Deloitte.

VÝTISK č. 2

Znalecký posudek č. 336-2015

Ocenění odštěpované části jmění společnosti O2 Czech Republic a.s.

20. února 2015

Zadavatel posudku

O2 Czech Republic a.s., IČ 601 93 336,
se sídlem Praha 4, Za Brumlovkou 266/2, PSČ 140 22,
zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka číslo 2322

(dále také „Zadavatel")

Zpracovatel posudku – znalecký ústav

Deloitte Advisory s.r.o., IČ 275 82 167,
se sídlem Praha 8, Karolinská 654/2, PSČ 186 00,
zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka číslo 113225

Znalecký ústav kvalifikovaný pro znaleckou činnost v oboru ekonomika, odvětví finanční řízení podniku, oceňování podniku a jeho částí včetně nehmotných aktiv, účetnictví, pojistná matematika, transferové ceny, posouzení a vymezení činností výzkumu a vývoje pro účely uplatnění v dotačních programech a uplatnění daňových úlev, jmenovaný rozhodnutím ministra spravedlnosti ze dne 1. února 2010, č. j.: 189/2009-OD-ZN

(dále také „Deloitte")

Na zpracování posudku se ve smyslu ust. § 22 odst. 1 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, v platném znění, podílely tyto osoby, které mohou podat požadovaná vysvětlení:

Ing. Josef Kotrba, Ph.D., jednatel

Mgr. Jan Marek, ASA, CFA, ředitel

Mgr. David Marek, Ph.D., ředitel

Mgr. Radovan Chalupka, Ph.D., zástupce ředitele

Mgr. Karel Jára, associate

Mgr. Jan Bízek, MSc, associate

Účel posudku

Účelem tohoto znaleckého posudku je ocenění odštěpované části jmění společnosti O2 Czech Republic a.s. k 31. prosinci 2014, která má přejít na nástupnickou společnost, v souladu s § 254 zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, ve znění pozdějších předpisů.

Datum vypracování posudku

Tento posudek byl vypracován ke dni 20. února 2015.

Tento posudek obsahuje 36 průběžně číslovaných stran včetně příloh.

Zadavateli se předává ve 3 vyhotoveních a jedno vyhotovení archivuje znalec.

Obsah

Seznam zkratek a pojmů 5
Seznam použité literatury 7
NÁLEZ 8
Úvod 9
Účel znaleckého posudku 9
Obecné předpoklady a omezující podmínky znaleckého posudku Deloitte 9
Prohlášení o nezávislosti znalce 10
Standard a premisa hodnoty 10
1 Oceňovací přístupy 11
1.1 Výnosový přístup 11
1.2 Tržní přístup 11
1.3 Majetkový přístup 11
1.4 Použité přístupy a postup ocenění 12
2 Analýza české ekonomiky 13
2.1 Základní charakteristika 13
2.2 Hospodářský růst 13
2.3 Inflace 13
2.4 Měnová politika 14
2.5 Vnější bilance 14
2.6 Fiskální politika 15
2.7 Závěr analýzy 15
3 Analýza trhu 16
3.1 Trh telekomunikačních služeb v Evropě 16
3.2 Regulatorní prostředí v Evropě 18
3.3 Trh telekomunikačních služeb v České republice 18
3.4 Závěr analýzy 20
4 Informace o Odštěpované části 21
4.1 Základní údaje 21
4.2 Vybrané ukazatele O2 a Odštěpované části 22
5 Odhad diskontní sazby 24
5.1 Teoretický základ a vybraná diskontní sazba 24

5.2 Průměrné vážené náklady kapitálu 24
6 Vlastní ocenění a odhad hodnoty 25
POSUDEK 26
Závěr 27
Znalecká doložka 28
Přílohy – DŮVĚRNÉ 29
Příloha 1 – Jmenování znalce 29
Příloha 2 – Finanční projekce Odštěpované části 31
Příloha 3 – Odhad diskontní sazby 32
Příloha 4 – Diskontované peněžní toky 36

Seznam zkratek a pojmů

ARPU	průměrný roční výnos na uživatele (z angl. *Average Revenue Per User*)
3G	bezdrátová telefonní technologie třetí generace, typická optimalizací pro přenos hlasu i dat
4G	bezdrátová telefonní technologie čtvrté generace, typická rychlejšími datovými přenosy
broadband	širokopásmové připojení
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv (z angl. *Capital Asset Pricing Model*)
CDS	swap úvěrového selhání, tedy úvěrový derivát, který slouží k přenosu úvěrového rizika z jednoho subjektu na jiný (z angl. *Credit Default Swap*)
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
Datum ocenění	31. prosinec 2014
DCF	diskontované peněžní toky (z angl. *Discounted Cash Flow*)
Deloitte	Deloitte Advisory s.r.o.
DPH	daň z přidané hodnoty
e	odhad
EBIT	provozní zisk (z angl. *Earnings Before Interest and Taxes*)
EIU	Economist Intelligence Unit
ERP	prémie za tržní riziko (z angl. *Equity Risk Premium*)
ETNO	Evropská asociace telekomunikačních operátorů (z angl. *European Telecommunications Network Operators' Association*)
EU	Evropská unie
FCFF	volné peněžní toky celkovému investovanému kapitálu (z angl. *Free Cash Flow to Firm*)
HDP	hrubý domácí produkt
inkumbent	telekomunikační společnost, která byla před liberalizací telekomunikačního trhu jediným poskytovatelem telefonních služeb v dané zemi
IPTV	služby digitální televize šířené prostřednictvím IP protokolu přes počítačové sítě
IT, ICT	informační (a komunikační) technologie
Kč	česká koruna
LLU	umožnění přístupu alternativních operátorů k tzv. lokální smyčce, tj. účastnickému kovovému vedení (z angl. *Local Loop Unbundling*)

mil.	milion
mld.	miliarda
NOPAT	provozní zisk po zdanění (z angl. *Net Operating Profit After Taxes*)
O2	společnost O2 Czech Republic a.s.
Odštěpovaná část	odštěpovaná část jmění společnosti O2 Czech Republic a.s.
OIBDA	provozní zisk před odpisy a amortizací (z angl. *Operating Income Before Depreciation and Amortisation*)
OTT	způsob doručování mediálního obsahu přímo zákazníkovi prostřednictvím internetu, a to bez zapojení dalšího zprostředkovatele (z angl. *Over-The-Top content*)
p	předpověď
SMS	krátká textová zpráva (z angl. *Short Message Service*)
VoIP	přenos digitalizovaného hlasu prostřednictvím internetu, intranetu nebo jakéhokoliv jiného datového spojení (z angl. *Voice over Internet Protocol*)
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu (z angl. *Weighted Average Cost of Capital*)
Wi-Fi	označení standardů popisujících bezdrátovou komunikaci v počítačových sítích na lokální úrovni
xDSL	rodina technologií, které umožňují využít stávající metalické sítě pro vysokorychlostní přenos dat (z angl. *Digital Subscriber Line*)
Zadavatel	společnost O2 Czech Republic a.s.

Seznam použité literatury

Při přípravě tohoto znaleckého posudku jsme pracovali zejména s níže uvedenými podklady od Zadavatele:

- projekce finančních ukazatelů Odštěpované části na období 2015–2025;
- předběžná pro forma rozvaha Odštěpované části k 31. prosinci 2014;
- předběžný pro forma výkaz zisku a ztráty Odštěpované části za rok 2014;
- diskuze s managementem Zadavatele.

Navíc tento znalecký posudek vychází také z následujících podkladů:

- BCG. (2013). *Reforming Europe's telecoms regulation to enable the digital single market*. Brussels, BE: BCG;
- Bloomberg Professional Database;
- Business Monitor International;
- Duff & Phelps. (2014). *2014 Valuation handbook – guide to cost of capital*. Chicago, IL: Duff & Phelps;
- Economist Intelligence Unit;
- Ecorys. (2013). *Future electronic communications markets subject to ex-ante regulation*. Rotterdam, NL: Ecorys;
- European Telecommunications Network Operators' Association. (2014). *Annual economic report 2014*. Brussels, BE: ETNO;
- Fernández, P., Linares, P. & Fernández Acín, I. (2014). *Market risk premium used in 88 countries in 2014: A survey with 8,228 answers*. Získáno z http://ssrn.com/abstract=2450452;
- International Valuation Standards Council. (2013). *International valuation standards 2013: Framework and requirements*. London, UK: IVSC;
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (5th ed.). Hoboken, NJ: Wiley;
- Marketline;
- Pratt, S. P., & Grabowski, R. J. (2014). *Cost of capital: Applications and examples* (5th ed.). Hoboken, NJ: Wiley;
- obchodní rejstřík;
- další informace.

NÁLEZ

Úvod

Účel znaleckého posudku

Účelem tohoto znaleckého posudku je ocenění odštěpované části jmění společnosti O2 Czech Republic a.s. (dále také „Odštěpovaná část") k 31. prosinci 2014 (dále také „Datum ocenění"), která má přejít na nástupnickou společnost, v souladu s § 254 zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, ve znění pozdějších předpisů.

Společnost Deloitte byla v souladu s § 28 písm. a) tohoto zákona jmenována znalcem pro ocenění části jmění Zadavatele Obvodním soudem pro Prahu 4. Usnesení soudu o jmenování znalcem je zahrnuto v Příloze 1.

Obecné předpoklady a omezující podmínky znaleckého posudku Deloitte

Tento znalecký posudek byl vypracován společností Deloitte v souladu s následujícími obecnými předpoklady a omezujícími podmínkami:

- Tento posudek byl vypracován na základě smlouvy uzavřené mezi společností Deloitte a Zadavatelem ze dne 10. září 2014 a podléhá omezením uvedeným v této smlouvě.
- Tento znalecký posudek vypracovala společnost Deloitte pro účely ocenění odštěpované části jmění společnosti O2 Czech Republic a.s., která má přejít na nástupnickou společnost, v souladu s § 254 zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, ve znění pozdějších předpisů. Společnost Deloitte byla v souladu s § 28 písm. a) tohoto zákona jmenována znalcem pro ocenění části jmění Zadavatele Obvodním soudem pro Prahu 4. Tento znalecký posudek nemůže být použit v ústní či písemné podobě, ať již jako celek, nebo jeho jednotlivé části, za jiným účelem, než je uvedeno v tomto odstavci.
- Znalecký posudek je určen a bude sloužit výhradně pro výše uvedené potřeby Zadavatele. Deloitte neponese vůči jakékoli třetí straně jakoukoli odpovědnost v souvislosti s vypracováním posudku vyjma odpovědnosti vyplývající z relevantní zákonné úpravy.
- Při vypracování tohoto posudku byly respektovány právní předpisy platné v době jeho zpracování.
- Předpokládá se plný soulad se všemi relevantními zákony a předpisy na straně O2 a Odštěpované části.
- Předpokládá se, že mohou být získány nebo obnoveny všechny požadované licence, nájemní smlouvy, osvědčení o držbě nebo jiná legislativní nebo administrativní oprávnění od kteréhokoliv místního, státního nebo vládního úřadu nebo soukromé osoby nebo organizace, pro jakoukoliv potřebu a použití, na nichž je založen odhad hodnoty obsažený v této zprávě.
- Předmětem analýzy uvedené v tomto posudku není hodnocení právních otázek. Pokud je v některém z bodů tohoto posudku zmiňováno stanovisko, které závisí na posouzení právních otázek, pak je jeho platnost pouze předpokladem, a nikoli závěrem naší analýzy.
- Tento posudek a v něm obsažené informace nejsou (i) tzv. *fairness opinion*, (ii) poradenstvím v oblasti investic (tzv. *investment advice*), (iii) poradenstvím v oblasti účetnictví ani (iv) poskytováním právních služeb či vyjádřením právního názoru na jakoukoli právní otázku.
- Tento posudek ani žádná jeho část nepředstavují výrok auditora ani jinou formu nezávislého ověření jakýchkoli informací či údajů a nesmí být takovým způsobem interpretovány. Vstupní údaje naší analýzy jsou uvedeny na příslušných místech. Předpokladem naší analýzy je pravdivost, správnost, přesnost a úplnost těchto informací a údajů ve všech relevantních ohledech, není-li v tomto posudku uvedeno jinak.
- Neprováděli jsme audit dostupných finančních výkazů a ukazatelů Odštěpované části. Neprováděli jsme rovněž auditní, marketingová ani podobná přezkoumání dalších podkladů, které nám byly předány ze strany odpovědných osob Zadavatele; tyto podklady a jejich správnost jsou v kompetenci Zadavatele a v tomto smyslu na ně plně spoléháme. Během zpracování posudku

jsme nicméně nenarazili na žádné informace, které by nás vedly k názoru, že poskytnuté informace jsou nesprávné.

- Nebylo provedeno žádné šetření pravosti a správnosti podkladů předaných Zadavatelem, které jsou pro účely ocenění považovány za pravé, správné a kompletní. Během zpracování posudku jsme nicméně nenarazili na žádné informace, které by nás vedly k názoru, že poskytnuté informace jsou nesprávné.
- Zdroje, z nichž byly čerpány externí informace, jsou obecně považovány za důvěryhodné, a proto správnost takto získaných informací nebyla dále ověřována.
- K datu zpracování posudku nebyla k dispozici znění smluv definujících vztahy mezi Odštěpovanou částí a zbylou částí společnosti O2 Czech Republic a.s. Při ocenění jsme proto vycházeli z informací od Zadavatele ohledně předpokládaných výnosů a nákladů plynoucích ze vzájemných vztahů a ze stručného popisu poskytovaných služeb, aniž bychom zkoumali nastavení těchto vztahů.
- Pro zpracování ocenění jsme od Zadavatele měli k dispozici agregované výnosové a nákladové modely. Předpokládaný finanční výhled jsme proto zkoumali pouze na úrovni detailu, který nám byl k dispozici.
- Ocenění bylo zpracováno na základě podmínek, které byly známy k Datu ocenění, za případné změny v tržních podmínkách po datu ocenění nebude převzata žádná odpovědnost.
- Pokud není uvedeno jinak, je analýza v tomto posudku vypracována k Datu ocenění. Sběr informací použitých k vypracování posudku byl ukončen 10. února 2015.

Prohlášení o nezávislosti znalce

Odměna společnosti Deloitte za vypracování tohoto znaleckého posudku nezávisí na jeho závěrech a výsledcích.

Standard a premisa hodnoty

Standard hodnoty použitý při tomto ocenění odpovídá tržní hodnotě (*market value*) dle Mezinárodních oceňovacích standardů, jež je definována jako *„odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek nebo závazek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, obezřetně a bez nátlaku".*[1]

Odštěpovaná část byla oceněna na základě premisy jejího nepřetržitého trvání (*going concern premise*).

[1] International Valuation Standards Council (2013), „IVS Definitions"

1 Oceňovací přístupy

Pokud se aktivum aktivně a pravidelně obchoduje, nenastávají vážnější problémy s určením jeho hodnoty. Současné transakce poskytují jasnou indikaci jeho hodnoty. Jestliže však neexistuje stabilizovaný trh, kde by se dané aktivum pravidelně obchodovalo, používají se pro určení odhadu hodnoty následující tři přístupy:

- výnosový přístup;
- tržní přístup;
- nákladový přístup.

Nejvhodnější přístup pro ocenění (může být použito i více přístupů najednou) je pak vybrán na základě okolností specifických pro dané ocenění a pro oceňované aktivum.

1.1 Výnosový přístup

Výnosový přístup je založen na předpokladu, že hodnota aktiva je dána současnou hodnotou budoucích peněžních toků dostupných vlastníkům daného aktiva.

1.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Nejčastěji používanou formou výnosového přístupu k ocenění aktiv je metoda diskontovaných peněžních toků (DCF, z angl. *Discounted Cash Flow*). DCF analýza zahrnuje prognózu peněžních toků za relevantní časovou periodu a v terminálním období, následně diskontování těchto toků na současnou hodnotu vhodnou diskontní sazbou.

Po určení diskontní sazby jsou budoucí výnosy a terminální hodnota diskontovány nebo kapitalizovány na jejich současnou hodnotu. Součet současných hodnot představuje hodnotu oceňovaného aktiva.

1.2 Tržní přístup

Při užití tržního přístupu je odhadnuta hodnota vlastního kapitálu společnosti na základě porovnání se srovnatelnými firmami působícími v podobné oblasti podnikání (srovnatelné společnosti), které jsou veřejně obchodované nebo jsou součástí veřejné či soukromé transakce. Přihlíží se rovněž k předchozím transakcím týkajícím se vlastního kapitálu předmětné společnosti. Odhad se provádí na základě metody kapitálových trhů nebo na základě metody srovnatelných transakcí.

1.2.1 Metoda kapitálových trhů

Metoda kapitálových trhů určuje hodnotu vlastního kapitálu společnosti prostřednictvím porovnání dané společnosti se srovnatelnými firmami, jejichž akcie jsou veřejně obchodované na kapitálových trzích. Při hledání vhodných společností zabývajících se obdobnou činností se vychází z obecných faktorů, jako je velikost, růst, ziskovost atp. Analýza tržních multiplikátorů společností, které se zabývají obdobnou podnikatelskou činností, vede k lepšímu porozumění investorům, tudíž i hodnotě příslušné společnosti.

1.2.2 Metoda srovnatelných transakcí

Metoda srovnatelných transakcí určuje hodnotu vlastního kapitálu společnosti prostřednictvím porovnání dané společnosti se srovnatelnými společnostmi, které byly koupeny či prodány v nedávném období. Tento proces umožňuje srovnání dané společnosti s dalšími podobnými společnostmi. Rovněž se zvažují faktory popsané v části metoda kapitálových trhů (např. velikost, růst, ziskovost).

1.3 Majetkový přístup

Metody založené na ocenění majetku stanovují hodnotu společnosti na základě analýzy hodnoty jednotlivých položek aktiv a závazků společnosti. Přístup majetkového ocenění společnosti se běžně

uplatňuje při ocenění subjektu, jehož výhradní funkcí jsou investice do dalších společností, nebo při zjišťování hodnoty likvidační. Za předpokladu nepřetržitého trvání společnosti se metody založené na ocenění aktiv zpravidla používají jako metody doplňkové.

1.3.1 Metoda majetkového ocenění na principu tržních cen a metoda účetní hodnoty na principu historických cen

Tyto metody spočívají v ocenění jednotlivých majetkových položek společnosti. Hodnota vlastního kapitálu společnosti je pak stanovena jako součet hodnot jednotlivých majetkových položek snížený o hodnotu závazků. Tyto metody ocenění jsou vhodné pro oceňování investičních společností a společností holdingového typu, tedy společností, jejichž hlavní činnost spočívá v držbě aktiv, nejčastěji finančních nebo realitních.

1.4 Použité přístupy a postup ocenění

Jako nejvhodnější postup ocenění jsme vzhledem k ocenění na základě premisy nepřetržitého trvání Odštěpované části a její omezené srovnatelnosti s obchodovanými společnostmi zvolili výnosový přístup, konkrétně metodu diskontovaných peněžních toků celkovému kapitálu, která umožňuje zohlednit veškerá specifika Odštěpované části.

2 Analýza české ekonomiky

2.1 Základní charakteristika

Česká republika představuje malou otevřenou tržní ekonomiku se solidní dynamikou růstu, která netrpí nadměrnými vnitřními, vnějšími či finančními nerovnováhami. Životní úroveň dosahuje 83 % průměru EU měřeno HDP na obyvatele podle parity kupní síly. Průměrné tempo růstu HDP za poslední dvě dekády činí 2,5 %.

Podle sektorového hlediska má na tvorbě hrubé přidané hodnoty dominantní podíl sektor služeb (60 %), podíl průmyslu činí 32 %, podíl stavebnictví 6 %.

Klíčovou roli ve vývoji ekonomiky hraje zahraniční obchod. Podíl vývozu zboží a služeb na HDP dosahuje 83 % a stále se zvyšuje. Hlavními obchodními partnery jsou země EU: Německo, Slovensko, Polsko a Rakousko.

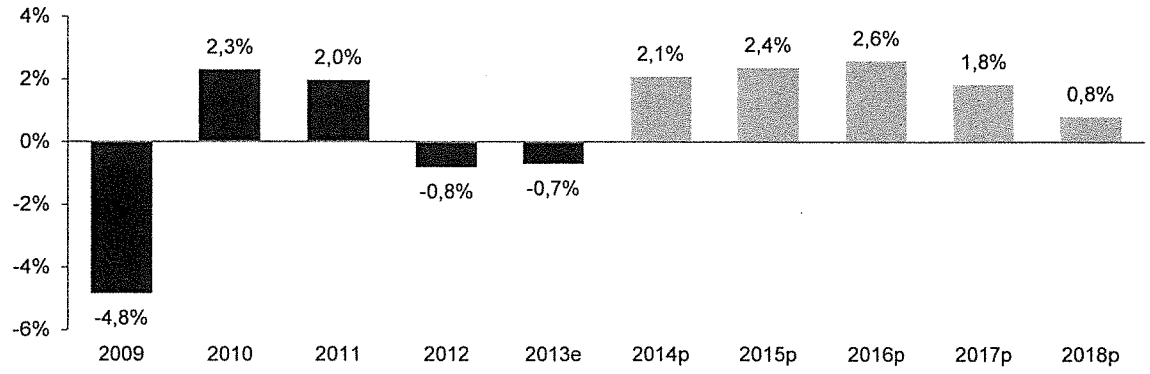
Stabilní makroekonomická situace a relativně nízké zadlužení vládního sektoru se odráží v příznivém ratingu. Standard & Poor's hodnotí dlouhodobé závazky České republiky v lokální měně známkou AA, Fitch Ratings známkou AA-, agentura Moody's známkou A1.

2.2 Hospodářský růst

V průběhu roku 2013 se ekonomická situace v České republice postupně zlepšovala a ekonomika vystoupila z recese. Nicméně za celý rok 2013 se HDP snížil o 0,7 procenta. Primárním impulsem ke zlepšení situace byl růst zahraniční poptávky, který se promítl do růstu vývozu. Postupně se přidala také domácí poptávka, spotřební výdaje domácností, vlády a investiční výdaje firem. S tímto vývojem koresponduje situace v jednotlivých sektorech ekonomiky, oživení ekonomiky se nejdříve projevilo v exportně orientovaných odvětvích zpracovatelského průmyslu.

V roce 2014 ekonomický růst dále akceleroval především díky růstu domácí poptávky podporované zlepšením situace na trhu práce a uvolněnou měnovou a fiskální politikou. Nicméně postupně se vytrácí pozitivní impuls přicházející ze zahraničí, v klíčových zemích eurozóny hospodářský růst opět zpomalil. HDP by se měl v roce 2014 zvýšit o 2,2 %. Míra nezaměstnanosti by díky tomu měla klesnout na 6,1 % ze 7,0 % v roce 2013.

Graf 1: Reálný růst HDP v ČR



Zdroj: ČSÚ, Deloitte
Poznámka: e – odhad, p – předpověď

2.3 Inflace

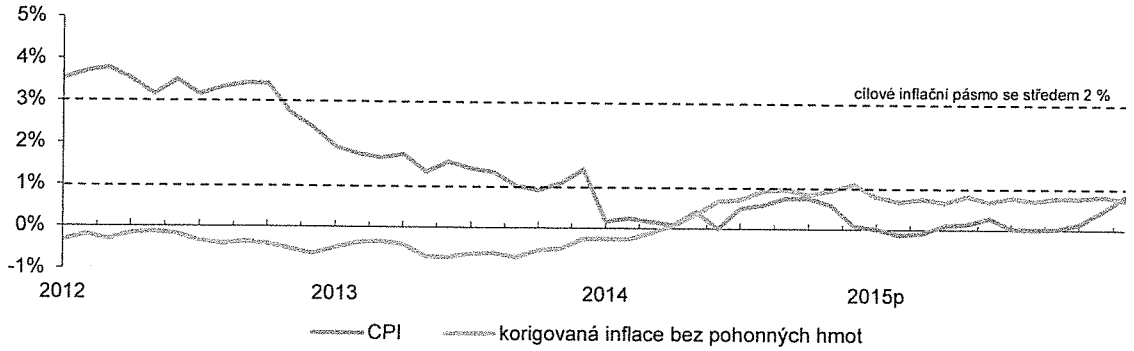
V roce 2013 čelila česká ekonomika rostoucímu riziku deflace. Měřeno jádrovou inflací, deflace již ve skutečnosti začala v polovině roku 2009 a trvá nepřetržitě téměř šest let. Zásadním faktorem byla slabá

domácí poptávka, resp. existence mezery výstupu (rozdíl mezi skutečným a potenciálním HDP). V průběhu loňského roku se však přidávaly další dezinflační faktory, zejména klesající ceny výrobců v jednotlivých odvětvích, pokles cen nerostných surovin a klesající inflace v zahraničí. Meziroční inflace ve spotřebitelských cenách klesla na konci roku 2013 na 1,4 %, zatímco na konci roku 2012 činila 2,4 %.

Pokles cen elektřiny a pomalejší růst ostatních regulovaných cen potom vedly k tomu, že na začátku roku 2014 inflace ve spotřebitelských cenách klesla na 0,2 %. Zesílilo také dezinflační riziko v eurozóně, resp. ostatních členských zemích EU.

Přímý dopad oslabení kurzu koruny a zotavení domácí poptávky ovšem převážily dezinflační faktory a vedly ke zvýšení inflace v průběhu roku 2014. V závěru roku se ovšem projevil výrazný pokles cen ropy na světových trzích a snížení cen potravin v souvislosti s příznivými klimatickými podmínkami a nadprůměrnou sklizní základních zemědělských plodin. Inflace na konci roku 2014 kvůli těmto faktorům klesla na 0,1 %. V blízkosti nuly se bude pohybovat po většinu roku 2015 a k 2% inflačnímu cíli by se měla vracet až v roce 2016.

Graf 2: Inflace v ČR



Zdroj: ČSÚ, Deloitte
Poznámka: p – předpověď

2.4 Měnová politika

ČNB na nízkou inflaci a stoupající riziko deflace zareagovala dalším uvolněním měnových podmínek. Vzhledem k tomu, že úrokové sazby již dříve klesly téměř na nulu, musela centrální banka použít jako nástroj měnové politiky oslabení kurzu koruny. V listopadu 2013 ČNB vyhlásila asymetrický kurzový závazek, který udržuje kurz koruny nad úrovní 27 Kč/euro. Podle aktuálního vývoje ekonomiky a inflace a prognóz klíčových proměnných je nyní pravděpodobné, že tuto mimořádnou formu měnové politiky opustí až v roce 2016.

Teprve po ukončení kurzového závazku začne ČNB zvyšovat úrokové sazby. Načasování a rychlost zpřísnění měnové politiky bude reflektovat vývoj inflace a HDP, resp. prognózy těchto ukazatelů.

2.5 Vnější bilance

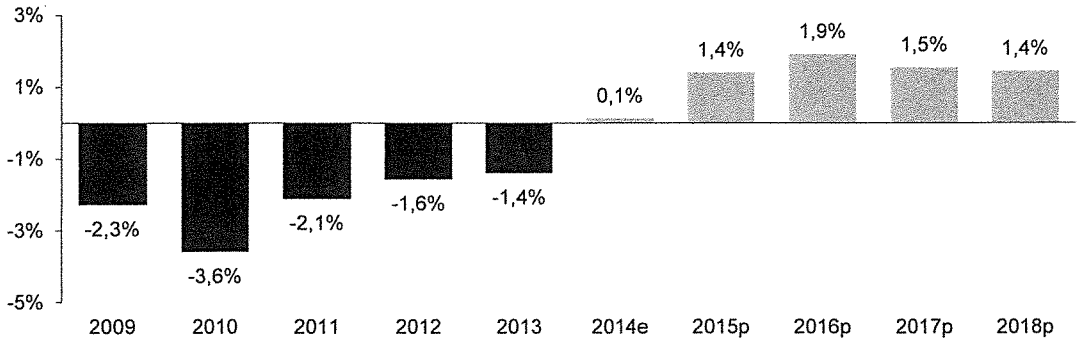
Obrat v ekonomickém vývoji eurozóny k lepšímu a rostoucí konkurenceschopnost české ekonomiky se v roce 2013 projevil postupnou akcelerací růstu vývozu. Celkový objem vývozu stoupl o 2,2 %. Pomalejší zotavení domácí poptávky vedlo k tomu, že objem dovozu vzrostl jen o 0,7 %. Obchodní bilance (v národním pojetí) díky tomu dosáhla rekordně vysokého přebytku 106,5 mld. Kč.

V roce 2014 pozitivní tendence dále zesílily a postupně by se projevoval také vliv slabšího kurzu koruny na konkurenceschopnost vývozu. V roce 2014 by se měl vývoz zvýšit o 13 %, dovoz o 11 % a kladné saldo obchodní bilance se dále zvýší.

Díky tomu by se mělo změnit znaménko celkové bilance běžného účtu platební bilance, poprvé od roku 1993 by měla být kladná. V roce 2013 dosáhl schodek běžného účtu 1,4 % HDP, v roce 2014 by měl běžný účet dosáhnout přebytku ve výši 0,1 %.

Zahraniční dluh České republiky v roce 2013 stoupl na 67 % HDP z 60 % v roce 2012. Podíl krátkodobého dluhu však zůstává nízký, v roce 2013 činil 38 %. Zároveň se díky intervenci ČNB na devizovém trhu zvýšily devizové rezervy a jejich krytí dovozu zboží a služeb.

Graf 3: Běžný účet platební bilance ČR



Zdroj: ČNB, Deloitte
Poznámka: e – odhad, p – předpověď

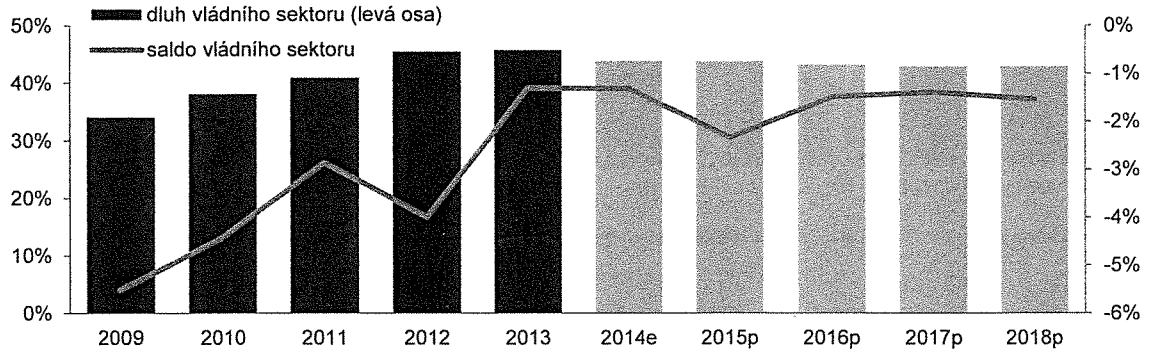
2.6 Fiskální politika

Veřejné finance prošly v letech 2010–2013 výraznou fiskální konsolidací, při které klesl deficit sektoru vládních institucí z 5,5 % HDP na 1,3 % v roce 2013. Primární bilance, která nezahrnuje náklady na dluhovou službu, dokonce dosáhla poprvé od roku 1993 kladné bilance. Dluh vládního sektoru na konci roku 2013 činil 45,7 %. Příznivému vývoji ve fiskální oblasti odpovídá příznivé ratingové hodnocení České republiky a nízké hodnoty CDS spreadů.

V roce 2014 si Česká republika udržela příznivou bilanci veřejných financí a schodek vládního sektoru by měl být zhruba stejný jako v předchozím roce. Pro rok 2015 ovšem vláda připravila expanzivní fiskální politiku s prohloubením deficitu na 2,3 % HDP. Podílet se na tom bude zvýšení výdajů i snížení daňových příjmů. V průběhu loňského roku vláda prosadila zavedení třetí, snížené sazby DPH a některé další změny v daňovém systému.

V následujících letech ovšem vláda zamýšlí snížení schodku. Příznivou informací z pohledu stability veřejných financí by bylo přijetí ústavního zákona o rozpočtové odpovědnosti („dluhové brzdy"), jehož příprava je nyní v legislativním procesu.

Graf 4: Vývoj salda státního rozpočtu a státního dluhu (ESA 2010, % HDP)



Zdroj: ČSÚ, Deloitte
Poznámka: e – odhad, p – předpověď

2.7 Závěr analýzy

Česká ekonomika nyní představuje stabilní tržní ekonomiku s mírným ekonomickým růstem. Ve srovnání s ostatními zeměmi je její komparativní výhodou stabilní, nízká inflace, minimální vnější nerovnováha a stabilita finančního sektoru. Fiskální situace je také relativně příznivá. Ke zlepšení ratingu bude ovšem nutné výrazněji zvýšit výkon ekonomiky a životní úroveň. Dlouhodobý vývoj ekonomiky ovlivní demografický vývoj, konkrétně fenomén stárnutí populace. Otevřenou otázkou zůstává přijetí eura.

3 Analýza trhu

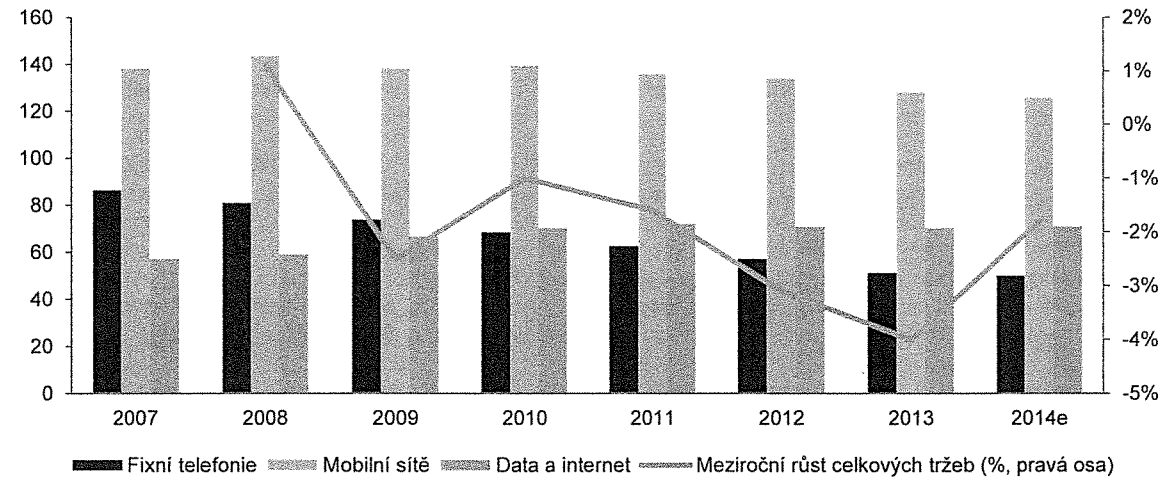
Odštěpovaná část byla k Datu ocenění součástí O2 Czech Republic a.s. (dále také „O2"), vertikálně integrovaného poskytovatele telekomunikačních služeb, v rámci kterého poskytuje služby operátora pevné a mobilní telekomunikační sítě.

Trh telekomunikací je specifický vzhledem k regulaci řady služeb na jedné straně a dynamickému vývoji charakteru těchto služeb na straně druhé. Vzhledem k tomu, že jsme z veřejně dostupných zdrojů dohledali pouze omezené množství relevantních informací o poskytování přístupu k pevné a mobilní telekomunikační síti na samostatné bázi, zabýváme se v této části analýzou současné situace a předpokládaného budoucího vývoje odvětví telekomunikačních služeb jako celku, a to v České republice a Evropské unii.

3.1 Trh telekomunikačních služeb v Evropě

Dle poslední dostupné výroční zprávy Evropské asociace telekomunikačních operátorů (ETNO, z angl. *European Telecommunications Network Operators' Association*), mezi jejíž členy patří 13 z 20 největších evropských telekomunikačních společností, dosáhnou celkové tržby na evropském trhu telekomunikačních služeb v roce 2014 výše přibližně 246 miliardy eur, což odpovídá 1,8% poklesu oproti hodnotě roku 2013. Ve srovnání s předchozími dvěma lety se jedná o zpomalení propadu, tento fakt nicméně nemění nic na tom, že tržby dlouhodobě klesají, a i v předkrizovém roce 2008, kdy byla naposledy zaznamenána pozitivní hodnota této metriky, se růst pohyboval na úrovni pouze 1,1 %. Jediným segmentem, který v současné době nevykazuje pokles, je Data a internet. Ten má podle ETNO v roce 2014 mírně vzrůst.

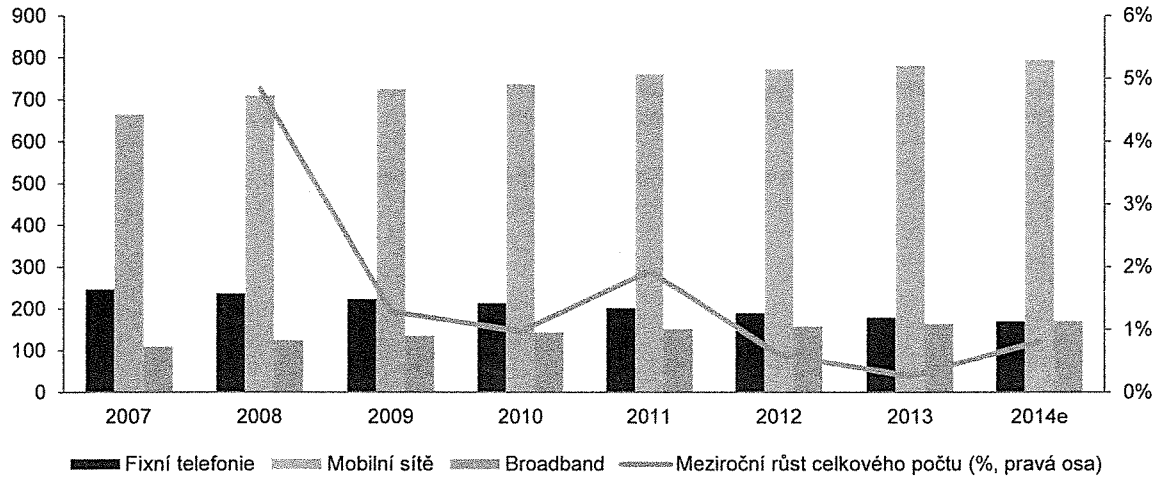
Graf 5: Vývoj tržeb na telekomunikačním trhu v Evropě, miliardy eur



Zdroj: ETNO
Poznámka: včetně Turecka, mimo Rusko, Ukrajinu a Gruzii; e – odhad

Zatímco se odvětví po většinu sledovaného období potýkalo s kontinuálním propadem tržeb, počet zákazníků mírným tempem rostl. Tento trend je tažen primárně nárůstem počtu zákazníků v segmentu mobilní telefonie. Nejdynamičtějším segmentem jsou v tomto ohledu broadbandové přípojky, jejichž počet v posledních třech letech rostl přibližně o 4 % ročně. V opačné situaci se nachází segment fixní telefonie, který se kontinuálně propadá.

Graf 6: Vývoj počtu zákazníků na telekomunikačním trhu v Evropě, miliony



Zdroj: ETNO
Poznámka: včetně Turecka, mimo Rusko, Ukrajinu a Gruzii; e – odhad

Výše popsané trendy, tedy pokračující stagnace nebo přímo propad tržeb na jedné straně a mírný nárůst počtu zákazníků na straně druhé, dokládají zásadní změny, kterými v současné době telekomunikační trh prochází. Fixní telefonie je zjevně formátem, který bude i nadále ztrácet na důležitosti s tím, jak zákazníci přecházejí na neomezené mobilní tarify a VoIP telefonii, což platí jak pro domácnosti a jim dostupné komunikační protokoly (Skype, rodina komunikačních produktů firmy Google nebo FaceTime od společnosti Apple), tak pro korporátní sektor.

Mobilní telefonie a broadband jsou naopak sektory, ve kterých lze na základě růstu počtu zákazníků očekávat pozitivní vývoj. Toto platí zejména pro broadband, jelikož přenos dat v mobilní síti pokračuje v růstu. Tento růst je mimo jiné tažen technologickou změnou, tedy postupným rozšiřováním smartphonů a tabletů, a také rostoucím počtem uživatelů internetových obchodů a sociálních sítí a rozšiřující se nabídkou internetového obsahu.

Zatímco vývoj počtu zákazníků nasvědčuje růstu telekomunikačního segmentu, hodnoty tržeb tomu zatím příliš neodpovídají. Například průměrný roční výnos na uživatele (ARPU)[2] v segmentu mobilní telefonie se dle ETNO v rozmezí let 2008 a 2014 propadl přibližně o 25 %. Toto je, alespoň v evropském kontextu, důsledkem zostřeného konkurenčního boje mezi jednotlivými poskytovateli telekomunikačních služeb a zvýšené pozornosti, které se tomuto odvětví dostává ze strany Evropské komise a národních regulátorů trhu. Otázkou zůstává, nakolik lze stagnační tendence v telekomunikačním odvětví očekávat i do budoucna. Jistý prostor pro růst skýtá například poskytování služeb domácnostem na bázi bundlingu[3] či zvýšený zájem společností o služby spojené s VoIP a broadbandem vyplývající z postupného přechodu k digitální ekonomice.

Výše zmíněné strukturální změny v poptávce po telekomunikačních produktech vyžadují odpovídající investice do infrastruktury. Úroveň těchto investic se ve sledovaném období držela na přibližně stejné úrovni na 47 miliardách euro v roce 2008 a 46,8 miliardách euro v roce 2013.

Majorita fixního broadbandu je dle ETNO zabezpečována technologiemi na bázi xDSL (72,2 % počtu přípojek) a kabelovými modemy (18,7 %), přičemž xDSL zaznamenává mírnější růst než kabelové a FTTH/B připojení. Růst mobilního broadbandu je v porovnání s fixním silnější, a to jak v případě 3G uživatelů, jejichž počet už v roce 2009 poprvé překonal počet fixních broadbandových přípojek a v současné době se pohybuje na úrovni 391,2 milionu uživatelů, tak v případě 4G sítí, které byly v Evropě poprvé masově dostupné v roce 2013 a které má ke konci roku 2014 užívat 65,5 milionu zákazníků.

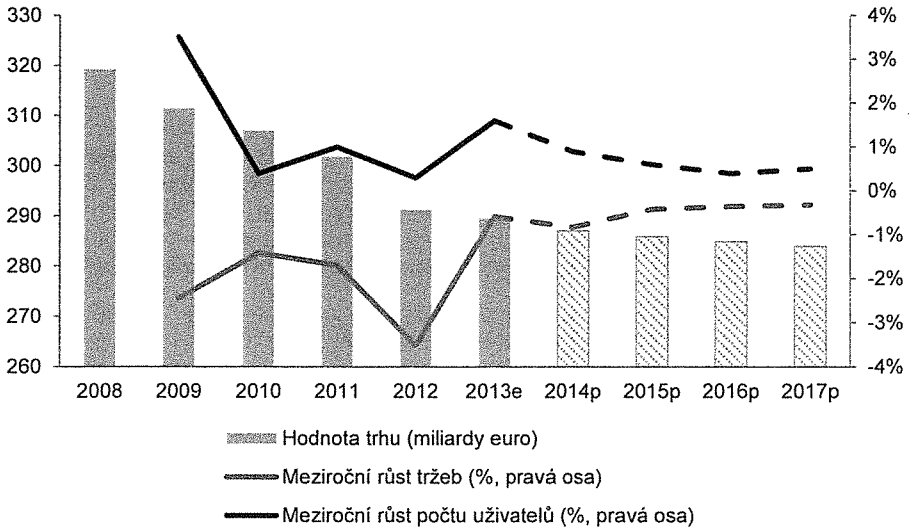
Dle výzkumu společnosti Marketline budou tržby na evropském telekomunikačním trhu pokračovat v poklesu, zatímco počet uživatelů mírně poroste. Pozvolný pokles tržeb v oblasti hlasových služeb bude tlačen novou konkurencí pro zavedené hráče z řad virtuálních operátorů a poskytovatelů VoIP služeb.

---

[2] z angl. *Average Revenue Per User*
[3] Takzvaný double-, triple- a quadruple-play, tedy sdružení několika podobných služeb, například mobilní a fixní telefonie, broadbandu a televize či přístupu do databank streamované hudby a videa, do jednoho balíčku poskytovaného jediným telekomunikačním operátorem.

Růstové tendence tak lze vzhledem k výše zmíněnému očekávat zejména v sektoru přenosu dat a internetu; EIU pro období 2015–2019 předpokládá průměrnou roční míru růstu počtu uživatelů internetu na úrovni 2,2 %. Pokračující liberalizace trhu bude vzhledem k nízké diferenciaci telekomunikačních produktů a snižování bariéry (potažmo nákladů) na změnu poskytovatele hrát rozhodující roli. Zavedené společnosti budou profitovat ze zachycení koncových zákazníků prostřednictvím bundlingu produktů, které budou koncovému zákazníkovi nabízeny za zvýhodněných podmínek.

Graf 7: Hodnota evropského telekomunikačního trhu a vývoj počtu zákazníků



Zdroj: Marketline
Poznámka: e – odhad, p – předpověď

3.2 Regulatorní prostředí v Evropě

Kromě poptávkových faktorů typu postupného přechodu zákazníků evropských telekomunikačních společností od fixní k mobilní telefonii jsou klesající tržby na trhu telekomunikací způsobeny pokračující liberalizací a sjednocováním tohoto trhu v prostoru Evropské unie v rámci Digitální agendy pro Evropu.

Dle studie zpracované poradenskou společností BCG pro ETNO klesaly investice do telekomunikační infrastruktury v zemích EU během posledních pěti let průměrně o 2 % za rok. Tento trend je spojen s klesajícími tržbami v telekomunikačním odvětví a lze očekávat, že v období 2014–2018 bude dále pokračovat. Zdrojem tohoto negativního vývoje jsou dle autorů studie zejména zásahy evropských a národních regulátorů, a to v oblasti virtuálních operátorů a alokace mobilních pásem, a nejednotnost regulace obecně. Trend poklesu investic je částečně vyvažován požadavky regulátorů ohledně rozvoje sítí nové generace.

Kvalita regulatorního rámce je hodnocena i ve studii poradenské společnosti Ecorys vypracované pro Evropskou komisi, která se zabývá dosavadními výsledky liberalizace telekomunikačního trhu a jejím budoucím vlivem na tento trh v Evropě. Autoři se v ekonomické části studie zaměřili na vyčíslení vlivu regulace na telekomunikační společnosti na jedné straně a na jejich zákazníky na straně druhé. Výsledkem studie je zjištění, že regulace fixní telefonie pozbývá pro období blízké budoucnosti relevance, tento trh je totiž v současné době dostatečně konkurenční, mimo jiné díky konkurenci VoIP služeb ze strany nových operátorů. Regulace je dle autorů studie nicméně nadále nutná například v oblasti LLU[4] (umožnění přístupu alternativních operátorů k „poslední míli" sítě) a velkoobchodního prodeje broadbandových služeb.

3.3 Trh telekomunikačních služeb v České republice

Trh telekomunikačních služeb v České republice do značné míry kopíruje vývoj svého evropského protějšku. Fixní telefonie je v současné době méně významným segmentem tohoto trhu, což souvisí s poměrně silnou mírou zastoupení mobilní telefonie. Mobilní telekomunikace jsou největším, silně

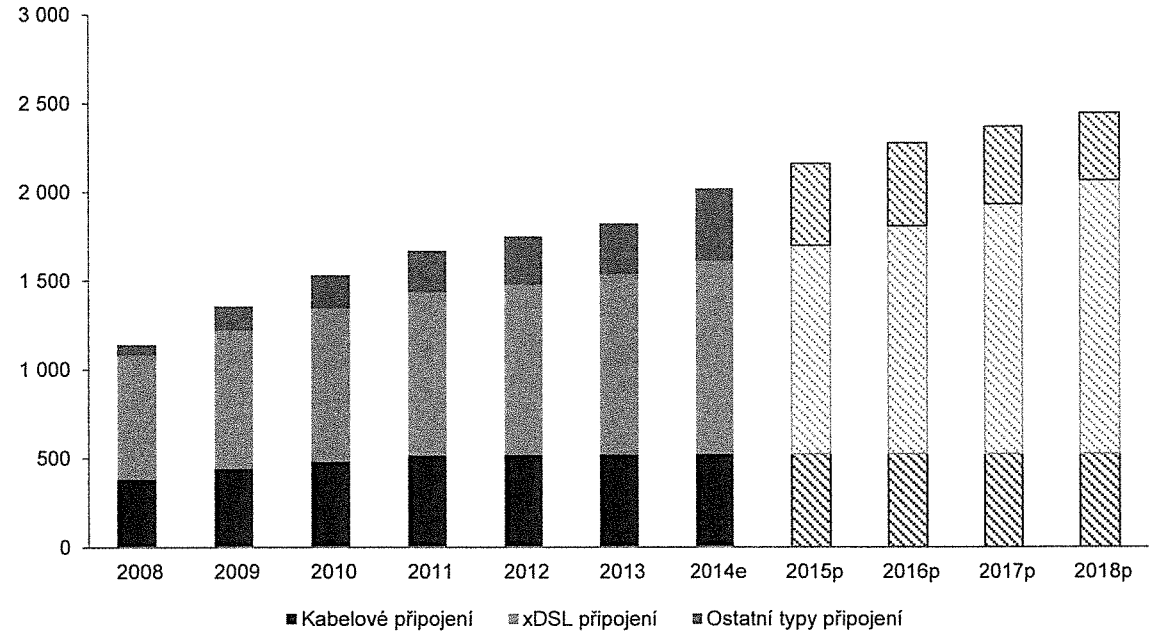
[4] z angl. *Local Loop Unbundling*

saturovaným segmentem telekomunikačního trhu. Dle EIU připadalo v roce 2014 na 100 obyvatel 139 účastníků. Tato hodnota má dále vzrůst na 145 účastníků v roce 2019. Největšími poskytovateli mobilních služeb jsou T-Mobile Czech Republic a.s. (dceřiná společnost Deutsche Telekom, dle Zadavatele 39,9 % trhu), O2 Czech Republic a.s. (vlastněna skupinou PPF, 38,6 % trhu) a Vodafone Czech Republic a.s. (21,5 % trhu). Hlavním trendem na tomto trhu je pokračující liberalizace, která se projevuje zejména příchodem nové konkurence zavedeným společnostem ze strany virtuálních operátorů. Situace na trhu byla zásadním způsobem změněna uvedením nových tarifů, postavených na fixní ceně za neomezenou mobilní telefonii a SMS zprávy. Z technického hlediska byl hlavní událostí roku 2013 pilotní provoz 4G sítí, na který navazovala aukce síťových frekvencí. Rozšiřování pokrytí 4G sítí bude urychleno díky dohodě mezi O2 a T-Mobile o sdílení sítí. Ke konci roku 2014 bylo 3G a 4G sítěmi pokryto 93 % populace České republiky.

Vývoj trhu v oblasti fixní telefonie je od roku 2008 negativní. Počet přípojek v období mezi roky 2008 a 2013 klesl téměř na polovinu, tj. na 12,5 přípojky na 100 obyvatel. Dle EIU lze očekávat zpomalení tohoto propadu, a to zejména z toho důvodu, že stávající zákaznická báze je tvořena povětšinou staršími lidmi, kteří k jiným technologiím migrovat nebudou. Tato stabilní část zákaznické báze se podepíše na tom, že v roce 2019 bude stále připadat 6,6 fixních přípojek na 100 obyvatel. Nelze zároveň spoléhat na to, že by tržby z mobilní telefonie vyvážily propad tržeb z fixních přípojek, mobilní trh je totiž do značné míry saturován. Většinu na trhu v současné době drží společnost O2, jejíž pozice je nicméně ohrožována nástupem nových účastníků trhu a nových technologií na bázi OTT.[5]

Počet uživatelů internetu v České republice v souladu s evropskými trendy kontinuálně roste, přičemž tento růst je tlačen zejména rostoucí počítačovou gramotností a zvyšující se dostupností IT technologií umožňujících přístup k internetu.

Graf 8: Počet internetových přípojek v ČR, tisíce



Zdroj: EIU
Poznámka: e – odhad, p – předpověď

Trojice výše zmíněných velkých telekomunikačních společností, které poskytují datové služby a přístup k internetu prostřednictvím xDSL a mobilní sítě, je v této oblasti doplněna společností UPC Česká republika, s.r.o., která poskytuje komplexní služby na své vlastní kabelové síti a která je aktivní i na trhu fixní telefonie. Specifikem českého telekomunikačního trhu je relativně silné zastoupení internetového připojení na bázi bezdrátových sítí (Wi-Fi).[6]

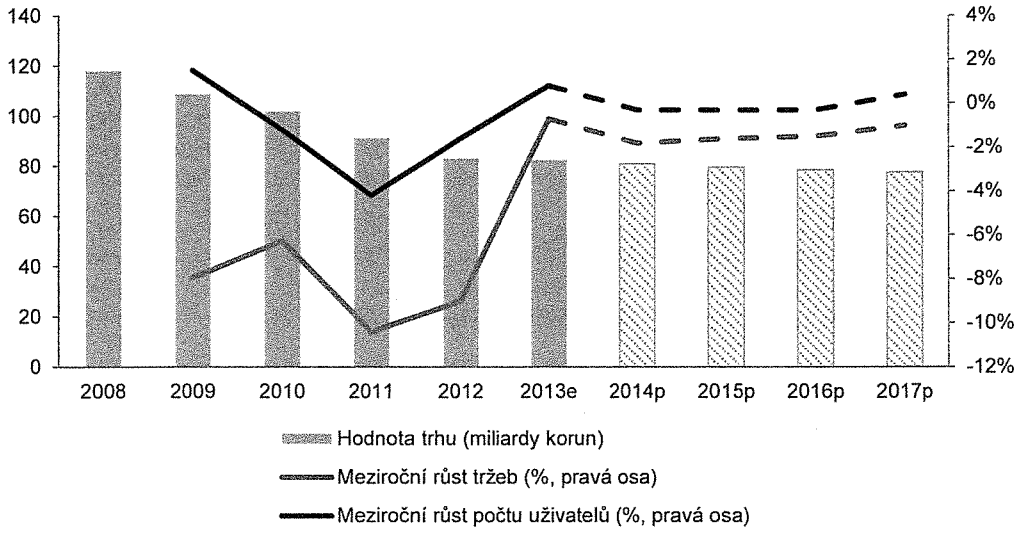
Trh telekomunikací v České republice se bude dle Marketline v souladu se zbytkem Evropy nadále smršťovat, v období 2014–2017 v průměru o 1,5 % ročně. Počet zákazníků zůstane takřka neměnný.

---

[5] OTT, z angl. *Over-The-Top content*, označuje způsob doručování mediálního obsahu přímo zákazníkovi prostřednictvím internetu, a to bez zapojení dalšího zprostředkovatele (jako např. provozovatele kabelové televize).
[6] z angl. *Wireless Fidelity*

Negativní vývoj trhu bude tlačen zejména poklesem marží spojeným s tarify s neomezeným voláním a SMS zprávami v případě mobilní telefonie, tento pokles bude ovšem kompenzován rostoucím využitím datových služeb prostřednictvím smartphone telefonů a pokračujícím přechodem zákazníků od předplacených karet ke smluvním tarifům. Neomezené tarify také uspíší migraci zákazníků od fixní k mobilní telefonii. Zastoupení 3G a 4G na celkovém počtu uživatelů mobilní telefonie bude dále růst.

Graf 9: Hodnota českého telekomunikačního trhu a vývoj počtu zákazníků



Zdroj: Marketline
Poznámka: e – odhad, p – předpověď

3.4 Závěr analýzy

Z výše uvedené analýzy je patrné, že se evropský i český telekomunikační trh nachází v tranzitivní fázi, která byla vyvolána technologickým posunem, tržní liberalizací a souvisejícím zostřením konkurence ve všech segmentech telekomunikačního trhu. Vliv těchto změn na pozici Odštěpované části bude nepřímý, lze nicméně očekávat, že se na jejím podnikání projeví, a to zejména změnou struktury poptávky ze strany telekomunikačních společností směrem od telefonie k datovým přenosům, a to jak ve fixní, tak v mobilní síti.

4 Informace o Odštěpované části

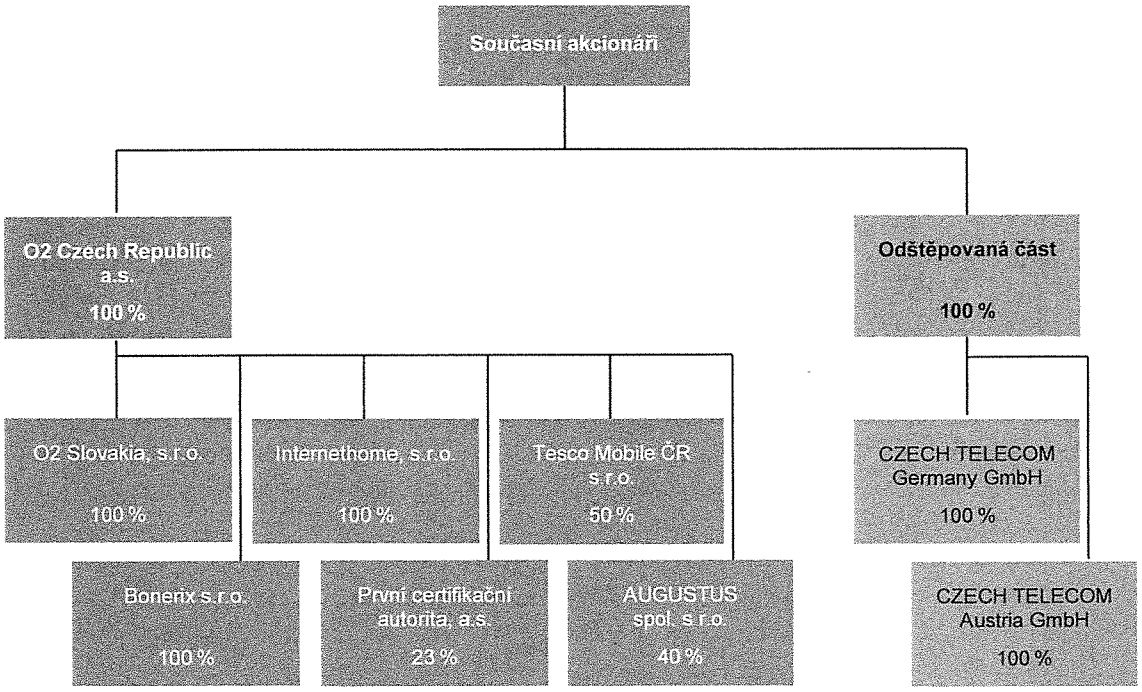
4.1 Základní údaje

Odštěpovaná část zahrnuje veškerý majetek a veškeré dluhy, které se týkají divize Infrastruktura a Velkoprodej, přičemž takto budou vymezeny v projektu rozdělení společnosti O2 odštěpením se vznikem nové společnosti. Součást Odštěpované části tvoří majetek, který je potřebný pro budoucí samostatnou činnost nástupnické společnosti (*going concern premise*), která Odštěpovanou část od rozdělované společnosti O2 převezme. Nástupnická společnost tak převezme zejména:

- pevnou veřejnou komunikační síť;
- fyzickou infrastrukturu mobilní veřejné komunikační sítě;
- datová centra;
- příslušné smlouvy a z nich vyplývající práva a povinnosti; a
- odpovídající lidské zdroje.

Konkrétně tak v důsledku odštěpení na nástupnickou společnost přejdou jako součást Odštěpované části zejména přenosové systémy, spojovací a směrovací zařízení a jiné prvky pevné a mobilní sítě s výjimkou mobilních ústředen, které umožňují přenos signálů po vedení v síti, PSTN ústředny, nadzemní a podzemní komunikační vedení těchto sítí včetně opěrných a vytyčovacích bodů podzemního komunikačního vedení, související elektrické přípojky, informační a počítačové systémy a databáze, zabezpečovací, bezpečnostní, evidenční, detekční a dohledové systémy, pozemky a budovy s výjimkou telefonní automatů a budek, kabelové rozvody v budovách, antény včetně antén rádiových zařízení, věže, anténní stožáry a jiné podpůrné konstrukce, kabelovody, potrubí a stožáry, vstupní šachty a rozvodové skříně, dieselové agregáty, chlazení, věcná břemena a další majetek včetně veškeré dokumentace nezbytný pro rozšiřování, provozování a údržbu pevné a mobilní sítě a datových center. Součástí Odštěpované části jsou dále dceřiné společnosti v Německu a Rakousku, které jsou aktivní zejména v oblasti poskytování pronájmu telekomunikačních okruhů.

Obrázek 1: Struktura O2 a Odštěpené části po odštěpení



Zdroj: Zadavatel

Hlavní aktivitou Odštěpované části bude správa fyzických telekomunikačních sítí a velkoobchodní prodej přístupu a využívání těchto sítí telekomunikačním společnostem. Odštěpovaná část bude poskytovat následující služby:

- přístup ke koncovému bodu účastníka v pevné telefonní síti a velkoobchodní služby fixního hlasu, broadbandu a IPTV;
- mobilní služby – přístup k rádiové mobilní síti včetně transportu mobilního provozu v páteřní síti;
- fixní datové služby;
- datová centra; a
- mezinárodní služby.

Odštěpovaná část byla do data odštěpení součástí O2. O2 je největším integrovaným telekomunikačním operátorem na českém trhu. Společnost provozuje pevnou a mobilní síť, poskytuje služby pevné a mobilní telefonie a datových přenosů, provozuje digitální televizi pro domácnosti a poskytuje další ICT služby korporátním zákazníkům. Je také poskytovatelem univerzální služby. Velká část aktivit O2 je subjektem regulace ze strany Českého telekomunikačního úřadu a Evropské komise.

4.2 Vybrané ukazatele O2 a Odštěpované části

Tržby O2 na konsolidované bázi zaznamenaly dlouhodobý propad, z 65 miliard v roce 2008 na 48 miliard v roce 2013, což představuje složenou roční míru růstu ve výši −5,8 %. Propad tržeb se promítnul i v provozním hospodářském výsledku před odpisy a amortizací (OIBDA, z angl. *Operating Income Before Depreciation and Amortisation*), který za sledované období klesal složenou roční mírou růstu −8,2 %, a čistém zisku, kde tato míra dosáhla −13,3 %. Průměrný měsíční výnos na zákazníka v období 2008–2013 klesal složenou roční mírou růstu −8,9 %, přičemž meziročně se v roce 2013 propadl o 16,3 %. Tento pokles byl zapříčiněn zejména pokračující liberalizací telekomunikačního trhu a s ní souvisejícím zostřením soutěže na trzích mobilní telefonie a připojení k internetu na jedné straně a technologickým zastaráváním a souvisejícím ochabnutím poptávky po některých produktech, zejména fixní telefonii, na straně druhé. Jistou roli hrála i zásadní změna služeb nabízených na trhu mobilní telefonie, tj. zavedení tarifů FREE, založených na neomezeném objemu hlasových služeb za fixní poplatek a uvedených na trh v průběhu roku 2013.

Tabulka 1: Základní konsolidované finanční ukazatele O2, mil. Kč

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Výnosy z telekomunikačních služeb	64 709	59 889	55 562	52 409	50 534	47 895
Provozní zisk před odpisy	28 312	27 076	27 380	21 790	19 781	18 477
Čistý zisk	11 628	11 666	12 280	8 684	6 776	5 695

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Aktiva	103 623	92 768	92 792	88 982	79 199	73 949
Pozemky, budovy a zařízení	63 429	57 545	56 651	51 525	46 691	41 857
Vlastní kapitál	78 168	73 879	73 176	69 097	60 574	55 749
Finanční závazky	3 196	3 131	3 024	3 061	3 031	3 004
Investice	8 088	6 489	5 664	5 856	6 366	5 673

Zdroj: Zadavatel

Nadpoloviční část aktiv O2 tvoří dlouhodobá hmotná aktiva, zejména vedení, kabely a související zařízení, pozemky, budovy a konstrukce a telekomunikační technologie a zařízení. Většina těchto aktiv přejde k datu rozdělení na Odštěpovanou část.

Tabulka 2: Rozvaha Odštěpované části ke konci roku 2014, mil. Kč

AKTIVA CELKEM	47 954	PASIVA A VLASTNÍ KAPITÁL CELKEM	47 954
Dlouhodobý majetek	41 320	**VLASTNÍ KAPITÁL**	36 661
Dlouhodobý nehmotný majetek	612	**CIZÍ KAPITÁL**	6 293
Goodwill	9 020	**Dlouhodobé závazky**	2 330
Pozemky, budovy a zařízení a investiční nemovitosti	31 604	Dlouhodobé úvěry	0
Podíly v ovládaných osobách	16	Odložený daňový závazek	2 090
Ostatní dlouhodobá finanční aktiva	68	Rezervy	236
Oběžná aktiva	1 634	Ostatní dlouhodobé závazky	4
Zásoby	27	**Krátkodobé závazky**	3 963
Pohledávky z obchodních vztahů a ostatní pohledávky	1 606	Krátkodobé úvěry	0
		Závazky z obchodních vztahů a ostatní závazky	3 930
		Krátkodobé rezervy a ostatní závazky	33

Zdroj: Zadavatel

Finanční projekce Odštěpované části pro celé projektované období zobrazuje Tabulka 4 v Příloze 2.

5 Odhad diskontní sazby

5.1 Teoretický základ a vybraná diskontní sazba

Diskontní sazba je definována jako „míra aplikovaná na veškeré budoucí příjmy pro jejich konverzi na současnou hodnotu".[7] Diskontní sazba se používá pro určení částky, kterou by investor zaplatil dnes (současná hodnota) za právo obdržet očekávaný tok plateb (např. peněžní tok) v budoucnosti.

Obecně v kontextu oceňování společností je diskontní sazba výnosovou mírou požadovanou investorem k nákupu předpokládaných výnosů (tzn. budoucích peněžních toků) s ohledem na míru rizika spojenou s dosažením těchto výnosů. Riziko je obecně definováno jako stupeň jistoty či nejistoty při realizaci předpokládaných budoucích výnosů.

Zvolená diskontní sazba musí vycházet ze stejné definice, jaká byla použita pro peněžní tok v oceňovacím modelu. Pro přehlednost níže uvádíme různé budoucí peněžní toky a příslušnou diskontní sazbu.

Tabulka 3: Standardy diskontní sazby

Základ peněžního toku	Typ diskontní sazby
Peněžní tok celkovému investovanému kapitálu	Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)[8]
Peněžní tok vlastnímu kapitálu	Náklady vlastního kapitálu

Pro ocenění nefinančních společností, u kterých je možné rozlišit provozní a finanční činnost a mezi které patří i společnosti působící v sektoru telekomunikací, se standardně užívá ocenění na bázi toků celkovému investovanému kapitálu (FCFF, z angl. *Free Cash Flow to Firm*). Tento model ocenění byl použit i v tomto znaleckém posudku.

Peněžní tok celkovému investovanému kapitálu je definován jako provozní zisk po zdanění plus odpisy a jiné nehotovostní poplatky, minus předpokládané požadavky na růst (pokles) pracovního kapitálu a požadavky na kapitálové investice.

Jako náklad celkového investovaného kapitálu se užívají průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) zahrnující náklady vlastního kapitálu i náklady cizího kapitálu dle následujícího vzorce:

$$WACC = E \times R_e + D \times R_d, \text{ kde:}$$

$WACC$ = průměrné vážené náklady kapitálu;

E = procento celkového kapitálu reprezentované vlastním kapitálem;

D = procento celkového kapitálu reprezentované cizím kapitálem;

R_e = náklady vlastního kapitálu;

R_d = náklady cizího kapitálu po zdanění.

5.2 Průměrné vážené náklady kapitálu

Sazba průměrných vážených nákladů kapitálu byla k 31. prosinci 2014 odhadnuta na 9,13 %. Předpoklady a postup stanovení tohoto odhadu jsou uvedeny v Příloze 3.

[7] Pratt & Grabowski (2014)
[8] z angl. *Weighted Average Cost of Capital*

6 Vlastní ocenění a odhad hodnoty

Pro potřeby ocenění Odštěpované části metodou diskontovaných peněžních toků bylo vycházeno z předběžných pro forma finančních výkazů Odštěpované části za rok 2014 a finanční projekce pro roky 2015 až 2025.

Peněžní toky byly odvozeny z provozního zisku. Ten byl snížen o daň z příjmů, přičemž jako daňový základ, z něhož byla daň odvozena, byl použit provozní zisk upravený o rozdíl mezi účetními a daňovými odpisy. Byla použita daňová sazba ve výši 19 %. Provozní zisk po zdanění byl následně upraven o odpisy, kapitálové investice a změnu pracovního kapitálu.[9] Těmito úpravami byly získány volné peněžní toky celkovému investovanému kapitálu.

Volné peněžní toky investovanému kapitálu byly diskontovány na hodnotu k Datu ocenění odhadnutými průměrnými váženými náklady kapitálu. Pro umístění peněžních toků v rámci jednotlivých období byla aplikována konvence středu období. Pro odhad výše peněžních toků za horizontem projekce byl použit parametrický vzorec[10] s předpokladem výnosnosti čistých investic ve výši nákladů kapitálu.

Součet diskontovaných peněžních toků za roky 2015–2025 a reziduální hodnoty po roce 2025 tvoří hodnotu investovaného kapitálu Odštěpované části. Hodnota Odštěpované části byla následně vypočtena odečtením hodnoty dluhu a dlouhodobých rezerv[11] a přičtením hodnoty neprovozních aktiv.[12]

Podrobnosti k výpočtu diskontovaných peněžních toků jsou uvedeny v Příloze 4.

Hodnota Odštěpované části k 31. prosinci 2014 byla odhadnuta na **46 900 mil. Kč.**

---

[9] Změna pracovního kapitálu byla odhadnuta na základě stavu položek pracovního kapitálu Odštěpované části k Datu ocenění a na základě předpokládaného vývoje jednotlivých položek s přihlédnutím k informacím o vývoji od Zadavatele.
[10] Koller, Goedhart a Wessels (2010), strana 227
[11] Hodnota dlouhodobých rezerv byla odhadnuta diskontováním peněžních toků plynoucích z jejich rozpouštění dle informací Zadavatele odhadnutými průměrnými váženými náklady kapitálu.
[12] Finanční investice v podobě dceřiných společností, které patří do neprovozních aktiv, byly s ohledem na jejich materialitu oceněny účetní hodnotou jejich vlastního kapitálu.

POSUDEK

Závěr

Účelem tohoto znaleckého posudku je ocenění odštěpované části jmění společnosti O2 Czech Republic a.s. k 31. prosinci 2014, která má přejít na nástupnickou společnost, v souladu s § 254 zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, ve znění pozdějších předpisů.

Standard hodnoty použitý při tomto ocenění odpovídá tržní hodnotě (*market value*) dle Mezinárodních oceňovacích standardů. Odštěpovaná část byla oceněna na základě premisy jejího nepřetržitého trvání (*going concern premise*) metodou diskontovaných peněžních toků celkovému investovanému kapitálu.

Hodnota Odštěpované části k 31. prosinci 2014 byla odhadnuta ve výši:

46 900 mil. Kč

Hodnota Odštěpované části přesahuje součet jmenovitých hodnot akcií nástupnické společnosti, která vznikne v důsledku plánovaného rozdělení a na kterou má přejít Odštěpovaná část. Uvedené akcie nástupnické společnosti mají být vydány pro akcionáře O2 a součet jejich jmenovitých hodnot, tj. částka ve výši 3 102 mil. Kč, bude odpovídat výši základního kapitálu nástupnické společnosti.

Znalecká doložka

Znalec prohlašuje, že si je vědom následků vědomě nepravdivého znaleckého posudku, a to ve smyslu § 127a zákona č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád, v platném znění.

Znalecký posudek vypracovala společnost Deloitte Advisory s.r.o. jako ústav kvalifikovaný pro znaleckou činnost, jmenovaný rozhodnutím ministra spravedlnosti ze dne 1. února 2010, č. j.: 189/2009-OD-ZN a zapsaný do prvního oddílu seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika, odvětví finanční řízení podniku, oceňování podniku a jeho částí včetně nehmotných aktiv, účetnictví, pojistná matematika, transferové ceny, posouzení a vymezení činností výzkumu a vývoje pro účely uplatnění v dotačních programech a uplatnění daňových úlev.

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 336-2015 znaleckého deníku.

Otisk kulaté pečetě

V Praze dne 20. února 2015

Ing. Josef Kotrba, Ph.D.
Jednatel

Přílohy – DŮVĚRNÉ

Příloha 1 – Jmenování znalce

Toto rozhodnutí nabylo právní moci: 4/11/2014

výrok: dne: / /

V Praze dne: 3/11/2014

10 Nc 46/2014-4

USNESENÍ

Obvodní soud pro Prahu 4 rozhodl samosoudcem Lubomirem Novákem ve věci navrhovatele společnosti O2 Czech Republic a.s. IČ 60193336 se sídlem Praha 4, Za Brumlovkou 266/2 a účastníka Deloitte Advisory s.r.o. IČ 27582167 se sídlem Praha 8, Karolinská 654/2, k návrhu na jmenování znalce,

takto:

Podle § 28 písm. a) zákona č. 125/2008 Sb. o přeměnách obchodních společností a družstev, soud jmenuje společnost Deloitte Advisory s.r.o. IČ 27582167 se sídlem Praha 8, Karolinská 654/2 PSČ 186 00,. zapsanou v obchodním rejstříku vedeném městským soudem v Praze sp.zn. C 113225, znalcem pro ocenění části jmění navrhovatele, t.j. společnosti O2 Czech Republic a.s. IČ 60193336 se sídlem Praha 4-Michle, Za Brumlovkou 266/2 PSČ 140 22, zapsané v obchodním rejstříku vedeném městským soudem v Praze sp.zn. B 2322, která má při rozdělení formou odštěpení přejít na nástupnickou společnost navrhovatele.

Proti usnesení lze do 15 dnů od jeho doručení podat u zdejšího soudu odvolání.

V Praze dne 10.10.2014

JUDr. Lubomír Novák, v.r.
samosoudce

Za správnost vyhotovení:
Dana Kolihová

Ověřovací doložka konverze na žádost do dokumentu v listinné podobě

Ověřuji pod pořadovým číslem **104461_005023**, že tento dokument v listinné podobě, který vznikl převedením z dokumentu obsaženého v datové zprávě, skládajícího se z **1** listů, se shoduje s obsahem dokumentu, jehož převedením vznikl.

Autorizovanou konverzí dokumentu se nepotvrzuje správnost a pravdivost údajů obsažených v dokumentu a jejich soulad s právními předpisy.

Vstupující dokument obsažený v datové zprávě byl opatřen zaručenou elektronickou značkou založenou na kvalifikovaném systémovém certifikátu vydaném akreditovaným poskytovatelem certifikačních služeb a platnost zaručené elektronické značky byla ověřena dne 04.02.2015 v 09:33:01. Zaručená elektronická značka byla shledána platnou (dokument nebyl změněn) a ověření platnosti kvalifikovaného systémového certifikátu bylo provedeno vůči seznamu zneplatněných kvalifikovaných systémových certifikátů vydanému k datu 04.02.2015 08:26:02. Údaje o zaručené elektronické značce: číslo kvalifikovaného certifikátu **19 8E 37**, kvalifikovaný certifikát byl vydán akreditovaným poskytovatelem certifikačních služeb **PostSignum Qualified CA 2, Česká pošta, s.p. [IČ 47114983]** pro podepisující osobu (označující osobu) **Obvodní soud pro Prahu 4, Obvodní soud pro Prahu 4 [IČ 00024414]**. Elektronická značka byla označena platným časovým razítkem, založeným na kvalifikovaném certifikátu vydaném akreditovaným poskytovatelem certifikačních služeb. Platnost časového razítka byla ověřena dne 04.02.2015 v 09:33:01. Údaje o časovém razítku: datum a čas **16.10.2014 14:31:58**, číslo kvalifikovaného časového razítka **1D 4C BE 48**, kvalifikované časové razítko bylo vydáno akreditovaným poskytovatelem certifikačních služeb **ACAeID2 - Qualified Root Certificate (kvalifikovaný systémový certifikát kořenové CA), eIdentity a.s.**.

Vystavil: **Česká pošta**
Pracoviště: **Praha 46**
Vyskočilova 1100/2, Praha, 14000 dne **04.02.2015**

Jméno, příjmení a podpis osoby, která autorizovanou konverzi dokumentu provedla:
Jaroslava Mikešová

Otisk úředního razítka:

69404721-119784-150204093208

Poznámka:
Kontrolu této ověřovací doložky lze provést v centrální evidenci ověřovacích doložek přístupné způsobem umožňujícím dálkový přístup na adrese https://www.czechpoint.cz/overovacidolozky.

Příloha 2 – Finanční projekce Odštěpované části

Dle finanční projekce Odštěpované části lze očekávat pozvolný nárůst tržeb spojený s mírně rychlejším nárůstem nákladů, hrubá marže Odštěpované části tak bude v období 2015–2025 klesat. Provozní zisk nicméně vykazuje v tomto období pozitivní trend, a to převážně díky poklesu objemu fixních aktiv a odpovídajícímu propadu na straně odpisů. Provozní zisk se po roce 2021 stabilizuje zhruba na úrovni 4,9 mld. Kč. Přehled finanční projekce zobrazuje Tabulka 4.

Tabulka 4: Pro forma výkaz zisku a ztráty Odštěpované části za rok 2014 a finanční projekce odštěpované části na roky 2015–2025

mil. Kč	pro forma											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Výnosy	**18 875**	**18 863**	**20 411**	**21 986**	**22 913**	**23 375**	**23 682**	**23 897**	**24 043**	**24 145**	**24 216**	**24 268**
Růst výnosů (%)		*-0,1 %*	*8,2 %*	*7,7 %*	*4,2 %*	*2,0 %*	*1,3 %*	*0,9 %*	*0,6 %*	*0,4 %*	*0,3 %*	*0,2 %*
Náklady na prodej	6 191	7 026	8 899	10 658	11 661	12 152	12 491	12 724	12 911	13 063	13 149	13 226
Hrubá marže	**12 684**	**11 837**	**11 511**	**11 328**	**11 252**	**11 222**	**11 192**	**11 173**	**11 132**	**11 083**	**11 067**	**11 042**
Hrubá marže (%)	*67,2 %*	*62,8 %*	*56,4 %*	*51,5 %*	*49,1 %*	*48,0 %*	*47,3 %*	*46,8 %*	*46,3 %*	*45,9 %*	*45,7 %*	*45,5 %*
Provozní náklady	4 151	4 080	3 803	3 590	3 442	3 409	3 362	3 320	3 246	3 187	3 172	3 131
Ostatní náklady (+) a výnosy (−)	75	62	83	34	0	0	0	0	0	0	0	0
Provozní zisk před odpisy (OIBDA)	**8 458**	**7 694**	**7 626**	**7 704**	**7 810**	**7 813**	**7 829**	**7 854**	**7 886**	**7 895**	**7 894**	**7 912**
OIBDA marže (%)	*44,8 %*	*40,8 %*	*37,4 %*	*35,0 %*	*34,1 %*	*33,4 %*	*33,1 %*	*32,9 %*	*32,8 %*	*32,7 %*	*32,6 %*	*32,6 %*
Odpisy	7 274	6 458	5 616	4 539	3 678	3 355	3 101	2 985	2 985	2 985	2 985	2 985
Provozní zisk (EBIT)	**1 184**	**1 236**	**2 010**	**3 165**	**4 132**	**4 458**	**4 728**	**4 869**	**4 901**	**4 910**	**4 909**	**4 927**
EBIT marže (%)	*6,3 %*	*6,6 %*	*9,8 %*	*14,4 %*	*18,0 %*	*19,1 %*	*20,0 %*	*20,4 %*	*20,4 %*	*20,3 %*	*20,3 %*	*20,3 %*

Zdroj: Zadavatel, analýza Deloitte

Příloha 3 – Odhad diskontní sazby

Náklady vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu byly odhadnuty na základě standardně používaného modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM, z angl. *Capital Assets Pricing Model*). CAPM vychází z konceptu, že investor bude požadovat navýšení předpokládaného výnosu z jím zamýšlené investice o prémii nad dosažitelný výnos z bezrizikových cenných papírů. Rovnici CAPM používanou pro ocenění lze vyjádřit jako:

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + Riziko\ A + Riziko\ B + Riziko\ C, \text{ kde:}$$

R_e = požadovaná výnosová míra vlastního kapitálu;

R_f = bezriziková úroková míra;

β = beta koeficient;

$R_m - R_f$ = prémie za tržní riziko;

Riziko A = prémie za malou tržní kapitalizaci;

Riziko B = prémie za riziko země;

Riziko C = prémie za specifická rizika společnosti.

Bezriziková míra

Bezriziková míra je odhadnuta na základě výnosů aktivně obchodovaných 20letých českých dluhopisů. Tržní data jsou převzata z Bloomberg Professional Database. Výnosová míra je dále snížena o spread českých swapů úvěrového selhání (CDS, z angl. *Credit Default Swap*). Výsledná bezriziková míra k Datu ocenění činí 1,09 %.

Prémie za tržní riziko

Riziko investování do akciového trhu je vyšší než riziko investování do bezrizikových aktiv. Proto investoři za toto rizikovější investování požadují vyšší výnos. Prémie za tržní riziko (ERP, z angl. *Equity Risk Premium*) je rozdíl mezi výnosem akcií a bezrizikových investic, a představuje tak dodatečný výnos (nad úroveň bezrizikového výnosu) požadovaný investory za ochotu snášet systematické riziko spojené s investováním do akciového trhu.

ERP je odhadnuta na základě různých metodologií. Primárně jsme použili tři různé úhly pohledu:

1) historický diferenční výnos portfolia akcií a bezrizikových aktiv;
2) implikované ERP;
3) tržní průzkumy.

Při odhadu jsme zohlednili mimo jiné následující studie. U historické prémie jsme vycházeli z prémie dle ročenky *2014 Valuation Handbook* ve výši 6,96 % snížené o nárůst oceňovacích násobků. Upravená prémie tak dosahuje 6,18 %. Kromě vlastních výpočtů implikované prémie jsme též přihlédli ke kalkulaci implikované prémie za tržní riziko uváděné prof. Damodaranem ve výši 6,2 % (vyhlazený průměr k 1. lednu 2015). Co se týká tržních průzkumů, často zmiňovaný je průzkum prof. Fernándeze (2014), který uvádí medián i průměr prémie za tržní riziko v ČR ve výši 6,5 %.

Po přihlédnutí k těmto a dalším zdrojům jsme výslednou prémii za tržní riziko odhadli na 6,0 %.

Koeficient beta

Koeficient beta vyjadřuje vztah mezi výnosy a rizikem analyzované akcie a celého trhu. V případě, že se koeficient beta rovná 1, má analyzovaná akcie stejné rizikové charakteristiky jako tržní index. Jestliže je koeficient beta blízký nule, analyzovaná akcie je považována za méně rizikovou, a naopak. V případě, že je koeficient beta vyšší než 1, analyzovaná akcie je považována za rizikovější než tržní index. Kladný koeficient beta indikuje pozitivní korelaci s trhem, tedy že akcie „jde s trhem". V rámci modelu CAPM zachycuje koeficient beta míru systematického (nediverzifikovatelného) rizika analyzované akcie.

Koeficient beta je odhadnut na základě vlastního koeficientu O2 a dále dat společností srovnatelných s O2. Jako srovnatelné společnosti jsme použili telekomunikační společnosti, které byly stejně jako O2 před liberalizací telekomunikačního trhu jediným poskytovatelem telefonních služeb v dané zemi (tzv. inkumbenti). Z hlediska geografického uvažujeme společnosti ze zemí Evropské unie.

Z důvodu významného zastoupení O2 v českém akciovém indexu PX, globálního charakteru investic do telekomunikačních společností a obchodovanosti O2 na globálním trhu je jako referenční index použit globální akciový index MSCI World kotovaný v dolarech. Pro O2 a srovnatelné společnosti je spočtena neupravená beta na základě měsíčních kapitálových a dividendových výnosů v pětiletém období. Výsledné neupravené koeficienty jsou dále upraveny aplikací Blumova vzorce[13] a převedeny na nezadlužené hodnoty podle kapitálové struktury každé společnosti. Tyto hodnoty jsou dále upraveny o hotovost.

Upravený nezadlužený koeficient beta pro O2 dosahuje 0,91. Přihlédli jsme též k mediánu celého vzorku ve výši 0,80. Výsledný upravený nezadlužený koeficient jsme tak odhadli na 0,85. Tento koeficient je následně převeden na výslednou zadluženou hodnotu použitím předpokládané kapitálové struktury. Výsledná beta pro Odštěpovanou část byla odhadnuta ve výši 1,15.

Prémie za riziko země

Riziko země reflektuje ekonomická rizika související s investováním do akcií společnosti působící na určitém území (v určité zemi) a další rizika, jako např. politické a právní riziko.

Prémie za riziko země je odhadnuta na základě dlouhodobého spreadu CDS pro Českou republiku. Vzhledem k rozdílné volatilitě výnosů dluhopisů a akcií je navíc vždy přičten násobek tohoto spreadu odpovídající poměru těchto volatilit. Tato dodatečná prémie vychází z vyšší rizikovosti investic do akcií v porovnání s trhem dluhopisů. Na základě dlouhodobých statistik amerického trhu dle ročenky *2014 Valuation Handbook* jsme použili navýšení spreadu o 106 %, a celková prémie za riziko země tedy činí 1,67 %.

Prémie za malou tržní kapitalizaci

Dále jsme použili prémii za malou tržní kapitalizaci dle ročenky *2014 Valuation Handbook*, která odráží rozdílné riziko podle velikosti společnosti.

Společnosti jsou dle této ročenky rozděleny do čtyř skupin na základě tržní kapitalizace (velká, střední, malá a mikro tržní kapitalizace), přičemž v první jsou největší společnosti a v poslední nejmenší. Na základě historických dat je odhadnuta riziková prémie pro každou skupinu. Podle tržní kapitalizace s ohledem na předpokládanou úroveň zadlužení spadá Odštěpovaná část mezi společnosti s malou kapitalizací s prémií ve výši 1,98 %.

Prémie za specifická rizika

Při výpočtu nákladů vlastního kapitálu Skupiny není použita prémie za specifická rizika.

Náklady vlastního kapitálu

Na základě výše uvedených předpokladů je určen výsledný odhad nákladů vlastního kapitálu Odštěpované části. Výpočet k 31. prosinci 2014 shrnuje Tabulka 5.

Tabulka 5: Odhad nákladů vlastního kapitálu Odštěpované části k Datu ocenění

Bezriziková míra	1,09 %
Prémie za tržní riziko	6,00 %
Nezadlužený koeficient beta	0,85
Zadlužený koeficient beta	1,15
Předběžné náklady vlastního kapitálu	7,96 %
Prémie za riziko země	1,67 %
Prémie za malou tržní kapitalizaci	1,98 %
Náklady vlastního kapitálu	**11,61 %**

Zdroj: Analýza Deloitte

[13] Marshall E. Blume ve své studii ukázal, že koeficienty beta směřují v dlouhodobém horizontu ke koeficientu beta celého trhu, tj. k jedné. Očekávaný koeficient beta lze vypočítat podle vzorce: $\beta_{\text{očekávaná}} = 0{,}371 + 0{,}635 \times \beta_{\text{historická}}$ (*2014 Valuation Handbook*, strana 5-8).

Náklady cizího kapitálu

Náklady cizího kapitálu jsou odhadnuty na základě výnosu do splatnosti dlouhodobých dluhopisů společností s ratingem BBB−. Tato úroveň ratingu byla zvolena s ohledem na poslední dostupný rating společnosti O2 na této úrovni. Marže nad swapovou sazbu odvozené z výnosů do splatnosti dluhopisů byly aplikovány na 20letou swapovou sazbu v českých korunách. Náklady cizího kapitálu tak byly odhadnuty na 4,12 % na úrovni před zdaněním a po aplikaci 19% statutární daňové sazby ve výši 3,33 % na úrovni po zdanění.

Kapitálová struktura

Kapitálová struktura Odštěpované části je odhadnuta na základě dat společností srovnatelných s O2. Jako srovnatelné společnosti byly použity telekomunikační společnosti, které byly stejně jako O2 před liberalizací telekomunikačního trhu jediným poskytovatelem telefonních služeb v dané zemi (tzv. inkumbenti).
Z geografického hlediska uvažujeme společnosti ze zemí Evropské unie. S přihlédnutím k mediánu vzorku byla zvolena kapitálová struktura s poměrem 70 % vlastního a 30 % cizího kapitálu.

Přehled srovnatelných společností a jejich poměru čistého dluhu k celkovému investovanému kapitálu zobrazuje Tabulka 6.

Tabulka 6: Společnosti srovnatelné s O2 pro určení předpokládané kapitálové struktury

Společnost	Země	Poměr čistého dluhu k celkovému investovanému kapitálu
Belgacom SA	Belgie	14,9 %
O2 Czech Republic a.s.	Česká republika	–3,8 %
TDC A/S	Dánsko	42,9 %
Elisa Oyj	Finsko	20,8 %
Orange S.A.	Francie	44,5 %
Hrvatski Telekom d.d.	Chorvatsko	–25,4 %
Telecom Italia S.p.A.	Itálie	61,9 %
TEO LT, AB	Litva	–10,1 %
Magyar Telekom Nyrt.	Maďarsko	51,1 %
Deutsche Telekom AG	Německo	42,4 %
Koninklijke KPN N.V.	Nizozemsko	50,9 %
Orange Polska S.A.	Polsko	29,6 %
Portugal Telecom, SGPS, S.A.	Portugalsko	1,4 %
Telekom Austria AG	Rakousko	49,8 %
Hellenic Telecommunications Organization S.A.	Řecko	25,1 %
Telekom Slovenije d.d.	Slovinsko	30,5 %
Telefónica, S.A.	Španělsko	42,6 %
TeliaSonera AB	Švédsko	24,8 %
BT Group plc	Velká Británie	29,6 %
Medián (zaokrouhleno)		**30,0 %**

Zdroj: Bloomberg Professional Database, analýza Deloitte

Výsledné průměrné vážené náklady kapitálu

Na základě výše uvedených předpokladů je určen výsledný odhad průměrných vážených nákladů kapitálu Odštěpované části. Výpočet k 31. prosinci 2014 shrnuje Tabulka 7.

Tabulka 7: Odhad průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) Odštěpované části k Datu ocenění

Poměr vlastního kapitálu na celkovém kapitálu	70 %
Poměr cizího kapitálu na celkovém kapitálu	30 %
Náklady vlastního kapitálu	11,61 %
Náklady cizího kapitálu po zdanění	3,33 %
Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)	**9,13 %**

Zdroj: Analýza Deloitte

Průměrné vážené náklady kapitálu pro nové obchodní příležitosti

Náklady kapitálu jsou uvažovány pro souběh stávajícího podnikání Odštěpované části i nových obchodních příležitostí. Pro odhad nákladů kapitálu pro nové obchodní příležitosti je třeba zvážit rizika konkrétního obchodního případu. U nových obchodních příležitostí by mohla být aplikována i dodatečná přirážka za malou společnost dle ročenky *2014 Valuation Handbook*, tj. namísto přirážky pro společnosti s malou kapitalizací (1,98 %) by byla aplikována přirážka pro společnosti s mikro kapitalizací (3,87 %). Výsledné průměrné vážené náklady kapitálu by v tomto případě, *ceteris paribus*, mohly být odhadnuty ve výši 10,45 %.

Příloha 4 – Diskontované peněžní toky

Tabulka 8: Odhad hodnoty Odštěpované části metodou diskontovaných peněžních toků

mil. Kč	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminální období
Provozní zisk (EBIT)		**1 236**	**2 010**	**3 165**	**4 132**	**4 458**	**4 728**	**4 869**	**4 901**	**4 910**	**4 909**	**4 927**	**4 927**
Zdanitelný provozní zisk		2 833	3 561	4 075	4 305	4 870	4 956	4 997	4 901	4 910	4 909	4 927	4 927
Daň z provozního zisku		538	677	774	818	925	942	949	931	933	933	936	936
NOPAT		**698**	**1 333**	**2 391**	**3 314**	**3 533**	**3 787**	**3 919**	**3 970**	**3 977**	**3 977**	**3 990**	**3 990**
Změna pracovního kapitálu		−437	46	111	−40	74	18	−6	−20	26	4	4	
Odpisy		6 458	5 616	4 539	3 678	3 355	3 101	2 985	2 985	2 985	2 985	2 985	
Investice		2 812	2 529	2 697	2 682	2 667	2 843	2 843	2 861	2 873	2 882	2 888	
Volné peněžní toky (FCFF)		**3 907**	**4 466**	**4 344**	**4 270**	**4 294**	**4 063**	**4 055**	**4 073**	**4 116**	**4 084**	**4 091**	**3 990**
WACC		9,13 %	9,13 %	9,13 %	9,13 %	9,13 %	9,13 %	9,13 %	9,13 %	9,13 %	9,13 %	9,13 %	9,13 %
Diskontní faktor		0,957	0,877	0,804	0,737	0,675	0,618	0,567	0,519	0,476	0,436	0,400	0,400
Diskontované peněžní toky		3 740	3 918	3 491	3 145	2 898	2 513	2 298	2 115	1 958	1 781	1 635	
Terminální hodnota												17 464	
Hodnota celkového kapitálu	**46 957**												
+ Finanční aktiva k Datu ocenění	88												
− Dluh k Datu ocenění	0												
− Rezervy k Datu ocenění	155												
Hodnota Odštěpované části (zaokrouhleno)	**46 900**												

Zdroj: Analýza Deloitte

Deloitte Advisory s.r.o.
Znalecký ústav v odbore ekonomika