

**Znalecký posudek
č. 366-2015**

Ocenění jedné akcie společnosti
Česká telekomunikační
infrastruktura a.s.

8. června 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

jednající na účet společnosti

Česká telekomunikační infrastruktura a.s., IČ 040 84 063,
se sídlem Praha 3, Olšanská 2681/6, PSČ 130 00,
zapsané v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka číslo 20623

(dále také „Společnost“)

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, partner

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 jedné kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10 Kč společnosti Česká telekomunikační infrastruktura a.s. pro účely odkupu akcií touto společností v souladu s ustanoveními § 28 písm. d) ve spojení s § 150 odst. 2, § 308 odst. 1 a odst. 2 písm. b) a § 309 zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, v platném znění.

Datum vypracování posudku

Tento posudek byl vypracován ke dni 8. června 2015.

Tento posudek obsahuje 40 průběžně číslovaných stran včetně příloh.

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

Obsah

Seznam zkratk a pojmů	5
Seznam použitých zdrojů	7
NÁLEZ	8
Úvod	9
Účel znaleckého posudku	9
Datum ocenění	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	14
2.4 Měnová politika	14
2.5 Vnější bilance	14
2.6 Fiskální politika	15
2.7 Závěr analýzy	16
3 Analýza trhu	17
3.1 Trh telekomunikačních služeb v Evropě	17
3.2 Regulační prostředí v Evropě	19
3.3 Trh telekomunikačních služeb v České republice	20
3.4 Závěr analýzy	21
4 Informace o Společnosti	22
4.1 Základní údaje	22
4.2 Auditovaná pro forma rozvaha a finanční projekce Společnosti	23
POSUDEK	24

5	Odhad diskontní sazby	25
5.1	Teoretický základ a vybraná diskontní sazba	25
5.2	Náklady vlastního kapitálu	25
5.3	Náklady cizího kapitálu	28
5.4	Kapitálová struktura	28
5.5	Výsledné průměrné vážené náklady kapitálu	28
6	Ocenění výnosovým přístupem	30
6.1	Finanční projekce	30
6.2	Volné peněžní toky	31
6.3	Změna pracovního kapitálu	31
6.4	Konvence diskontování peněžních toků	31
6.5	Peněžní toky za horizontem projekce	31
6.6	Výpočet diskontovaných peněžních toků	31
6.7	Hodnota Společnosti dle metody diskontovaných peněžních toků	31
7	Ocenění tržním přístupem	32
7.1	Výběr oceňovacích násobků	32
7.2	Výběr srovnatelných společností	32
7.3	Použité oceňovací násobky	32
7.4	Indikace hodnoty dle metody kapitálových trhů	33
7.5	Hodnota Společnosti dle metody kapitálových trhů	33
8	Závěr ocenění	34
	Závěr	35
	Znalecká doložka	36
	Přílohy	37
	Příloha 1 – Jmenování znalce	37
	Příloha 2 – Finanční projekce Společnosti	39
	Příloha 3 – Diskontované peněžní toky	40

Seznam zkratek a pojmů

ARPU	průměrný roční výnos na uživatele (z angl. <i>Average Revenue Per User</i>)
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
BTS	základní převodní stanice (z angl. <i>Base Transceiver Station</i>)
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv (z angl. <i>Capital Asset Pricing Model</i>)
CDS	swap úvěrového selhání, tedy úvěrový derivát, který slouží k přenosu úvěrového rizika z jednoho subjektu na jiný (z angl. <i>Credit Default Swap</i>)
CPI	index spotřebitelských cen (z angl. <i>Consumer Price Index</i>)
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
Datum ocenění	15. srpna 2015
DCF	diskontované peněžní toky (z angl. <i>Discounted Cash Flow</i>)
Deloitte	Deloitte Advisory s.r.o.
DPH	daň z přidané hodnoty
e	odhad
EBIT	provozní zisk (z angl. <i>Earnings Before Interest and Taxes</i>)
EBITDA	provozní zisk před odpisy hmotného a nehmotného majetku (z angl. <i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>)
EIU	Economist Intelligence Unit
ERP	prémie za tržní riziko (z angl. <i>Equity Risk Premium</i>)
ETNO	Evropská asociace telekomunikačních operátorů (z angl. <i>European Telecommunications Network Operators' Association</i>)
EU	Evropská unie
EV	provozní hodnota společnosti (z angl. <i>Enterprise Value</i>)
FCFF	volné peněžní toky celkovému investovanému kapitálu (z angl. <i>Free Cash Flow to Firm</i>)
HDP	hrubý domácí produkt
IFRS	Mezinárodní standardy účetního výkaznictví (z angl. <i>International Financial Reporting Standards</i>)

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
Kč	česká koruna
LLU	umožnění přístupu alternativních operátorů k tzv. lokální smyčce, tj. účastnickému kovovému vedení (z angl. <i>Local Loop Unbundling</i>)
mil.	milion
mld.	miliarda
n.a.	údaj není dostupný
NOPAT	provozní zisk po zdanění (z angl. <i>Net Operating Profit After Taxes</i>)
O2	společnost O2 Czech Republic a.s.
OTT	způsob doručování mediálního obsahu přímo zákazníkovi prostřednictvím internetu, a to bez zapojení dalšího zprostředkovatele (z angl. <i>Over-The-Top content</i>)
p	předpověď
PSTN	veřejná telefonní síť (z angl. <i>Public Switched Telephone Network</i>)
RADO	referenční nabídka přístupu ke koncovým úsekům (z angl. <i>Reference Access Digital Offer</i>)
RAO	referenční nabídka přístupu k veřejné pevné komunikační síti (z angl. <i>Reference Access Offer</i>)
SMS	krátká textová zpráva (z angl. <i>Short Message Service</i>)
Společnost	společnost Česká telekomunikační infrastruktura a.s.
USD	americký dolar
VoIP	přenos digitalizovaného hlasu prostřednictvím internetu, intranetu nebo jakéhokoliv jiného datového spojení (z angl. <i>Voice over Internet Protocol</i>)
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu (z angl. <i>Weighted Average Cost of Capital</i>)
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. <i>Digital Subscriber Line</i>)
zákon o přeměnách	zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, v platném znění

Seznam použitých zdrojů

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

- nekonsolidovaná auditovaná pro forma zahajovací rozvaha Společnosti k 1. lednu 2015;
- konsolidované pro forma výkazy zisku a ztráty Společnosti za rok 2013 a 2014;
- konsolidovaná pro forma rozvaha Společnosti k 30. dubnu 2015;
- předběžné konsolidované pro forma měsíční výkazy zisku a ztráty a rozvahy Společnosti za leden až duben roku 2015;
- plánované konsolidované měsíční výkazy zisku a ztráty, rozvahy a plán investičních výdajů Společnosti za květen až prosinec roku 2015;
- dlouhodobý konsolidovaný finanční plán Společnosti na roky 2015–2021;
- dlouhodobé konsolidované finanční projekce Společnosti na roky 2022–2025;
- dlouhodobé projekce nedaňových výnosů a nákladů;
- dlouhodobý plán vývoje rezerv Společnosti;
- diskuze s managementem Společnosti.

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;
- Duff & Phelps. (2015). *2015 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., Ortiz, A., & Acín, I. F. (2015). *Discount rate (risk-free rate and market risk premium) used for 41 countries in 2015: A survey*. Získáno z <http://ssrn.com/abstract=2598104>;
- International Accounting Standards Board. (2011). *IFRS 13 – Fair value measurement*. London, UK: IASB;
- 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 jedné kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10 Kč společnosti Česká telekomunikační infrastruktura a.s. pro účely odkupu akcií touto společností v souladu s ustanoveními § 28 písm. d) ve spojení s § 150 odst. 2, § 308 odst. 1 a odst. 2 písm. b) a § 309 zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, v platném znění (dále také „zákon o přeměnách“).

Společnost Deloitte byla v souladu s § 28 písm. d) tohoto zákona jmenována znalcem pro ocenění akcií Společnosti Městským soudem v Praze. Usnesení soudu o jmenování znalcem je zahrnuto v Příloze 1.

Datum ocenění

Ocenění bylo na základě požadavku Společnosti zpracováno prospektivně k 15. srpnu 2015 (dále také „Datum ocenění“) na základě podmínek, které byly známy k 31. květnu 2015.

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 společností O2 Czech Republic a.s. (dále také „O2“) jednající na účet Společnosti ze dne 28. května 2015 a podléhá omezením uvedeným v této smlouvě.
- Tento posudek vypracovala společnost Deloitte pro účely ocenění jedné kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10 Kč společnosti Česká telekomunikační infrastruktura a.s. v souvislosti s odkupem akcií touto společností v souladu s ustanoveními § 28 písm. d) ve spojení s § 150 odst. 2, § 308 odst. 1 a odst. 2 písm. b) a § 309 zákona o přeměnách. Společnost Deloitte byla v souladu s § 28 písm. d) tohoto zákona jmenována znalcem pro ocenění akcií Společnosti Městským soudem v Praze. 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 Společnosti. 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 Společnosti.
- 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 tomto posudku.
- 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 Společnosti. Neprováděli jsme rovněž auditní, marketingová ani podobná přezkoumání dalších podkladů, které nám byly předány ze strany odpovědných osob Společnosti; tyto podklady a jejich správnost jsou v kompetenci Společnosti a v tomto smyslu na ně plně spoléháme. Během zpracování posudku jsme nicméně nenarazili na žádné informace, které by nás vedly k názoru, že jsou poskytnuté informace nesprávné.
- Nebylo provedeno žádné šetření pravosti a správnosti podkladů předaných Společností, 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 jsou poskytnuté informace nesprávné.
- Zdroje, z nichž byly čerpány externí informace, jsou obecně považovány za důvěryhodné, a proto správnost takto získaných informací nebyla dále ověřována. Tržní informace byly čerpány zejména z Bloomberg Professional Database.
- Pro zpracování ocenění jsme od Společnosti neměli k dispozici znění smluv definujících vztahy mezi Společností a O2. Při ocenění jsme proto vycházeli z informací od Společnosti ohledně předpokládaných výnosů a nákladů plynoucích ze vzájemných vztahů a ze stručného popisu smluv a poskytovaných služeb, aniž bychom zkoumali nastavení těchto vztahů.
- Pro zpracování ocenění jsme od Společnosti měli k dispozici agregované výnosové a nákladové modely. Předpokládaný finanční výhled jsme proto zkoumali pouze na úrovni detailu, který nám byl k dispozici.
- Pro zpracování ocenění jsme od Společnosti měli k dispozici finanční údaje reprezentující skutečnost za leden až duben roku 2015. Všechny obdržené finanční údaje za období následující po 30. dubnu 2015 měly charakter projekcí.
- Ocenění bylo zpracováno k Datu ocenění prospektivně na základě podmínek, které byly známy k 31. květnu 2015. Vzhledem k prospektivnímu charakteru ocenění nemohly být v době zpracování posudku známy podmínky k Datu ocenění. Sběr tržních informací použitých k vypracování posudku byl ukončen 31. května 2015. Za případné změny podmínek, které nastanou po 31. květnu 2015, nebude převzata žádná odpovědnost.

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 reálné hodnotě (*fair value*) dle Mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS),¹ jež je definována jako „částka, která by byla získána při prodeji aktiva či uhrazena při převodu závazku v řádné transakci mezi účastníky trhu k datu ocenění“.²

Společnost byla oceněna na základě premisy svého nepřetržitého trvání (*going concern premise*).

¹ z angl. *International Financial Reporting Standards*

² International Accounting Standards Board (2011), Appendix A

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 násobků 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 (primární) postup ocenění jsme vzhledem k ocenění na základě premisy nepřetržitého trvání Společnosti a její omezené srovnatelnosti s obchodovanými společnostmi zvolili výnosový přístup, konkrétně metodu diskontovaných peněžních toků celkovému investovanému kapitálu, která umožňuje zohlednit veškerá specifika Společnosti.

Hodnotu vzešlou z primárního postupu jsme srovnali s indikativními odhady založenými na tržním přístupu, konkrétně metodě kapitálových trhů.

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 %.

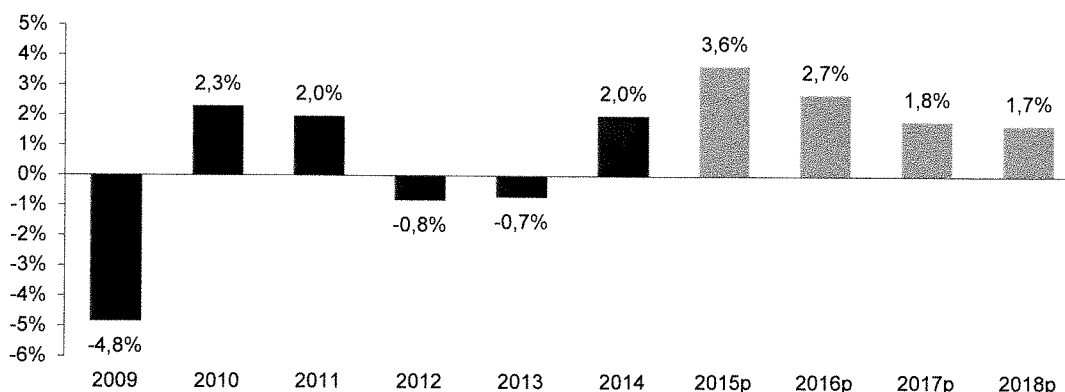
Klíčovou roli ve vývoji ekonomiky hraje zahraniční obchod. Podíl vývozu zboží a služeb na HDP dosahuje 84 % a stále se zvyšuje. Hlavními obchodními partnery jsou země EU: Německo, Slovensko, Polsko, Francie, Velká Británie, Rakousko a Itálie.

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 impulzem 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.

Graf 1: Reálný růst HDP v ČR



Zdroj: ČSÚ, Deloitte

Poznámka: p – předpověď

V roce 2014 ekonomický růst dále akceleroval především díky růstu domácí poptávky podporované zlepšením situace na trhu práce a uvolněnou měnovou a fiskální politikou. HDP ve srovnání s předchozím rokem stoupl o 2,0 procenta. Příspěvek čistého exportu k růstu HDP limituje relativně slabé oživení v eurozóně. Klíčovými faktory růstu české ekonomiky v roce 2014 byly spotřeba domácností a investiční aktivita firem.

Poslední dostupná data za 1. čtvrtletí 2015 ukazují na výraznou akceleraci hospodářského růstu v úvodu letošního roku. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím se v prvních třech měsících letošního roku HDP zvýšil o 2,8 %, meziroční tempo růstu akcelerovalo na 3,9 %. Výsledky částečně ovlivnily změny spotřební daně na tabákové výrobky. Jejich dopady negativně ovlivnily HDP v závěru loňského roku, pomohly ovšem zlepšit údaj o HDP v úvodu letošního roku. Ze sektorového pohledu je růst ekonomiky tažen zejména průmyslem, konkrétně automobilovým a strojírenským. Z pohledu užití přispěly k růstu vyšší výdaje

domácností, útraty vlády, investice firem a změna zásob. Příspěvek zahraničního obchodu by měl být negativní, jak ukazují data z obchodní bilance.

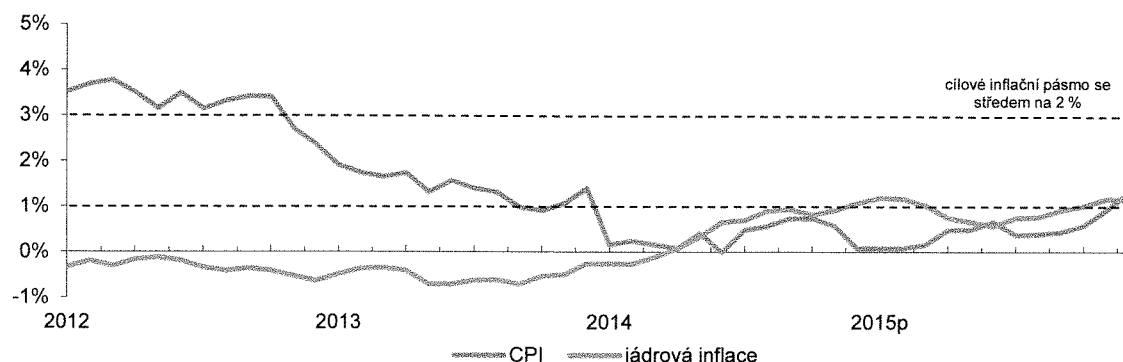
Oživení ekonomiky se postupně promítá do vývoje na trhu práce. Míra nezaměstnanosti v roce 2014 díky obnovené tvorbě nových pracovních míst klesla na 6,1 % ze 7,0 % v roce 2013.

2.3 Inlace

V roce 2013 čelila česká ekonomika rostoucímu riziku deflace. Měřeno jádrovou inflací, deflace již ve skutečnosti začala v polovině roku 2009 a trvala nepřetržitě téměř šest let. Zásadním faktorem byla slabá domácí poptávka, resp. existence mezery výstupu (rozíl mezi skutečným a potenciálním HDP). V průběhu loňského roku se však přidávaly další deflační 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 deflační riziko v eurozóně, resp. ostatních členských zemích EU. Přímý dopad oslabení kurzu koruny a zotavení domácí poptávky ovšem převážily nad deflačními faktory a vedly ke zvýšení inflace v průběhu roku 2014. V závěru roku se 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 %. Na této úrovni se udržela v 1. čtvrtletí 2015. V blízkosti nuly se bude pohybovat po většinu roku 2015 a k 2% inflačnímu cíli by se měla začít vracet až v roce 2016.

Graf 2: Inlace 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

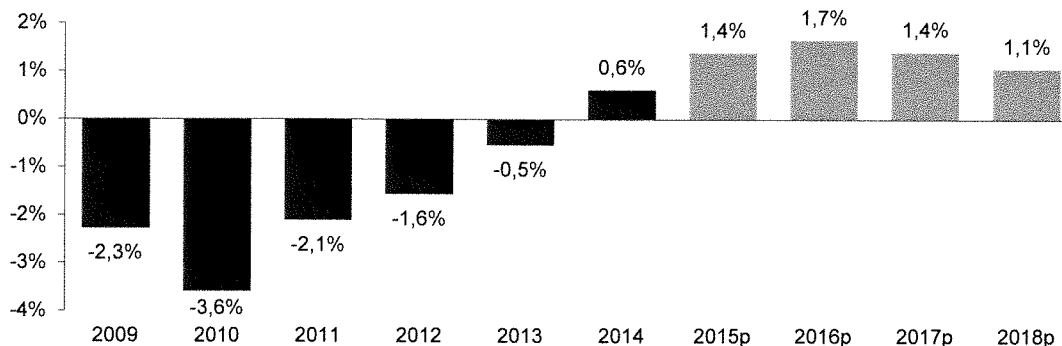
Obrat v ekonomickém vývoji eurozóny k lepšímu a rostoucí konkurenceschopnost české ekonomiky se v roce 2013 projevil postupnou akcelerací růstu vývozu. Celkový objem vývozu zboží stoupl o 2,2 %. Pomalejší zotavení domácí poptávky vedlo k tomu, že objem dovozu vzrostl jen o 0,7 %. Obchodní bilance (v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

V roce 2014 pozitivní tendence dále zesílily a postupně se projevoval také vliv slabšího kurzu koruny na konkurenceschopnost vývozu. V roce 2014 se vývoz zvýšil o 13,1 %, dovoz o 11,9 % a kladné saldo obchodní bilance vzrostlo na 154 mld. Kč.

Díky tomu se změnilo znaménko celkové bilance běžného účtu platební bilance. Po deficitu 0,5 procenta HDP v roce 2013 dosáhl běžný účet v roce 2014 přebytku 0,6 procenta.

Zahraniční dluh České republiky v roce 2013 stoupl na 67 % HDP z 60 % v roce 2012. V roce 2014 se tento poměr nezměnil a zahraniční dluh setrval na 67 % HDP. Podíl krátkodobého dluhu na celkovém zahraničním dluhu činí 40 %. Po intervenci ČNB na devizovém trhu se zvýšily devizové rezervy, a tedy i ukazatel krytí dovozu zboží a služeb devizovými rezervami.

Graf 3: Běžný účet platební bilance ČR



Zdroj: ČNB, Deloitte

Poznámka: p – předpověď

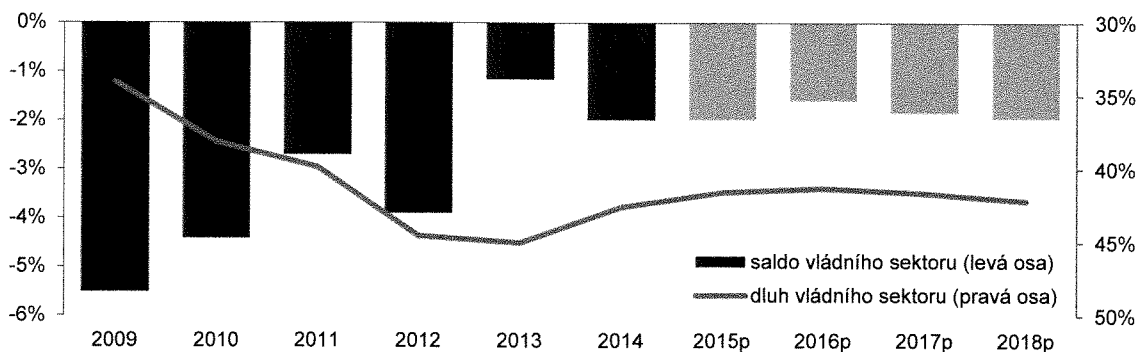
2.6 Fiskální politika

Veřejné finance prošly v letech 2010–2013 výraznou fiskální konsolidací, při které klesl deficit sektoru vládních institucí z 5,5 % HDP na 1,2 % v roce 2013. Primární bilance, která nezahrnuje náklady na dluhovou službu, dokonce dosáhla poprvé od roku 1993 kladné bilance.

V roce 2014 ovšem vláda změnila kurz fiskální politiky, což se projevilo zvýšením celkového deficitu na 2,0 procenta HDP. Také pro rok 2015 vláda připravila expanzivní fiskální politiku, která by měla schodek veřejných financí dále mírně prohloubit. Podílet se na tom bude zvýšení výdajů i snížení daňových příjmů. V průběhu loňského roku vláda prosadila zavedení třetí, snížené sazby DPH, zvýšení daňového zvýhodnění na druhé a další dítě, návrat k původní, rychlejší valorizaci penzí a některé další změny na straně příjmů i výdajů veřejných rozpočtů. Prohloubením deficitu se Česká republika opět vzdálila trajektorii dlouhodobé udržitelnosti, tj. stability poměru dluhu vládního sektoru k HDP.

Nicméně v následujících letech 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 (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Deloitte

Poznámka: p – předpověď

Dluh vládního sektoru na konci roku 2014 činil 42,6 % HDP. Poměrně nízkému zadlužení ve srovnání s ostatními evropskými zeměmi odpovídá příznivé ratingové hodnocení České republiky a nízké hodnoty CDS spreadů. Standard & Poor's hodnotí dlouhodobé závazky České republiky v lokální měně známkou AA, Fitch Ratings známkou AA-, agentura Moody's známkou A1.

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. Dlouhodobý vývoj ekonomiky ovlivní demografický vývoj, konkrétně fenomén stárnutí populace. Otevřenou otázkou zůstává přijetí eura.

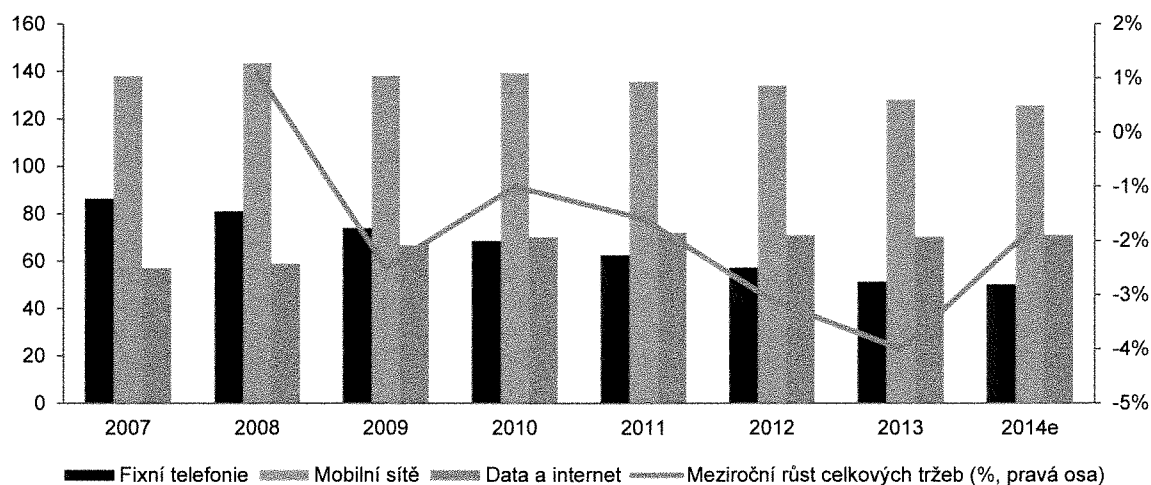
3 Analýza trhu

Trh telekomunikací, na kterém Společnost poskytuje služby síťových komunikací pevné a mobilní telekomunikační sítě, 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, dosáhly celkové tržby na evropském trhu telekomunikačních služeb v roce 2014 výše přibližně 246 miliard 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, jsou data a internet. Ten podle ETNO v roce 2014 naopak mírně vzrostl.

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

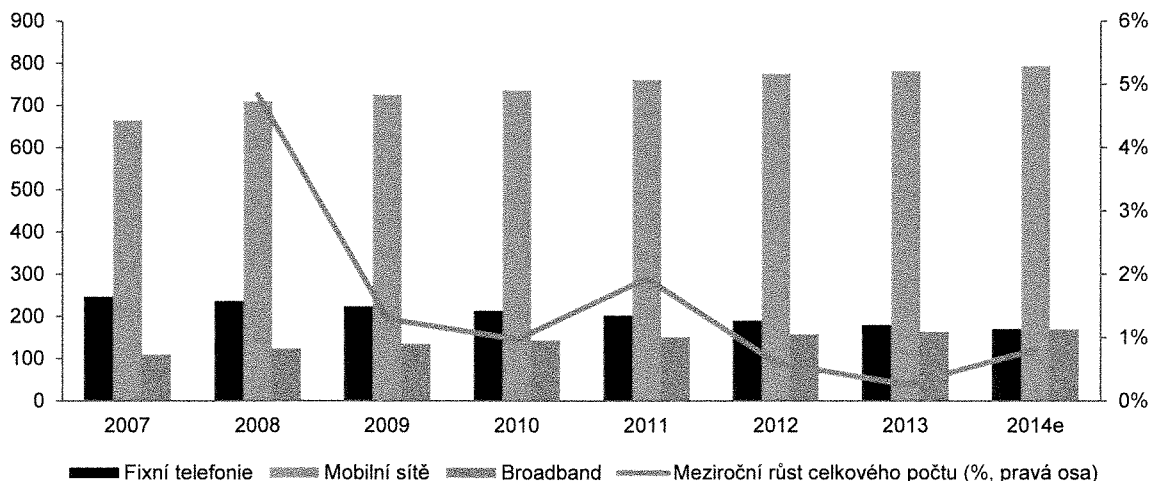


Zdroj: ETNO

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 roste. Tento trend je tažen primárně nárůstem počtu zákazníků v segmentu mobilní telefonie. Nejdynamičtější 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 zákazníků



Zdroj: ETNO

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

Fixní telefonie je 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)³ v segmentu mobilní telefonie se dle ETNO v rozmezí let 2008 a 2014 propadl přibližně o 25 %. Toto je, alespoň v evropském kontextu, důsledkem zosíleného 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 bundlingu⁴ či zvýšený zájem společností o služby spojené s VoIP a broadbandem vyplývající z postupného přechodu k digitální ekonomice.

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 ke konci roku 2014 užívalo zhruba 66 milionu zákazníků.

Strukturální změny v poptávce po telekomunikačních produktech vyžadují odpovídající investice do infrastruktury. Tyto investice se ve sledovaném období držely na přibližně stejné úrovni, 47 mld. eur v roce 2008 a 46,8 mld. eur v roce 2013.

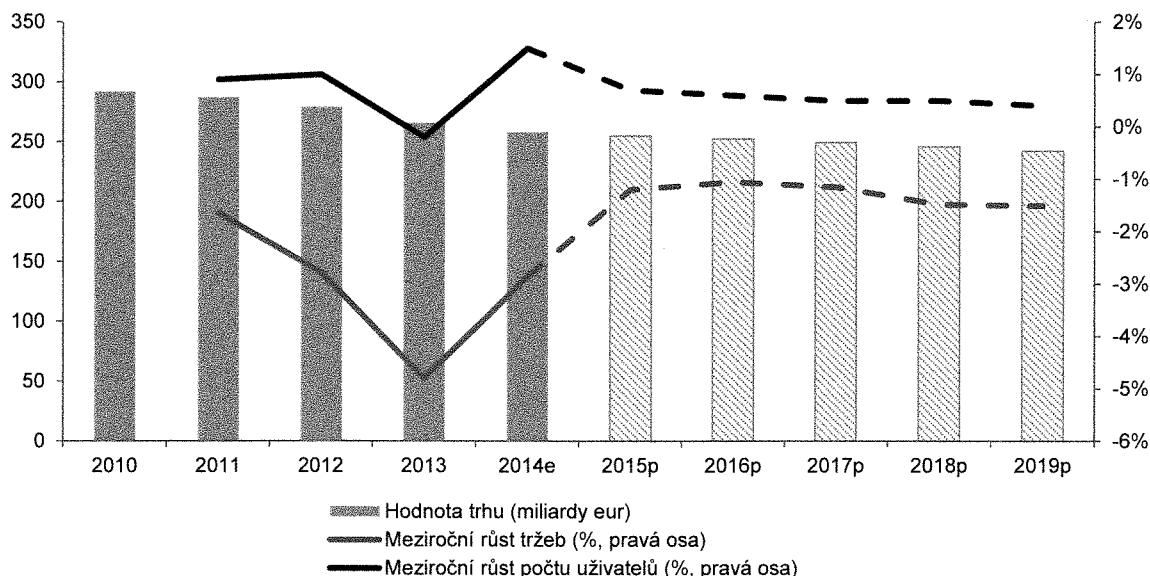
Výše popsané trendy, tedy pokračující stagnace nebo přímo propad tržeb na jedné straně a mírný nárůst počtu zákazníků na straně druhé, dokládají zásadní změny, kterými v současné době telekomunikační trh prochází. Reflexí těchto změn je rostoucí počet a objem fúzí a akvizic, ke kterým na trhu v poslední době dochází. Zatímco v letech 2012 a 2013 došlo celkem k 16 větším transakcím, v roce 2014 to už bylo 20 transakcí v celkové hodnotě blížící se 100 miliardám USD.

³ z angl. *Average Revenue Per User*

⁴ 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.

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 tláčen novou konkurencí pro zavedené hráče z řad virtuálních operátorů a poskytovatelů VoIP služeb. 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 LLU⁵ (umožnění přístupu alternativních operátorů k tzv. lokální smyčce) a velkoobchodního prodeje broadbandových služeb.

⁵ z angl. Local Loop Unbundling

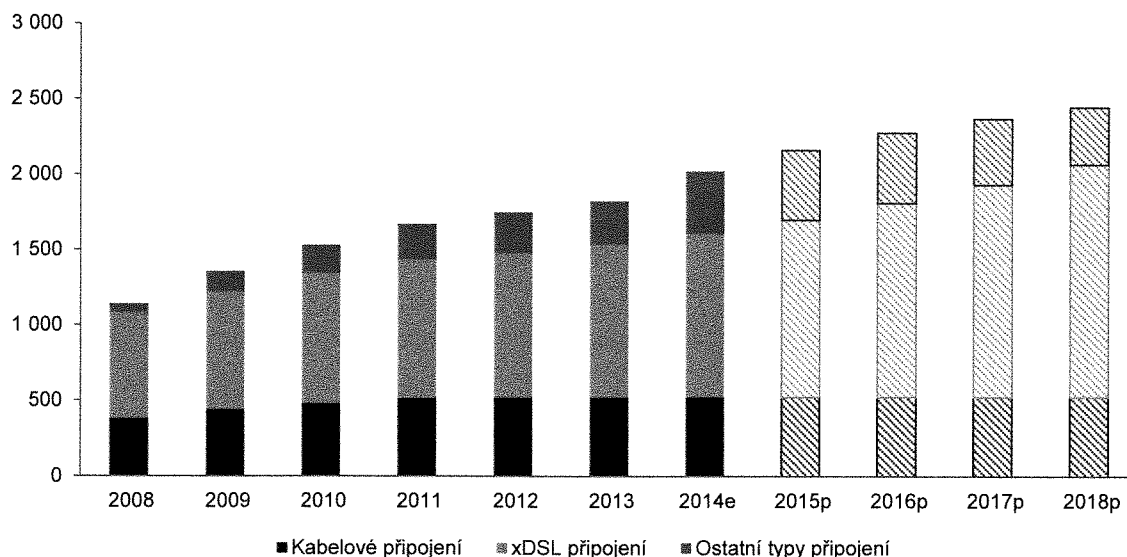
3.3 Trh telekomunikačních služeb v České republice

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 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 Společnosti 39,8 % trhu ke konci roku 2014), O2 Czech Republic a.s. (vlastněna skupinou PPF, 38,7 % 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 zavedením společností 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 sítě, na který navazovala aukce síťových frekvencí. Rozšiřování pokrytí 4G sítě bude urychleno díky dohodě mezi O2 a T-Mobile o sdílení sítě. 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 přípojeky na 100 obyvatel. Dle EIU lze očekávat zpomalení tohoto propadu, a to zejména z toho důvodu, že stávající zákaznická báze je tvořena převážně 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 O2, jejíž pozice je nicméně ohrožována nástupem nových účastníků trhu a nových technologií na bázi OTT.⁶

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

Graf 8: Počet širokopásmových internetových přípojek pevné sítě v ČR, tisíce



Zdroj: EIU

Poznámka: e – odhad, p – předpověď; Údaje nezahnují připojení na bázi bezdrátových a mobilních sítí.

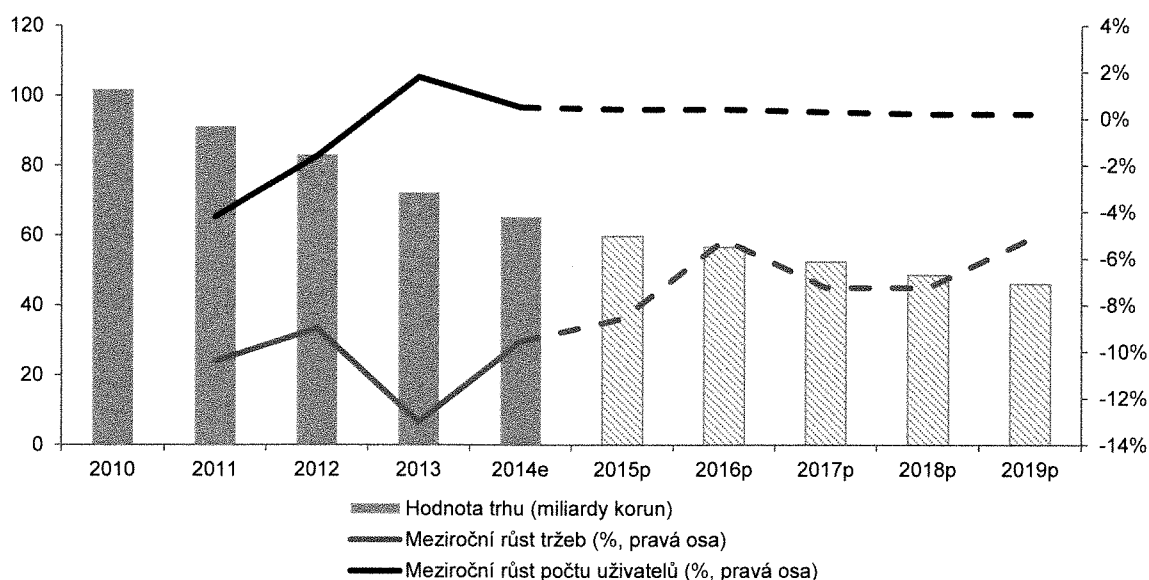
Trojice výše zmíněných velkých telekomunikačních společností, které poskytují datové služby a přístup k internetu prostřednictvím xDSL a mobilní sítě, je v této oblasti doplněna společností UPC Česká republika, s.r.o., která poskytuje komplexní služby na své vlastní kabelové síti a která je aktivní i na trhu

⁶ 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).

fixní telefonie. Specifikem českého telekomunikačního trhu je relativně silné zastoupení internetového připojení na bázi bezdrátových sítí (Wi-Fi).⁷

Trh telekomunikací v České republice se bude dle Marketline v souladu se zbytkem Evropy nadále smršťovat, v období 2015–2019 v průměru o 6,2 % ročně. Počet zákazníků zůstane takřka neměnný. Negativní vývoj trhu bude tlačěn 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 Společnosti 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.

⁷ z angl. *Wireless Fidelity*

4 Informace o Společnosti

4.1 Základní údaje

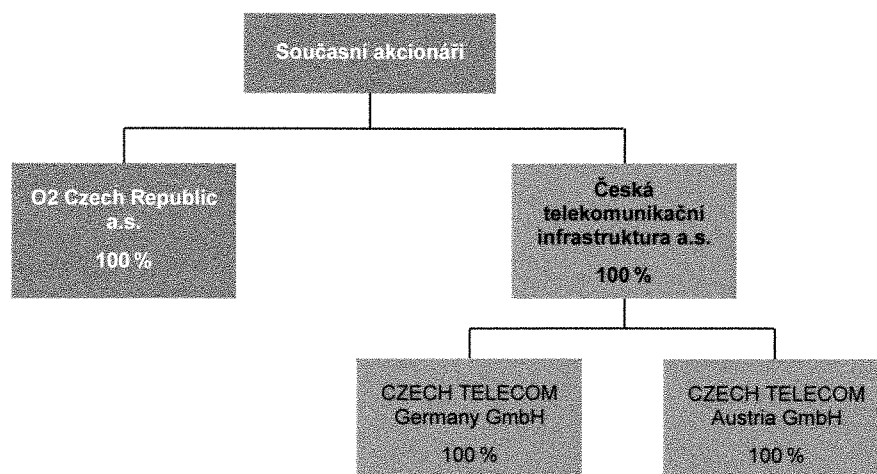
Společnost vznikla k 1. červnu 2015 jako nová nástupnická společnost rozdělením O2 formou odštěpení ve smyslu § 243 odst. 1 písm. b) bod 1 zákona o přeměnách. Rozhodným dnem rozdělení ve smyslu § 176 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, a § 10 zákona o přeměnách je 1. leden 2015.

Společnost zahrnuje veškerý majetek a veškeré dluhy, které se týkají dřívější divize Infrastruktura a Velkoprodej, jak byly vymezeny v projektu rozdělení O2 odštěpením se vznikem nové společnosti. Společnost vlastní majetek, který převzala od O2 a který je potřebný pro samostatnou činnost (*going concern premise*). Společnost tak převzala 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 Společnost přešly zejména přenosové systémy, spojovací a směrovací zařízení a jiné prvky pevné a mobilní sítě s výjimkou mobilních ústředn, které umožňují přenos signálů po vedení v síti, PSTN ústředny, nadzemní a podzemní komunikační vedení těchto sítí včetně opěrných a vytyčovací 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. Na Společnost přešly také 100% majetkové podíly v dceřiných společnostech v Německu a Rakousku, které jsou aktivní zejména v oblasti poskytování pronájmu telekomunikačních okruhů.

Obrázek 1: Struktura Společnosti a vztah k O2 k 1. červnu 2015



Zdroj: Společnost

Hlavní aktivitou Společnosti je provoz fyzických telekomunikačních sítí a velkoobchodní prodej přístupu k těmto sítím telekomunikačním společností. Společnost poskytuje zejména 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 tranzitní služby.

Velká část aktivit Společnosti je subjektem regulace ze strany Českého telekomunikačního úřadu a Evropské komise.

4.2 Auditovaná pro forma rozvaha a finanční projekce Společnosti

Tabulka 1 zobrazuje nekonsolidovanou auditovanou pro forma zahajovací rozvahu Společnosti k 1. lednu 2015 sestavenou v souladu s českými účetními předpisy.

Tabulka 1: Auditovaná pro forma zahajovací rozvaha Společnosti k 1. lednu 2015, mil. Kč

AKTIVA CELKEM	57 549	PASIVA CELKEM	57 549
Dlouhodobý majetek	55 602	Vlastní kapitál	46 900
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 559	Základní kapitál	3 102
Software	897	Kapitálové fondy	43 798
Ocenitelná práva	23	Ostatní kapitálové fondy	43 798
Goodwill	552	Cizí zdroje	10 198
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	87	Rezervy	269
Dlouhodobý hmotný majetek	54 027	Ostatní rezervy	269
Pozemky	215	Dlouhodobé závazky	6 526
Stavby	7 761	Přijaté zálohy	3
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	45 551	Odložený daňový závazek	6 523
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	4	Krátkodobé závazky	3 403
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	496	Závazky z obchodních vztahů	1 801
Dlouhodobý finanční majetek	16	Závazky ke společníkům	32
Podíly v ovládaných a řízených osobách	16	Závazky k zaměstnancům	44
Oběžná aktiva	1 866	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	26
Zásoby	284	Stát – daňové závazky a dotace	9
Materiál	284	Přijaté zálohy	4
Dlouhodobé pohledávky	7	Dohadné účty pasivní (nevyfakturované dodávky)	1 483
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	6	Jiné závazky	4
Jiné pohledávky	1	Ostatní pasiva – přechodné účty pasiv	451
Krátkodobé pohledávky	1 523	Časové rozlišení	451
Pohledávky z obchodních vztahů	1 205	Výnosy příštích období	451
Pohledávky za společníky	16		
Krátkodobé poskytnuté zálohy	98		
Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)	203		
Jiné pohledávky	1		
Krátkodobý finanční majetek	52		
Účty v bankách	52		
Ostatní aktiva – přechodné účty aktiv	81		
Časové rozlišení	81		
Náklady příštích období	81		

Zdroj: Společnost

POSUDEK

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“.⁸ 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 2: Standardy diskontní sazby

Základ peněžního toku	Typ diskontní sazby
Peněžní tok celkovému investovanému kapitálu	Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) ⁹
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 položky 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 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:

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

R_e = požadovaná výnosová míra vlastního kapitálu;

⁸ Pratt & Grabowski (2014)

⁹ z angl. *Weighted Average Cost of Capital*

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.

5.2.1 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 snížena o spread českých swapů úvěrového selhání (CDS, z angl. *Credit Default Swap*). Výsledná bezriziková míra na základě tržních dat k 31. květnu 2015 činí 0,89 %.

5.2.2 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:

- historický diferenční výnos portfolia akcií a bezrizikových aktiv;
- implikované ERP;
- tržní průzkumy.

Při odhadu jsme zohlednili mimo jiné následující studie. U historické prémie jsme vycházeli z prémie dle ročenky 2015 *Valuation Handbook* ve výši 7,0 % snížené o nárůst oceňovacích násobků. Upravená prémie tak dosahuje 6,2 %. Kromě vlastních výpočtů implikované prémie jsme též přihlédlí ke kalkulaci implikované prémie za tržní riziko uváděné prof. Damodaranem ve výši 6,2 % (vyhlazený průměr k 1. květnu 2015). Co se týká tržních průzkumů, často zmiňovaný je průzkum prof. Fernández (2015), který uvádí medián prémie za tržní riziko v ČR ve výši 5,4 % a průměr ve výši 5,6 %.

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

5.2.3 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. V případě, že je koeficient beta vyšší než 1, analyzovaná akcie je považována za rizikovější než tržní index, a naopak. 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 koeficientu O2 a dále dat srovnatelných společností. Jako nejbližší srovnatelné společnosti jsme použili telekomunikační společnosti, které byly stejně jako rozdělovaná O2 před liberalizací telekomunikačního trhu jediným poskytovatelem telefonních služeb v dané zemi (tzv. inkumbenti). Tyto společnosti v rámci svého podnikání operují s telekomunikační infrastrukturou svým územním rozsahem a charakterem srovnatelnou s infrastrukturou, na níž je založeno podnikání Společnosti. Z hlediska geografického uvažujeme společnosti ze zemí Evropské unie.¹⁰

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

¹⁰ Vzhledem k nedávné podnikové kombinaci společnosti Portugal Telecom, SGPS, S.A., se společností Oi S.A. nebyla tato společnost zařazena mezi srovnatelné společnosti.

neupravené koeficienty jsou dále upraveny aplikací Blumova vzorce¹¹ a převedeny na nezadlužené hodnoty podle kapitálové struktury každé společnosti. Tyto hodnoty jsou dále upraveny o hotovost.

Upravený nezadlužený koeficient beta pro O2 dosahuje 0,94. Přihlédli jsme též k mediánu celého vzorku ve výši 0,80. Výsledný upravený nezadlužený koeficient jsme tak odhadli na 0,87. Tento koeficient je následně převeden na výslednou zadluženou hodnotu použitím odhadnuté kapitálové struktury. Výsledná beta pro Společnost byla odhadnuta ve výši 1,17.

5.2.4 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 2015 *Valuation Handbook* jsme použili navýšení spreadu o 101 %, a celková prémie za riziko země tedy činí 1,73 %.

5.2.5 Prémie za malou tržní kapitalizaci

Dále jsme použili premii za malou tržní kapitalizaci dle ročenky 2015 *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 Společnost mezi společnosti s malou kapitalizací s premii ve výši 1,80 %.

5.2.6 Prémie za specifická rizika

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

5.2.7 Náklady vlastního kapitálu

Na základě výše uvedených předpokladů je určen výsledný odhad nákladů vlastního kapitálu Společnosti. Odhad na základě tržních dat k 31. květnu 2015 shrnuje Tabulka 3.

Tabulka 3: Odhad nákladů vlastního kapitálu Společnosti na základě tržních dat k 31. květnu 2015

Bezriziková míra	0,89 %
Prémie za tržní riziko	6,00 %
Nezadlužený koeficient beta	0,87
Zadlužený koeficient beta	1,17
Předběžné náklady vlastního kapitálu	7,92 %
Prémie za riziko země	1,73 %
Prémie za malou tržní kapitalizaci	1,80 %
Náklady vlastního kapitálu	11,45 %

Zdroj: Bloomberg Professional Database, 2015 *Valuation Handbook*, analýza Deloitte

¹¹ 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: $\beta_{\text{očekávaná}} = 0,371 + 0,635 \times \beta_{\text{historická}}$ (2015 *Valuation Handbook*, strana 5-8).

5.3 Náklady cizího kapitálu

Náklady cizího kapitálu jsou odhadnuty na základě výnosu do splatnosti dlouhodobých dluhopisů nefinančních společností s ratingem BBB a BBB-. Tato úroveň ratingu byla zvolena s ohledem na poslední dostupný rating O2 na úrovni BBB-. Marže nad swapovou sazbou odvozené z výnosů do splatnosti dluhopisů byly aplikovány na 20letou swapovou sazbu v českých korunách. Náklady cizího kapitálu tak byly odhadnuty na 3,87 % na úrovni před zdaněním a po aplikaci 19% statutární daňové sazby ve výši 3,13 % na úrovni po zdanění.

5.4 Kapitálová struktura

Kapitálová struktura Společnosti je odhadnuta na základě dat srovnatelných společností. Jako srovnatelné společnosti byly použity stejné společnosti jako v případě odhadu koeficientu beta. 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 provozní hodnotě společnosti zobrazuje Tabulka 4.

Tabulka 4: Srovnatelné společnosti pro určení kapitálové struktury

Společnost	Země	Poměr čistého dluhu k provozní hodnotě společnosti
Belgacom SA	Belgie	14,4 %
O2 Czech Republic a.s.	Česká republika	2,5 %
TDC A/S	Dánsko	34,1 %
Elisa Oyj	Finsko	16,6 %
Orange S.A.	Francie	43,5 %
Hrvatski Telekom d.d.	Chorvatsko	-32,5 %
Telecom Italia S.p.A.	Itálie	56,1 %
TEO LT, AB	Litva	-1,8 %
Magyar Telekom Nyrt.	Maďarsko	48,0 %
Deutsche Telekom AG	Německo	41,8 %
Koninklijke KPN N.V.	Nizozemsko	37,8 %
Orange Polska S.A.	Polsko	13,9 %
Telekom Austria AG	Rakousko	37,5 %
Hellenic Telecommunications Organization S.A.	Řecko	24,1 %
Telekom Slovenije d.d.	Slovinsko	36,4 %
BT Group plc	Spojené království	26,4 %
Telefónica, S.A.	Španělsko	42,4 %
TeliaSonera AB	Švédsko	25,2 %
Medián (zaokrouhleno)		30,0 %

Zdroj: Bloomberg Professional Database, analýza Deloitte

5.5 Výsledné průměrné vážené náklady kapitálu

Na základě výše uvedených předpokladů je určen výsledný odhad průměrných vážených nákladů kapitálu Společnosti. Odhad na základě tržních dat k 31. květnu 2015 shrnuje Tabulka 5.

Tabulka 5: Odhad průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) Společnosti

Poměr vlastního kapitálu na celkovém kapitálu	70 %
Poměr cizího kapitálu na celkovém kapitálu	30 %
Náklady vlastního kapitálu	11,45 %
Náklady cizího kapitálu po zdanění	3,13 %
Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)	8,95 %

Zdroj: Analýza Deloitte

6 Ocenění výnosovým přístupem

Následující části popisují náš postup při aplikaci výnosového přístupu, konkrétně metody diskontovaných peněžních toků.

6.1 Finanční projekce

Pro potřeby ocenění Společnosti metodou diskontovaných peněžních toků bylo vycházeno z neauditované konsolidované pro forma rozvahy Společnosti k 30. dubnu 2015, plánovaných konsolidovaných měsíčních výkazů zisku a ztráty, rozvah a plánu investičních výdajů Společnosti za květen až prosinec roku 2015, dlouhodobého finančního plánu Společnosti pro roky 2016–2021, dlouhodobé finanční projekce Společnosti pro roky 2022–2025 a dlouhodobé projekce nedaňových výnosů a nákladů.

Pro potřeby ocenění jsme provedli analýzu finančních projekcí Společnosti. Detail finančních projekcí Společnosti pro celé projektované období je uveden v Příloze 2.

6.1.1 Položky výnosů a nákladů ve finančních projekcích

Provozní výnosy ve finančních projekcích Společnosti zahrnují zejména výnosy z mezinárodního hlasového tranzitu a velkoobchodního přístupu k mobilní a pevné síti na základě smluv s O2. Výnosy velkoobchodního přístupu k pevné síti zahrnují zejména přístup k veřejné pevné komunikační síti pro služby fixního hlasu, broadbandu a IPTV v souladu s referenční nabídkou RAO¹² a přístup ke koncovým úsekům pro datové služby dle referenční nabídky RADO.¹³ Méně významné výnosy související se smlouvami s O2 zahrnují výnosy z propojovacích poplatků, housingu a interní optické sítě a ostatní provozní výnosy. Méně významné výnosy, které nesouvisí se smlouvami s O2, zahrnují výnosy z propojovacích poplatků, pronájmu základních převodních stanic (BTS), datových služeb pevné sítě, velkoobchodního xDSL včetně LLU a ostatní výnosy ze služeb pevné sítě.

Vedle výkonové spotřeby související s položkami provozních výnosů uvedených výše (zejména náklady mezinárodního hlasového tranzitu) finanční projekce zahrnují další provozní náklady, které zahrnují osobní náklady (interní i externí), externí služby (údržba sítě a informačních technologií, pronájem budov a vozidel, energie, ostatní externí služby), nákladové daně, náklady na správu, ostatní provozní náklady a mimořádné výnosy a náklady.

6.1.2 Vývoj klíčových položek finančních projekcí

Hlavními kategoriemi výnosů po celé období finančních projekcí Společnosti jsou služby mezinárodního hlasového tranzitu a poskytování velkoobchodního přístupu k sítím na základě smluv s O2. V průběhu projektovaného období je plánován růst tržeb z mezinárodního hlasového tranzitu, který souvisí se vstupem na nové trhy a celkovým rozšiřováním objemu této produktové linie. Naopak poskytování velkoobchodního přístupu k sítím dle smluv s O2 zaznamenává určitý pokles tržeb zejména z důvodu pokračujícího poklesu zákaznické báze hlasových služeb pevné sítě. Obecný pokles hrubé marže v plánovaném období je důsledkem kombinace těchto změn v produktovém portfoliu, neboť hrubá marže služeb mezinárodního hlasového tranzitu je výrazně nižší než aktuální marže v oblasti poskytování velkoobchodního přístupu k sítím.

V období projekce je plánován pokles provozních nákladů v souladu s úspornými opatřeními plánovanými vedením Společnosti. Celkový dopad klesající hrubé marže a poklesu nákladů je postupný pokles marže EBITDA, který se stabilizuje se stabilizací hrubé marže.

Investiční výdaje jsou plánovány na úrovni přibližně 12 % výnosů.

Finanční projekce Společnosti byly srovnány s výsledky provedené analýzy odvětví, historickými finančními ukazateli Společnosti a historickými a očekávanými finančními ukazateli srovnatelných společností.

¹² z angl. *Reference Access Offer*

¹³ z angl. *Reference Access Digital Offer*

6.2 Volné peněžní toky

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 nedaňové výnosy a náklady a rozdíl mezi účetními a daňovými odpisy. Na takto upravený provozní zisk byla aplikována daňová sazba ve výši 19 %. Provozní zisk po zdanění byl následně upraven o odpisy, kapitálové investice a změnu pracovního kapitálu. Těmito úpravami byly získány volné peněžní toky celkovému investovanému kapitálu.

6.3 Změna pracovního kapitálu

Změna pracovního kapitálu byla odhadnuta na základě skutečného stavu položek pracovního kapitálu Společnosti k 30. dubnu 2015, předpokládaného stavu k Datu ocenění, předpokládaného stavu k 31. prosinci 2015 a předpokládaného vývoje jednotlivých položek dle dlouhodobých projekcí Společnosti. Dlouhodobý finanční plán a dlouhodobé projekce Společnosti neobsahovaly plán vývoje závazku z titulu daně z příjmu a pohledávky, resp. závazku z titulu daně z přidané hodnoty, proto byly tyto položky pracovního kapitálu do projekce vývoje pracovního kapitálu doplněny.

6.4 Konvence diskontování peněžních toků

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.

6.5 Peněžní toky za horizontem projekce

Pro odhad výše peněžních toků za horizontem projekce (terminální období) byl použit parametrický vzorec¹⁴ s předpokladem výnosnosti čistých investic ve výši nákladů kapitálu. Pro odhad provozního zisku (EBIT) a provozního zisku po zdanění (NOPAT) byla předpokládána stabilizovaná EBITDA posledního roku projekce a stabilizovaná výše účetních odpisů ve výši daňových odpisů v posledním roce projekce.

6.6 Výpočet diskontovaných peněžních toků

Součet diskontovaných peněžních toků za období po Datu ocenění do konce roku 2025 a terminální hodnoty po roce 2025 tvoří provozní hodnotu Společnosti. Hodnota Společnosti byla následně vypočtena odečtením hodnoty dluhu a dlouhodobých rezerv a přičtením hodnoty peněz a peněžních ekvivalentů a neprovozních finančních aktiv k Datu ocenění. Hodnota dlouhodobých rezerv byla odhadnuta diskontováním peněžních toků plynoucích z jejich rozpouštění dle informací Společnosti odhadnutými průměrnými váženými náklady kapitálu.

Podrobnosti k výpočtu diskontovaných peněžních toků jsou uvedeny v Příloze 3.

6.7 Hodnota Společnosti dle metody diskontovaných peněžních toků

Hodnota Společnosti k 15. srpnu 2015 dle metody diskontovaných peněžních toků byla odhadnuta na 51 100 mil. Kč.

¹⁴ Koller, Goedhart a Wessels (2010), strana 227

7 Ocenění tržním přístupem

Pro ověření odhadu hodnoty vzešlého z primárního postupu popsaného v předchozí části bylo provedeno ocenění Společnosti za použití tržního přístupu metodou kapitálových trhů.

7.1 Výběr oceňovacích násobků

Ocenění společnosti metodou kapitálových trhů standardně spočívá v aplikaci tzv. oceňovacích násobků spočtených pro srovnatelné veřejně obchodované společnosti a jejich aplikace na relevantní položky výkazu zisku a ztráty oceňované společnosti. Pro ocenění byly vybrány násobky provozní hodnoty společnosti (EV, z angl. *Enterprise Value*) na tržby (EV/Tržby), na provozní zisk před odpisy hmotného a nehmotného majetku (EV/EBITDA) a na provozní zisk (EV/EBIT).

7.2 Výběr srovnatelných společností

Jako srovnatelné společnosti byly použity stejné společnosti jako v případě odhadu diskontní sazby.

7.3 Použité oceňovací násobky

Odhad hodnoty je založen na násobcích provozní hodnoty společnosti dle tržních dat k 31. květnu 2015 na odhadované veličiny za rok 2015. Budoucí násobky byly vybrány zejména proto, že již obsahují část předpokládaného budoucího vývoje jak na straně Společnosti, tak na straně srovnatelných společností. Na straně Společnosti je u tržeb předpokládán mírný růst, u marže EBITDA je naopak očekáván pokračující pokles a až následná stabilizace, u marže EBIT se předpokládá růst s klesajícími odpisy. Použité oceňovací násobky zobrazuje Tabulka 6.

Tabulka 6: Oceňovací násobky pro vybraný vzorek srovnatelných společností

Společnost	Země	EV/Tržby	EV/EBITDA	EV/EBIT
Belgacom SA	Belgie	2,14	7,6	15,1
O2 Czech Republic a.s.	Česká republika	1,30	3,5	9,6
TDC A/S	Dánsko	2,55	6,4	13,0
Elisa Oyj	Finsko	3,66	10,6	17,5
Orange S.A.	Francie	1,82	5,9	12,0
Hrvatski Telekom d.d.	Chorvatsko	1,39	3,7	8,2
Telecom Italia S.p.A.	Itálie	2,64	6,5	13,0
TEO LT, AB	Litva	n.a.	n.a.	n.a.
Magyar Telekom Nyrt.	Maďarsko	1,48	5,3	12,7
Deutsche Telekom AG	Německo	2,03	7,2	17,7
Koninklijke KPN N.V.	Nizozemsko	2,93	9,1	30,8
Orange Polska S.A.	Polsko	1,34	4,4	21,9
Telekom Austria AG	Rakousko	1,71	5,2	14,4
Hellenic Telecommunications Organization S.A.	Řecko	1,49	4,1	9,6
Telekom Slovenije d.d.	Slovinsko	1,40	5,1	16,4
BT Group plc	Spojené království	2,82	8,1	13,4
Telefónica, S.A.	Španělsko	2,40	7,5	15,8
TeliaSonera AB	Švédsko	2,81	8,4	13,0
Medián		2,03	6,4	13,4

Zdroj: Bloomberg Professional Database, analýza Deloitte

Poznámka: n.a. – údaj není dostupný

7.4 Indikace hodnoty dle metody kapitálových trhů

Odhad provozní hodnoty Společnosti je založen na tržních datech k 31. květnu 2015. Hodnota Společnosti byla následně vypočtena odečtením hodnoty dluhu a dlouhodobých rezerv a přičtením hodnoty peněz a peněžních ekvivalentů a neprovozních aktiv k Datu ocenění stejně jako v případě výnosového přístupu. Zvýšení hodnoty mezi 31. květnem 2015 a Datem ocenění je obsaženo v použitém prospektivním odhadu peněz a peněžních ekvivalentů a neprovozních aktiv Společnosti k Datu ocenění.

Pro indikaci hodnoty Společnosti dle této metody jsme vybrali interval, jehož dolní hranicí je oceňovací násobek O2¹⁵ a horní hranicí medián celého vzorku srovnatelných společností. Z tabulky výše lze vidět, že společnosti ze střední Evropy včetně České republiky mají obecně nižší oceňovací násobky než ostatní srovnatelné společnosti. Hodnota Společnosti by se tak měla pohybovat v nižší části daného intervalu.

Shrnutí odhadu hodnoty metodou kapitálových trhů představuje Tabulka 7.

Tabulka 7: Ocenění Společnosti metodou kapitálových trhů

	EV/Tržby	EV/EBITDA	EV/EBIT
Hodnota veličiny pro Společnost (mil. Kč)	19 278	7 927	2 300
Násobek O2	1,30	3,5	9,6
Medián násobků vzorku srovnatelných společností	2,03	6,4	13,4
Odhad provozní hodnoty Společnosti k 31. květnu 2015 (mil. Kč)			
na základě násobku O2	25 061	27 745	22 082
na základě mediánu srovnatelných společností	39 134	50 733	30 823
+ Peníze a peněžní ekvivalenty k Datu ocenění		2 074	
+ Finanční aktiva k Datu ocenění		67	
- Dluh k Datu ocenění		0	
- Rezervy k Datu ocenění		164	
Odhad hodnoty Společnosti k Datu ocenění (mil. Kč, zaokrouhleno)			
na základě násobku O2	27 000	29 700	24 100
na základě mediánu srovnatelných společností	41 100	52 700	32 800

Zdroj: Analýza Deloitte

Poznámka: Hodnota EBITDA a EBIT pro Společnost byla upravena o mimořádné výnosy a náklady.

7.5 Hodnota Společnosti dle metody kapitálových trhů

Hodnota Společnosti k 15. srpnu 2015 byla tržním přístupem indikována pomocí násobku EV/Tržby v rozmezí 27 000 – 41 100 mil. Kč, pomocí násobku EV/EBITDA v rozmezí 29 700 – 52 700 mil. Kč a pomocí násobku EV/EBIT v rozmezí 24 100 – 32 800 mil. Kč.

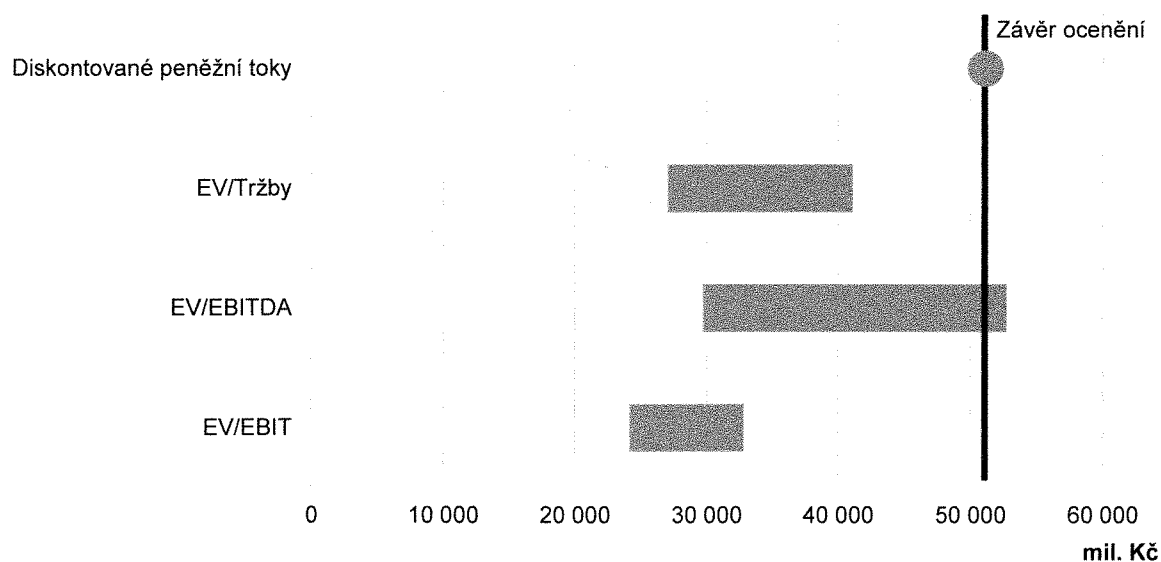
¹⁵ Údaje za O2 jsou dle dat k 31. květnu 2015, tedy před vznikem Společnosti, kdy byla rozdělovaná O2 ještě obchodována jako vertikálně integrovaný operátor.

8 Závěr ocenění

Na základě primárního postupu ocenění za použití výnosového přístupu, konkrétně metody diskontovaných peněžních toků, jsme dospěli k hodnotě Společnosti ve výši 51 100 mil. Kč. Primární postup byl zvolen tak, aby umožňoval zohlednění specifík Společnosti.

V rámci doplňkového postupu jsme srovnali indikaci hodnoty vzešlou z primárního postupu s indikacemi hodnoty získanými za použití tržního přístupu metodou kapitálových trhů. Rozmezí hodnoty Společnosti odhadnutá jednotlivými použitými násobky v rámci tržního přístupu a srovnání s hodnotou vzešlou z primárního postupu zobrazuje Graf 10.

Graf 10: Srovnání hodnoty dle metody DCF s indikacemi dle metody kapitálových trhů



Zdroj: Analýza Deloitte

Na základě informací od Společnosti byl k Datu ocenění uvažován počet akcií Společnosti ve výši 310 220 067. Reálná hodnota jedné akcie byla vypočtena jako podíl hodnoty Společnosti na základě primárního postupu a tohoto počtu akcií.

Reálná hodnota jedné akcie Společnosti k 15. srpnu 2015 byla tedy odhadnuta na:

164,72 Kč

Závěr

Účelem tohoto znaleckého posudku je ocenění jedné kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10 Kč společnosti Česká telekomunikační infrastruktura a.s. pro účely odkupu akcií touto společností v souladu s ustanoveními § 28 písm. d) ve spojení s § 150 odst. 2, § 308 odst. 1 a odst. 2 písm. b) a § 309 zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, v platném znění.

Ocenění bylo zpracováno prospektivně k 15. srpnu 2015 na základě podmínek, které byly známy k 31. květnu 2015. Standard hodnoty použitý při tomto ocenění odpovídá reálné hodnotě (*fair value*) dle Mezinárodních standardů účetního výkaznictví. Společnost byla oceněna na základě premisy svého nepřetržitého trvání (*going concern premise*). Odhad reálné hodnoty jedné akcie Společnosti je primárně založen na metodě diskontovaných peněžních toků celkovému investovanému kapitálu.

Reálná hodnota jedné akcie Společnosti byla k 15. srpnu 2015 odhadnuta na:

164,72 Kč

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.

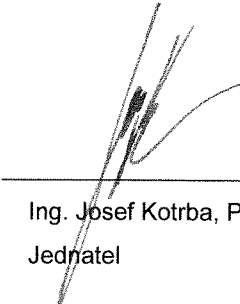
Znalecký posudek vypracovala společnost Deloitte Advisory s.r.o. jako ústav kvalifikovaný pro znaleckou činnost, jmenovaný rozhodnutím ministra spravedlnosti ze dne 1. února 2010, č. j.: 189/2009-OD-ZN a zapsaný do prvního oddílu seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika, 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 366-2015 znaleckého deníku.

Otisk kulaté pečeti



V Praze dne 8. června 2015



Ing. Josef Kotrba, Ph.D.
Jednatel

Přílohy

Příloha 1 – Jmenování znalce

tohoto rozhodnutí nabývá právní moci:

vyrok: _____ dne: 27.5.2015

výtisk: _____ dne: _____

o je vykonatelná dnem _____

Číslo jednací: 2Nc 4514/2015 - 11

V Praze - 5. května 2015

USNESENÍ

Městský soud v Praze rozhodl samosoudkyní JUDr. Marií Tegérovou v právní věci navrhovatele O2 Czech Republic a.s., IČO: 60193336, se sídlem Za Brumlovkou 266/2, Praha 4 a účastníka řízení Deloitte Advisory s.r.o., IČO: 27582167, se sídlem Karolinská 654/2, Praha 8, o návrhu na jmenování znalce,

takto:

Podle § 28 písm. d) ve spojení s § 150 odst. 2, § 308 odst. 1 a odst. 2 písm. b) a § 309 zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, soud j m e n u j e společnost Deloitte Advisory s.r.o., IČO: 27582167, se sídlem Karolinská 654/2, Praha 8, znalcem pro ocenění akcií společnosti Česká telekomunikační infrastruktura a.s. odkupovaných touto společností, která má vzniknout jako právní nástupce navrhovatele, společnosti O2 Czech Republic a.s., IČO: 60193336, se sídlem Za Brumlovkou 266/2, Praha 4.

Poučení: Toto usnesení neobsahuje odůvodnění dle § 169 odst. 2 o. s. ř., věta druhá.

Proti tomuto usnesení lze podat do 15 dnů ode dne jeho doručení odvolání k Vrchnímu soudu v Praze prostřednictvím soudu zdejšího.

V Praze dne 4. května 2015

JUDr. Marie Tegérová v. r.
samosoudce

Za správnost:
Zuzana Kalná

Ověřovací doložka konverze na žádost do dokumentu v listinné podobě

Ověřuji pod pořadovým číslem 73390564-117972-150526083602, 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 podepsán zaručeným elektronickým podpisem založeným na kvalifikovaném certifikátu vydaném akreditovaným poskytovatelem certifikačních služeb a platnost zaručeného elektronického podpisu byla ověřena dne 26.05.2015 v 08:36:10. Zaručený elektronický podpis byl shledán platným (dokument nebyl změněn) a ověření platnosti kvalifikovaného certifikátu bylo provedeno vůči seznamu zneplatněných kvalifikovaných certifikátů vydanému k datu 26.05.2015 07:22:40. Údaje o zaručeném elektronickém podpisu: číslo kvalifikovaného certifikátu 19 3E 1A, kvalifikovaný certifikát byl vydán akreditovaným poskytovatelem certifikačních služeb PostSignum Qualified CA 2, Česká pošta, s.p. [IČ 47114983] pro podepisující osobu (označující osobu) Zuzana Kalná, vedoucí kanceláře, soudní oddělení, 11403, MĚSTSKÝ SOUD V PRAZE [IČ 00215660]. Elektronický podpis byl označen platným časovým razítkem, založeným na kvalifikovaném certifikátu vydaném akreditovaným poskytovatelem certifikačních služeb. Platnost časového razítka byla ověřena dne 26.05.2015 v 08:36:10. Údaje o časovém razítku: datum a čas 06.05.2015 10:58:01, 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: Divišová Helena - notářka
Pracoviště: JUDr. Divišová Helena - notářka
V Hradci Králové dne 26.05.2015

Jméno, příjmení a podpis osoby, která autorizovanou konverzi dokumentu provedla:
Gabriela Štefánková

Otisk úředního razítka:

Gabriela ŠTEFÁNKOVÁ
notářská legace
pověřená notářkou



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 Společnosti

Detaily finančních projekcí zobrazuje Tabulka 8. Projekce vycházejí z předběžných konsolidovaných pro forma měsíčních výkazů zisku a ztráty Společnosti za leden až duben roku 2015, plánovaných konsolidovaných měsíčních výkazů zisku a ztráty a plánu investičních výdajů Společnosti za květen až prosinec roku 2015, dlouhodobého konsolidovaného finančního plánu Společnosti pro roky 2016–2021, dlouhodobých konsolidovaných finančních projekcí Společnosti pro roky 2022–2025 a dlouhodobé projekce nedaňových výnosů a nákladů. Dlouhodobý plán byl doplněn o úpravu odpisů za dodatečné investiční výdaje v roce 2015 dle měsíčního plánu investičních výdajů, které nebyly zahrnuty v dlouhodobém plánu.¹⁶ S ohledem na důvěrnost dat v tomto posudku neuvádíme větší detail jednotlivých položek finančních projekcí a jejich analýz.

Tabulka 8: Pro forma výkazy zisku a ztráty za roky 2013 a 2014 a finanční projekce Společnosti na roky 2015–2025

	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
Výnosy	18 477	18 758	19 278	20 452	22 006	22 917	23 362	23 648	23 841	24 006	24 132	24 224	24 279
<i>Růst výnosů (%)</i>		1,5 %	2,8 %	6,1 %	7,6 %	4,1 %	1,9 %	1,2 %	0,8 %	0,7 %	0,5 %	0,4 %	0,2 %
Výkonová spotřeba	-5 247	-6 193	-7 297	-8 899	-10 659	-11 661	-12 153	-12 491	-12 723	-12 889	-13 009	-13 094	-13 155
Hrubá marže	13 230	12 564	11 980	11 553	11 348	11 256	11 209	11 157	11 118	11 118	11 124	11 130	11 124
<i>Hrubá marže (%)</i>	71,6 %	67,0 %	62,1 %	56,5 %	51,6 %	49,1 %	48,0 %	47,2 %	46,6 %	46,3 %	46,1 %	45,9 %	45,8 %
Provozní náklady	-4 308	-4 150	-4 053	-3 640	-3 428	-3 278	-3 246	-3 199	-3 156	-3 177	-3 193	-3 205	-3 212
Mimořádné výnosy a náklady	560	-75	-27	-83	-34	0	0	0	0	0	0	0	0
Provozní zisk před odpisy (EBITDA)	9 482	8 339	7 900	7 830	7 886	7 977	7 963	7 958	7 962	7 940	7 930	7 925	7 912
<i>EBITDA marže (%)</i>	51,3 %	44,5 %	41,0 %	38,3 %	35,8 %	34,8 %	34,1 %	33,7 %	33,4 %	33,1 %	32,9 %	32,7 %	32,6 %
Odpisy	-7 489	-7 274	-5 627	-3 983	-3 888	-3 983	-3 892	-3 775	-3 693	-3 677	-3 595	-3 543	-3 502
Provozní zisk (EBIT)	1 993	1 065	2 273	3 846	3 997	3 994	4 071	4 183	4 269	4 263	4 335	4 382	4 410
<i>EBIT marže (%)</i>	10,8 %	5,7 %	11,8 %	18,8 %	18,2 %	17,4 %	17,4 %	17,7 %	17,9 %	17,8 %	18,0 %	18,1 %	18,2 %
Investiční výdaje (CAPEX)	-3 300	-2 008	-2 919	-2 529	-2 697	-2 682	-2 667	-2 843	-2 843	-2 893	-2 928	-2 958	-2 995
% EBITDA	-34,8 %	-24,1 %	-37,0 %	-32,3 %	-34,2 %	-33,6 %	-33,5 %	-35,7 %	-35,7 %	-36,4 %	-36,9 %	-37,3 %	-37,9 %
Daňové odpisy			-4 045	-3 632	-3 333	-3 178	-3 090	-3 068	-3 090	-3 065	-3 042	-3 018	-2 995
Nedaňové výnosy a náklady	-110	-111	-110	-110	-110	-110	-110	-110	-110	-110	-110	-110	-110
Zdroj: Společnost													
Poznámka: p – předpověď													

¹⁶ Na základě informací od Společnosti byla předpokládána doba odepisování těchto dodatečných investic odhadnuta na 5 let pro daňové odpisy a 5,5 roku pro účetní odpisy.

Příloha 3 – Diskontované peněžní toky

Tabulka 9: Odhad hodnoty Společnosti metodou diskontovaných peněžních toků

mil. Kč	2015 ⁽¹⁾	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminální období
Provozní zisk (EBIT)	908	3 846	3 997	3 994	4 071	4 183	4 269	4 263	4 335	4 382	4 410	
Zdanitelný provozní zisk	1 464	4 308	4 663	4 909	4 983	5 000	4 982	4 985	4 998	5 017	5 027	
Daň z provozního zisku	-278	-818	-886	-933	-947	-950	-947	-947	-950	-953	-955	
NOPAT	630	3 028	3 112	3 062	3 125	3 233	3 323	3 316	3 385	3 429	3 454	
Změna pracovního kapitálu	769	101	256	104	42	69	76	45	31	22	13	
Odpisy	-2 037	-3 983	-3 888	-3 983	-3 892	-3 775	-3 693	-3 677	-3 595	-3 543	-3 502	
Investice	-1 390	-2 529	-2 697	-2 682	-2 667	-2 843	-2 843	-2 893	-2 928	-2 958	-2 995	
Volné peněžní toky (FCFF)	2 046	4 583	4 559	4 467	4 391	4 235	4 249	4 146	4 084	4 035	3 975	3 962
WACC	8,95 %	8,95 %	8,95 %	8,95 %	8,95 %	8,95 %	8,95 %	8,95 %	8,95 %	8,95 %	8,95 %	8,95 %
Diskontní faktor	0,984	0,927	0,851	0,781	0,717	0,658	0,604	0,555	0,509	0,467	0,429	0,429
Diskontované peněžní toky	2 013	4 251	3 881	3 490	3 149	2 788	2 567	2 299	2 079	1 885	1 705	18 982
Provozní hodnota Společnosti	49 088											
+ Peníze a ekvivalenty	2 074											
+ Finanční aktiva	67											
- Dluh k Datu ocenění	0											
- Rezervy k Datu ocenění	164											
Hodnota Společnosti	51 065											
Hodnota Společnosti (zaokrouhleno)	51 100											
Počet akcií Společnosti (tis.)	310 220											
Reálná hodnota jedné akcie Společnosti (Kč)	164,72											

Zdroj: Analýza Deloitte

Poznámka: (1) Peněžní toky pro rok 2015 jsou za období od 16. srpna do 31. prosince.