedená v náleзовé části posudku.

Management Společnosti plánuje od roku 2014 do 2018 růst tržeb na úrovni výkonů od 3 % do 3,58 %. Průměrné tempo růstu v období 2009 až 2013 bylo přibližně 2,91 %. V letech 2012 a 2013 Společnost přes stagnaci objednávek od odběratelů zprostředkovaně pocítila setrvačnost hospodářské recese. Společnost sice má s klíčovými odběrateli podepsané rámcové smlouvy s předpokládanými odběry, nicméně odebrání menšího množství není postihováno. S ohledem na vývoj růstu tržeb od roku 2009 a očekávané zlepšení situace považujeme tempo růstu v intencích 3 % až 3,5 % za dosažitelné a udržitelné. Při tomto plánovém vývoji dochází ke stabilizaci EBITDA marže na úrovni 20,8 %, kterou na základě analýzy trhu a konkurence uvedenou v náleзовé části považujeme za reálnou. Na prognózovanou úroveň EBITDA marže má citelný vliv rovněž uvažovaná novelizace vyhlášky týkající se úhrady z vydobytých nerostů – této problematice a kvantifikaci tohoto dopadu je blíže věnována kapitola 4.5. Celkový negativní dopad na úroveň prognózované EBITDA marže při zohlednění uvažované pravděpodobnosti dané změny je přibližně pokles o 3,5 procentního bodu. Finanční plán poskytnutý managementem Společnosti jsme prodloužili do roku 2024, kdy očekáváme meziroční růst výkonů ve stabilní výši 3%, při kterém je opět zachována EBITDA marže ve výši 20,8 %. Plán byl prodloužen z důvodu potřeby stabilizace první fáze. Historický a očekávaný vývoj výkonů a EBITDA marže zachycují následující tabulky a graf.

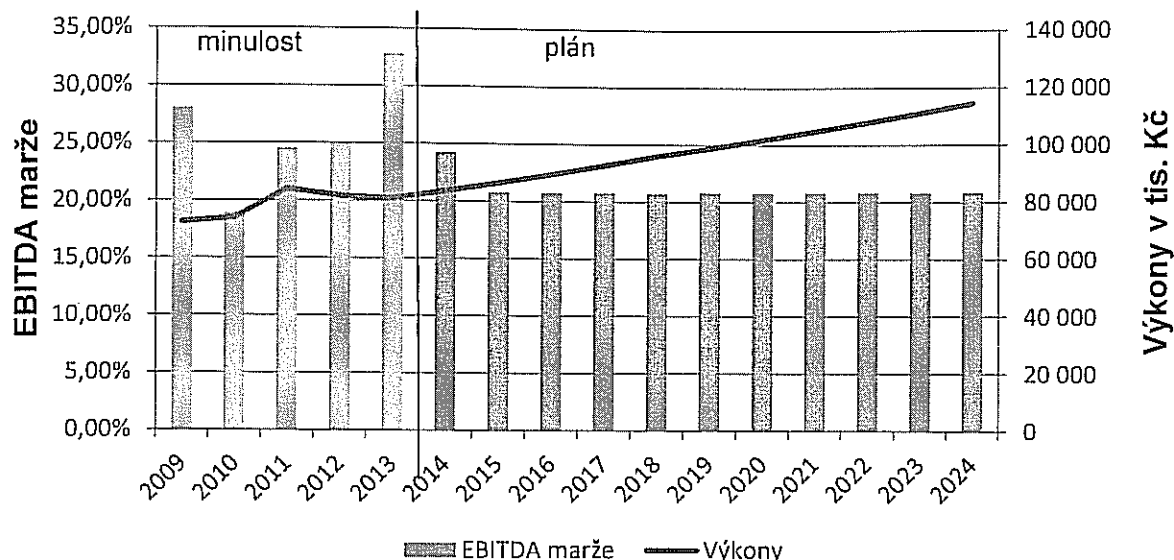
Historický vývoj tržeb a marže	2009	2010	2011	2012	2013
Výkony – skutečnost v tis. Kč	72 449	73 818	84 171	81 679	80 744
Meziroční změna – bazický Index ¹²	-	1,90%	15,46%	12,53%	11,38%
Meziroční změna – řetězový index	-	1,90%	13,31%	-2,54%	-1,03%
EBITDA marže - skutečnost	28,03%	18,93%	24,56%	24,92%	32,77%

Plánovaný vývoj tržeb a marže management Společnosti	2014	2015	2016	2017	2018
Výkony v tis. Kč	83 424	86 319	89 407	92 609	95 929
EBITDA marže	24,28%	20,78%	20,78%	20,77%	20,76%

Plánovaný vývoj tržeb a marže - znalec	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Výkony v tis. Kč	98 806	101 770	104 823	107 968	111 207	114 543
EBITDA marže	20,81%	20,82%	20,83%	20,84%	20,85%	20,86%

¹² Pozn.: Základem pro analýzu indexu je rok 2009

Plánovaný vývoj EBITDA marže a tržeb - minulost a plán použitý pro ocenění



Zdroj: plán managementu, vlastní predikce znalce

5.3 Finanční plán Společnosti

Od zástupců Společnosti jsme obdrželi detailní finanční plán celkových tržeb na období let 2014 až 2018. Tento plán, který byl schválený představenstvem Společnosti, jsme přezkoumali a verifikovali na základě aktuálně platných tržních očekávání a se zohledněním analýzy konkurence. Plán se vyznačuje růstem objemu produkce přibližně na průměrné úrovni odpovídající 3,5% nárůstu ročně. Finanční plán jsme dále prodloužili až do roku 2024 – s odkazem na závěry kapitoly 4.4 a reálně vytěžitelné zásoby v rámci stávajících povolení Společnosti. Pro období po finančním plánu, tedy pro roky 2019 až 2024 předpokládáme stabilní tempo růstu objemu produkce na úrovni 3 % ročně.

Finanční plán použitý při ocenění metodou DCF je postaven na podrobné analýze tzv. **generátorů hodnoty**, což jsou veličiny s klíčovým vlivem na výši budoucích peněžních toků Společnosti, jež jsou základem pro výnosové ocenění. Generátory hodnoty se rozumí:

- Tržby
- Korigovaná provozní zisková marže
- Investice do pracovního kapitálu
- Investice do dlouhodobého majetku
- Diskontní míra (náklady kapitálu).¹³

¹³ Jsou odhadovány až v rámci kapitoly 5.4

Finanční plán je sestaven pouze pro tzv. provozně potřebný majetek, který je součástí výnosového ocenění, provozně nepotřebný majetek je oceněn zvlášť a přičten k výsledné výnosové hodnotě Společnosti.

Finanční plán předpokládá následující vývoj relevantních makroekonomických proměnných:

- Sazba daně z příjmů právnických osob je kalkulována na úrovni 19 %,
- Finanční plán je sestaven pouze pro tzv. provozně potřebný majetek, který je součástí výnosového ocenění, provozně nepotřebný majetek je oceněn zvlášť a přičten k výsledné výnosové hodnotě.

5.3.1 Investiční plán, odpisy

Obdrželi jsme detailní plán konkrétních investičních akcí na rok 2014. Z plánu plyne úroveň celkových investic v roce 2014 na úrovni přibližně 256 tis. Eur, tj. podle kurzu k Datu ocenění (podle České Národní Banky 27,47 CZK/EUR) přibližně 7 mil. Kč. Povrchová těžba a plavení kaolínů je obecně těžební činností, která v modelu provozovaném Společností se vyznačuje relativně menší náročností na technologický rozvoj. Používané technologie mají poměrně dlouhou morální životnost a jejich údržba a případné opravy rovněž nejsou kapitálově náročné.

Za účelem dlouhodobější prognózy investic (v souladu s délkou finančního plánu) jsme analyzovali investiční náročnost (na úrovni investic brutto – tedy včetně odpisů) Společnosti v posledních 8 letech (od 2006 do 2013). S ohledem na povahu technologie potřebné pro těžbu jsme zvolili delší časové období, abychom správně zachytili investiční cyklus Společnosti. V průměru Společnost proinvestovala v těchto letech přibližně 5 873 tis. Kč ročně. Od roku 2015 tedy počítáme s ročními investicemi na této průměrné úrovni s roční valorizací na úrovni očekávané míry inflace. Za účelem přesné alokace investic do dvou hlavních oblastí, do nemovitostí a do oblasti technologií (účetně samostatné movité věci) jsme kalkulovali klíč, který spočívá v kalkulaci historických vah těchto dvou oblastí aktiv za posledních 5 let. Provedenou analýzou jsme se dopracovali k průměrné historické váze nemovitostí na dlouhodobých aktivech na úrovni přibližně 58 % a zbylých přibližně 42 % připadá na samostatné movité věci (tedy zejména na technologie a automobily). Podle tohoto klíče jsme provedli alokaci plánovaných investičních výdajů.

Následující tabulka shrnuje odpisy a investice do nemovitostí a samostatných movitých věcí v jednotlivých letech plánu (hodnoty jsou uvedeny v tis. Kč).

Investice brutto a odpisy	2014	2015	2016	2017	2018
Nemovitosti – Investice brutto	4 098	3 500	3 549	3 624	3 696
Nemovitosti – Odpisy	3 052	3 156	2 940	2 476	2 245
SMV – Investice brutto	2 936	2 507	2 543	2 596	2 648
SMV – odpisy	2 920	2 949	2 702	2 463	2 515
Investice brutto celkem	7 034	6 008	6 092	6 220	6 344
Odpisy celkem	5 971	6 104	5 642	4 939	4 760

Investice brutto a odpisy	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nemovitosti – Investice brutto	3 770	3 845	3 922	4 001	4 081	4 162
Nemovitosti – Odpisy	2 375	2 505	2 610	2 619	2 611	2 527
SMV – Investice brutto	2 701	2 755	2 810	2 866	2 923	2 982
SMV – odpisy	2 965	2 935	2 985	3 039	2 784	2 839
Investice brutto celkem	6 471	6 600	6 732	6 867	7 004	7 144
Odpisy celkem	5 340	5 440	5 596	5 659	5 395	5 367

5.3.2 Pracovní kapitál

Obsahem položky pracovního kapitálu jsou následující kategorie:

- Zásoby
- Krátkodobý finanční majetek
- Krátkodobé pohledávky
- Krátkodobé závazky
- Ostatní krátkodobá aktiva a pasiva (položky časového rozlišení)

Všechny veličiny započítáváme jen v provozně nutném rozsahu, tj.:

- Krátkodobý finanční majetek na úrovni 80 % krátkodobých závazků, přičemž tato výše byla stanovena na základě analýzy potřeby krátkodobého finančního majetku v závislosti na provozní činnosti společnosti, zejména na úrovni provozních nákladů. S ostatními položkami pracujeme na základě dob obrátu a reálných zkušeností vedení Společnosti s vývojem jednotlivých položek.
- Z pracovního kapitálu vyčleňujeme položku „Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami“ na úrovni 105 344 tis. Kč. – jedná se o prostředky vložené do skupinového cash-poolingu, hodnota těchto prostředků je zachycena v ocenění neprovozního majetku.

Při prognóze pracovního kapitálu jsme zohledňovali i průměrnou historickou úroveň podílu pracovního kapitálu na tržbách, kterou jsme považovali za kontrolní ukazatel při prognóze pracovního kapitálu. Historická průměrná náročnost pracovního kapitálu k tržbám (po očistění o pohledávky za ovládanými a řízenými osobami) se v posledních 5 letech pohybuje na úrovni kolem 20 %. Při prognóze náročnosti pracovního kapitálu na období finančního plánu uvažujeme se stabilní náročností pracovního kapitálu k tržbám odpovídající úrovni přibližně 19 %. Úroveň jednotlivých položek je zřejmá z finančního plánu Společnosti, který je součástí přílohy 03 ke znaleckému posudku.

5.3.3 Financování majetku

Společnost v minulosti nevyužívala úročených cizích zdrojů na financování investičních záměrů. Společnost ani v současnosti nevyužívá cizí úročený kapitál. S ohledem na dluhovou kapacitu aktiv Společnosti, její dlouholetou tradici a finanční výkonnost a v neposlední řadě s přihlédnutím k analýze společností z oboru se domníváme, že Společnost by dosáhla na externí zdroje financování. Na základě

analýzy provedené za účelem zjištění koeficientu „nezadlužená beta“, která je blíže popsána v kapitole 5.4.3, jsme u veřejně obchodovatelných společností podnikajících ve srovnatelném odvětví ověřili běžnou úroveň zadlužení ve vyjádření Net Debt / Market Capitalization (čistá úroveň dluhu vztážená k úrovni vlastního kapitálu v tržní hodnotě) a dospěli jsme ke zjištění, že určitá nepřiliš vysoká míra zadluženosti je v tomto odvětví běžná. Například ve vzorku obchodovaných společností použitých pro stanovení beta koeficientu (viz příloha 07) je mediánová úroveň ukazatele čistého dluhu k tržní kapitalizaci na úrovni 0,0898 (tedy 8,98 %). Na základě této analýzy můžeme považovat kapitálovou strukturu (strukturu financování) zohledňující alespoň určitou míru zadlužení za obvyklou.

S ohledem na dluhovou kapacitu aktiv a vzhledem ke kapitálové struktuře zjištěné u podniků na finančních trzích může dle našeho názoru Společnost využívat cizího úročeného kapitálu na úrovni cca 8,98 % z celkových zdrojů v tržních hodnotách, a optimalizovat tak svoji kapitálovou strukturu, což by racionální investor v souladu s „high and best use“ principem učinil. Pro konstrukci a úpravu finančního plánu proto uvažujeme se zadlužením Společnosti, což je v souladu s kapitálovou strukturou společností zahrnutých do konstrukce parametru beta.

Úroková sazba je rovna součtu referenční úrokové sazby v podobě sazby IRS 10Y (interest rating swap, v CZK)¹⁴ k Datu ocenění ve výši 1,54 % a rizikové přírážky ve výši 0,56 % pro období pokryté finančním plánem Společnosti. Pro druhou fázi ocenění (období po skončení finančního plánu) je úroková sazba rovna součtu referenční úrokové sazby v podobě sazby IRS 20Y (interest rating swap, v CZK)¹⁵ k Datu ocenění ve výši 2,10 % a rizikové přírážky ve výši 0,68 %. Rizikové přírážky odpovídají ratingovému stupni Baa2/BBB¹⁶ a jejich úroveň jsme čerpali z placeného zdroje www.bondsonline.com, konkrétně jsme vycházeli z přírážek pro průmyslové společnosti (sekce¹⁷ „Reuters Corporate Spreads for Industrials“).

5.3.4 Zhodnocení finančního plánu

Takto sestavený finanční plán v konečné fázi vyhodnocujeme pomocí nástrojů finanční analýzy, což nám usnadní odhalení případných rizik a také ulehčí odhad diskontní míry (případnou aplikaci rizikových přírážek) použité pro vlastní ocenění.

Následující tabulka uvádí hodnoty klíčových ukazatelů finanční stability a výkonnosti v období finančního plánu.

Poměrové ukazatele finanční analýzy Společnosti	2014	2015	2016	2017	2018
Běžná likvidita ¹⁸	2,57	2,56	2,56	2,56	2,56
Cizí zdroje / Celková pasiva ¹⁹	48,7%	49,2%	49,2%	48,8%	48,3%

¹⁴ Zdroj: www.patria.cz

¹⁵ Zdroj: www.patria.cz

¹⁶ Pozn. Rating Společnosti jsme stanovili indikativně – odhadli jsme ho těsně pod úroveň ratingů kategorie „A“, stanovený rating odpovídá hodnocení na úrovni střední kvality a investičního stupně.

¹⁷ Zdroj: www.bondsonline.com – podle stavu ke dni 13.05.2014.

¹⁸ Běžná likvidita = (oběžná aktiva - dl. pohledávky) / (kr. závazky + kr. úvěry)

¹⁹ Pozn.: Jedná se o zadluženost uvažovanou po distribuci prostředků alokovaných v skupinovém cash-poolingu.

Poměrové ukazatele finanční analýzy Společnosti	2014	2015	2016	2017	2018
ROCE	19,4%	16,0%	17,2%	18,4%	18,8%
Průměrné náklady kapitálu (WACC)	11,68%	11,60%	11,59%	11,59%	11,59%
EBITDA v tis. Kč	20 190	17 878	18 518	19 171	19 843
EBITDA / (tržby za zboží a vlastní výrobky a služby)	24,3%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%

Poměrové ukazatele finanční analýzy Společnosti	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Běžná likvidita ²⁰	2,56	2,56	2,56	2,56	2,56	2,56
Cizí zdroje / Celková pasiva ²¹	48,0%	47,8%	47,5%	47,2%	46,8%	46,4%
ROCE	18,4%	18,6%	18,7%	23,3%	23,9%	24,1%
Průměrné náklady kapitálu (WACC)	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%	11,58%
EBITDA v tis. Kč	20 490	21 115	21 758	22 421	23 103	23 807
EBITDA / (tržby za zboží a vlastní výrobky a služby)	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	20,9%

Likvidita Společnosti je na dostatečné úrovni, věřitelské riziko vyjádřené podílem cizího a vlastního kapitálu (v účetních hodnotách) je přiměřené. Co se týče ziskovosti, očekávaný vývoj EBITDA marže v porovnání s historickými hodnotami hodnotíme příznivě, na prognózovanou úroveň EBITDA marže má citelný vliv uvažované zvýšení plateb za vytěžený kaolin.

Zhodnocování investovaného kapitálu (ukazatel rentability investovaného kapitálu ROCE) je na příznivé úrovni, neboť ukazatel ROCE převyšuje požadovanou výnosnost vlastníků a věřitelů (WACC), avšak v udržitelných intencích. Ačkoliv je rentabilita investovaného kapitálu mírně rostoucí, nedostane se neúměrně vysoko nad průměrné vážené náklady kapitálu. Tento pozitivní rozdíl je rovněž způsoben faktem, že na rozdíl například od výrobních společností v odvětví s velmi vysokou náročností na kapitálovou (majetkovou) vybavenost provozu, těžba a zpracování kaolinu je méně technologicky náročná a použitá technologie se vyznačuje dlouhou životností a pomalým morálním zastaráváním.

Jsmo toho názoru, že vyšší zhodnocení vázaných zdrojů oproti požadované výnosnosti je důvodem k volbě výnosové metody ocenění jako primární, a to také rovněž vzhledem k úzce zaměřenému použití aktiv Společnosti.

Výsledky finanční analýzy plánu zachycují stabilizaci výsledků Společnosti a malé riziko ohrožení fungování do budoucna – za předpokladů, na nichž byl sestaven finanční plán, je potvrzen princip „going concern“. Riziku plynoucímu z charakteru podnikatelské činnosti – těžební činnost byla věnována samostatná kapitola 4.4 – závěrem té kapitoly jsme dospěli k názoru, že rizika plynoucí z charakteru těžební činnosti nejsou natolik významná, aby ohrozili princip „going concern“. Detailní finanční plán je součástí přílohy 03 tohoto posudku.

²⁰ Běžná likvidita = (oběžná aktiva - dl. pohledávky) / (kr. závazky + kr. úvěry)

²¹ Pozn.: Jedná se o zadluženost uvažovanou po distribuci prostředků alokovaných v skupinovém cash-poolingu.

5.4 Stanovení diskontní míry

Diskontní míra je významný faktor modelů DCF ovlivňující výslednou hodnotu předmětu ocenění. Úlohou diskontní míry je převést budoucí výnosy na současnost (k Datu ocenění), vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit i míru rizika spojenou s investicí.

V případě modelů založených na peněžních tocích pro vlastníky i věřitele používáme jako diskontní míru vážené průměrné náklady kapitálu (WACC).

WACC pracuje jednak s úrokem resp. nákladem cizího kapitálu (cenou za použití kapitálu věřitelů - r_d), kde je zohledněn i faktor daní (úrokový daňový štít), a dále pracuje s požadovaným výnosem akcionářů (r_e).

Celkový výsledek je závislý na struktuře kapitálu, tj. na poměru vlastního a cizího úročeného kapitálu.

5.4.1 Váhy jednotlivých složek kapitálu pro financování podnikatelské činnosti

Ocenění je založeno na bázi, kdy se celkové náklady kapitálu dělí na náklady na vlastní a cizí kapitál. Náklady jednotlivých složek kapitálu jsou v prvním kroku stanoveny jako náklady vlastního kapitálu v jednotlivých letech (definované v následující kapitole) vyjádřené prostřednictvím procentní sazby a nákladů cizího kapitálu vyjádřených jako vážená úroková sazba veškerých zapojených cizích úročených zdrojů. Poměr nákladů cizího a vlastního kapitálu je u ocenění specifický tím, že tvoří vstupní zdroj informací potřebný k ocenění, ale zároveň je i výsledkem ocenění, neboť poměr vlastního kapitálu k celkovému kapitálu představuje poměr výsledné hodnoty podniku ve vyjádření netto a brutto. Vzniká tak tzv. cirkulační problém, který je u metod ocenění na bázi DCF Entity a DCF Equity řešen užitím iterativního dopočtu. Druhý krok tak představuje stanovení poměru vlastního a cizího kapitálu na iterované úrovni.

5.4.2 Náklady na cizí kapitál

V období finančního plánu předpokládáme, že Společnost bude pro své financování používat úročený cizí kapitál v souladu s principem „high and best use“, jak bylo uvedeno v kapitole 5.3.3, přičemž kalkulujeme s průměrnou úrokovou sazbou ve výši **2,10 %** a s čistou úrovní dluhu vztaženou k úrovni vlastního kapitálu v tržní hodnotě ve výši **8,98 %**.

5.4.3 Náklady na vlastní kapitál - model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)

Náklady na vlastní kapitál vyjadřují očekávanou míru výnosu investorů s ohledem na míru rizika spojenou s touto investicí.

Pro případ zjištění hodnoty Akcie Společnosti použijeme model oceňování kapitálových aktiv, který má několik obměn. Model oceňování kapitálových aktiv pracuje s koeficientem beta, který je obecně počítán v souvislosti s akciovými společnostmi.

Náklady vlastního kapitálu jsou dle tohoto modelu upraveného pro podmínky České republiky stanoveny ve tvaru:

$$r_e = r_o + \text{koef. beta} \times RPKT(\text{USA}) + RPZ + id + rf$$

kde:

r_e náklady vlastního kapitálu

r_o výnosnost německých třicetiletých státních dluhopisů

$RPKT(\text{USA})$ riziková prémie kapitálového trhu USA

RPZ riziková prémie kapitálového trhu země (České republiky)

idinflační diferenciál tj. rozdíl mezi inflací České republiky a Německa
rfprémie za specifické riziko

Pro odhad bezrizikové diskontní míry použijeme požadovanou výnosnost třicetiletých německých státních dluhopisů, jejichž kotace je uváděna na www.bloomberg.com. K tomuto postupu nás vedla snaha použít jako základnu pro určení bezrizikové diskontní míry veličinu, která je kursovým rizikem co nejbližší oblasti, v níž je ekonomicky situována Česká republika. Za tuto oblast je možné chápat eurozónu. Bezriziková úroková míra k Datu ocenění činí **2,26 %** (výnosnost 30letých německých dluhopisů).

Riziková prémie kapitálového trhu USA ve výši **4,79 %** byla zjištěna z internetových stránek prof. Damodarana²² (jako průměr mezi historickou rizikovou premií, kalkulovanou geometrickým průměrem, z dat od roku 1928 do roku 2013 ve výši 4,62 % a implikovanou risk premií, která byla ke konci roku 2013 odhadnuta ve výši 4,96 %). Ze stejného zdroje byla čerpána riziková prémie země, která vyjadřuje zvýšenou míru rizika na daném kapitálovém trhu. Byla použita přírážka zemí s odpovídajícím ratingem. V případě České republiky činí riziková prémie země **0,9 %** a odpovídá ratingu AA- (resp. Aa3), což je aktuální rating od společnosti Fitch Ratings, který leží mezi ratingem Moody's na úrovni A1/A+ a ratingem Standard & Poor's na úrovni AA/Aa2.

Inflační diferenciál uvažujeme v nulové výši²³.

Beta koeficient vyjadřuje citlivost výnosnosti akcií oceňované společnosti na změny výnosnosti akcií celého kapitálového trhu:

Beta = 1..... výnosnost akcií společnosti se mění stejně jako výnosnost akcií celého kapitálového trhu, takže jejich rizikovost je stejná jako celého kapitálového trhu.

Beta > 1..... riziko akcií je větší než průměrné riziko kapitálového trhu.

Beta < 1..... riziko akcií je menší než průměrné riziko kapitálového trhu.

Z hlediska finančního rizika rozeznáváme koeficient beta zadlužená a beta nezadlužená. Nezadlužená beta vychází z rizikovosti oboru podnikání, provozního rizika a předpokládá nulové zadlužení sledované společnosti. Vztah mezi zadluženou a nezadluženou betou lze vyjádřit následující rovnicí:

$$\beta_z = \beta_n \times \left[1 + (1 - t) \times \frac{CzK}{VK} \right]$$

kde:

β_z beta zadlužené společnosti

β_n beta nezadlužené společnosti

t sazba daně ze zisku

CzK cizí úročený kapitál

VK vlastní kapitál

²² Zdroj: www.damodaran.com v sekci Updated Data

²³ Při konstrukci nákladů vlastního kapitálu je používán inflační diferenciál, tj. rozdíl v inflačním očekávání ekonomiky, ve které působí oceňovaná společnost, od ekonomiky, z které je odvozena bezriziková diskontní míra. Tento inflační diferenciál má kompenzovat případné dlouhodobé oslabování měny dané ekonomiky způsobené zvýšenou inflací (v souladu s teorií parity kupní síly v relativním pojetí). Česká republika má dlouhodobě nízká inflační očekávání a před zásahem centrální banky na měnových trzích bylo očekáváno spíše posilování CZK vůči EUR. Inflační diferenciál proto námi není používán.

Z těchto vztahů vyplývá, že se u nezadlužené společnosti uvažuje nižší koeficient beta než v případě společnosti zadlužené.

Koeficient beta nezadlužená byl stanoven ve výši **1,08**. Výchozími údaji pro stanovení koeficientu beta byly údaje o koeficientech nezadlužených beta evropských společností z oboru, obchodovaných na finančním trhu – tyto údaje byly zjištěny z databáze THOMSON ONE. Koeficient beta pro ocenění byl zjištěn jako průměr mediánu beta koeficientů vybraných obchodovaných společností z odvětví definovaného jako TRBC Industry Group Name „Metals & Mining“ a mediánu beta koeficientů vybraných obchodovaných společností z odvětví definovaného jako TRBC Industry Group Name „Construction Materials“.

Tyto společnosti byly filtrovány, abychom získali vzorek společností, jež nejsou ovlivněny faktory zkreslujícími přepočtení ukazatele beta na tzv. parametr nezadlužená beta (nízký ukazatel P/BV, negativní efektivní daňová sazba) a mají dostatečnou tržní kapitalizaci s vypovídací schopností. Kritéria byla následující:

- region Evropa
- tržní kapitalizace větší než 100 mil. USD
- efektivní daňová sazba větší než 0 a menší než 0,7
- poměr tržní a účetní hodnoty akcie (Price to Book Value per Share) větší než 0,8
- Ukazatel čistého dluhu k tržní kapitalizaci větší než -0,25.

V tomto případě se jedná o tzv. nezadluženou betu. Zadlužená beta je pak v jednotlivých letech vypočtena z nezadlužené bety při zohlednění uvažované struktury financování podle výše zobrazeného vzorce. V případě Společnosti bude tedy třeba k výpočtu zadlužené bety přistoupit.

Dále je nezbytné posoudit, zda diskontní míra pro ocenění Společnosti má obsahovat dodatečnou přírážku za tzv. velikost společnosti. Přírážka za velikost společnosti vyjadřuje rozdíly ve výnosnosti požadované investory z investic do hospodářsky nejvýznamnějších subjektů ve srovnání se společnostmi výrazně menšími. Pro hodnocení velikosti oceňovaných společností, které čelí globální konkurenci bez jakýchkoli ochranných bariér, typicky využíváme decily tržní kapitalizace odvozené z nejvýznamnějších světových akciových trhů. Pro dané účely jsou námi aplikovány údaje obsažené v publikaci 2013 Ibbotson® Cost of Capital Yearbook (Morningstar, 2013, kapitola 7 „Firm size and return“). Rizikovou přírážku za velikost Společnosti jsme stanovili na úrovni podniků s tzv. mikro kapitalizací (skupina „micro-cap“ s kapitalizací 1,1 až 514,2 mil. USD), protože Společnost svojí výslednou tržní kapitalizací přísluší do segmentu společností s nejmenší tržní kapitalizací. Přírážka za velikost společnosti dle uvedené publikace je stanovena ve výši **3,81 %**.

Následující tabulka uvádí postup odhadu nákladů vlastního kapitálu Společnosti. Vzhledem k proměnlivé úrovni zadlužení dochází prostřednictvím výpočtu bety zadlužené i ke změně nákladů vlastního kapitálu v jednotlivých letech první fáze (období 2014 až 2024).

NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Výnosnost německých 30-letých dluhopisů	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%
Zadlužená beta	1,15	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16
Riziková prémie kapitálového trhu (USA)	4,79%	4,79%	4,79%	4,79%	4,79%	4,79%

NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Riziko země (CZ)	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%
Průměrný inflační diferenciál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Odvětová přírážka	6,40%	6,46%	6,46%	6,46%	6,46%	6,46%
Přírážka za velikost společnosti	3,81%	3,81%	3,81%	3,81%	3,81%	3,81%
Náklady vlastního kapitálu	12,47%	12,53%	12,53%	12,53%	12,53%	12,53%

NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU	2020	2021	2022	2023	2024	2. fáze
Výnosnost německých 30-letých dluhopisů	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%
Zadlužená beta	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16
Riziková prémie kapitálového trhu (USA)	4,79%	4,79%	4,79%	4,79%	4,79%	4,79%
Riziko země (CZ)	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%
Průměrný inflační diferenciál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Odvětová přírážka	6,46%	6,46%	6,46%	6,46%	6,47%	6,44%
Přírážka za velikost společnosti	3,81%	3,81%	3,81%	3,81%	3,81%	3,81%
Náklady vlastního kapitálu	12,53%	12,53%	12,53%	12,53%	12,54%	12,51%

5.4.4 Vážené průměrné náklady kapitálu

Výslednou hodnotu vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC) získáme dosazením vypočtených hodnot do vzorce:

$$WACC = (1-t) \cdot rd \cdot CzK / K + re \cdot VK / K$$

Kde:

WACC ... průměrné vážené náklady kapitálu

t ... sazba daně z příjmů

rd ... náklady cizího úročeného kapitálu

CzK ... cizí úročený kapitál

re ... náklady vlastního kapitálu

K ... celkový kapitál (vlastní kapitál a cizí úročený kapitál)

VK ... vlastní kapitál

Při určování podílu vlastního a cizího úročeného kapitálu na celkovém financování Společnosti jsme vycházeli z iteračních metod. Tyto metody umožňují vycházet z tržní resp. vypočtené hodnoty vlastního kapitálu společnosti. Výsledné váhy jednotlivých složek pro financování společnosti jsou uvedeny níže,

stejně tak výsledné hodnoty průměrných vážených nákladů kapitálu Společnosti po sladění kapitálové struktury.

Kapitálová struktura	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Podíl cizího kapitálu	7,33%	8,61%	8,69%	8,69%	8,69%	8,70%
Podíl vlastního kapitálu*	92,67%	91,39%	91,31%	91,31%	91,31%	91,30%
Průměrné náklady cizího kapitálu	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%
Náklady vlastního kapitálu	12,47%	12,53%	12,53%	12,53%	12,53%	12,53%
WACC	11,68%	11,60%	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%

* Vlastním kapitálem rozumíme tržní, nikoliv účetní hodnotu vlastního kapitálu; jedná se o průměrný stav.

Kapitálová struktura	2020	2021	2022	2023	2024	2. fáze
Podíl cizího kapitálu	8,71%	8,71%	8,72%	8,72%	8,84%	8,24%
Podíl vlastního kapitálu*	91,29%	91,29%	91,28%	91,28%	91,16%	91,76%
Průměrné náklady cizího kapitálu	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,78%
Náklady vlastního kapitálu	12,53%	12,53%	12,53%	12,53%	12,54%	12,51%
WACC	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%	11,58%	11,66%

* Vlastním kapitálem rozumíme tržní, nikoliv účetní hodnotu vlastního kapitálu; jedná se o průměrný stav.

5.5 Ocenění ČOM a Akcie metodou DCF – výpočet volných peněžních toků

Volný peněžní tok (FCF) představuje veškeré peněžní toky, které Společnost generuje, a to jak pro věřitele, tak i pro vlastníky. Z tohoto peněžního toku budou po zajištění rozvoje a dalšího fungování Společnosti uspokojeny nároky věřitelů a vlastníků.

V prvním kroku vypočítáme volné peněžní toky první fáze pro roky 2014 (červen až prosinec 2014) až 2024 a vypočítáme jejich současné diskontované hodnoty za období, pro které je plán zhotoven. Tato hodnota je označována jako „hodnota první fáze“

5.5.1 Hodnota první fáze

Konkrétní postup výpočtu volných peněžních toků je uveden v příloze 04 tohoto posudku.

Předpoklady použité pro výpočet volných peněžních toků jsou následující:

- Sazba daně z příjmů je uvažována ve výši 19 % pro všechny roky, na které je sestaven finanční plán.
- Uvažujeme pouze peněžní toky z provozní činnosti Společnosti (z provozního majetku).

Hodnotu 1. fáze tvoří součet diskontovaných volných peněžních toků za plánované období. Diskontní faktor pro období od Data ocenění do 31. 12. 2014 byl alikvotně přepočten dle zbývajících počtu měsíců (jako 7/12 WACC roku 2014).

V případě Společnosti hodnota první fáze činí **57 658 tis. Kč**.

5.5.2 Hodnota druhé fáze

Hodnotu druhé fáze zjišťujeme na základě výpočtu **pokračující hodnoty**. Pokračující hodnotou rozumíme sumu očekávaných peněžních toků od konce první fáze (tedy od konce roku 2024) až do nekonečna (což je v souladu s naplněním předpokladů „going concern“). Přepočtem pokračující hodnoty na současnou hodnotu k Datu ocenění získáme hodnotu druhé fáze.

V případě Společnosti pracujeme s těmito obecnými předpoklady pro druhou fázi:

- Předpokládáme stabilizaci Společnosti v parametru růstu volného peněžního toku na úrovni $g = 3\%$. Při odhadu terminálního růstu je třeba klást maximální důraz na trvalou udržitelnost a zároveň respektovat určité limity. Tempo růstu na úrovni 3% považujeme za udržitelné jednak z důvodů uvedených v kapitole 4, jednak z důvodu oboru, ve kterém Společnost působí. Obor těžby kaolinu se dle stanovené úrovně beta koeficientu vyjadřuje korelací s hospodářskými cykly. Na druhé straně, spodní limit tempa růstu v zásadě neexistuje, avšak předpokládáme-li, že podnik se nebude zmenšovat v reálném vyjádření, měl by být růst stanoven alespoň na úrovni dlouhodobě očekávané inflace. Horním limitem pro stanovení terminálního růstu je dlouhodobě udržitelná míra růstu HDP. „Míra růstu ekonomiky je dána jak růstem nových, rychle rostoucích firem, tak růstem firem zralých a stabilních. Jestliže první skupina roste tempem mnohem rychlejším než celková ekonomika, druhá skupina musí růst tempem pomalejším.“ (Damodaran, A. (2007b) Damodaran on Valuation (2. Vydání; 2007, str. IV-38).²⁴
- Diskontní míru stanovíme ve výši $11,66\%$. Tato diskontní míra odpovídá průměrným váženým nákladům kapitálu vypočteným s ohledem na velikost Společnosti.
- Volný peněžní tok v prvním roce druhé fáze vychází z hospodářského výsledku v posledním roce první fáze (rok 2024), upraveného o stabilizovanou výši odpisů a investic. Takto vypočtený volný peněžní tok je následně násoben očekávaným tempem růstu koeficientu g .

Stabilizovaný rok

Při modelaci stabilizovaného roku jsme pracovali s těmito předpoklady:

- Poměr cizího úročeného kapitálu na celkovém kapitálu je plánován na úrovni $8,24\%$ k $91,76\%$ (odpovídá cílové úrovni zadlužení $8,98\%$ po aplikaci iteračních postupů).
- Odpisy Společnosti jsou nastaveny dle stabilizované úrovně investic z posledního roku první fáze ve výši 5 367 tis. Kč.
- Investice do dlouhodobého majetku (tzv. investice brutto) uvažujeme nad úrovní odpisů v celkové výši 7 144 tis. Kč (s ohledem na stabilizovanou úroveň z posledního roku první fáze).
- Výše změny pracovního kapitálu vychází z jeho stavu v posledním roce první fáze a je zjištěna jako tento stav násobený uvažovaným růstem volného peněžního toku g ve druhé fázi.
- Výše provozního hospodářského výsledku stabilizovaného roku vychází z výše provozního hospodářského výsledku posledního roku první fáze, jenž je upraven o stabilizovanou úroveň odpisů.

²⁴ Čerpáno z článku Ing. Mgr. Antonína Dořáka: „Odhad parametrů pokračující hodnoty v modelu DCF“, www.ekonomikaamanagement.cz/

- Výsledný volný peněžní tok použitý pro ocenění je zvýšen o tempo růstu volného peněžního toku g ve druhé fázi.

Následující tabulka obsahuje výpočet volného peněžního toku ve stabilizovaném roce:

Stabilizovaný rok (pokračující hodnota)	v tis. Kč
Korigovaný provozní HV před zdaněním	18 531
Zdanění korigovaného provozního HV (-)	-3 521
Korigovaný provozní HV po zdanění	15 010
Úpravy o nepeněžní operace celkem	5 367
Změna pracovního kapitálu	-662
Peněžní tok z provozní činnosti	19 714
Změna provozně nutných stálých aktiv	-7 144
Výsledný volný peněžní tok	12 570

Hodnota druhé fáze zjištěná ke konci 1. Fáze, tedy k Datu ocenění činí **46 724 tis. Kč**.

5.5.3 Ocenění neprovozního majetku Společnosti

Z rozvahy Společnosti byl vyčleněn neprovozní majetek a závazky. Byl separátně oceněn a jeho hodnota byla přičtena k provozní hodnotě Společnosti.

- Za neprovozní majetek považujeme část peněz, která není z hlediska celkové úrovně finančních prostředků k Datu ocenění provozně nutná. Jedná se o peněžní prostředky o celkovém úhrnu 6 462 tis. Kč. Současně ale zohledňujeme fakt, že Společnost má ze zákona povinnost tvořit rezervu na sanace a tyto prostředky držet na speciálním vázaném účtu. Dle informací z účetnictví objem těchto prostředků činí přibližně 6 510 tis. Kč (účet 221.14). To převyšuje úroveň neprovozních finančních prostředků, v celkovém součtu proto hodnota tohoto neprovozního majetku představuje 0 Kč.
- Prostřednictvím neprovozního majetku promítáme též do ocenění Společnosti hodnotu neprovozní pohledávky – „Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami“ na úrovni 105 344 tis. Kč. Jak bylo uvedeno v prognóze pracovního kapitálu, jedná se o prostředky vložené do skupinového cash-poolingu, hodnota těchto prostředků je proto zachycena v ocenění neprovozního majetku a odpovídá jejich účetní hodnotě – tedy 105 344 tis. Kč.
- Další neprovozní položka, kterou zařazujeme do výpočtu neprovozní výše majetku Společnosti, je tvořena nepotřebným nemovitým majetkem. Identifikovali jsme samostatné pozemky, areál bývalé plavírny Nepomyšl a dům č.p. 199 v k.ú. Buškovice. Ocenění tohoto neprovozního majetku je věnována samostatná příloha 05 tohoto posudku. Celkové ocenění těchto aktiv dosahuje úrovně 1 237 tis. Kč (pro detailní postup viz uvedená příloha 05).

Následující tabulka shrnuje hodnotu neprovozního majetku Společnosti k Datu ocenění.

(v tis. Kč)	Tržní hodnota
(+) Uvolnění neprovozní výše finančního majetku a zohlednění vázání rezerv na sanace	0

(v tis. Kč)	Tržní hodnota
(+) Účetní hodnota „Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami“ – cash pooling	105 344
(+) Hodnota provozně nepotřebného nemovitého majetku	1 237
Celkem	106 581

5.6 Výpočet hodnoty ČOM a Akcie Společnosti metodou DCF (shrnutí)

Rekapitulace ocenění je uvedena v následující tabulce (v tis. Kč), přičemž postup ocenění je součástí přílohy 06 Posudku:

	Fair value (v tis. Kč)
(+) Hodnota první fáze	57 658
(+) Hodnota druhé fáze	46 724
(=) Výnosová brutto hodnota k Datu ocenění	104 383
(-) Cizí úročený kapitál k Datu ocenění – zohlednění zákonných rezerv nekrytých finančními prostředky ²⁵	-6 350
(+) Nediskontovaná část CF za část roku 2014	1 041
(+) Hodnota neprovozního majetku	106 581
(=) Výsledná hodnota ČOM Společnosti	205 654

Hodnota ČOM Společnosti stanovená na základě výnosové metody diskontovaných peněžních toků k Datu ocenění činí **205 654 tis. Kč**.

Hodnota jedné Akcie Společnosti odpovídá alikvotní části hodnoty ČOM (vlastního kapitálu) Společnosti stanovené na základě výnosové metody diskontovaných peněžních toků k Datu ocenění. Základní kapitál Společnosti je tvořen souborem kmenových akcií o jmenovité hodnotě 1000 Kč každá v celkovém počtu 109 020 ks (s rovnocennými právy). Hodnota jedné Akcie je tedy rovna 1 / 109 020 ČOM Společnosti.

Výpočet hodnoty Akcie	k 31.05.2014
Hodnota ČOM Společnosti (v tis. Kč)	205 654
Počet akcií	109 020
Výsledná hodnota jedné Akcie (v Kč)	1 886,39

Výsledná hodnota Akcie stanovená metodou DCF je rovna **1 886,39 Kč**.

5.7 Ověření hodnoty ČOM ukazatelem EV / EBITDA obchodovaných společností

Ověření hodnoty zjištěné metodou DCF jsme provedli doplňkovou podpůrnou metodou, a to konkrétně formou porovnání se společnostmi v oboru. Získaná indikace je pouze pomocným kritériem, neboť

²⁵ Pozn. Společnost sice k Datu ocenění neviduje cizí úročené zdroje, ale zohledňujeme zákonné rezervy nekryté finančními prostředky na terminovaných účtech (jelikož povinnost vázat finanční prostředky na speciálních účtech vznikla až časem a rezervy vytvořené před účinností tohoto opatření nejsou vázány na speciálním účtu).

Společnost má proti konsolidovaným celkům, jejichž akcie jsou obchodovány na veřejných trzích, předmět činnosti lokalizovaný výhradně na území ČR a její činnost je nesrovnatelně menší ve srovnání s podnikatelskou činností konsolidovaných podnikatelských celků.

Pro tento účel jsme porovnali hodnotu stanovenou ukazatelem EV / EBITDA, kde EV (Enterprise Value) představuje tržní hodnotu celkového kapitálu odvozenou z tržní kapitalizace obchodovaných společností a jejich dluhů vyjádřených v tržních hodnotách a hodnotu stanovenou metodou DCF. Porovnávána je tedy hodnota ČOM Společnosti odvozená z výnosového ocenění Společnosti s hodnotami dosahovanými obchodovanými společnostmi v daném oboru.

5.7.1 Zvolený soubor obchodovaných společností

Východiskem pro tuto analýzu byl soubor obchodovaných společností použitých rovněž pro stanovení beta koeficientu. Použili jsme tedy vybrané obchodované společnosti z odvětví definovaného jako TRBC Industry Group Name „Metals & Mining“ a vybrané obchodované společnosti z odvětví definovaného jako TRBC Industry Group Name „Construction Materials“. Soubor byl filtrován užitím stejných filtrů jako pro stanovení koeficientu beta.

Takto protříděný zdrojový soubor je obsažen v příloze 07 tohoto znaleckého posudku.

Hodnoty daného ukazatele zjištěné ze souboru obchodovaných společností jsou uvedeny v následující tabulce.

Položka	První kvartil	Medián	Třetí kvartil
EV / EBITDA	7,04	9,02	10,93

5.7.2 Ověření hodnoty ČOM ukazatelem EV / EBITDA

Jak bylo uvedeno v úvodu této kapitoly, používáme tuto analýzu jako pomocnou indikaci, která nám umožňuje ověřit, zda parametry výnosového ocenění pro Společnost jsou v základním rozsahu v souladu se situací obvyklou u obchodovaných společností. Hodnotu ukazatele EBITDA jsme stanovili jako průměr posledního roku historie (2013) a prvního roku plánu (2014). Současně jsme ukazatel EBITDA upravili o úhradu z vydobytých nerostů podle nové metodiky (princip viz v kapitole 4.5). Takto stanovená průměrná EBITDA činí přibližně 15 988 tis. Kč. Při aplikaci hodnoty ukazatele EV / EBITDA na mediánové úrovni 9,02 na takto průměrnou EBITDA se dostáváme na hodnotu (na úrovni Enterprise value) Společnosti 144 179 tis. Kč a po zohlednění zákonných rezerv (na úrovni 6 350 tis. Kč) nekrytých finančními prostředky na termínovaných účtech na hodnotu 137 829 tis. Kč. Jedná se o mezivýsledek, který je nutné dále upravovat.

Důležitým mezikrokem výpočtu je odstranit faktor snížené srovnatelnosti kvůli markantně odlišné velikosti společností. Pro tento účel je zvolený násobitel (multiplikátor EV / EBITDA) nutné očistit pomocí korekce, která by zohledňovala rozdílnou výši nákladů kapitálu odhadnutých pro Společnost oproti nákladům kapitálu velkých obchodovaných subjektů. Náklady vlastního kapitálu jsme odhadli pro Společnost aplikací modelu CAPM popsanému v kapitole 5.4, a to konkrétně na úrovni 12,47 % (pro rok 2014), pro obchodované společnosti potom na úrovni²⁶ 9,80 %. Podílem takto odhadnutých nákladů vlastního

²⁶ Pozn.: Náklady vlastního kapitálu obchodovaných společností byly kalkulovány stejným způsobem jako pro Společnost – viz kapitola 5.4.3, avšak aplikovali jsme rizikovou přírážku za velikost společností na úrovni podniků s tzv. střední kapitalizací (skupina „mid-cap“ s kapitalizací 1,9 až 7,7 mld. USD), jelikož průměrná kapitalizace subjektů uvedených v kapitole 5.7.1 činí přibližně 3,9 mld. USD. Přírážka za velikost společností dle uvedené publikace je stanovena ve výši 1,12 %.

ZÁVĚR

6 Závěrečný výrok znaleckého ústavu

V souladu s naším zadáním jsme provedli posouzení výše přiměřeného protiplnění při uplatnění práva výkupu kmenových akcií na majitele v zaknihované podobě emitovaných společností Kaolin Hlubany, a.s. se sídlem Hlubany 63, PSČ 441 01, Podbořany, IČ: 482 88 195, zapsanou v obchodním rejstříku vedeném u Krajského soudu v Ústí nad Labem, oddíl B, vložka 422 (dále též jako „**Společnost**“) o jmenovité hodnotě 1 000,- Kč každá akcie (jedna akcie je dále též označována jako „**Akcie**“) v souladu s ustanovením § 376 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) ve znění účinném k datu posouzení výše přiměřeného protiplnění.

Hodnota Akcie byla stanovena jako alikvotní podíl na čistém obchodním majetku Společnosti (dále též jako „**ČOM**“), přičemž celkový počet akcií emitovaných Společností je roven 109 020 ks.

Ocenění jedné kmenové Akcie na majitele v zaknihované podobě o jmenovité hodnotě 1 000,- Kč každá emitované Společností bylo provedeno s ohledem na stanovené omezující podmínky, předpoklady a nám dostupná data a informace k datu ocenění, kterým je 31.05.2014.

Pro účely tohoto výroku používáme pojmy definované v tomto znaleckém posudku. Akcie byla oceněna v souladu se standardem hodnoty popsáním v kapitole 2.1 tohoto posudku.

Na základě provedených analýz jsme toho názoru, že Společnost je schopna pokračovat ve svém podnikání, pro účely stanovení hodnoty ČOM byl proto přijat předpoklad „going concern“. Použili jsme výnosovou metodou ocenění.

Na základě našeho šetření a provedených analýz, které jsou součástí znaleckého posudku, a v souladu s uvedeným účelem ocenění jsme toho názoru, že hodnota jedné Akcie společnosti Kaolin Hlubany, a.s. o jmenovité hodnotě 1 000,00 Kč k datu 31.05.2014 činí:

1 886,39 Kč

(slovy: jeden tisíc osm set osmdesát šest korun českých a třicet devět haléřů)

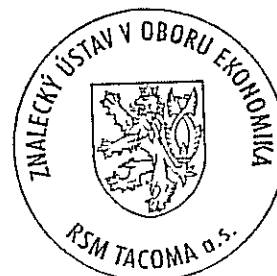
Konstatujeme, že protiplnění ve výši 1 886,39 Kč za jednu akcii společnosti Kaolin Hlubany, a.s. o jmenovité hodnotě 1 000,00 Kč považujeme ve smyslu § 376 a následujících zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) ve znění účinném k 31.05.2014 za přiměřené.

7 Znalecká doložka

RSM TACOMA a.s. byla dne 18. 5. 2001 pod zn. M – 785/2001 a na základě rozhodnutí o změně zápisu přiznané specializace Čj. 177/2009-OD-ZN/6 ze dne 9. 9. 2009 a rozhodnutí Čj.124/2013-OSD-SZN/5, ze dne 20. 8. 2013 zapsána Ministerstvem spravedlnosti do prvního oddílu seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost, a to pro znalecké posudky v oboru ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění pro oceňování nemovitého, movitého, nehmotného a finančního majetku, podniků či jejich částí, pohledávek, akcií a podílů v obchodních společnostech, podniků či jejich částí, majetku, závazků a obchodního jmění obchodních společností, zejména pro účely přeměn společností jejich fúzí, převodem jmění na společníka nebo rozdělení či při změně právní formy společnosti, vypracovávání znaleckých zpráv o přeměnách společností, posouzení výše vypořádacích podílů, stanovení hodnoty nepeněžitého vkladu, posouzení výše protiplnění při procesech přechodu všech účastnických cenných papírů na jediného společníka a nabídkách převzetí, oceňování hodnoty majetku nabyvaného od zakladatele, akcionáře, nebo jiné osoby stanovené zákonem, přezkoumávání vztahů mezi propojenými osobami z ekonomického hlediska, přezkoumávání činnosti člena statutárního orgánu z hlediska hospodářských zájmů, vyčíslování náhrady škody a vypracovávání znaleckých posudků dle právních předpisů o insolvenční.

Znalecký posudek je vydán pod pořadovým číslem 45-11/2014.

V Praze dne 04.08.2014.



Ing. Monika Marečková, předseda představenstva

Otisk pečeti

Znalecký posudek připravovali a případná vysvětlení podají

Ing. Peter Straňák, Consultant a Ing. Lukáš Nemasta, Analyst

Znalecký posudek kontroloval

Ing. Rudolf Hájek, Senior Consultant

Znalecký posudek schválila

Ing. Radka Svobodová, Senior Manager



8 Přílohy

01. Výpis z obchodního rejstříku Společnosti
02. Historické účetní výkazy Společnosti
03. Finanční plán Společnosti
04. Výpočet volných peněžních toků
05. Ocenění neprovozního majetku
06. Ocenění Akcie Společnosti
07. Stanovení koeficientu beta
08. Data obchodovaných společností

Příloha 01

Výpis z obchodního rejstříku
Společnosti

Výpis platných

z obchodního rejstříku, vedeného
Krajským soudem v Ústí nad Labem
oddíl B, vložka 422

Datum zápisu:	1. května 1993
Spisová značka:	B 422 vedená u Krajského soudu v Ústí nad Labem
Obchodní firma:	Kaolin Hlubany, a.s.
Sídlo:	Podbořany, Hlubany čp. 63, PSČ 441 01
Identifikační číslo:	482 88 195
Právní forma:	Akciová společnost
Předmět podnikání:	výroba keramických a papírenských kaolinů, slévárenských a stavebních písků hornická činnost v rozsahu zvláštního povolení podle platných předpisů zemědělská výroba
Statutární orgán - představenstvo:	Člen představenstva: Ing. Václav Beran, dat. nar. 11. listopadu 1952 Karlovy Vary, Vodárenská 756/10, PSČ 360 10 den vzniku členství: 2. května 2012 Člen představenstva: Zdeněk Kastl, dat. nar. 16. srpna 1954 Podbořany, Vroutecká 529, PSČ 441 01 den vzniku členství: 2. května 2012 Předseda představenstva: Michael Ernst Werner Klaas, dat. nar. 6. března 1964 56242 Marienrachdorf, Turmstrasse 20A Spolková republika Německo den vzniku funkce: 28. června 2013 den vzniku členství: 28. června 2013
Způsob jednání:	Jménem společnosti jedná představenstvo, a to vždy společně alespoň dvěma členy představenstva, přičemž za předpokladu, že jde o právní úkony společnosti, i) kterými společnost nabývá, zcizuje či zatěžuje nemovitosti nebo ii) které mají hodnotu plnění vyšší než 5,000.000,- Kč, přičemž, jde-li o opětuující plnění, je rozhodný součet hodnot opětuujících plnění, a jde-li o dobu plnění delší než jeden rok nebo dobu neurčitou, tak hodnota ročního plnění, musí být jednou z jednajících osob předseda představenstva. Podepisování jménem společnosti se děje tak, že k vytištěné nebo napsané obchodní firmě společnosti připojí svůj podpis alespoň dva členové představenstva, přičemž za předpokladu, že jde o právní úkony společnosti, i) kterými společnost nabývá, zcizuje či zatěžuje nemovitosti nebo ii) které mají hodnotu plnění vyšší než 5,000.000,- Kč, přičemž,

jde-li o opěťující plnění, je rozhodný součet hodnot opěťujících plnění, a jde-li o dobu plnění delší než jeden rok nebo dobu neurčitou, tak hodnota ročního plnění, musí být jednou z podpisujících se osob předseda představenstva.
Uvedení obchodního jména u podpisu se nevyžaduje v případě, že
z obsahu podepisované listiny je zřejmé, že členové představenstva jednají jménem společnosti.

Dozorčí rada:	Člen dozorčí rady: Paul Wilhelm Kuch, dat. nar. 26. května 1952 Siershahn, Kastanienallee 17, 56427 , Spolková republika Německo den vzniku členství: 15. června 2011
	Předseda dozorčí rady: Alfred Astor Fode, dat. nar. 2. dubna 1956 56242 Selters (Westerwald), Alter Hof 50 Spolková republika Německo den vzniku funkce: 2. května 2012 den vzniku členství: 2. května 2012
	Člen dozorčí rady: PETR LINDÁK, dat. nar. 19. června 1955 Kostelní 56, 439 82 Vroutek den vzniku členství: 3. dubna 2013
Akcie:	109 020 ks akcie na majitele ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč akcie: druh - kmenové, podoba - zaknihovaná
Základní kapitál:	109 020 000,- Kč
Ostatní skutečnosti:	Údaje o založení: Akciová společnost byla založena podle § 172 obchodního zákoníku. Jediným zakladatelem společnosti je fond národního majetku České republiky se sídlem v Praze 1, Senovážné nám.32, na který přešel majetek státního podniku ve smyslu § 11 odst.3 zák.č.92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby. V zakladatelské listině učiněné ve formě notářského zápisu ze dne 19.dubna 1993 bylo rozhodnuto o schválení jejich stanov a jmenování členů představenstva a dozorčí rady. Základní jmění: 109 020 000,- Kč Splaceno : 100 %

Příloha 02

Historické účetní výkazy
Společnosti

Výkaz zisku a ztráty

Kaolin Hlubany, a.s. (v tis. CZK)	Skutečnost				
	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby za prodej zboží				108	11
Náklady vynaložené na prodané zboží				89	8
Obchodní marže	0	0	0	19	3
Výkony	72 449	73 818	84 171	81 679	80 744
Tržby za prodej vlast.výrobků a služeb	72 442	73 817	83 644	81 521	80 683
Změna stavu zásob vlastní činnosti	7	1	-7	-3	37
Aktivace			534	161	24
Výkonová spotřeba	35 153	37 577	39 550	36 756	38 505
Spotřeba materiálu a energie	25 073	26 771	29 943	29 004	30 232
Služby	10 080	10 806	9 607	7 752	8 273
Přidaná hodnota	37 296	36 241	44 621	44 942	42 242
Osobní náklady	18 092	17 476	18 858	18 131	18 677
Mzdové náklady	13 493	12 845	13 869	13 363	13 715
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	46	46	46	46	45
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	4 380	4 414	4 746	4 547	4 678
Sociální náklady	173	171	197	175	239
Daně a poplatky	1 272	1 532	1 815	1 868	1 801
Odpisy DM	8 460	7 641	6 066	5 957	6 027
Tržby z prodeje DM a materiálu				2	
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu					
Zúčtování rezerv a čas.rozliš.prov.výnosů					
Tvorba rezerv a čas.rozliš.prov.nákladů	197	1 102	2 995	2 775	-1 777
Časové rozlišení provozních nákladů					
Zúčtování oprav.položek do prov.výnosů					
Tvorba oprav.položek do prov.nákladů					
Ostatní provozní výnosy	2 416	81	35	131	123
Ostatní provozní náklady	317	158	175	267	751
Provozní výsledek hospodaření	11 374	8 413	14 747	16 077	16 886
PHV / tržby za prodej vlast.výrobků a služeb	15,7%	11,4%	17,6%	19,7%	20,9%
EBITDA	20 308	13 976	20 543	20 319	26 442
EBITDA / tržby za prodej vlast.výrobků a služeb	28,0%	18,9%	24,6%	24,9%	32,8%
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů					
Prodané cenné papíry a podíly					
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku					
Výnosy z krátkodobého finančního majetku					
Náklady z finančního majetku					
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů					
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů					
Změna stavu rezerv a OP ve finanční oblasti					
Výnosové úroky	586	173	122	115	25
Nákladové úroky					
Ostatní finanční výnosy	3 630	390	1 416	515	4 463
Ostatní finanční náklady	3 156	2 468	1 686	2 228	934
Finanční výsledek hospodaření	1 060	-1 905	-148	-1 598	3 554
Daň z příjmů za běžnou činnost	2 513	1 414	3 041	2 868	3 931
Splatná	1 979	1 708	3 331	2 940	3 541
Odložená	534	-294	-290	-72	390
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	9 921	5 094	11 558	11 611	16 509
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období	9 921	5 094	11 558	11 611	16 509
Výsledek hosp. za úč. ob. před zdaněním	12 434	6 508	14 599	14 479	20 440

Majetková rozvaha

Kaolín Hlubany, a.s. (v tis. CZK)					
	2009	2010	2011	2012	2013
AKTIVA CELKEM	181 778	179 283	192 942	192 175	202 537
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	77 714	74 701	72 843	71 225	69 838
Dlouhodobý nehmotný majetek					
Dlouhodobý hmotný majetek	77 714	74 701	72 843	71 225	69 838
Pozemky	35 813	35 813	35 813	35 824	35 824
Stavby	24 805	23 218	21 632	20 053	18 484
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	16 492	14 326	15 398	15 348	15 530
Pěstlivé celky trvalých porostů					
Základní stádo a tažná zvířata					
Jiný dlouhodobý hmotný majetek					
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek		1 344			
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	604				
Opravná položka k nabytému majetku					
Dlouhodobý finanční majetek					
Oběžná aktiva	102 733	104 536	120 053	120 901	132 662
Zásoby	1 252	1 310	970	1 343	871
Dlouhodobé pohledávky	1 885	2 179	2 469	2 541	2 151
Krátkodobé pohledávky	87 592	95 063	110 757	111 473	122 156
Pohledávky z obchodních vztahů	17 352	19 741	23 586	18 346	14 715
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	68 811	73 415	85 073	91 677	105 344
Pohledávky za účel. jedn. s podstatným vlivem					
Pohledávky za společníky, členy družstva a účast. sdružení					
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění					
Stát - daňové pohledávky	577	1 899	1 114	546	1 146
Ostatní poskytnuté zálohy	852	8	984	904	951
Dohadné účty aktivní					
Jiné pohledávky					
Finanční majetek	12 004	5 984	5 857	5 544	7 484
Peníze	40	16	23	25	56
Účty v bankách	11 964	5 968	5 834	5 519	7 428
Krátkodobé cenné papíry a vklady					
Časové rozlišení	1 331	46	46	49	37
Náklady příštích období	1 331	46	46	49	37
Příjmy příštích období					
PASIVA CELKEM	181 778	179 283	192 942	192 175	202 537
Vlastní kapitál	152 892	148 874	155 904	156 827	161 986
Základní kapitál	109 020	109 020	109 020	109 020	109 020
Kapitálové fondy	7 075	7 075	7 075	7 075	7 075
Fondy ze zisku	20 764	21 315	21 631	22 153	22 167
Zákonný rezervní fond a nedělitelný fond	20 587	21 083	21 338	21 804	21 804
Statutární a ostatní fondy	177	232	293	349	363
Výsledek hospodaření minulých let	6 112	6 370	6 620	6 968	7 215
Výsledek hospodaření běžného účetního obd.	9 921	5 094	11 558	11 611	16 509
Cizí zdroje	28 833	30 359	36 988	35 298	40 497
Rezervy	22 379	22 198	25 195	27 151	27 719
Dlouhodobé závazky					
Krátkodobé závazky	6 454	8 161	11 793	8 147	12 778
Závazky z obchodních vztahů	2 000	3 222	3 451	1 511	6 726
Závazky k ovládaným a řízeným osobám					
Závazky k účetním jedn. pod podst. vlivem					
Závazky ke společ., čl. družstva a k úč. sdružení					
Závazky k zaměstnancům	889	1 070	1 028	1 007	989
Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	465	645	596	545	561
Stát - daňové závazky a dotace	954	1 238	2 903	1 682	1 113
Krátkodobé přijaté zálohy					
Vydané dluhopisy					
Dohadné účty pasivní	1 229	1 039	3 020	2 650	2 575
Jiné závazky	917	947	795	752	814
Bankovní úvěry a výpomoci					
Časové rozlišení	53	50	50	50	54
Aktiva - pasiva	0	0	0	0	0

Příloha 03

Finanční plán Společnosti

Výkaz zisku a ztráty

	Plán										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
(v tis. CZK)											
Tržby za prodej zboží	12	12	13	14	15	15	16	16	17	17	18
Náklady vynaložené na prodané zboží	8	8	8	8	9	10	10	10	11	11	11
Obchodní marže	4	4	5	6	6	6	6	6	6	6	7
Výkony	83 424	85 319	89 407	92 809	95 929	98 806	101 770	104 823	107 968	111 207	114 543
Tržby za prodej vlast.výrobků a služeb	83 165	86 045	89 115	92 299	95 599	98 467	101 421	104 463	107 597	110 825	114 150
Změna stavu zásob vlastních činností		3	4	4	4	3	3	3	3	4	4
Aktivace	255	271	288	307	327	336	346	357	367	379	390
Výkonová společnost	38 874	41 337	42 982	44 531	46 229	47 416	48 839	50 304	51 813	53 367	54 968
Společba materiálu a energie	31 501	32 856	34 302	35 811	37 387	37 908	39 045	40 217	41 424	42 666	43 945
Služby	8 372	8 481	8 680	8 720	8 842	9 508	9 793	10 087	10 390	10 701	11 022
Přidaná hodnota	43 553	44 986	46 510	48 083	49 706	51 395	52 937	54 525	56 161	57 846	59 581
Osobní náklady	19 244	19 889	20 574	21 284	22 019	22 738	23 418	24 119	24 841	25 584	26 350
Mztové náklady	14 164	14 621	15 118	15 632	16 164	16 707	17 208	17 724	18 256	18 804	19 356
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	48	51	54	58	61	61	61	61	61	61	61
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	4 789	4 947	5 115	5 289	5 469	5 653	5 823	5 997	6 177	6 362	6 553
Sociální náklady	253	269	287	305	324	317	326	336	346	357	367
Daně a poplatky	1 844	4 507	5 071	5 241	5 418	5 604	5 772	5 945	6 123	6 307	6 496
Opisy DM	5 971	6 104	5 642	4 839	4 760	5 340	5 440	5 596	5 659	5 395	5 367
Tržby z prodeje DM a materiálu											
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu											
Zúčtování rezerv a čas.rozliř.prov.výnosů											
Tvorba rezerv a čas.rozliř.prov.nákladů											
Časové rozlišení provozních nákladů											
Zúčtování oprav.poležek do prov.výnosů											
Tvorba oprav.poležek do prov.nákladů											
Ostatní provozní výnosy	88	99	100	102	103	111	114	118	121	125	129
Ostatní provozní náklady	1 682	1 685	1 710	1 736	1 762	1 891	1 948	2 006	2 066	2 120	2 192
Provozní výsledek hospodaření	14 929	12 501	13 613	14 885	15 851	15 933	16 474	16 977	17 593	18 557	19 305
PHV / tržby za prodej vlast.výrobků a služeb	18,0%	14,5%	15,3%	16,2%	16,6%	16,2%	16,3%	16,2%	16,4%	16,7%	16,9%
EBITDA	20 190	17 878	18 518	19 171	19 443	20 490	21 115	21 758	22 421	23 103	23 807
EBITDA / tržby za prodej vlast.výrobků a služeb	24,3%	20,6%	20,6%	20,9%	20,9%	20,6%	20,6%	20,5%	20,8%	20,8%	20,9%
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů											
Prodané cenné papíry a podíly											
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku											
Výnosy z krátkodobého finančního majetku											
Náklady z finančního majetku											
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů											
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů											
Změna stavu rezerv a OP ve finanční oblasti											
Výnosové úroky	88	98	91	92	83	91	91	91	91	91	91
Nákladové úroky	98	202	211	218	225	232	240	247	255	262	270
Ostatní finanční výnosy											
Ostatní finanční náklady	711	727	737	753	766	783	799	815	831	848	865
Finanční výsledek hospodaření	-721	-840	-837	-878	-899	-925	-948	-971	-995	-1 019	-1 044
Daně z příjmů za běžnou činnost	2 700	2 216	2 424	2 680	2 841	2 852	2 950	3 041	3 154	3 332	3 470
Společná	2 700	2 216	2 424	2 680	2 841	2 852	2 950	3 041	3 154	3 332	3 470
Odsložená											
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	11 508	9 445	10 332	11 426	12 111	12 157	12 576	12 965	13 445	14 206	14 792
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období	11 508	9 445	10 332	11 426	12 111	12 157	12 576	12 965	13 445	14 206	14 792
Výsledek hosp. za úč.ob.před zdaněním	14 209	11 661	12 756	14 706	14 952	15 008	15 526	16 006	16 598	17 538	18 261

Majetková rozvaha

Kaolin Hubany, a.s.
(v lis. CZK)

[illegible]

Příloha 04

Výpočet volných peněžních toků

Free Cash Flow to the Firm

[illegible]

Stabilitizovaný rok	
18 531	Korigovaný prevzatý HV z posledného roku
5 367	Odpisy uvoľnené vo stabilizovanej fáze
23 899	Prevzatý HV posledného roku
5 367	Stabilizovaná výše odpisov
18 531	Prevzatý HV stabilizovaný
-3 521	Zníženie korigovaného stabilizovaného HV
0	Krátke odhadované zdanenie (zabudované odúčtovať daň)
15 010	Krátke odhadované zdanenie (zabudované odúčtovať daň)
5 367	Korigovaný prevzatý HV po náštene zdanení
5 367	Uplatňovanie neprijatých operácií celkom
0	Odpisy d. majetku bez odpisu neprevzatých aktiv
0	Zníženie zúčtovacích rezervy
20 377	Zníženie zúčtovacích daň. rozlíšení, tich. účtu a spr. poletek
-652	Použitý tok z prev. činnosti (po zúčtovaní prac. kúp.)
19 714	Zníženie pracovného kapitálu
-7 144	Použitý tok z prevzatých činností
12 570	Zníženie prevzatých nákladov štátnodohodného majetku
	Výnos prevzatých tokov účtujú prirovnávaní

Příloha 05

Ocenění neprovozního majetku

Příloha 05 – Ocenění neprovozního majetku

1 Identifikace

Z informací poskytnutých Objednatelem a při místním šetření jsme identifikovali následující neprovozní majetek:

- samostatné pozemky
- areál bývalé plavárny Nepomyšl
- dům č.p. 199 v k.ú. Buškovice

Jedná se o následující nemovitosti zapsané v katastru nemovitostí na:

- LV č. 181 v k.ú. Nepomyšl, obec Nepomyšl, okres Louny (samostatné pozemky):
 - stavební parcela č. 161, zastavěná plocha a nádvoří, o výměře 1 256 m²,
 - pozemková parcela č. 1496, ostatní plocha, neplodná půda, o výměře 5 017 m²,
 - pozemková parcela č. 1510, ostatní plocha, neplodná půda, o výměře 365 m²,
 - pozemková parcela č. 1550, ostatní plocha, dobývací prostor, o výměře 74 389 m²,
 - pozemková parcela č. 1575, ostatní plocha, neplodná půda, o výměře 825 m²,
 - pozemková parcela č. 1589, ostatní plocha, neplodná půda, o výměře 2 905 m²,
 - pozemková parcela č. 1616, ostatní plocha, neplodná půda, o výměře 249 m²,
 - pozemková parcela č. 1624/1, ostatní plocha, dobývací prostor, o výměře 39 486 m²,
 - pozemková parcela č. 1624/2, vodní plocha, vodní nádrž přírodní, o výměře 6 342 m²,
 - pozemková parcela č. 1755, ostatní plocha, neplodná půda, o výměře 675 m²,
 - pozemková parcela č. 1758, ostatní plocha, neplodná půda, o výměře 5 352 m²,
 - pozemková parcela č. 1761, ostatní plocha, neplodná půda, o výměře 524 m²,
 - pozemková parcela č. 1763, zahrada, o výměře 1 570 m²,
 - pozemková parcela č. 1764/1, zahrada, o výměře 1 836 m²,
 - pozemková parcela č. 1764/2, zahrada, o výměře 1 401 m²,
 - pozemková parcela č. 1765, ovocný sad, o výměře 4 283 m²,
 - pozemková parcela č. 1767, zahrada, o výměře 747 m²,
 - pozemková parcela č. 1768, ostatní plocha, manipulační plocha, o výměře 4 490 m²,
 - pozemková parcela č. 1770, ostatní plocha, neplodná půda, o výměře 1 079 m²,
 - pozemková parcela č. 1771, ostatní plocha, manipulační plocha, o výměře 1 911 m²,
 - pozemková parcela č. 1772, ostatní plocha, manipulační plocha, o výměře 14 979 m²,
 - pozemková parcela č. 1781/1, ostatní plocha, neplodná půda, o výměře 19 718 m²,
 - pozemková parcela č. 1781/3, ostatní plocha, neplodná půda, o výměře 2 356 m²,
 - pozemková parcela č. 2091/1, ostatní plocha, manipulační plocha, o výměře 3 465 m²,
 - pozemková parcela č. 2092, ostatní plocha, ostatní komunikace, o výměře 4 946 m²,



- pozemková parcela č. 2093/1, ostatní plocha, manipulační plocha, o výměře 101 450 m²,
- pozemková parcela č. 2103, ovocný sad, o výměře 12 147 m²,
- pozemková parcela č. 2105/1, ostatní plocha, manipulační plocha, o výměře 17 517 m²,
- pozemková parcela č. 2105/2, ostatní plocha, manipulační plocha, o výměře 1 379 m²,
- pozemková parcela č. 2105/3, ostatní plocha, manipulační plocha, o výměře 14 286 m²,
- pozemková parcela č. 2859/2, ostatní plocha, dobývací prostor, o výměře 44 042 m² a
- budova č.p. 150, která je součástí stavební parcely č. 161:
- LV č. 181 v k.ú. Nepomyšl, obec Nepomyšl, okres Louny (areál bývalé plavárny Nepomyšl):
 - stavební parcela č. 183, zastavěná plocha a nádvoří, o výměře 5 608 m²,
 - pozemková parcela č. 2093/2, ostatní plocha, jiná plocha, o výměře 1 097 m² a
 - budova č.p. 173, která je součástí stavební parcely č. 183.
- LV č. 203 v k.ú. Buškovice, obec Podbořany, okr. (dům č.p. 199 v k.ú. Buškovice):
 - stavební parcela č. 223, zastavěná plocha a nádvoří, o výměře 409 m² a
 - budova č.p. 199, která je součástí stavební parcely č. 223.

2 Podklady pro ocenění

Při ocenění neprovozního majetku jsme vycházeli zejména z následujících podkladů poskytnutých Objednatelem:

- fotokopie výpisu z katastru nemovitostí k datu 14.1.2014, LV č. 181, k.ú. Nepomyšl, obec Nepomyšl, okres Louny,
- fotokopie výpisu z katastru nemovitostí k datu 14.1.2014, LV č. 203, k.ú. Buškovice, obec Podbořany, okres Louny,
- snímky katastrálních map získané prostřednictvím dálkového přístupu do katastru nemovitostí,
- další informace zjištěné od zástupců Objednatele a / nebo při místním šetření.

3 Popis neprovozního majetku

• Samostatné pozemky

Předmětem ocenění je soubor pozemků nacházejících se na v katastru obce Nepomyšl. Oceňované pozemky byly historicky využívány pro těžbu kaolinu, tvořily potencionální zásobu suroviny, nebo byly využívány při zpracování suroviny. V současné době jsou tyto pozemky nevyužívané a z pohledu provozu Společnosti zbytné.

Většina oceňovaných pozemků není využívána k zemědělským, lesnickým ani jiným účelům. Jedná se obvykle o pozemky situované v členitém terénu, zarostlé náletovými křovinami. Tyto skutečnosti výrazně ovlivňují využitelnost pozemků a pak i jejich atraktivitu. Pozemky nejsou vhodné ani jako pastviny, pouze na části pozemku se nachází těžitelné trvalé porosty, avšak jedná se spíše o kusy stromů. Přístup k některým pozemkovým parcelám je možný pouze přes pozemky ve vlastnictví třetích osob.

Při místním šetření jsme zjistili, že budova č.p. 150 již byla zdemolována a právně zanikla. Tato skutečnost se prozatím nepromítla do katastrálního operátu.

• Areál bývalé plavírny Nepomyšl

Areál se nachází východně od obce Nepomyšl, cca 2,5 km vzdušnou čarou od hranice obce. Příjezd je po zpevněné komunikaci z Podbořan – Buškovic. Z dostupných informací vyplývá, že objekt plavírny byl vybudován okolo roku 1900, následně byl upravován a přistavován. Jedná se o jednoúčelovou halu s podzemními nádržemi, které sloužili k plavení vytěžené suroviny a získávání kaolinu. Nosné konstrukce jsou kombinované zděné a železobetonové, haly mají 1 jedno nadzemní podlaží, sedlové a pultové střechy, některé objekty jsou podsklepeny, resp. pod úroveň terénu mají nádrže na vodu. K datu ocenění nejsou nemovitosti využívány, část objektu lze využít jako skladovou halu, zbylá část je obtížně využitelná, neboť v podlahách je systém kanálů a nádrží přemostěných lávkami.

• Dům č.p. 199 v k.ú. Buškovice

Dvoubytový dům č.p. 199 je situován jihozápadně od Podbořan – Buškovic, u komunikace vedoucí do plavírny Buškovice. Jedná se zděný objekt se sedlovou střechou, v domě se nachází dvě bytové jednotky o výměře 90,5 m² a 89,5 m². Technické provedení domu zahrnuje vytápění lokálními topidly na tuhá paliva, zdrojem vody je studna. Celkový stavebnětechnický stav domu je spíše zhoršený, technické provedení bytů neodpovídá současným požadavkům na bydlení.

4 Ocenění neprovozního majetku

• Samostatné pozemky

Jak již bylo uvedeno výše, oceňované pozemky nejsou komerčně využitelné. Obdobné pozemky se příliš neobchodují, případné obchody jsou pak obvykle vyvolány snahou o narovnání majetkových vztahů, například pro potřeby zajištění přístupu k pozemkům kupujícího, tedy bez motivace ke komerčnímu využití pozemků. Při ocenění jednotlivých pozemkových parcel jsme zohlednili jejich využitelnost. Nevyužitelné pozemky (meze, terénně členité pozemky s náletovými křovinami apod.) jsme ocenili jednotkovou cenou 1 Kč/m², v případě pozemků, které lze využít, nebo již byly historicky využívány například jako zahrada nebo sad, kalkulujeme s jednotkovou cenou 3 až 5 Kč/m².

Za pomoci tohoto přístupu jsme ocenění neprovozní pozemky na částku 460 000 Kč. Ocenění jednotlivých pozemkových parcel je provedeno v přílohové části této přílohy.

• Areál bývalé plavírny Nepomyšl

Ocenění areálu plavírny jsme provedli za pomoci výnosového přístupu. Výši nájemného jsme stanovili na základě průzkumu trhu, při zohlednění stavebnětechnických parametrů nemovitostí, její dostupnosti, možné využitelnosti a atraktivity lokality. S ohledem na omezenou využitelnost jednotlivých ploch objektu volíme průměrnou sazbu nájemného v úrovni 240 Kč/m² ročně. Lze očekávat, že při pronájmu skladové části bude dosaženo vyššího nájemného, naopak pronájem vlastních prostor pro plavení bude nízký, až nulový. Nájemné snižujeme o neobsazenost ve výši 25%, a to z důvodu možného výpadku nájemného při změně nájemce, případně v období rekonstrukce / modernizace stavby.

Roční výši nákladů spojených s vlastnictvím a provozem nemovitosti jsme stanovili jako 40% z hrubého ročního výnosu (tj. bez zohlednění míry obsazenosti).

Ocenění nemovitosti jsme provedli metodou přímé kapitalizace. Kapitalizační míra vychází z prime yieldu, který k datu ocenění pro moderní logistické a výrobní haly v nejatraktivnějších lokalitách je ve výši 8,00% (zdroj: CBRE). Jelikož oceňovaná nemovitost ani atraktivita její lokality nesplňují standardy moderních logistických hal, navyšujeme prime yield o rizikovou přírážku ve výši 3% za polohu nemovitosti a 5% za technický stav nemovitosti. Výsledná kapitalizační míra je ve výši 16%.

Za pomoci výnosové metody jsme zjistili hodnotu areálu bývalé plavárny Nepomyšl ve výši 227 000 Kč. Výpočet výnosové hodnoty včetně je vstupů a výstupů je uveden v přílohové části této přílohy.

• **Dům č.p. 199 v k.ú. Buškovice**

Pro ocenění domu č.p. 199 jsme použili porovnávací přístup k ocenění. Porovnání je provedeno s rodinnými domy obdobného provedení v Podbořanech a okolí. Informace byly čerpány z veřejně dostupných zdrojů, zejména realitní inzerce. Pro stanovení výsledné hodnoty byla provedena podrobná analýza cenotvorných faktorů. Přepočet byl proveden za pomoci jednotkové ceny vztažené na 1 m² užitné plochy. Odlišnosti oceňovaných a porovnávaných majetků (především rozdíl v umístění, technickém stavu a vybavení) byly zkorigovány pomocí následujících koeficientů:

- **zdroje informací** – v případě porovnávání s nemovitostmi, které jsou nabízeny v rámci inzerce na realitním trhu k prodeji, platí předpoklad, že se jedná o nabídkové ceny realitních kanceláří, u kterých je předpoklad jejich snížení vlivem vyjednávání,
- **polohy nemovitosti** – odráží rozdíl v atraktivitě umístění oceňované a porovnávané nemovitosti,
- **funkční využitelnost** – odráží rozdíl ve způsobu využití a využitelnosti nemovitosti,
- **technický stav nemovitosti** – zohledňuje rozdíly aktuálního technického stavu budov, inženýrských sítí a venkovních úprav oceňované a porovnávané nemovitosti, tedy vliv stáří, úrovně údržby atd. a
- **velikost pozemků** – porovnává rozdílnost velikost pozemků ve vztahu k jejich využitelnosti jako zahrady.

V ocenění jsme zohlednili zejména zhoršený technický stav nemovitosti, její podstandardní vybavenost a polohu mimo zastavěné území obce u komunikace zatěžované nákladní dopravou transportující suroviny pro výrobu kaolinu.

Za pomoci porovnávací metody jsme zjistili porovnávací hodnotu nemovitosti ve výši 550 000 Kč. Výpočet porovnávací hodnoty nemovitostí včetně použitých vstupů a výstupů je proveden v přílohové části této přílohy.

Přílohy:

- Ocenění neprovozního majetku
- Všeobecná mapa
- Fotodokumentace

Přílohu zpracoval: Ing. Petr Kalabis

Neprovozní majetek

1) samostatné pozemky

k.ú.	LV	č. pozemku	druh pozemku, způsob využití	výměra m ²	jednotková cena Kč/m ²	hodnota pozemku Kč
Nepomyšl	181	st. 161	zastavěná plocha a nádvoří	1 256	1,00	1 256
Nepomyšl	181	1496	ostatní plocha, neplodná půda	5 017	1,00	5 017
Nepomyšl	181	1510	ostatní plocha, neplodná půda	365	1,00	365
Nepomyšl	181	1550	ostatní plocha, dobývací prostor	74 389	1,00	74 389
Nepomyšl	181	1575	ostatní plocha, neplodná půda	825	1,00	825
Nepomyšl	181	1589	ostatní plocha, neplodná půda	2 905	1,00	2 905
Nepomyšl	181	1616	ostatní plocha, neplodná půda	249	1,00	249
Nepomyšl	181	1624/1	ostatní plocha, dobývací prostor	39 486	1,00	39 486
Nepomyšl	181	1624/2	vodní plocha, vodní nádrž přírodní	6 342	5,00	31 710
Nepomyšl	181	1755	ostatní plocha, neplodná půda	675	1,00	675
Nepomyšl	181	1758	ostatní plocha, neplodná půda	5 352	1,00	5 352
Nepomyšl	181	1761	ostatní plocha, neplodná půda	524	1,00	524
Nepomyšl	181	1763	zahrada	1 570	3,00	4 710
Nepomyšl	181	1764/1	zahrada	1 836	3,00	5 508
Nepomyšl	181	1764/2	zahrada	1 401	3,00	4 203
Nepomyšl	181	1765	ovocný sad	4 283	3,00	12 849
Nepomyšl	181	1767	zahrada	747	3,00	2 241
Nepomyšl	181	1768	ostatní plocha, manipulační plocha	4 490	1,00	4 490
Nepomyšl	181	1770	ostatní plocha, neplodná půda	1 079	1,00	1 079
Nepomyšl	181	1771	ostatní plocha, manipulační plocha	1 911	1,00	1 911
Nepomyšl	181	1772	ostatní plocha, manipulační plocha	14 979	1,00	14 979
Nepomyšl	181	1781/1	ostatní plocha, neplodná půda	19 718	1,00	19 718
Nepomyšl	181	1781/3	ostatní plocha, neplodná půda	2 356	1,00	2 356
Nepomyšl	181	2091/1	ostatní plocha, manipulační plocha	3 465	1,00	3 465
Nepomyšl	181	2092	ostatní plocha, ostatní komunikace	4 946	1,00	4 946
Nepomyšl	181	2093/1	ostatní plocha, manipulační plocha	101 450	1,00	101 450
Nepomyšl	181	2103	ovocný sad	12 147	3,00	36 441
Nepomyšl	181	2105/1	ostatní plocha, manipulační plocha	17 517	1,00	17 517
Nepomyšl	181	2105/2	ostatní plocha, manipulační plocha	1 379	1,00	1 379
Nepomyšl	181	2105/3	ostatní plocha, manipulační plocha	14 286	1,00	14 286
Nepomyšl	181	2859/2	ostatní plocha, dobývací prostor	44 042	1,00	44 042
CELKEM				390 987		460 000

2) areál bývalé plavírny Nepomyšl

Položka	hodnota / částka	zdroj informací / komentář
Pronajmutelná plocha	432 m ²	jižní část objektu
Sazba nájemného	240 Kč/m ² /rok	internet, realitní inzerce
Roční nájemné	103 680 Kč	
Výpadek nájemného	25%	
Dosažitelné nájemné	77 760 Kč	
Náklady	41 472 Kč	40% z ročního nájemného
Výnos z pronájmu	36 288 Kč	
Prime-yield	8,00%	CBRE
Riziková přírážka - poloha	3,00%	
Riziková přírážka - technický stav	5,00%	
Kapitalizační míra	16,00%	
VÝNOSOVÁ HODNOTA	227 000 Kč	

3) hodnota domu č.p. 199 v k.ú. Buškovice

Položka	hodnota / částka	zdroj informací / komentář
Užitná plocha	180 m ²	evidenční listy
Jednotková cena	3 052 Kč/m ² /rok	výpočet porovnávací metodou
VÝSLEDNÁ HODNOTA	550 000 Kč	

Porovnávací metoda - dům č.p. 199 v k.ú. Buškovice

Popis porovnávaných nemovitostí

Nemovitosti:	Rodinný dům Podbořany - Buškovice, okr. Louny	Rodinný dům Hlubany, okr. Louny	Rodinný dům Krásný Dvůr - Chotěbudice, okr. Louny
Fotografie			
Popis:	Předmětem prodeje je rodinný dům o velikosti 2+1 v Buškovicih u Podbořan. Na nevelkém dvorku se nachází garáž pro jedno auto, venkovní sklep, kůlna a v přístavbě u domu bývalé chlévy, vstup na půdu a pokoje. Samotný domek má dva pokoje a kuchyň. Domek je vhodný k trvalému bydlení i k rekreaci. Veškerá občanská vybavenost v neďalekých Podbořanech cca 1,5km.	Rodinný dům 2+1 v obci Hlubany, neďaleko Podbořan. Dům je po částečné rekonstrukci, nová střecha možnost půdní vestavby, vnřní omítky, kompletně udělané odpady, voda a výměna plastových oken. Rekonstrukce proběhla v roce 2013. Vytápění je pomocí plynového kotle, k domu náleží také garáž. Nemovitost se nachází v klidné části Podbořan (Hlubany). V blízkosti je veškerá občanská vybavenost, škola, škola, lékař, lékárna, kulturní dům, obchody.	Nabízíme samostatný, rodinný dům 5+1 k trvalému bydlení či k rekreaci, který se nachází na klidném místě v obci Chotěbudice – Krásný dvůr, na vlastním pozemku celkem 2248 m2. Dispozice domu - přízemí : 2 místností, samostatné WC, koupelna s vanou, kotelna. V prvním patře se nacházejí 4 místnosti. Dům se vytápí kamny na tuhá paliva – ústřední lození, dům má nové rozvody vody, nové rozvody el., plastová okna. K nemovitosti náleží stodola, 4x kůlna.
Zdroj Informací:	www.sreality.cz, ID: 377919	www.sreality.cz, ID: 0608	www.sreality.cz, ID: 2397
Zastavěná plocha:	100 m ²	92 m ²	m ²
Užitná plocha:	60 m ²	83 m ²	200 m ²
Výměra pozemku:	180 m ²	m ²	2 248 m ²
Nabídková cena:	410 000 Kč	800 000 Kč	799 000 Kč
Nabídková cena:	6 833,33 Kč/m ²	9 661,84 Kč/m ²	3 995,00 Kč/m ²

Výpočet upravené ceny

Nemovitosti:	Rodinný dům Podbořany - Buškovice, okr. Louny	Rodinný dům Hlubany, okr. Louny	Rodinný dům Krásný Dvůr - Chotěbudice, okr. Louny
Nabídková cena:	6 833,33 Kč/m ²	9 661,84 Kč/m ²	3 995,00 Kč/m ²
Zdroj Informací:	nabídková cena	nabídková cena	nabídková cena
Poloha nemovitosti:	0,85	0,85	0,90
Funkční využitelnost:	atraktivnější	atraktivnější	atraktivnější
Technický stav:	0,70	0,70	0,90
Velikost pozemku:	Jednoganerační RD	Jednoganerační RD	obdobná
Celkový koeficient úprav:	obdobný	po částečné rekonstrukci	lepší
Upravená jednotková cena:	1,00	větší pozemek	větší pozemek
	0,51	0,32	0,66
	3 455,96 Kč/m ²	3 078,48 Kč/m ²	2 621,12 Kč/m ²

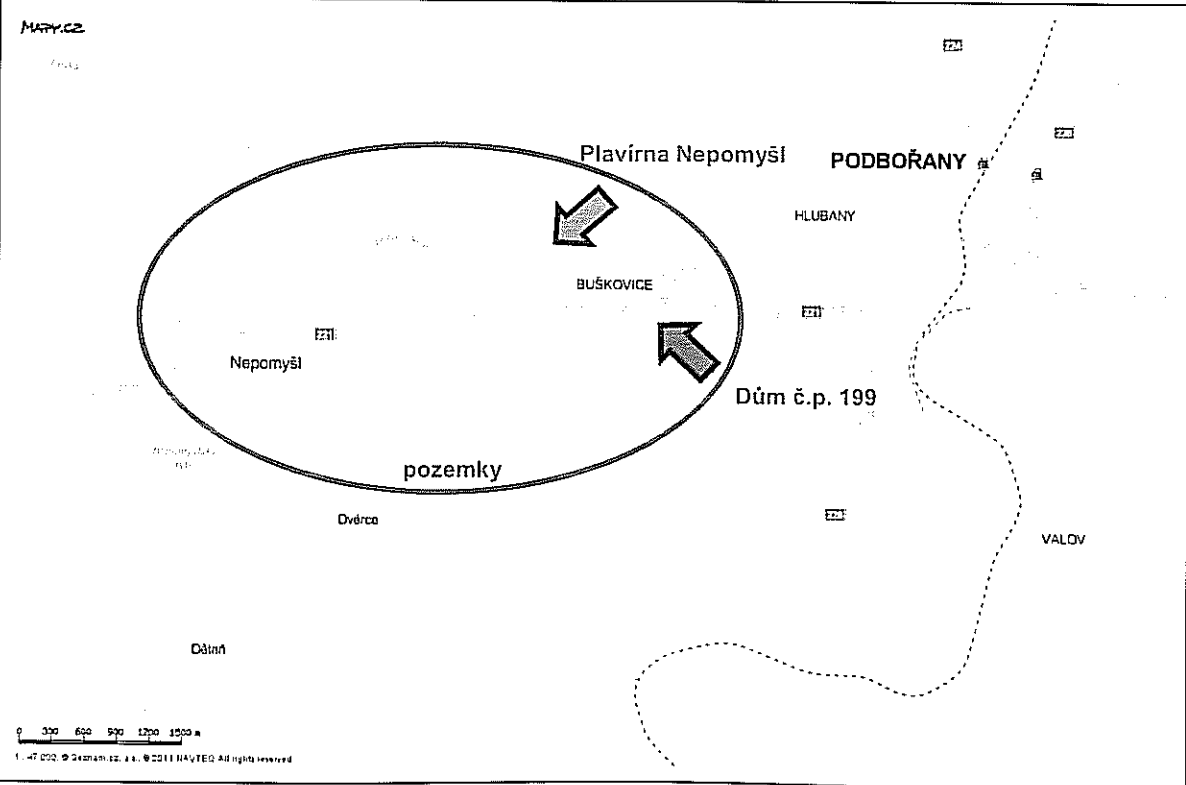
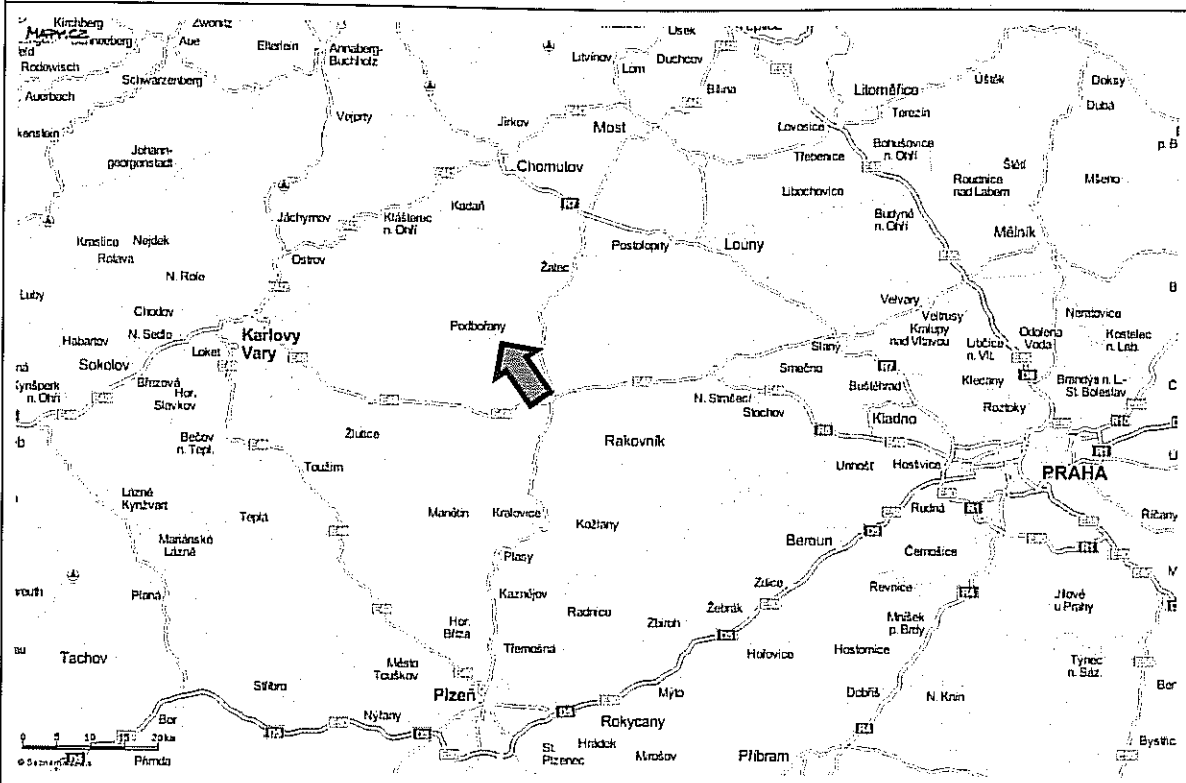
Výpočet jednotkové ceny

Mínimální jednotková cena:	2 621,12 Kč/m ²
Průměrná jednotková cena:	3 051,85 Kč/m ²
Maximální jednotková cena:	3 455,96 Kč/m ²
Jednotková cena:	3 051,90 Kč/m ²

Výpočet jednotkového nájemného

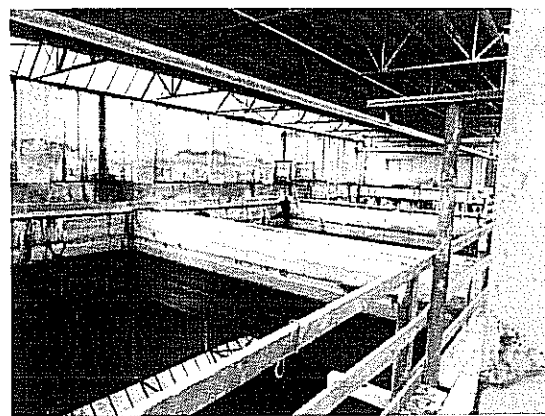
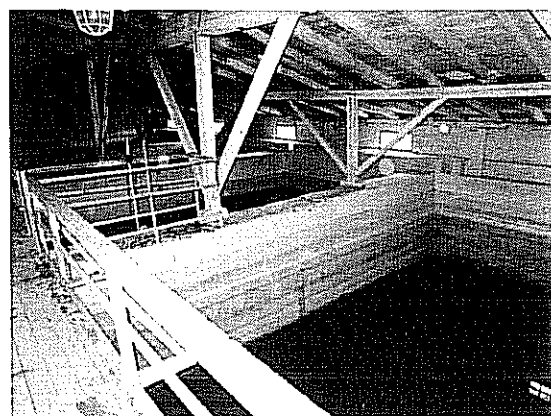
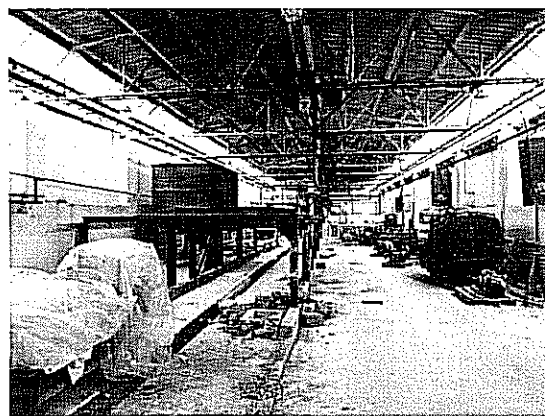
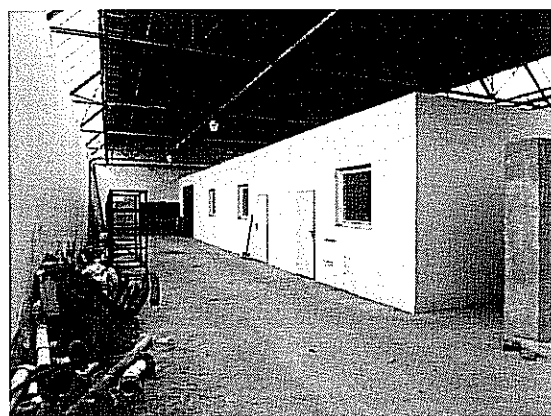
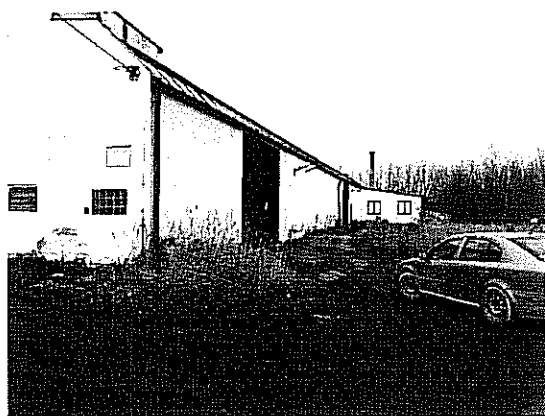
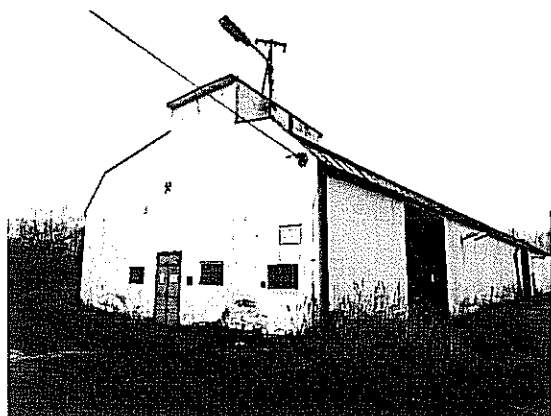
Jednotková cena:	3 051,90 Kč/m ²
Užitná plocha:	180,00 m ²
Výsledná hodnota:	550 000,00 Kč

Všeobecná mapa – Neprovozní majetek



Zdroj: www.mapy.cz

Fotodokumentace – neprovozní majetek



Příloha 06

Ocenění Akcie Společnosti

Ocenění

Kaolin Hlubavý, a.s. (v tis. CZK)													2. fáze	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024			
Cizí kapitál celkem (průměrný stav)	7 861	9 625	10 040	10 369	10 710	11 064	11 416	11 765	12 120	12 480	12 848		12 309	
Tržní hodnota vlastního kapitálu (průměrný stav)	99 348	102 215	105 459	108 933	112 529	116 097	119 638	123 239	126 892	130 634	132 533		137 112	
Tržní hodnota kapitálu celkem	107 209	111 839	115 500	119 302	123 240	127 161	131 054	135 004	139 012	143 113	145 381		149 422	
Podíl cizího kapitálu	7,33%	8,61%	8,69%	8,69%	8,69%	8,70%	8,71%	8,71%	8,72%	8,72%	8,84%		8,24%	
Podíl vlastního kapitálu	92,67%	91,39%	91,31%	91,31%	91,31%	91,30%	91,29%	91,29%	91,28%	91,28%	91,16%		91,76%	
Průměrně náklady cizího kapitálu	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%		2,10%	2,78%
Náklady vlastního kapitálu	12,47%	12,53%	12,53%	12,53%	12,53%	12,53%	12,53%	12,53%	12,53%	12,53%	12,54%		12,51%	
Sazba daně z příjmů	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%		19,00%	
WACC	11,68%	11,60%	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%		11,59%	11,66%
Velký peněžní tok užitý pro ocenění	2 499	9 151	9 461	9 708	10 074	10 653	11 038	11 439	11 836	12 103	12 589		12 947	
Hodnota brutto k 1.1. jednotlivých let*	104 393	110 635	113 644	117 355	121 249	125 230	129 092	133 015	136 992	141 033	145 194		149 422	
Uročený cizí kapitál k 1.1. jednotlivých let	6 350	9 371	9 878	10 202	10 536	10 885	11 243	11 589	11 941	12 298	12 661		12 309	
Hodnota netto k 1.1. jednotlivých let*	98 032	100 664	103 766	107 153	110 714	114 345	117 849	121 426	125 050	128 734	132 533		137 112	
Nediskontovaná část CF za část roku 2014	1 041													
Neprovozní majetek	106 581													
Hodnota VK	205 654													
Počet akcií	109 020													
Hodnota 1 ks akcie (v CZK)	1 886,39													
Měsíc, ke kterému se provádí ocenění	5													

*Hodnota za rok 2014 k datu ocenění

Příloha 07

Stanovení koeficientu beta

Metal mining industry

Company Name	Beta unlevered
ANTOFAGASTA PLC	2,00
Boliden AB	1,49
GMK Noril'skiy nikel' OAO	0,87
KGHM Polska Miedz SA	1,34
Korporatsiya VSMPO-AVISMA OAO	0,33
Outotec Oyj	1,31
Sierra Rutile Ltd	0,69
Beta median	1,31

Resource: Database Thomson ONE

Construction materials Industry

Company Name	Beta unlevered
Breedon Aggregates Ltd	-0,08
Cementir Holding SpA	0,99
Ciments Francais SA	0,62
Cimescaut SA	0,29
Gornozavodsktsement OAO	
Groupe Bruxelles Lambert SA	0,82
HeidelbergCement AG	0,84
Holcim Ltd	0,98
Imerys SA	0,95
Lafarge SA	0,89
MARSHALLS PLC	1,02
Pargesa Holding SA	0,46
RHI AG	0,90
Vicat SA	0,56
Beta median	0,84

Resource: Database Thomson ONE

Beta final - average of industries	1,08
---	-------------

Příloha 08

Data obchodovaných společností

Metal mining industry

Company Name	EV/EBITDA
ANTOFAGASTA PLC	4,62
Boliden AB	7,56
GMK Noril'skiy nikel' OAO	8,65
KGHM Polska Miedz SA	4,03
Korporatsiya VSMPO-AVISMA OAO	8,94
Outotec Oyj	8,38
Sierra Rutile Ltd	47,98
EV/EBITDA median	8,38

Resource: Database Thomson ONE

Construction materials Industry

Company Name	EV/EBITDA
Breedon Aggregates Ltd	20,10
Cementir Holding SpA	7,81
Ciments Francais SA	6,61
Cimescaut SA	9,28
Gornozavodsktsement OAO	0,18
Groupe Bruxelles Lambert SA	13,83
HeidelbergCement AG	8,79
Holcim Ltd	10,12
Imerys SA	8,54
Lafarge SA	10,04
MARSHALLS PLC	14,09
Pargesa Holding SA	41,96
RHI AG	7,03
Vicat SA	10,73
EV/EBITDA median	9,66

Resource: Database Thomson ONE

EV/EBITDA final - average of industries	9,02
--	-------------

