

**Znalecký posudek č. 034636/2024 o ocenění hodnoty
jmění společnosti CETIN Servis s.r.o. k 31. prosinci
2023 pro účely fúze sloučením**

OPIS

Důvěrné

21. května 2024

EY

Building a better
working world

UBAUER
2020

ODR V

Znalecký posudek

Číslo položky 034636/2024

Znalec: E & Y Valuations s.r.o.
Na Florenci 2116/15
110 00 Praha 1 – Nové Město
IČO: 161 90 581

Zadavatel I: CETIN Servis s.r.o.
Evropská 2690/17
160 00 Praha 6 - Dejvice
IČO: 195 48 605

Zadavatel II: O2 Czech Republic a.s.
Za Brumlovkou 266/2
140 00 Praha 4 – Michle
IČO: 601 93 336

Posudek se předává:

ve třech vyhotoveních (plus jeden výtisk do
archivu Znalce)

Číslo vyhotovení:

3/3

Počet stran:

37 stran textu a 17 stran příloh

Seznam kapitol:

seznam kapitol je uveden v sekci Obsah

Seznam příloh:

seznam příloh je uveden v sekci Přílohy

Datum:

21. května 2024

Obor a odvětví, ve kterých je podán znalecký posudek:

Posudek je podán v oboru Ekonomika, odvětví Oceňování obchodních závodů

Předmět Posudku:

Znalecký posudek je vypracován ve věci ocenění hodnoty jmění společnosti CETIN Servis s.r.o. k 31. prosinci 2023 pro účely fúze sloučením se společností O2 Czech Republic a.s.

Zkratky

CAGR	složená úroková míra (z anglického „Compound Annual Growth Rate“)
CapEx	investiční, resp. kapitálové výdaje (z anglického „Capital Expenditures“)
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv (z anglického „Capital Asset Pricing Model“)
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
Datum ocenění	31. prosince 2023
DCF	diskontované peněžní toky (z anglického „Discounted Cash Flows“)
DCF Entity	diskontované peněžní toky pro poskytovatele kapitálu (z anglického „Discounted Cash Flows to Entity“)
DPH	daň z přidané hodnoty
EBIT	zisk před úroky a zdaněním (z anglického „Earnings Before Interest, Taxes“)
EBITDA	zisk před úroky, zdaněním a odpisy (z anglického „Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization“)
ERP	riziková prémie trhu (z anglického „Equity Risk Premium“)
EV	hodnota podniku (typu „Enterprise Value“)
EY, Znalec	společnost E & Y Valuations s.r.o., se sídlem Na Florenci 2116/15, 110 00 Praha 1 – Nové Město, IČO: 161 90 581, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, sp. zn. C 2483
FCFF	volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (z anglického „Free Cash Flow to the Firm“)
HDP	hrubý domácí produkt
Jméni	oceňované jmění společnosti CETIN Servis s.r.o. (detail viz zadání)

Management	zástupci Zadavatele I nebo Zadavatele II nebo osoby jimi pověřené
NAV	substanční metoda (z anglického „Net Asset Value“)
NOPLAT	čistý provozní zisk po zdanění (z anglického „Net Operating Profit Less Adjusted Taxes“)
NPV	čistá současná hodnota (z anglického „Net Present Value“)
NWC	čistý pracovní kapitál (z anglického „Net Working Capital“)
OE	Oxford Economics
Posudek, Znalecký posudek	tento Znalecký posudek č. 034636/2024 o ocenění hodnoty jmění společnosti CETIN Servis s.r.o. k 31. prosinci 2023 pro účely fúze sloučením
Smlouva	smlouva ze dne 14. února 2024 uzavřená mezi Zadavatelem I, Zadavatelem II (coby spolupracující osobou) a EY
SPV	společnost zvláštního určení (z anglického „Special Purpose Vehicle“)
Účel	ocenění jmění společnosti CETIN Servis s.r.o. k 31. prosinci 2023 pro účely fúze (detail viz zadání)
WACC	vážený průměr nákladů kapitálu (z anglického „Weighted Average Cost of Capital“)
Zadavatel I, CS	CETIN Servis s.r.o., se sídlem Evropská 2690/17, Dejvice, 160 00 Praha 6, IČO: 195 48 605, zapsanou v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, sp. zn. C 388259
Zadavatel II, O2 CR	O2 Czech Republic a.s., se sídlem Za Brumlovkou 266/2, 140 00 Praha 4 – Michle, IČO: 601 93 336, zapsanou v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, sp. zn. B 2322
Zákon o obchodních korporacích	zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), v platném znění
Zákon o přeměnách	zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, v platném znění

Obsah

1.	Zadání	6
1.1	Znalecká otázka	6
1.2	Datum ocenění	6
1.3	Přednět a účel vypracování Posudku	6
1.4	Kategorie hodnoty	7
1.5	Skutečnosti sdělené Zadavatelem	7
1.6	Limity	7
1.7	Válka na Ukrajině a inflace	7
2.	Výčet podkladů	8
2.1	Podklady předložené Managementem	8
2.2	Zákony a jiné právní normy	8
2.3	Použitá literatura	9
2.4	Informace a dokumenty získané z veřejných zdrojů	9
2.5	Další informační zdroje	9
3.	Nález	11
3.1	Základní údaje o společnosti CS	11
3.2	Postup Znalce	11
3.3	Výčet dat použitých Znalcem při zpracování Posudku	13
4.	Posudek	14
4.1	Makroekonomická analýza	14
4.2	Analýza odvětví	17
4.3	Popis Jmění	18
4.3.1	Rozvaha Společnosti k Datu ocenění a zahajovací rozvaha zohledňující Dotčené jmění	20
4.4	Finanční analýza	21

4.5	Metodika použítá Znalcem	23
4.6	Ocenění Jmění – výnosový přístup	25
4.7	Ocenění Jmění – srovnávací přístup	32
4.8	Shrnutí výsledků ocenění	35
5.	Odůvodnění	36
6.	Závěrečné shrnutí	37
7.	Přílohy	38
7.1	Příloha č. 1: Prohlášení o nezávislosti Znalce	38
7.2	Příloha č. 2: Všeobecná metodika ocenění	39
7.3	Příloha č. 3: Diskontní míra	43
7.4	Příloha č. 4: Usnesení o jmenování Znalce	51
7.5	Příloha č. 5: Zahajovací rozvaha zohledňující Dotčené jmění	52
8.	Ostatní náležitosti posudku	55
8.1	Osoby podléající se na zpracování Posudku	55
8.2	Informace k odměně Znalce za zpracování Posudku	56
9.	Znalecká doložka	57

1. Zadání

1.1 Znalecká otázka

Na základě smlouvy ze dne 14. února 2024 („Smlouva“) a usnesení Městského soudu v Praze, č. j. 2Nc4567/2024-12, ze dne 22. dubna 2024 (viz Příloha č. 4), jsme byli my, znalecká kancelář E & Y Valuations s.r.o., požádáni Zadávatel I o poskytnutí znaleckých služeb a vypracování tohoto Znaleckého posudku pro účely fúze sloučením s tím, že Zadávatel I i Zadávatel II (dále společně také „Zadávatelé“) nám k tomu měli poskytnout veškeré relevantní informace a podklady. V této souvislosti byla stanovena následující znalecká otázka:

„Stanovte hodnotu jmění společnosti CETIN Servis s.r.o. k 31. prosinci 2023 pro účely fúze sloučením se společností O2 Czech Republic a.s.“

1.2 Datum ocenění

Dle pokynů Zadávatel byl datum ocenění stanoveno na 31. prosince 2023 („Datum ocenění“).

1.3 Předmět a účel vypracování Posudku

Rozumíme, že společnost CETIN a.s. nabyla 100% obchodní podíl ve společnosti Nej.cz s.r.o. („NEJ“), coby poskytovateli služeb elektronických komunikací, zákaznické bázi a zároveň operátorovi provozujícím vlastní síť elektronických komunikací. Rozumíme, že je u NEJ s rozhodným dnem k 1. 1. 2024 plánováno odštěpení sloučením části jmění (převážně fyzické infrastruktury) do společnosti CETIN a.s. a další části jmění (té, která obsahuje zákaznickou bázi a související aktiva) do společnosti CETIN Servis s.r.o. (dále též „Dotčené jmění“), přičemž odštěpení má proběhnout bez ocenění tohoto jmění. Pro úplnost bereme na vědomí, že projekt přeměny je navrhován tak, že počítá rovněž se zachováním existence NEJ, která si ponechá určitou část jmění nenáležící ani do jedné kategorie.

Dále rozumíme, že O2 CR následně od společnosti CETIN a.s. nakoupí 100% obchodní podíl ve společnosti CETIN Servis s.r.o., přičemž následně proběhne fúze sloučením CS s O2 CR, a to zpětně k rozhodnému dni 1. 1. 2024. CS jakožto tzv. zanikající společnost v důsledku této fúze zanikne bez likvidace a Dotčené jmění (majetek, práva a povinnosti) tak přejde na společnost O2 CR, jako na nástupnickou společnost. Dotčené jmění vzniklé odštěpením z původní společnosti NEJ přitom bude tvořit prakticky veškeré Jmění společnosti CETIN Servis s.r.o.

Jelikož v rámci uvedené fúze sloučením CS s O2 CR má dojít k navýšení základního kapitálu nástupnické společnosti O2 CR ze jmění zanikající společnosti CS, podle ustanovení § 28 písm. a) s odkazem na ustanovení § 73 odst. 1 zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev („Zákon o přeměnách“) je společnost CS, jakožto zanikající společnost, povinna nechat ocenit své jmění znalcem. Rozumíme, že pro tento účel požadujete naše oceňovací služby („Účel“).

Na základě usnesení Městského soudu v Praze, č. j. 2 Nc 4567/2024–12, ze dne 22. dubna 2024, které nabylo právní moci dne 29. dubna 2024, jsme byli jmenováni znalcem ve věci vypracování Posudku podle ustanovení § 28 písm. a) zákona č. 125/2008 Sb. o přeměnách („Zákon o přeměnách“) ve spojení s § 73 odst. 1 Zákona o přeměnách za účelem ocenění Jmění.

Posudek byl zpracován výhradně pro stanovení Účel a nemůže být užít žádným jiným způsobem a k žádným jiným účelům, než je uvedeno výše či ve Smlouvě.

Upozorňujeme, že tržní hodnota Jména stanovená Znalcem je založena na předpokladu, že dojde k odstěpení Dotčeného jmění do CETIN Servis s.r.o. a Dotčené jmění se tak stane (hlavní) součástí Jména.

1.4 Kategorie hodnoty

Standardem hodnoty pro ocenění Jména je tržní hodnota. Dle Mezinárodních oceňovacích standardů 2022 („IVS“ z angl. „International Valuation Standards“) je tržní hodnota definována jako:

„odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek 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, rozumně a bez nátlaku.“

1.5 Skutečnosti sdělené Zadavatelem

Naše práce je založena výlučně na informacích a údajích poskytnutých zástupci Zadavatele I a Zadavatele II nebo jimi pověřenými osobami („Management“), dále pak na veřejně dostupných informacích.

Neprováděli jsme audit, marketingová ani podobná přezkoumání podkladů, které nám byly předány ze strany Managementu. Tyto podklady jsou v kompetenci odpovědných osob Zadavatelů a v tomto smyslu na ně plně spoléháme.

1.6 Limity

Všechny informace obsažené v tomto Posudku jsou důvěrné. Znalecký posudek nebo jakákoliv v něm obsažená informace nesmí být kopírovaná, distribuovaná, zpřístupněná nebo jinak použita pro jiné účely, než pro které byla vytvořena. Zpřístupnění tohoto Posudku třetím stranám se řídí Smlouvou mezi Zadavatelem a EY.

1.7 Válka na Ukrajině a inflace

Rádi bychom upozornili, že současná geopolitická nestabilita v souvislosti s válečným konfliktem na Ukrajině a vyvíjenými se ekonomickými sankcemi, stejně jako nedávné vystupňování konfliktu v Izraeli a s tím související vysoká úroveň napětí na Středním východě, nevídané inflační prostředí by potenciálně mohly mít neočekávané, v současnosti neznámé, významné a asymetrické dopady na globální ekonomiku, finanční trhy a tím pádem i na vyhlídky předložené ze strany Zadavatelů, jejich finanční prognózy a míru rizika s níž Zadavatelé počítají, což se nemusí plně projevit v našem ocenění. Naše ocenění počítá s relativně standardním (obvyklým) vývojem ekonomiky a nebere v potaz katastrofické scénáře, které by měly globální dopad na celou společnost.

2. Výčet podkladů

Tento Posudek je založen na údajích a informacích poskytnutých Managementem a na veřejně dostupných informacích.

Při přípravě Posudku jsme se na tyto informace a podklady plně spoléhali a nijak jsme nepřezkoumávali jejich správnost nebo úplnost. Neprovedli jsme audit, marketingová ani podobná přezkoumání podkladů, které nám byly předány ze strany Managementu. Tyto podklady jsou v kompetenci Managementu a v tomto smyslu na ně plně spoléháme. V této souvislosti však podotýkáme, že jsme během našich znaleckých prací neidentifikovali žádné skutečnosti či informace, které by věrohodnost poskytnutých údajů zpochybňily.

Posudek dále vychází i z veřejně dostupných informací a obsahuje mimo jiné obecné předpoklady právního, ekonomického a komerčního charakteru.

Dostupné informace se vztahují k Datu ocenění. Nepřihlíželi jsme k okolnostem po Datu ocenění, pokud není v Posudku výslovně uvedeno jinak. Poslední informace byly získány dne 10. května 2024. Znalec obdržel od Zadavatelů dopis potvrzující správnost a úplnost poskytnutých informací, podkladů a vysvětlení.

Při zpracování Znaleckého posudku jsme pracovali s následujícími podklady.

2.1 Podklady předložené Managementem

- Finanční plán týkající se Jmění sestavený pro období od 1. ledna 2024 do 31. prosince 2037 obdrženy od Managementu dne 6. prosince 2023, obsahující plán volných peněžních toků; finanční plán se opírá o možnost oceňované Jmění dále obchodně rozvíjet již v podmínkách společnosti O2 CR (tedy po fúzi);
- Popis oceňovaného Jmění obdrženy dne 24. dubna 2024;
- Zahajovací rozvaha společnosti CETIN Servis s.r.o. k 1. lednu 2024 obdržena dne 10. května 2024;
- Auditovaná účetní závěrka za finanční rok končící 31. prosince 2023 obdržena dne 6. května 2024;
- Projekt vnitrostátní fúze sloučením zanikající společnosti CETIN Servis s.r.o. a nástupnické společnosti O2 Czech Republic a.s. obdrženy dne 4. května 2024;
- Projekt rozdělení odštěpením sloučením rozdělované společnosti Nej.cz s.r.o. obdržena dne 4. května 2024.

2.2 Zákony a jiné právní normy

- Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů;

- Zákon č. 254/2019 Sb., o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech, a vyhláška č. 503/2020 Sb., o výkonu znalecké činnosti.

2.3 Použitá literatura

Znalec si opatřil kromě jiných následující informace a použil mimo jiné následující literaturu:

- Kroll (původně Duff & Phelps): Valuation Handbook – Industry Cost of Capital, Kroll / Duff & Phelps LLC, Chicago, 2021, on-line verze;
- Kroll (původně Duff & Phelps): Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, Kroll / Duff & Phelps, 2021, on-line verze;
- The International Valuation Standards Council – Mezinárodní standardy pro oceňování 2022;
- Matřík M. a kol. – Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy, 4. upravené a rozšířené vydání, Praha, Ekopress, 2018;
- Matřík M. a kol. – Metody oceňování podniku pro pokročilé (hlubší pohled na vybrané problémy), 2. upravené vydání, Praha, Ekopress, 2018;
- Quiry P., Le Fur Y., Salvi A., Dallochio M.: Corporate Finance – Theory and Practice. 3. vyd, Chichester, West Sussex, John Wiley & Sons, 2011;
- Ross Stephen A., Westerfield Randolph W., Jaffe Jeffrey F. – Corporate Finance. 10. vyd., New York, McGraw-Hill/Irwin, 2012;
- McKinsey & Company, Inc. – Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. 7. upravené vydání, 2020, on-line verze.

2.4 Informace a dokumenty získané z veřejných zdrojů

- Internetová stránka Digitální Česko, dostupná online z: <<https://digitalnicesto.gov.cz>>. Odkaz ze dne 30. dubna 2024;
- Internetová stránka kurzy.cz, dostupná online z: <<https://www.kurzy.cz>>. Odkaz ze dne 30. dubna 2024;
- Internetová stránka justice.cz, dostupná online z: <<https://www.justice.cz>>. Odkaz ze dne 30. dubna 2024

2.5 Další informační zdroje

Znalec dále použil tyto informační zdroje a databáze:

- ČNB;
- S&P Capital IQ;

- Refinitiv;
- Statista;
- Oxford Economics;
- Kroll (původně Duff & Phelps);
- Interní databáze Znalce.

3. Nález

3.1 Základní údaje o společnosti CS

Společnost CS byla zřízena v roce 2023 jako dceřiná společnost CETIN a.s., což je významný hráč v oblasti telekomunikací na českém trhu. Cílem založení CS bylo vytvořit entitu (SPV), do níž by po rozdělení společnosti NEJ bylo možné kontinuálně převést zákaznickou bázi z původní společnosti NEJ v rámci vnitřní restrukturalizace a připravit tím podmínky pro přípravu nadcházející fúzi s O2 CR. NEJ je ke dni zpracování posudku provozovatel sítě elektronických komunikací (infrastruktura) a zároveň podnikatelem poskytujícím služby elektronických komunikací zákaznické bázi. Právě tato zákaznická báze, resp. potenciál jejího rozvoje v rámci významného poskytovatele, jakým je O2 CR s širokou škálou obchodních kanálů a širokou nabídkou produktů, tvoří základní hodnotu pro O2 CR a je klíčem pro ocenění Jmění.

Základní kapitál společnosti CS je ve výši 100 000,- Kč, přičemž je plně splacen. Jediným společníkem je před fúzí CETIN a.s., které disponuje 100% obchodním podílem této společnosti. Vzhledem ke skutečnosti, že společnost CS byla založena za účelem realizace transakcí spojených s fúzí, nemá její hospodaření dlouhodobou historii a s ohledem na plánovanou fúzi s O2 CR je třeba Jmění oceňovat pohledem naplnění účelu fúze. Oceňované jmění je svou podstatou zákaznické portfolio, jemuž jsou poskytovány internetové, televizní, mobilní a další služby; jde jak o segment domácnosti, tak i firemní segment z celé České republiky.

V České republice kromě O2 CR působí dále společnosti Vodafone Czech Republic a.s. a T-Mobile Czech Republic a.s., které rovněž chtějí oslovit jak běžné zákazníky, tak klienty z podnikové sféry a dosahují podobné velikosti zákaznické báze a mají k dispozici podobně rozsáhlé obchodní kanály i širokou nabídku služeb.

Ve vztahu k fúzi s O2 CR je CS připravován ke sloučení k rozhodnému dni 1. 1. 2024, během něhož dojde k převodu všech práv a povinností do O2 CR a k zániku bez likvidace společnosti CS jako samostatné právní entity. Dle plánu budou veškeré operace, klientela a infrastruktura společnosti plně integrovány do O2 CR.

3.2 Postup Znalce

Postup Znalce při práci s informačními zdroji a daty

Znalec pro účely zpracování tohoto Posudku postupoval při získání informací pro zodpovězení znalecké otázky následovně:

- *Výběr informačních zdrojů a získání dat* – Znalec zvolil informační zdroje s ohledem na jejich věrohodnost a relevanci ve vztahu k předmětu ocenění a stanovené znalecké otázce. Za účelem zpracování ocenění a Posudku Znalec čerpal data z více informačních zdrojů.
- *Zpracování dat* – Znalec ověřil, že získaná data jsou vhodná a použitelná pro ocenění Jmění.

- *Analyza dat – Znalec provedl analýzu dat, na jejímž základě je možné zformulovat závěr Znaleckého posudku pomocí jednoznačné odpovědi na zadanou znaleckou otázku.*

3.3 Výčet dat použitých Znalcem při zpracování Posudku

Tento Znalecký posudek je založen především na následujících informačních zdrojích a poskytnutých datech:

- Management – finanční výsledky CS a konsolidovaný finanční plán týkající se Jmění sestavený pro období od 1. ledna 2024 do 31. prosince 2037.
- Veřejné zdroje – informace týkající se makroekonomického vývoje, budoucího fungování odvětví a konkurenčních společností, které determinují vstupy do ocenění a fungování relevantního trhu.

Detailnější popis informací a jejich zdrojů použitých při přípravě ocenění Jmění je k dispozici v kapitole s názvem Výčet podkladů.

Znalec podotýká, že v případě, kdy by došlo k významným změnám klíčových parametrů, na jejichž základě je námi zpracované ocenění Jmění založeno, měly by tyto změny pravděpodobně za následek rovněž změnu v ocenění. V tomto smyslu je tržní hodnota Jmění časově závislou dynamickou veličinou ovlivněnou vývojem podmínek finančních trhů a trhu souvisejících relevantních služeb.

4. Posudek

4.1 Makroekonomická analýza

Hodnota Jmění je do velké míry ovlivňována prostředím, ve kterém daný subjekt podniká. Znalec se domnívá, že právní, daňové a ekonomické prostředí v České republice může určovat rámec, ve kterém se hodnota Jmění nachází. Znalec proto provedl makroekonomickou analýzu, která se věnuje popisu ekonomické situace, právního a daňového prostředí v ČR a jejich předpokládanému vývoji do budoucna.

Makroekonomická analýza prezentovaná níže zohledňuje rovněž potenciální dopady války na Ukrajině a války v Izraeli. Data jsou platná k Datu ocenění. Znalec by však chtěl zdůraznit, že vstupní data se mohou vzhledem k současné velmi dynamické situaci vyvíjet a měnit. Jak již bylo uvedeno výše, ocenění však počítá s relativně standardním (obvyklým) vývojem ekonomiky a nebere v potaz katastrofické scénáře, které by měly globální dopad na celou společnost.

Makroekonomická analýza České republiky

Prostřednictvím analýzy vybraných makroekonomických ukazatelů jako hrubý domácí produkt („HDP“), inflace či nezaměstnanost může být posouzena celková finanční a ekonomická stabilita v České republice a její předpokládaný vývoj. Znalec proto provedl základní makroekonomickou analýzu zmíněných segmentů. Vybrané makroekonomické ukazatele České republiky a jejich předpokládaný vývoj shrnuje následující tabulka.

Vybrané makroekonomické ukazatele České republiky

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Česká republika												
Reálný HDP (% změna)	3,0	(5,5)	3,5	2,4	(0,4)	1,0	3,1	3,5	3,7	3,3	2,7	2,1
Nominální HDP (mld. Kč)	5 794	5 711	6 107	6 785	7 341	7 868	8 352	8 971	9 666	10 393	11 048	11 639
Index spotřebitelských cen (% změna)	2,9	3,2	3,9	15,1	10,6	2,4	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Nezaměstnanost (% průměr za rok)	2,8	3,6	3,8	3,4	3,6	4,0	3,9	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6
Kurz (CZK/EUR, průměr)	25,7	26,5	25,7	24,6	24,0	24,9	24,5	23,7	23,2	22,9	22,6	22,3

Zdroj: Oxford Economics

Hrubý domácí produkt

Dle informací dostupných z databáze Oxford Economics („OE“) reálný HDP v roce 2022 rostl 2,4% tempem a v roce 2023 klesl o 0,4 %, což bylo zapříčiněno zhoršenou makroekonomickou situací v důsledku války na Ukrajině a probíhajících sankcí proti Rusku. Dle prognózy OE můžeme koncem roku 2024 očekávat růst reálného HDP o 1,0 %, tento růst by měl dle prognózy pokračovat i v následujících letech, v roce 2025 se očekává růst na úrovni 3,1 % a v roce 2026 pak na úrovni 3,5 %.

Nezaměstnanost

Míra nezaměstnanosti se v roce 2019 pohybovala na historickém minimu 2,8 %. V porovnání s eurozónou patří ČR k zemím s nejnižší nezaměstnaností vůbec. Nezaměstnanost následně rostla a držela se v letech 2020 až 2023 mezi 3,4 až 3,8 %, což bylo dáno zejména pandemií COVID-19 a válkou na Ukrajině, obě tyto události měli mimo jiné velký vliv na propouštění zaměstnanců z důvodů zhoršené ekonomické situace podniků, či krachy podnikatelů. Dle databáze OE se očekává zvýšení nezaměstnanosti na 4,0 % v roce 2024 a následně postupný pokles na stabilní úroveň nezaměstnanosti 3,6 %.

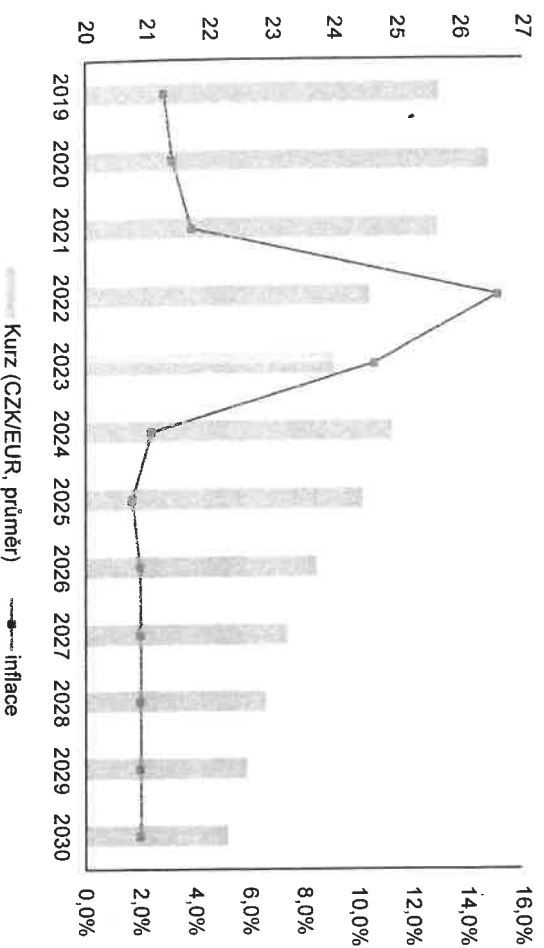
Vývoj inflace a měnového kurzu

Dlouhodobý inflační cíl ČNB je od roku 2010 nastaven na hodnotu 2 %.

V posledních letech Česká republika překonává 2% cíl ČNB, primárně z důvodů spojených s pandemií COVID-19 a s válkou na Ukrajině. V roce 2022, tak inflace atakovala 15,1 % a celková roční míra inflace tak byla druhu nejvyšší od vzniku samostatné České republiky, nejvyšší byla v roce 1993, kdy činila 20,8 %. V roce 2023 pokračoval tento trend a meziroční inflace dosahovala úrovně 10,6 %. Vývoj spotřebitelských cen byl nejvíce ovlivněn nárůstem cen bydlení (nájemné, elektřina, vodné, stočné, teplo a teplá voda), alkoholických nápojů a tabáku, stravovacích a ubytovacích služeb. V roce 2022 k nárůstu přispěly i ceny potravin, nealkoholických nápojů a pohonných hmot, ceny těchto surovin však v následujícím roce mírně poklesly.

Česká koruna nejvíce oslabila v roce 2020 ve spojení s pandemií COVID-19, kdy činil kurz 26.5 CZK/EUR a od té doby sílí. V roce 2023 pak byl průměrný roční kurz 24 CZK/EUR a dle očekávání OE můžeme pozorovat nadále sílící českou měnu až na úroveň 22.3 CZK/EUR v roce 2030. Vývoj a prognózu měnového kurzu a inflace v České republice zachycuje následující graf.

Vývoj a prognóza měnového kurzu a inflace



Zdroj: Oxford Economics, Ministerstvo financí ČR

Daňové prostředí

Sazba daně z přidané hodnoty („DPH“) v České republice se v lednu 2013 zvýšila o jeden procentní bod na hodnotu 21 % pro sazbu základní, resp. 15 % pro sníženou sazbu. Od ledna 2015 je navíc zavedena druhá snížená sazba DPH na úrovni 10 %. Sazba daně z příjmů právnických osob v České republice se v lednu 2024 zvýšila na úroveň 21 %.

Závěr makroekonomické analýzy

Znalec by chtěl podotknout, že vzhledem k vyvíjející se situaci na Ukrajině nelze v tuto chvíli kvalitativně ani kvantitativně posoudit celkový dopad války na situaci v České republice, stejně tak jako zvýšené inflace, a proto se může makroekonomická situace a predikce výrazně měnit.

Lze předpokládat, že makroekonomická situace v České republice bude vykazovat v následujících letech pomalejší, ale stabilní růst.

Finanční plán pro roky 2024 až 2037, který popisujeme dále v tomto Posudku, není dle našeho názoru v rozporu s výše provedenou makroekonomickou analýzou.

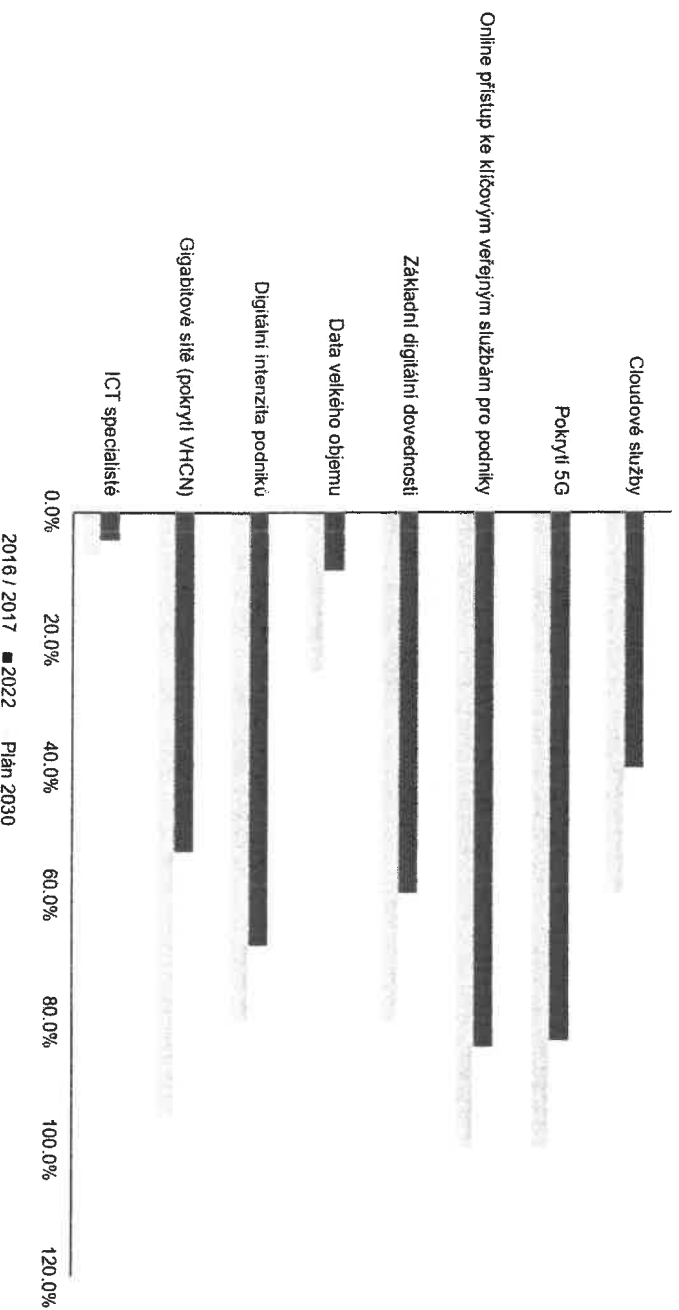
Znalec se domnívá, že ačkoli je hodnota Jmění do určité míry ovlivněna ekonomickou situací, na hodnotu významně dopadá situace v odvětví. Znalec se proto dále zabývá stručným popisem a analýzou odvětví elektronických komunikačních služeb a telekomunikační infrastruktury v České republice, protože hodnota Jmění úzce souvisí s vývojem v tomto odvětví.

4.2 Analýza odvětví

Původní společnost NEJ, z níž má do společnosti CS přejít zejména zákaznická báze, poskytuje internetové, televizní a telefonní služby firmám i domácnostem po celé České republice. V této oblasti se jedná o čtvrtého největšího poskytovatele služeb v České republice, kde zákaznická báze číí přes 250 tis. připojených domácností a přes 10 tis. připojených firem.

Na českém trhu s poskytováním internetových služeb a online televizním vysíláním dochází k výrazným změnám, a to zejména díky velké míře digitalizace v celé Evropské unii. V České republice, kde jsou cíle stanoveny pro rok 2030, se plánuje dosáhnout 100% pokrytí 5G sítí, rozšíření cloudových služeb o třetinu či kompletní digitalizace veřejných služeb pro podniky. To a řada dalších faktorů digitalizace bude výrazně ovlivňovat budoucí rozvoj odvětví poskytovatelů.

Vývoj a cíle pro digitalizaci České republiky



Zdroj: Digitální Česko - 09-16-22

Již nyní byla dynamiku trhu podpořena rostoucí poptávkou po vysokorychlostním internetu a potřebou přístupu k televiznímu obsahu na různých zařízeních, včetně smartphonů a tabletů, což je trend posilovaný právě díky náročnému nové generace diváků. Spotřebitelé již nejsou omezeni na sledování televize pouze

prostřednictvím tradičních televizorů, ale očekávají právě flexibilitu umožňující sledovat pořady, živá vysílání a filmy kdykoli a kdekoli, přes různá mobilní zařízení a aplikace.

Tato očekávání vedou ke konvergenci trhu mobilních operátorů a poskytovatelů televizního vysílání, kteří hledají způsoby, jak nabídnout balíčky služeb a obsah splňující nové spotřebitelské nároky. Na poli poskytovatelů mobilních operátorů vynikají společnosti jako O2 CR, T-Mobile CZ a Vodafone CZ, které hledají synergie mezi svými mobilními a internetovými službami a snaží se zákazníkovi nabídnout vše od volání až po sledování televize.

Například O2 TV poskytuje aplikace pro smartphony a tablety, což umožňuje uživatelům sledování televizního vysílání a obsahu na cestách. Konkurence v tomto segmentu je intenzivní především díky mezinárodním streamingovým platformám, jako jsou Netflix, Amazon Prime Video a HBO Go, které formují očekávání spotřebitelů týkající se kvality obsahu a uživatelského komfortu. Tím se vytváří tlak na tradiční operátory, aby inovovali a nabízeli komplexní řešení pro digitální domácnosti.

Dalším výrazným faktorem změn a posunu celého odvětví byla pandemie COVID-19, která přinesla do životů lidí po celém světě zásadní změny. Nucený přesun mnoha běžných aktivit do online prostředí, jako je práce z domova, distanční vzdělávání, ale i nárůst konzumace digitálního obsahu z důvodu sociální izolace, vyvolaly bezprecedentní tlak na infrastrukturu poskytovatelů. Značný nárůst počtu uživatelů znamenal náročný test pro stávající kapacitu sítí. Prověřená byla zejména stabilita a rychlost připojení, kde u mnoha providerů došlo k okamžité potřebě reagovat na výrazně se měnící náročnost používání jejich sítí. Tento fenomén se odrazil i ve zvýšené poptávce po lepší kvalitě internetového připojení a robustnějších datových plánech, aby uspokojily potřeby uživatelů během celého dne práce nebo školního vyučování a posleze večerního streamování obsahu.

Pandemie sice již odezněla, ale velká část praktik jako práce z domova se ve společnosti zachovala. Taktéž to vypadá, že poptávka po digitálních televizních službách stoupá. Pandemie vyvolala vlnu inovací, kde se objevily nové funkce a služby, jako jsou virtuální společenské místnosti pro pracovní schůzky či sledování filmů s přáteli na dálku. Společnosti byly také nuceny věnovat větší pozornost kyberbezpečnosti, vzhledem k narůstajícímu množství citlivých informací přenášených po jejich sítích.

4.3 Popis Jména

Oceňované Jméno společnosti CETIN Servis s.r.o. tvoří ucelený soubor majetku, práv, smluvních vztahů (s odběrateli, dodavateli a zaměstnanci) a dalších složek, který je ve své podstatě funkčním podnikem.

K 31. 12. 2023 byla společnost CETIN Servis s.r.o. prázdnou entitou (SPV – viz výše). Veškeré relevantní složky jmění, které vstupují i do ocenění, přejdou na společnost CETIN Servis s.r.o. v rámci Projektu rozdělení odštěpením sloučením Nej.cz s.r.o. jako rozdělované společnosti a CETIN a.s. a CETIN Servis s.r.o. jako nástupnických společnostech schváleného statutárními orgány zúčastněných společností dne 17. dubna 2024. Rozhodným dnem rozdělení je dle projektu 1. leden 2024.

Společnost CETIN Servis s.r.o. bude následně sloučena se společností O2 Czech Republic a.s. v rámci Projektu vnitrostátní fúze sloučením schváleného statutárními orgány zúčastněných společností dne 17. dubna 2024. Rozhodným dnem fúze je dle projektu 1. leden 2024.

Základní logikou rozdělení Nej.cz s.r.o. je funkční separace jednotlivých částí jmění rozdělované společnosti NEJ takovým způsobem, že fyzická telekomunikační infrastruktura a s ní související vztahy mají přejít do nástupnické společnosti CETIN a.s., vztahy se zákazníky mají ve své většině přejít do nástupnické společnosti CETIN Servis s.r.o., zatímco zbývající části jmění týkající se provozu určitých datových center a tzv. partnerského prodeje televize mají zůstat v rozdělované společnosti Nej.cz s.r.o.

Jmění přecházející v rámci rozdělení do společnosti CETIN Servis s.r.o. rámcově zahrnuje následující složky jmění rozdělované společností Nej.cz s.r.o.:

- Vybrání zaměstnanci zabývající se prodejem služeb, obsluhou a technickou podporou zákazníků a marketingem,
- vybraná koncová zařízení u zákazníků,
- VoIP ústředny,
- většínu zákaznického portfolia koncových zákazníků (B2C i B2B), služeb hostingu a housingu,
- práva a povinnosti ze smluv s bytovými družstvy a/nebo SVJ o distribuci signálu v rámci budovy,
- většínu obchodních značek, ochranných známek, webových domén a webových stránek,
- většínu práv a povinností z dodavatelských smluv umožňujících prodej služeb zákaznickému portfoliu a péči o něj a/nebo jeho obsluhu,
- vybrané nájemní, podnájemní a podobné vztahy,
- dodavatelské vztahy týkající se marketingu a reklamy,
- práva k přidělnům čísel a čísla operátora podle číselovacího plánu,
- práva a povinnosti vyplývající z členství v RIPE/NIX.CZ,
- 2/3 hodnoty práv k IP adresám,
- práva a povinnosti vyplývající ze smluv s ostatními provozovateli sítí elektronických komunikací,
- přenosový vůz, včetně příslušenství a instalovaných technologií nebo zařízení používaných pro záznam obrazu a zvuku a přenos signálu z vozu,
- vybraná motorová a nemotorová vozidla včetně příslušenství,
- drobný majetek využívaný zaměstnanci přecházejícími do CETIN Servis s.r.o.,
- vybrané bankovní účty,
- 100% účast ve společnosti Nej Kanál s.r.o.,

- vybrané goodwillly a oceňovací rozdíly a
- vybrané soudní spory, správní a jiná řízení.

4.3.1 Rozvaha Společnosti k Datu ocenění a zahajovací rozvaha zohledňující Dotčené jmění

Rozvaha Společnosti k Datu ocenění obsahuje z pohledu aktiv pouze peněžní prostředky ve výši 88 tis. Kč a v případě pasiv vlastní kapitál ve výši 88 tis. Kč. Vlastní kapitál je pak tvořen základním kapitálem ve výši 100 tis. Kč a záporným výsledkem hospodaření na úrovni 12 tis. Kč.

Rozvaha k Datu ocenění

CZK tis.	31.12.2023
Aktiva celkem	88
Oběžná aktiva	88
Peněžní prostředky	88
Pasiva celkem	88
Vlastní kapitál	88
Základní kapitál	100
Výsledek hospodaření minulých let	-12
<i>Zdroj: Management</i>	

Znalec v této části vycházel z údajů poskytnutých Managementem a jedná se o skutečnost po Datu ocenění, jelikož zahajovací rozvaha Dotčeného jmění je sestavena ke dni 1. ledna 2024.

Jak již bylo řečeno, tak Jmění, které je předmětem ocenění je tvořeno zákaznickouází a aktivy s nimi spojenými. Kromě databáze zákazníků se tak jedná zejména o nehmotný dlouhodobý majetek ve formě obchodních značek, ochranných známek, webových domén a stránek, ale také o práva k IP adresám apod. Z pohledu hmotných aktiv se jedná zejména o vozidla a drobný majetek využívaný zaměstnanci přecházejícími do CETIN Servis s.r.o.

Z pohledu pasiv je nejvíce zastoupený vlastní kapitál, který je téměř celý tvořen kapitálovými fondy, včetně rozdílu z ocenění při přeměnách obchodních korporací ve výši 184,1 mil. Kč. Součástí převáděného Jmění je i část dosavadních závazků z obchodních vztahů a za zaměstnanci, z cizích zdrojů jsou nejvíce zastoupeny dlouhodobé přijaté zálohy ve výši 26,8 mil. Kč a dlouhodobé závazky z obchodních vztahů ve výši 46,1 mil. Kč.

Zkrácená zahajovací rozvaha zohledňující Dotčené jmění

CZK tis.	1. 1. 2024
Aktiva celkem	417 686
Dlouhodobý majetek	306 050
Nehmotný majetek	262 799
Hmotný majetek	43 151
Finanční majetek	100
Oběžná aktiva	111 636
Zásoby	8 521
Pohledávky	63 214
Peněžní prostředky	39 901
Pasiva celkem	417 686
Vlastní kapitál	338 933
Cizí zdroje	76 220
Rezervy	110
Dlouhodobé závazky	0
Krátkodobé závazky	76 110
Časové rozlišení pasiv	2 533

Zdroj: Management

4.4 Finanční analýza

Tato část posudku je věnována Finančnímu plánu oceňovaného jmění, který byl připraven společností CETIN Servis s.r.o. ve spolupráci s O2 Czech Republic a.s. (následující společnost ve fúzi) a zahrnuje v sobě veškerý budoucí provoz fúzovaného jmění v rámci následující společnosti včetně zohlednění:

- Vztahů Dotčeného jmění se společnostmi CETIN a.s. a Nej.cz s.r.o. jako dodavateli služeb fyzické infrastruktury,
- synergii Dotčeného jmění fúzovaného s O2 Czech Republic a.s. v oblastech poskytování služeb zejména fixního internetu, televize a mobilního volání a internetu a v oblastech nákladových a

daň	(51)	(59)	(77)	(89)	(103)	(113)	(121)	(130)	(136)	(142)	(145)	(148)	(151)	(154)
Čistý provozní zisk po zdanění (NOPLAT)	191	223	290	334	387	424	456	488	513	536	547	558	569	581

Zdroj: Management, Kalkulace EY

4.5 Metodika použita Znalcem

Tržní hodnota Jmění

Primárním přístupem ke stanovení tržní hodnoty Jmění je výnosová metoda na základě diskontovaných volných peněžních toků kalkulovaných na základě finančního plánu poskytnutého Managementem.

Jako sekundární oceňovací metodu se vedle výnosové metody Znalec rozhodl použít srovnávací přístup se zaměřením na tržní násobky.

Všeobecná metodika ocenění je popsána v příloze č. 2 tohoto Posudku. Při volbě vhodných metod a jejich aplikaci Znalec přihlédl ke specifickým vztahujícím se k oceňovanému Jmění, tj. především k povaze podnikatelských aktivit.

Výnosový přístup

Při respektování specifik Jmění a podnikatelského prostředí (telekomunikační sektor v České republice), se Znalec v rámci výnosového přístupu rozhodl použít metodu DCF, konkrétně její modifikaci ve smyslu diskontování volných peněžních toků pro poskytovatele kapitálu (metoda DCF Entity). Diskontováním peněžních toků, které jsou po uspokojení provozních potřeb předmětných oceňovaných společností k dispozici poskytovatelům vlastního i cizího kapitálu, tj. vlastníkům a věřitelům, zjistíme hodnotu celkového investovaného kapitálu společnosti. Ponižením celkového investovaného kapitálu o tržní hodnotu úročených cizích zdrojů a navýšením o hodnotu neprovozního majetku (resp. ponižením o hodnotu neprovozních závazků) určíme tržní hodnotu Jmění (tj. tržní hodnotu vlastního kapitálu na konsolidované bázi).

Znalec použil pro stanovení tržní hodnoty Jmění metodu DCF Entity ve verzi třífázového modelu.

- První fáze pokrývající období od 1. ledna 2024 do 31. prosince 2037 je založena na finančním plánu, který byl poskytnut Managementem.
- Druhá fáze pokrývající období od 1. ledna 2038 do 31. prosince 2040, neboli konvergenční fáze, kdy bylo hlavním účelem stabilizovat hlavní determinanty volných peněžních toků na dlouhodobě udržitelnou úroveň.
- Tato fáze však nepokrývá celou předpokládanou dobu existence společnosti, resp. Jmění. Pro účely ocenění je proto období po 31. prosinci 2040 modelováno pomocí kapitalizace budoucích očekávaných peněžních toků k poskytovatelům kapitálu společnosti, tedy tzv. termínální hodnoty neboli perpetuální fáze.

Srovnávací přístup

Srovnávací (tržní) metoda byla pro stanovení tržní hodnoty Jmění použita z toho důvodu, že Znalec považuje za užitečné porovnat výsledky získané výnosovým přístupem, konkrétně metodou DCF Entity, s očekávanými trhu k Datu ocenění. Obecně však lze říci, že metody založené na srovnávacím přístupu jsou do

značné míry závislé na míře srovnatelnosti zvoleného vzorku společností či transakcí s daným předmětem ocenění a na počtu společností či transakcí obsažených ve vzorku. Výsledkem tak může být větší rozptyl indikovaných hodnot předmětu ocenění. Srovnávací metoda dále ze své podstaty bere v úvahu pouze kritérium okamžitě (a úzce definované) finanční výkonnosti srovnávané společnosti (v našem případě reprezentovanou výší EBIT), které nezohledňuje všechna specifika dané společnosti. Zejména se jedná o analytický a komplexní postup zachycení stěžejních generátorů hodnoty v rámci ocenění (výše a růst tržeb a ziskových marží, investice do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu). Tato specifika jsou zohledněna ve výnosovém ocenění.

K ověření výsledků získaných výnosovým přístupem Znalec využil implikovaný násobek Enterprise Value („EV“) k ukazateli EBIT. Tento implikovaný násobek Znalec srovnal s tržními násobky relevantních společností.

Všeobecná metodika oceňování je detailněji popsána v Příloze č. 2 tohoto Posudku.

Základní ekonomické, právní a ostatní předpoklady obecné povahy

Předpokládá se, že nedojde k zásadním změnám ekonomických podmínek na trhu elektronických komunikací v České republice. Předpokládá se rovněž, že současná politika vlády v ekonomické oblasti bude pokračovat stejným směrem a že nedojde k takovým změnám, které by zásadním způsobem ovlivnily stávající právní a institucionální uspořádání včetně daňového systému, a že tak nebudou podstatným způsobem ovlivněny finanční a obchodní pozice, na kterých byl založen finanční plán. Tyto skutečnosti by jinak mohly vést k významným odchylkám od stávajících podnikatelských plánů.

Při ocenění bral Znalec v úvahu legislativní rámec platný v okamžiku přípravy ocenění, a naopak nebral v úvahu potenciální, navržené či jiné změny legislativy, jejichž budoucí přijetí či platnost je v okamžiku přípravy ocenění nejistá.

4.6 Ocenění Jména – výnosový přístup

Znalec dále upozorňuje, že jeho úkolem nebylo provést zhodnocení / studii dosažitelnosti předloženého finančního plánu či jiné zhodnocení komerčních předpokladů. V této souvislosti však Znalec podotýká, že během znaleckých prací neidentifikoval žádné skutečnosti či informace, které by věrohodnost poskytnutých údajů zpochybnily.

První fáze pokrývající období od 1. ledna 2024 do 31. prosince 2037 je založena na finančním plánu, který Znalec obdržel od Managementu.

Znalec následně prodloužil explicitně plánované období o tzv. konvergenční období trvající od 1. ledna 2038 do 31. prosince 2040. Období konvergenční fáze je plánováno na základě (i) udržitelného růstu tržeb na úrovni inflačního cíle ČNB a (ii) následujících předpokladů stabilizace úrovně dlouhodobého majetku;

- EBITDA marže odpovídající výši EBITDA marže v posledním roce finančního plánu;
- Investice do dlouhodobého majetku („CapEx“) odpovídají poměru CapEx/Tržby v posledním roce finančního plánu;
- Odpisy dlouhodobého majetku jsou v průběhu konvergenční fáze konvergovány na úroveň CapEx. Výše investic do dlouhodobého majetku pak na konci konvergenční fáze odpovídá obnovovacím investicím a dochází k stabilizaci úrovně dlouhodobého majetku;
- Konstantní poměr provozní hotovosti k tržbám po celou dobu finančního plánu i pro období konvergenční fáze;
- Investice do čistého pracovního kapitálu („NWC“) odpovídají poměru změny čistého pracovního kapitálu vůči tržbám v posledním roce finančního plánu.

Období po 31. prosinci 2040 je modelováno pomocí tzv. termínální hodnoty neboli perpetuitní fáze na základě parametrického vzorce, který zohledňuje potřebnou výši investic pro zabezpečení růstu tržeb ve třetí fázi.

První fáze – finanční plán

Znalec při ocenění Jména vycházel z finančního plánu předloženého Managementem a dále z předpokladů platných k Datu ocenění uvedených v předchozí kapitole. Finanční plán je založen zejména na následujících předpokladech:

- Plán tržeb, vyjádřený v běžných cenách vychází z tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb. Složená roční míra růstu mezi roky 2024 a 2037 je plánována na [REDACTED].
- Management předpokládá, že hrubá marže z prodeje vlastních výrobků a služeb vzroste v období 2024-2037 z [REDACTED] na [REDACTED]. V absolutních hodnotách je očekávaný růst hrubé marže mezi roky 2024 a 2037 z [REDACTED] na [REDACTED].
- Plánovaná EBITDA marže v roce 2024 je plánována na úroveň [REDACTED] v roce 2037. Tento předpoklad je založen zejména na skutečnosti, že Jména bude po fúzi do společnosti O2 Czech Republic a.s. zatíženo nutností vynaložit prostředky na migrační práce a propojení zákaznického portfolia, které je součástí Jména se zákaznickým portfoliem O2 CR.

S tím je spojen také předpoklad nárůstu EBIT marže, která je v roce 2024 plánována [redacted].

Pro účely stanovení čistého zisku po zdanění („NOPLAT“) byla použita daňová sazba ve výši 21,0 % na základě výše statutární daně. Znalec od plánovaného ukazatele EBIT odečetl vypočtenou daň, čímž dospěl k výši NOPLAT.

Finanční plán Společnosti

mil. Kč	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]
[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]
[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]
[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]
[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]
[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]
[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]
[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]
Provozní zisk před zdaněním, úroky a odpisy (EBITDA)	262	332	418	464	511	538	578	619	651	679	693	707	722	736
odpisy	(21)	(50)	(51)	(41)	(20)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Provozní zisk před zdaněním a úroky (EBIT)	241	282	367	423	490	537	577	618	650	678	692	706	720	735
Daň	(51)	(59)	(77)	(89)	(103)	(113)	(121)	(130)	(136)	(142)	(145)	(148)	(151)	(154)
Čistý provozní zisk po zdanění (NOPLAT)	191	223	290	334	387	424	456	488	513	536	547	558	569	561

Zdroj: Management. Kalkulace EY

Výpočet volných peněžních toků

V rámci výpočtu volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (FCFF) jsou k hodnotě NOPLAT přičteny odpisy dlouhodobého majetku. Následně je od hodnoty NOPLAT odečtena výše celkových investic, změna čistého pracovního kapitálu a změna provozní hotovosti. Pro výpočet volných peněžních toků byly použity následující údaje poskytnuté Managementem.

- Odpisový plán převáděného dlouhodobého majetku včetně plánovaných odpisů z plánovaných investičních, resp. kapitálových výdajů („CapEx“ z anglického „Capital Expenditures“).
- Investice do dlouhodobého majetku jsou v období plánu kalkulovány na základě investičních záměrů Managementu. V roce 2024 se jedná především o investice spojených s migrací zákazníků po dokončení fúze a investice jsou tak na úrovni 174 mil. Kč. V následujících letech se plánuje CapEx především ve výši obnovovacích investic, u kterých se předpokládá, že od roku 2029 porostou mírou na úrovni inflačního cíle ČNB.
- Plánovaná výše investic do čistého pracovního kapitálu („NWC“) byla poskytnuta Managementem.

- Na základě diskuze s Managementem Znalec uvažoval provozní hotovost na úrovni 1,0 % z celkových tržeb. Dále pak na základě diskuze předpokládal, že 11,7 mil. Kč z celkových 39,9 mil. Kč, které byly součástí převáděného jmění bylo provozně nutných a zbylých 28,2 mil. Kč považuje za neprovozní hotovost.

Výpočet volných peněžních toků pro explicitní období

mil. Kč	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
Čistý provozní zisk po zdanění (NOPLAT)	191	223	290	334	387	424	456	488	513	536	547	558	569	581
<i>plus:</i>														
Odpisy	21	50	51	41	20	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>minus:</i>														
Investice do čistého pracovního kapitálu	(94)	-	-	-	-	1	0	(0)	0	0	0	0	0	1
Investice do dlouhodobého majetku (CapEx)	(174)	(6)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(4)	(4)
Změny v provozní hotovosti	-	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele (FCFF)	(56)	266	336	371	404	422	453	485	511	533	545	556	567	578
WACC														
Diskontní faktor	0,95	0,86	0,77	0,70	0,63	0,57	0,51	0,46	0,42	0,37	0,34	0,30	0,27	0,25
Současná hodnota FCFF	(53)	228	260	258	253	239	231	223	211	199	183	168	155	142
Současná hodnota 1. fáze	2 697													

Zdroj: Kalkulace EY

Vzhledem k aplikaci metody DCF Entity pro účely ocenění Společnosti použil znalec pro diskontování průměrné vážené náklady kapitálu (z anglického „Weighted Average Cost of Capital“ – WACC). Ukazatel WACC je konstruován za předpokladu, že v případě oceňovaného jmění jde o zákaznickou bázi, na 27

jejíž akvizici by kupující jen obtížně sehnal cizí zdroje. Pro stanovení diskontní míry tak Znalec uvažoval WACC s nulovým zadlužením porovnatelných společností a s nulovým zadlužením Jmění. Pro diskontování FCFF Znalec uvažoval WACC pro Českou republiku. Sumarizační tabulka s výpočtem WACC je uvedena níže a detaily je možné nalézt v Příloze č. 3.

Diskontní míra

WACC	
Náklady vlastního kapitálu	10,93 %
Podíl vlastního kapitálu	100,00 %
Náklady cizího kapitálu po dani	3,99 %
Podíl cizího kapitálu	0,00 %
Vážený průměr nákladů kapitálu (zaokr.)	10,93 %

Zdroj: Kalkulace EV

Diskontováním volných peněžních toků příslušnou diskontní mírou k Datu ocenění se získá současná hodnota FCFF v období finančního plánu. Znalec při diskontování FCFF používá tzv. mid-year konvenci. Teoretická východiska, jednotlivé vstupní parametry a detailní výpočet WACC jsou uvedeny v příloze č. 3 tohoto Posudku.

Druhá fáze – konvergence finančního plánu a výpočet volných peněžních toků

Konvergenční fáze pokrývá období od 1. ledna 2038 do 31. prosince 2040. Hlavním smyslem prodloužení explicitního finančního plánu o konvergenční období je stabilizace hlavních determinant volných peněžních toků na dlouhodobě udržitelnou úroveň. Období konvergenční fáze je plánováno na základě:

- Udržitelného růstu tržeb reflektující úroveň inflačního cíle ČNB ve výši 2,0 %;
- Růst investic do dlouhodobého majetku reflektujících úroveň inflačního cíle ČNB ve výši 2,0 %;
- Poměru provozní hotovosti k tržbám konstantního po celou dobu finančního plánu i pro období konvergenční fáze ve výši 1,0 %;
- Růst investic do čistého pracovního kapitálu je v souladu s vývojem tržeb;
- Odpisů konvergujících k cílové výši CapEx v roce 2040.

Konvergence finančního plánu a výpočet volných peněžních toků pro období 2. fáze

mil. Kč	2038	2039	2040
EBITDA	751	766	782
Odписы	(2)	(3)	(4)
EBIT	749	763	778
daň z příjmu	(157)	(160)	(163)

Čistý provozní zisk po zdanění (NOPLAT)	592	603	614
<i>plus:</i>			
Odписы	2	3	4
<i>minus:</i>			
Investice do čistého pracovního kapitálu	1	1	1
Investice do dlouhodobého majetku (CapEx)	(4)	(4)	(4)
Změny v provozní hotovosti	(0)	(0)	(0)
Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele (FCFF)	590	602	614
WACC	10,9 %		
Diskontní faktor	0,22	0,20	0,18
Současná hodnota FCFF	131	121	111
Současná hodnota 2. fáze	363		

Zdroj: Kalkulace EY

Třetí fáze – terminální období

Při výpočtu hodnoty peněžních toků pro období po 31. prosinci 2040 (terminální fázi) Znalec použil následující předpoklady, které navazují na předpoklady použité v konvergenční fázi modelu:

- Znalec odhadl míru růstu v perpetuitě na úrovni 2,0 %. Tato míra růstu v sobě reflektuje nominální růst cen v podobě dlouhodobého inflačního cíle ČNB.

- Plánovaná EBITDA marže zařikovaná na dlouhodobě udržitelné úrovni .

Výpočet terminální hodnoty byl proveden na základě parametrického vzorce, který zohledňuje potřebnou výši investic pro zabezpečení růstu tržeb ve třetí fázi, dle následujícího vztahu:

$$TV = \frac{NOPLAT_T \times (1+g) \times (1 - \frac{g}{WACC})}{(WACC-g)}$$

kde:

- TV konečná hodnota budoucích peněžních toků vytvořených po skončení explicitně projektovaného období diskontovaných k počátku perpetuitní fáze v čase T
- NOPLAT_T čistý provozní zisk po dani z příjmů v posledním roce konvergenčního období
- WACC míra výnosnosti kapitálu požadovaná investory
- g očekávaná dlouhodobá míra růstu volných peněžních toků

Hodnota vypočtená uvedeným vzorcem byla následně diskontována k Datu ocenění. Detaily postupu výpočtu terminální hodnoty jsou uvedené v následující tabulce.

Kalkulace terminální hodnoty

	mil. Kč
Čistý provozní zisk po zdanění (NOPLAT) 2041	627
Růst v perpetuitě	2,0 %
WACC	10,9 %
Perpetuita (TV) [1]	5 732
Diskontní faktor [2]	0,18
Současná hodnota TV [3] = [1] * [2]	1 034

Zdroj: Kalkulace EY

Kalkulace tržní hodnoty Jmění

V souladu s koncepcí DCF je za účelem zjištění hodnoty vlastního kapitálu Společnosti odečten úročený cizí kapitál od celkového investovaného kapitálu, zatímco neprovozní majetek (tj. aktiva nepřispívající k tvorbě peněžních toků) je k této hodnotě přičten. Znalec neidentifikoval žádný cizí úročený dluh, který by od hodnoty odečítal. Přičtena byla hodnota neprovozní hotovosti ve výši 28,2 mil. Kč. Výpočet tržní hodnoty Jmění je uveden v následující tabulce.

Kalkulace tržní hodnoty Jmění pomocí metody DCF

mil. Kč

Současná hodnota 1. fáze [1]	2 696,6
Současná hodnota 2. fáze [2]	362,6
Současná hodnota 3. fáze [3]	1 034,4
Celkový investovaný kapitál [4] = [1] + [2] + [3]	4 093,5
Neprovozní hotovost [5]	28,2
Hodnota Jmění [6] = [4] + [5]	4 121,7

Zdroj: Kalkulace EY

Výsledná tržní hodnota Jmění se pohybuje v rámci intervalu v závislosti na zvolených předpokladech, proto Znalec testoval hodnotu pomocí citlivostní analýzy na WACC a tempo růstu. Znalec uvažoval hodnoty v rozmezí +/- 0,5 p. b. pro WACC i tempo růstu. Výsledky citlivostní analýzy jsou zobrazeny v následující tabulce.

Citlivostní analýza na WACC a tempo růstu (mil. Kč)

mil. Kč	tempo růstu				
	-0,5 %	-0,3 %	0,0 %	0,3 %	0,5 %
0,5 %	3 882,9	3 890,5	3 898,1	3 905,7	3 913,4
0,3 %	3 991,1	3 999,2	4 007,2	4 015,3	4 023,5
0,0 %	4 104,7	4 113,2	4 121,7	4 130,3	4 138,9
-0,3 %	4 223,9	4 232,9	4 242,0	4 251,1	4 260,2
-0,5 %	4 349,3	4 358,9	4 368,4	4 378,1	4 387,7

Zdroj: Kalkulace EY

Tržní hodnota Jmění odhadnutá za použití třífázového modelu DCF se k Datu ocenění na základě citlivostní analýzy nachází v intervalu 3 913,4 – 4 349,3 mil. Kč. Výsledná tržní hodnota Jmění vycházející ze středních hodnot klíčových parametrů (WACC a tempo růstu) činí 4 121,7 mil. Kč

4.7 Ocenění Jmění – srovnávací přístup

Metoda tržních násobků

Pro ověření výsledků vzešlých z primární metody ocenění pomocí DCF Entity se Znalec rozhodl využít srovnávací přístup. Tato metoda je založena na základě existence likvidního a transparentního trhu s dostatečným počtem porovnatelných společností či majetku. Hodnotu zjištěnou ze sekundární metody pak Znalec porovnal s výslednou hodnotou vzešlou z výnosového přístupu.

Znalec pro odhad hodnoty Jmění pomocí srovnávacího přístupu použil násobek typu EV/EBIT. Tuto veličinu se Znalec rozhodl použít s přihlédnutím na specifika podniku, kdy se jedná o přecházející zákaznickou bázi. Odpisy ve větší míře tak můžeme pozorovat pouze v prvním roce, kdy souvisější právě s migrací zákazníků, nicméně porovnatelné společnosti, které Znalec zvolil za nejlépe porovnatelné se Společností obsahují různé výše odpisů, což naznačuje, že se u nich vyskytuje část zisku a hodnoty, která je tvořena pomocí dlouhodobého majetku. V takovém případě by mohl být nejčastěji používaný násobek EV/EBITDA zkrslující, a proto se Znalec rozhodl použít alternativu v podobě EV/EBIT. Taktéž se s ohledem na první rok finančního plánu, který je výrazně ovlivněn migrací zákazníků, a to zejména vyššími odpisy, CapEx a OpEx se znalec rozhodl použít budoucí násobky, a to předpokládaný násobek EV/EBIT pro rok 2025.

Při ocenění Jmění pomocí srovnávacího přístupu Znalec postupoval následujícím způsobem:

1. zjištění tržních údajů a výběr vhodných srovnatelných společností;
2. zjištění vhodného násobku; a
3. výpočet implikovaného násobku Jmění společnosti CS.

1. Zjištění tržních údajů a výběr vhodných srovnatelných společností a násobků

Vzorek porovnatelných veřejně obchodovaných společností Znalec určil z databáze S&P Capital IQ především na základě srovnatelnosti hlavní provozní činnosti týkající se poskytování internetu a telekomunikačních, televizních služeb. Do vzorku byly vybrány společnosti, které působí v Evropě.

2. Zjištění vhodného násobku

Tržní násobky EV/EBIT jsou uvedeny v tabulce níže. Výsledný násobek byl spočítán na základě třetího kvartilu tržních násobků platných k 31. prosinci 2023. Znalec pro ocenění pomocí metodou tržních násobků využil tzv. vpřed hledící (forward-looking) ukazatel EV/EBIT za rok 2025. Důvodem je, že se jedná o novou společnost, u které neexistují historické výkazy a rok 2024 je výrazně ovlivněn migrací zákazníků a v kontextu dalších období její nelze považovat za dlouhodobě udržitelný.

Pro využití třetího kvartilu se Znalec rozhodl z důvodu, že porovnatelné společnosti obsahovaly z velké části i infrastrukturu a další dlouhodobý majetek. Z toho důvodu u společnosti pozoroval výrazně nižší EBIT marží, což implikuje že násobky pozorované u porovnatelných společností budou nižší než lze očekávat u společnosti CS, resp. Jmění. Proto se Znalec rozhodl použít třetí kvartil na místo nejčastěji používaného mediánu hodnot, které pozorujeme u porovnatelných společností.

Porovnatelné společnosti – EBIT marže

Společnost	EBIT marže 2025
Cyfrowy Polsat S.A.	11,4 %
Hrvatski Telekom d.d.	14,9 %
NOS, S.G.P.S., S.A.	14,7 %
Digi Communications N.V.	9,2 %
1&1 AG	11,6 %
Bredband2 i Skandinavien AB (publ)	9,0 %
Parlem Telecom Company'a de Telecomunicacions, S.A.	5,0 %
freenet AG	13,6 %
Median porovnatelných společností	11,5 %
CS	23,0 %

Zdroj: S&P Capital IQ, Kalkulace EY

Porovnatelné společnosti – forward-looking násobek EV/EBIT

Společnost	EV/EBIT 2025
Cyfrowy Polsat S.A.	12,2x
Hrvatski Telekom d.d.	12,1x
NOS, S.G.P.S., S.A.	13,7x
Digi Communications N.V.	13,4x
1&1 AG	6,7x
Bredband2 i Skandinavien AB (publ)	10,5x
Parlem Telecom Company'a de Telecomunicacions, S.A.	18,1x
freenet AG	9,8x
Třetí kvartil	13,6x

Zdroj: S&P Capital IQ, Kalkulace EY

Znalec se při ocenění pomocí metody tržních násobků rozhodl neaplikovat kontrolní prémii.

3. Výpočet implikovaného násobku Jmění CS

Implikovaný EV/EBIT násobek vyplývající z výsledku výnosového ocenění činí 14,5x. Při jeho stanovení Znalec vycházel z plánovaného ukazatele EBIT za rok 2025, jelikož Znalec nebyl schopen stanovit forward-looking násobek dále než pro tento rok. Je však nutno dodat, že ani v případě roku 2025 není ukazatel EBIT normalizovaný a výsledek ocenění hodnoty Jmění pomocí srovnávací metody může být značně nepřesný.

Kalkulace implikovaného EV/EBIT násobku Jmění CS

mil. Kč	
Hodnota celkového investovaného kapitálu [1]	4 094
Provozní hotovost [2]	12
Hodnota společnosti (Enterprise Value) [3] = [1] - [2]	4 082
EBIT 2025 [4]	282
Implikovaný násobek EV/EBIT [5] = [3] / [4]	14,5x

Zdroj: Kalkulace EY

Znalec je názoru, že z výše uvedených důvodů, je výsledek srovnávacího ocenění pouze podpůrnou metodou a slouží zejména ilustrativním účelům.

Medián tržních násobků EV/EBIT DA srovnatelných společností dosahuje hodnoty 13,6x. Při analýze citlivosti ve výši 10 % tvoří interval 12,3x až 15,0x. Jelikož EV/EBIT násobek implikovaný z výsledku výnosového ocenění ve výši 14,5x spadá do tohoto intervalu, metoda tržních násobků podporuje výsledek výnosového přístupu.

4.8 Shrnutí výsledků ocenění

Dle názoru Znalce ocenění Jmění vzešlé z metody tržního porovnání při citlivosti +/- 10 % na vybraných násobcích rámcově podporuje hodnotu odhadnutou za pomoci metody DCF. Znalec je toho názoru, že současnou hodnotu plánovaných budoucích peněžních toků plynoucích z provozní činnosti determinovaných pomocí aktuálního plánu lze pokládat za nejlhodnější indikátor hodnoty Jmění, neboť bere v úvahu jak aktuální stav, prognózy a specifika oceňované společnosti, tak aktuální tržní situaci a vnější parametry. Z toho důvodu se Znalec v rámci svého výroku přiklání k výsledku výnosové metody, konkrétně k metodě diskontovaných volných peněžních toků. Tento názor je rámcově podpořen výsledkem metod tržního porovnání.

Tržní hodnota Jmění

Tržní hodnota Jmění společnosti CS k Datu ocenění činí 4 121,7 mil. Kč.

Na základě předpokladů uvedených v tomto Posudku je Znalec názoru, že tržní hodnota Jmění k Datu ocenění po zaokrouhlení na celé sta tisíce činí **4 121 700 tis. Kč.**

<i>Tržní hodnota Jmění</i>	
<i>mil. Kč</i>	
Celkový investovaný kapitál [1]	4 093,5
Neprovozní hotovost [2]	28,2
Hodnota majetku Společnosti [3] = [1] + [2]	4 121,7
Účelní hodnota závazků [4]	-
Hodnota Jmění [5] = [3] + [4]	4 121,7

Zdroj: Kalkulace EY

5. Odůvodnění

Znalec vybral pro zpracování Posudku takové zdroje dat, které považuje za důvěryhodné a vhodné vzhledem k předmětu ocenění. Před zpracováním dat a informací Znalec ověřil jejich relevanci, použitelnost a následně s nimi pracoval způsobem předcházejícím jejich znehodnocení, jak Znalci nařizuje příslušná prováděcí vyhláška k zákonu o znalcích. Data a informace následně podrobil důkladné analýze.

V rámci analýz a při volbě vhodných metod ocenění a jejich aplikaci Znalec přihlédl ke specifickým relevantním trhu (elektronických komunikací v České republice), Jména a uvažované fúze se společností O2 CR. Po zvažení všech relevantních skutečností a poznatků se Znalec rozhodl:

- Ocenit Jména za pomoci výnosové metody na základě diskontovaných volných peněžních toků. Jako sekundární oceňovací metodu se Znalec rozhodl použít srovnávací přístup se zaměřením na tržní násobky.

Znalec na základě výše zmíněného postupu práce s daty a za použití relevantních metod ocenění zformuloval odpověď na zadanou znaleckou otázku.

6. Závěrečné shrnutí

Tento Znalecký posudek byl vypracován Znalcem za účelem zodpovězení následující znalecké otázky:

„Stanovte tržní hodnotu jmění společnosti CETIN Servis s.r.o. k 31. prosinci 2023 pro účely fúze sloučením se společností O2 Czech Republic a.s.“

V souladu se znaleckou otázkou stanovil Znalec na základě usnesení Městského soudu v Praze, č. j. 2 Nc 4567/2024–12, ze dne 22. dubna 2024, které nabylo právní moci dne 29. dubna 2024, tržní hodnotu jmění k Datu ocenění.

Tržní hodnota jmění po odečtení pořizovací ceny podílu dle § 75 odst. 2a Zákona o přeměnách

<i>mil. Kč</i>	
Hodnota majetku Společnosti	4 121,7
Hodnota dluhů Společnosti	-
Hodnota jmění	4 121,7
Pořizovací cena Společnosti	4 096,8
Hodnota jmění po odečtení pořizovací ceny podílu dle § 75 odst. 2a Zákona o přeměnách	* 25,0

Zdroj: Kalkulace EY

Rozumíme, že pořizovací cena Dotčeného jmění Společnosti, která byla zaplacená, je 4 096 755 118,55 Kč a že projekt fúze stanovuje zvýšení základního kapitálu o 1 738 430 Kč. Analogicky proto na základě § 75 odst. 1 písm. e) Zákona o přeměnách Znalec prohlašuje, že částka 25,0 mil. Kč odpovídá alespoň částečnému zvýšení základního kapitálu v zamýšleném rozsahu.

Na základě podkladů, omezení, předpokladů a vlastních analýz uvedených v tomto Posudku je Znalec názoru, že tržní hodnota jmění k Datu ocenění po odečtení pořizovací ceny podílu dle § 75 odst. 2a Zákona o přeměnách zaokrouhlené na celé miliony korun českých činí:

25 mil. Kč

(slovy: dvacet pět milionů korun českých)

7. Přílohy

7.1 Příloha č. 1: Prohlášení o nezávislosti Znalce

Čestné prohlášení

Znalec pro účely tohoto Posudku prohlašuje, že není personálně ani finančně závislý na společnostech CETIN Servis s.r.o. a O2 Czech Republic a.s. či jejich zaměstnancích a že není vůči výše uvedeným subjektům v pracovněprávním ani jiném obdobném vztahu ani nezastává kontrolní anebo manažerské funkce. Znalec dále prohlašuje, že veškeré úkony související s vypracováním tohoto Posudku provedl objektivně a nezávisle a v souladu s veškerými odbornými a etickými standardy relevantními pro znaleckou profesi. Odměna Znalce není žádným způsobem závislá na obsahu Posudku ani na závěrech, které z něho lze vyvozovat.

7.2 Příloha č. 2: Všeobecná metodika ocenění

Pro určení hodnoty podniků a jejich částí či závodu, obchodních podílů či akcií (jakožto investičních instrumentů představujících nárok na část čistého obchodního majetku) jsou používány tři tradiční přístupy:

- výnosový přístup;
- tržní (srovnávací) přístup;
- nákladový přístup.

Výnosový přístup

Výnosový přístup je používán především při oceňování projektů, akcií, celých podniků, jejich částí a průmyslových práv, příp. jiného duševního vlastnictví. Mezi základní varianty tohoto přístupu patří metoda diskontovaného volného cash flow (DCF), metoda diskontovaného dividendového výnosu („DDM“ z anglického Dividend Discount Model), metoda kapitalizace budoucích přínosů (zisků) apod.

Hlavním představitelem tohoto přístupu je metoda DCF (metoda diskontovaných volných peněžních toků – cash flow). V tomto případě jde o ocenění budoucího cash flow při zalkulování rizika jeho dosažení a jeho současné časové hodnoty. Pravděpodobnost dosažení určitých příjmů v budoucnosti je dána vnitřními i vnějšími faktory specifickými pro každou obchodní společnost či projekt, a to:

- kapitálovými, komoditními či marketingovými faktory, managementem, goodwillem, know-how, prodejní sítí apod.; a
- geografickými, místními či časovými faktory, kupní silou obyvatelstva apod., přičemž lze v dané zemi vycházet z předpokladu stabilizovaného tržního prostředí.

Podmnožinou této metody je metoda diskontovaného dividendového výnosu. Výhodou metody je orientace na budoucí příjmy a přesnější možnost stanovení diskontní míry, nevýhodou je riziko nedosažení prognóz, z nichž ocenění touto metodou vychází.

Další používanou metodou je metoda kapitalizace trvale odnímateľného zisku, která je však většinou založena na historické úrovni zisku vztahené k míře kapitalizace, což Znalec považuje za obecně dosti hrubý, ale za určitých předpokladů rovněž použitelný ukazatel.

V rámci výnosového přístupu se dále používá metoda čisté současné hodnoty („NPV“ z anglického Net Present Value), která umožňuje zhodnotit návratnost investic. NPV představuje současnou hodnotu budoucích peněžních toků po zdanění a zohlednění investičních výdajů. Hodnocení investice se provádí pomocí generovaných volných peněžních toků. Investování je doporučeno, pokud je NPV větší než nula, jelikož projekt s pozitivním NPV zaručuje požadovanou míru výnosu.

Ymnosový přístup vždy předpokládá dostupnost určité časové řady ekonomických výsledků – buď budoucí prognózu (DCF, DDM), či výsledky dosahované v minulosti (metoda kapitalizace trvale odnímatelného zisku).

Tržní přístup

Tržní přístup klade důraz na srovnávací charakteristiky oceňovaného majetku a je použitelný pouze tam, kde je k dispozici dostatečně množství údajů o trhu srovnatelných statků, což předpokládá rozvinuté a dlouhodobě podmínky tržního hospodářství (údaje burzovní, o podobných transakcích apod.).

V současných podmínkách českého, slovenského a polského kapitálových trhů je zpravidla možné používat srovnávací postup pouze při odvození relevantních údajů ze zahraničních kapitálových trhů, které disponují podstatně vyšší mírou likvidity, transparentnosti a cenotvorby. Vzhledem k současným podmínkám lze o aplikaci poznatků získaných z českého kapitálového trhu uvažovat jen u vybraných titulů obchodovaných na burze, kde je k dispozici dostatečné množství relevantních údajů za dlouhý časový interval a je obchodováno s významnými objemy akcí.

Srovnávací metoda ocenění firmy je založena na odvození hodnoty oceňované společnosti z pozorovaných tržních cen jiných společností nebo transakčních cen realizovaných při akvizicích společností obdobného charakteru. V praxi se rozlišují dvě základní komparativní metody:

- metoda tržních násobků – tato metoda srovnává násobky vycházející z cen, za jaké se obchodují srovnatelné společnosti na kapitálovém trhu (tzv. tržní násobky).
- metoda transakčních násobků – tato metoda vychází ze srovnání oceňované společnosti se společnostmi, které byly předmětem transakce (např. akvizice či fúze) ve zvoleném časovém období, přičemž hodnoty předmětných transakcí slouží jako základ k odhadu hodnoty oceňované společnosti (prostřednictvím tzv. transakčních násobků).

Nevýhody srovnávacího (tržního) přístupu

Hlavními nedostatky srovnávacího (tržního) přístupu pro účely ocenění jsou tyto:

- **Srovnatelnost zvolených podobných společností** – Srovnatelné společnosti by měly být porovnatelné se zkoumanou společností z hlediska relevantních faktorů tvorby hodnoty. Výběr dostatečně rozsáhlého vzorku srovnatelných společností může představovat poměrně komplikovaný proces. Pokud není vzorek dostatečně rozsáhlý, je možné, že do něj odhadce bude nucen začlenit i další společnosti, jež účelům srovnání nevyhovují v plné míře. Vzájemné srovnávání společností působících ve stejném odvětví patří k naprosto obvyklým postupům, a to i tehdy, je-li jejich srovnatelnost omezená.

- **Počet a rozsah nedávných transakcí** – Nalezení dostatečného počtu nedávných a relevantních srovnatelných transakcí je poměrně náročné. Tržní data o cizích společnostech, které byly předmětem srovnatelných transakcí, nemusí být snadno dostupná.

- **Podstata srovnávacího (tržního) přístupu** – Předpoklad analogického oceňování podobného majetku lze považovat za opodstatněný. Tento přístup však na druhé straně implicitně předpokládá, že ocenění srovnatelných společností odvozené z tržních dat nebo nedávných transakcí bude z podstaty správné, což neplatí vždy.

* **Tržní data** – Srovnávací (tržní) přístup k ocenění je založen na tržních datech existujících k datu ocenění – jakákoliv zásadní změna podmínek na trhu, která se odehrává po tomto datu, není tudíž v ocenění zohledněna.

* **Ošetření neprovozních aktiv a podmíněných aktiv a závazků** – Tržní a transakční násobky zahrnují určitou hodnotu neprovozních aktiv (např. neprovozní dlouhodobý majetek, majetkové účasti) a určitou měrou podmíněná aktiva a podmíněné závazky srovnatelných společností. Hodnota těchto aktiv a závazků srovnatelných společností však není na trhu dostupná. Použití uvedených násobků pro účely odhadu hodnoty oceňované společnosti z tohoto důvodu vychází ze zjednodušeného předpokladu, že srovnatelné společnosti disponují složkami majetku obdobné hodnoty jako společnost, která je předmětem ocenění.

Bez ohledu na zmíněné nedostatky poskytuje srovnávací (tržní) přístup odpovídající a užitečné informace.

Výběr vhodných násobků

Hodnota podniku (Enterprise Value) nebo hodnota vlastního kapitálu (netto hodnota, Equity Value) může být vyjádřena jako násobek zvolené veličiny. V praxi se obvykle používají následující veličiny:

- * **výnosové násobky** – počítané na základě zisku (např. zisk po zdanění, EBIT, EBITDA), obratu nebo cash flow
- * **majetkové násobky** – počítané na základě účetní hodnoty vlastního kapitálu
- * **odvětvové násobky** – počítané na základě specifických klíčových ukazatelů daného odvětví, pokud existují (např. cena za hotelový pokoj, metrickou tunu výroby zboží)

Násobky lze určovat a následně aplikovat dvěma způsoby, při kterých je výsledkem:

- * **hodnota podniku (Enterprise Value)** – tržní hodnota společnosti jako celku, anebo
- * **hodnota vlastního kapitálu (Equity Value)** – tržní hodnota vlastního kapitálu.

Vztah mezi Enterprise Value a Equity Value je vyjádřen následujícím způsobem:

$$\text{Enterprise Value} - \text{Úročené zdroje} + \text{Hotovost} = \text{Equity Value}$$

Nákladový přístup

Nákladový přístup považuje za hodnotu majetku náklady, které by investor zaplatil za získání náhradních statků, a to stejně užitečných. Při této metodě se rovněž přihlíží k okolnosti, zda odhadované statky nejsou méně užitečné než nové, neboť pak by jejich hodnota byla nižší, než je hodnota náhradních statků. Můžeme používat dva ukazatele:

- pořizovací cena nákladová;
- pořizovací cena reprodukční.

Pořizovací cena vyjadřuje vztah ocenění k okamžiku pořízení (nákupu, vzniku) majetku, jde tedy o účetní hodnotu. Jelikož je cena obvykle časově proměnná, nemusí pořizovací cena dostatečně přesně korelovat s momentální hodnotou (cenou) oceňovaného majetku. Reprodukční cena (cena opětného pořízení) vyjadřuje, za kolik by bylo možno předmět ocenění pořídit v den sestavení oceňovací bilance. Tím se snaží odstranit výše uvedeny časový vliv na cenu.

Další podskupinou nákladového přístupu je postup majetkový (Net Asset Valuation – NAV, substanciální metoda), který je založen na korektním ocenění majetku (vhodnocení přínosů jednotlivých aktiv – např. postupem DCF, údaji z kapitálového trhu, ostatními relevantními postupy) a ocenění závazků, přičemž výsledek je dán vztahem ocenění majetku celkem minus ocenění závazků celkem. Jde tedy o ocenění statické, vycházející z účetních hodnot, přeceňovaných na hodnoty reálné, ovšem za předpokladu dalšího pokračování činnosti podniku (nikoliv tedy v případě likvidace).

V rámci nákladové metody se ve zvláštních případech používá metoda likvidační hodnoty, kdy se nepředpokládá další podnikání, ale likvidace společnosti, tj. ukončení činnosti a prodej jednotlivých položek majetku. Její použití má opodstatnění v případě, kdy by likvidace přinesla větší zisk než další pokračování v podnikání společnosti, tedy tam, kde by likvidační hodnota byla vyšší než výnosová hodnota.

7.3 Příloha č. 3: Diskontní míra

Diskontní míra neboli náklady kapitálu či požadovaná míra návratnosti je měřítkem požadované výnosnosti kapitálové investice do vlastního a cizího kapitálu společnosti. Současně vyjadřuje i míru rizika sjiatou s danou investicí, která je kvantifikována na základě povahy odvětví podnikání, konkurenčního prostředí a prognózovaného ekonomického potenciálu společnosti. Kvantifikace odpovídající diskontní míry je rovněž ovlivněna rizikem sjiatým s podnikatelským klimatem země (ekonomické, právní a komerční aspekty).

Při zvolené metodě oceňování je klíčové určit obvykle požadovanou míru návratnosti držitelů vlastního kapitálu společnosti i držitelů dluhového financování. Diskontní míra může být stanovena ve formě nákladů vlastního kapitálu nebo nákladů celkového kapitálu v závislosti na typu zvolené oceňovací metody – varianty diskontování volných peněžních toků, které jsou k dispozici pouze společnostem, tj. poskytovatelům vlastního kapitálu nebo varianty diskontování volných peněžních toků, které jsou k dispozici všem poskytovatelům kapitálu, tj. poskytovatelům cizího i vlastního kapitálu. Volné peněžní toky jsou pak diskontovány příslušnou diskontní mírou.

Vzhledem k aplikaci metody DCF pro účely stanovení tržní hodnoty Jmění použili Znalec vážený průměr nákladů kapitálu („WACC“) jako diskontní míru, kterou jsou diskontovány příslušné volné peněžní toky k poskytovatelům kapitálu.

Ukazatel WACC je konstruován za použití optimální kapitálové struktury v daném odvětví zjištěné na základě analýzy skupiny porovnatelných společností.

Náklady vlastního kapitálu

Při určení nákladů vlastního kapitálu Znalec vycházel z běžně používaného přístupu CAPM (Capital Asset Pricing Model – model oceňování kapitálových aktiv), podle něhož jsou náklady vlastního kapitálu definovány dle následujícího vzorce.

$$k_e = r_f + \beta_L \times (r_m - r_f) + CRP + SP$$

kde:	
k_e	náklady vlastního kapitálu
r_f	bezriziková diskontní míra
β_L	zadlužený β -faktor
$(r_m - r_f)$	riziková prémie trhu
CRP	přírážka za riziko země
SP	přírážka za velikost

Bezriziková diskontní míra

Bezriziková výnosová míra představuje investorem požadovanou výnosnost za předpokladu nulového rizika spojeného s danou investicí, která se v praxi běžně odhaduje na úrovní výnosu do splatnosti státních dluhopisů. Konkrétní dluhopis, z jehož výnosu do splatnosti je bezriziková míra odvozena, bývá zvolen následujícím způsobem:

- Doba do splatnosti by měla korespondovat s dobou projektu (duraci očekávaných peněžních toků), pro jehož hodnocení jsou náklady kapitálu počítány. Ve většině případů lze na trhu pozorovat stoupající výnosové křivky – čím delší je doba do splatnosti, tím vyšší je požadovaný výnos.
- Při hodnocení dlouhodobých projektů a projektů s nekonečnou životností (tzv. princípu going concern) a při oceňování obchodních závodů (dále pracujeme se synonymem podnik) je vhodné zvolit státní dluhopisy s dlouhou splatností. V praxi se většinou volí desetileté nebo dvacetileté státní dluhopisy, přičemž při předpokladu going concern považujeme za správnější postup vycházet z dluhopisů se splatností dvacet let.
- Po stanovení délky doby do splatnosti státního dluhopisu je dále zapotřebí se rozhodnout, zda zvolit spotovou sazbu k datu výpočtu, její průměrnou hodnotu za určité středně dlouhé období či dlouhodobý průměr. Zatímco spotová sazba reflektuje aktuální situaci na trhu a investory alternativní možnosti investování, použití průměrných hodnot eliminuje případné krátkodobé výkyvy v úrokových sazbách na trhu a přispívá ke konzistentnímu hodnocení projektu v delším období nebo ocenění společnosti.

Volba spotové sazby či průměrné hodnoty za určité období musí být posuzována v návaznosti na volbu tržní rizikové příražky. Provázanost těchto parametrů je uvedena níže a v podkapitole riziková prémie kapitálového trhu.

Bezriziková výnosová míra a riziková prémie trhu pro účely výpočtu nákladů vlastního kapitálu jsou úzce provázány. Jinými slovy, snižující/zvyšující se výnosy státních dluhopisů pod/nad dlouhodobý průměr nejsou empiricky doprovázeny změnou požadované míry návratnosti, kterou investoři očekávají od investice do vlastního kapitálu. Použijeme-li pro výpočet spotovou výnosovou míru státního dluhopisu (či její krátkodobý průměr), je potřeba tento postup reflektovat v nastavení rizikové prémie trhu, která by měla být vyšší než její dlouhodobý průměr. V tomto směru je nutné zachovat konzistenci splatností dluhopisů použitých pro odvození bezrizikové výnosové míry a dluhopisů použitých pro měření rizikové prémie trhu. Kroil ve své zprávě ze dne 8. června 2023¹ uvádí rizikovou prémie trhu měřenou na základech instrumentů s dvacetiletou splatností. Z tohoto důvodu je dle názoru Znalce nejvhodnějším ekvivalentem bezrizikové výnosnosti průměrná výnosnost do splatnosti dvacetiletých státních dluhopisů.

Česká republika nicméně k Datu ocenění nemá emitované dluhopisy se splatností dvacet let s adekvátní historickou časovou řadou výnosu do splatnosti. Bezrizikovou výnosovou míru proto Znalec stanovil na úrovni průměru výnosu do splatnosti desetiletých českých státních dluhopisů za posledních 20 let do Data ocenění, který navýšil o rozpětí výnosnosti dvacetiletých a desetiletých státních dluhopisů. Tímto postupem aproximuje bezrizikovou výnosovou míru hypotetického ekvivalentního dvacetiletého dluhopisu. Tento přístup Znalec zvolil z důvodu aktuálně nestandardní situace na trhu a velmi nízkých úrokových

¹ <https://www.kroil.com/-/medial/cost-of-capital/kroil-lowers-its-recommended-us-equity-risk-premium.pdf>

sazeb, respektive výnosů státních dluhopisů. Tato metodika je konzistentní s tržní rizikovou premií použitou při výpočtu nákladů vlastního kapitálu dle metodiky EY v souladu s doporučeními Kroll, jak uvádíme dále.

Výsledná bezriziková míra návratnosti upravená výše uvedeným způsobem činila k Datu ocenění 3,4 % (zdroj: Refinitiv).

Beta faktor

Beta faktor vyladíuje volatilitu ceny akcii společnosti v porovnání s celkovým akciovým trhem. Zobrazuje tržní neboli systematické riziko, které na rozdíl od rizika specifického pro danou společnost nelze diverzifikovat. Beta faktor byl určen na základě analýzy beta faktorů skupiny porovnatelných společností.

Nezadlužený β -faktor

Na základě veřejně dostupných údajů byl tzv. nezadlužený β -faktor určen s použitím mediánu nezadlužených β -faktorů skupiny porovnatelných společností. Porovnatelné společnosti jsou společnosti nejvíce podobné společnosti CS z hlediska předmětu a velikosti a podmínek trhu. Znalec použil pro výpočet β -faktoru skupinu zahraničních porovnatelných společností provozujících činnost v odvětví poskytování internetu, telekomunikačních a televizních služeb.

Při stanovení β -faktoru daného odvětví Znalec použil údaje ze zdroje S&P Capital IQ. Medián nezadlužených β -faktorů zahraničních porovnatelných společností činí 0,43, přičemž je jedná o dvouletý β -faktor sledovaný na týdenní bázi.

Skupina porovnatelných společností

Společnost	Nezadlužená beta
Cyfrony Poland S.A.	0,45
NOS, S.G.P.S., S.A.	0,46
Digi Communications N.V.	0,35
Korbank S.A.	0,23
Bredband2 i Skandinavien AB (publ)	0,41
freenet AG	0,72
Medián	0,43

Zdroj: S&P Capital IQ

Zadlužený β -faktor

Protože nezadlužený beta-faktor nebere v úvahu zvýšené riziko vlastníků kapitálu v souvislosti s užitím dlouhodobého dluhového financování, byl prostřednictvím standardního vzorce upraven na tzv. zadlužený koeficient beta, který toto riziko zohledňuje. Úprava byla provedena dle následujícího vzorce:

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - t) \times (D/E)_M]$$

kde:

β_L	zadlužený β -faktor
β_U	nezadlužený β -faktor
t	dlouhodobá efektivní daňová sazba
$(D/E)_M$	tržní ukazatel poměru hodnoty úročeného dluhu a vlastního kapitálu

Pro účely výpočtu zadluženého β -faktoru se od samého začátku první fáze používal předpoklad, že zákaznickou bázi nelze zadlužit, a tudíž Znalec počítá s nulovým zadlužením. Poměr dlouhodobého dluhu a celkového kapitálu Znalec stanovil na úrovni 0 %.

Riziková prémie kapitálového trhu

Pro zachování konzistence jednotlivých parametrů při výpočtu nákladů vlastního kapitálu by měla být riziková prémie kapitálového trhu stanovena v souladu s použitou bezrizikovou výnosovou mírou.

Riziková premie trhu (z anglického Equity Risk Premium, „ERP“) byla odvozena dle analýzy dostupných údajů z vyspělých kapitálových trhů, konkrétně trhu v USA, které disponují nejvyšší mírou likvidity a na kterých je tento ukazatel dlouhodobě sledován. Konkrétně byla riziková premie trhu stanovena na základě doporučení Kroll ve výši 5,5 % (dle zprávy Kroll ze dne 8. června 2023 – toto doporučení je platné do vydání nového doporučení, které k Datu ocenění nebylo vydáno).

Vztah ERP a bezrizikové výnosové míry

Pro zachování konzistence jednotlivých parametrů při výpočtu nákladů vlastního kapitálu by měla být ERP stanovena v souladu s použitou bezrizikovou výnosovou mírou. Bezrizikovou výnosovou míru lze odhadnout jako spotovou (tj. aktuální, pozorovanou na trhu v daný okamžik), či normalizovanou (tj. například dlouhodobý průměr). Spotová úroková míra je značně volatilní, a proto není vhodné ji použít. V některých situacích, jako jsou například období významných intervencí centrální banky či tzv. „flight to quality“, kdy investoři preferují investice do nízkorizikových či bezrizikových aktiv a vyžadují vysokou prémii za riziko, by použití aktuálně nízké spotové bezrizikové výnosové míry vedlo k příliš nízkým nákladům kapitálu – tedy k opaku toho, co lze očekávat v dobách recese.

Z tohoto důvodu je nutné přistoupit k určité úpravě – „normalizaci“ – parametrů nákladů kapitálu tak, aby výsledná hodnota odražela požadavky investorů a podstupované riziko. Alternativně lze zvolit jednu z následujících variant:

- normalizaci bezrizikové výnosové míry (tedy její dlouhodobý průměr spolu s neupravenou dlouhodobou ERP), nebo
- úpravu ERP (tedy spotovou bezrizikovou výnosovou míru spolu s upravenou ERP). Tento přístup je však velmi komplikovaný, protože by se dané ERP muselo přepočítávat vždy k datu výpočtu WACC.

Dle renomovaného zdroje Kroll / Duff & Phelps Valuation Handbook: Guide to Cost of Capital je doporučováno zvolit normalizaci bezrizikové výnosové míry, například jako dlouhodobý průměr, a ERP, která odraží aktuální podmínky v ekonomice a je v souladu s touto bezrizikovou výnosovou mírou.

Jak Duff & Phelps dále uvádí, ERP v průběhu hospodářského cyklu kolísá v intervalu od 3,5 % do 6,0 % (tzv. nepodmíněná ERP). Její přesná výše (tzv. podmíněná ERP) pak závisí na fázi hospodářského cyklu, ve které se ekonomika v daném okamžiku nachází. V dobách recese se ERP pohybuje blíže horní hranici intervalu. Její doporučovaná hodnota k 8. červnu 2023, používané společně s normalizovanou bezrizikovou výnosovou mírou, činí 5,5 %.

Riziková premie země

Přirážka za riziko země byla vypočtena všeobecně uznávanou metodou upraveného rozpětí rizika selhání země. Na základě úvěrového ratingu dluhopisů České republiky v domácí měně (AA, zdroj: S&P Capital IQ) činí relevantní rozpětí nad bezrizikovou výnosovou sazbou u dluhopisů 40 bazických bodů (dvacetiletá splatnost). Toto rozpětí bylo upraveno o poměr volatilit akciového a dluhopisového trhu, který na základě údajů z Duff & Phelps činí 1,92. Výsledkem je rozpětí nákladů vlastního kapitálu v hodnotě 78 bazických bodů. Jelikož podle názoru Znalce je část tohoto rozpětí rizika země již obsažena v bezrizikové míře, Znalec upravil náklady kapitálu pouze o 37 bazických bodů.

Přirážka za velikost (tržní kapitalizaci)

S ohledem na vyšší systematické riziko u společnosti s nižší kapitalizací je běžnou praxí aplikovat na trhu pozorovatelné empirické přírážky za velikost. Vypočtenou požadovanou výnosnost vlastního kapitálu jsme upravili o přírážku za velikost v hodnotě 4,83 % odhadnutou na základě metodiky dle Kroll 2023. Vypočet nákladů vlastního kapitálu CS je uveden v následujících tabulkách.

Vypočet nákladů vlastního kapitálu Společnosti je uveden v následujících tabulkách.

Vypočet nákladů vlastního kapitálu Společnosti

Náklady vlastního kapitálu	Popis	Zdroj
Bezriziková úroková míra	3,36 % Výnosnost 10letých státních dluhopisů (20letý průměr) upravená o rozpětí mezi 20letými a 10letými dluhopisy	Refinitiv
Nezadlužená beta	0,43 2letý beta faktor, medián srovnatelných společností	S&P Capital IQ
Zadlužená beta	0,43 EY kalkulace	EY Kalkulace
Riziková prémie tthu	5,5 % Dlouhodobá riziková prémie tthu odvozená z 20leté bezrizikové míry amerických státních dluhopisů	Kroll / Duff & Phelps
Riziková prémie země	0,37 % EY kalkulace, rozpětí výnosnosti mezi patřičnými dluhopisy a dluhopisy s ratingem AAA upravený o poměr volatilit akciového a dluhopisového trhu	S&P Capital IQ
Prémie za velikost	4,83 % Založeno na metodice Kroll / Duff & Phelps	Kroll / Duff & Phelps
D/(D+E)	0,0 % Založeno na předpokladu Znalce (viz výše)	S&P Capital IQ
Daň z příjmů	21,0 % Statutární daňová sazba	EY daňový průvodce
Náklady vlastního kapitálu	10,93 %	

Zdroj: Znalec, zdroje uvedené v tabulce

Náklady dluhu

Náklady dlouhodobého cizího kapitálu byly stanovené pomocí tzv. stavebnicové metody.

Jako výchozí hodnota byla zvolena spotová úroková míra 10letého státního dluhopisu k Datu ocenění. Spotová úroková míra byla navýšena o kreditní přírážku v závislosti na předpokládaném ratingu společnosti. Pro výpočet ratingu se zohledňuje velikost tržeb dané společnosti, tržní podíl, ziskovost, kapitálová struktura a finanční politika. Pro výpočet hodnoty WACC aproximujeme rating BBB-, který je posledním investičním stupněm před spekuláčním ratingem. Rating BBB- uvažujeme zejména z toho důvodu, že společnost, které se budou ucházet o možnost emitovat své vlastní dluhopisy, US rating pravděpodobně nemají a v případě, že by jej získaly, nedá se očekávat udělení vyššího než posledního investičního stupně.

Náklady cizího kapitálu byly dále upraveny o výši daňového štitu s využitím aktuální sazby daně z příjmů právnických osob v České republice, tj. ve výši 21 %, jelikož je předpokládáno financování Společnosti v České republice

Znalec výše popsaným způsobem stanovil náklady dluhu Společnosti po dani k Datu ocenění na úrovni 3,99 %. Vypočet nákladu dluhu je zobrazen v tabulce níže.

Kalkulace nákladů cizího kapitálu Společnosti

Náklady cizího kapitálu	Popis	Zdroj
Spotová úroková míra	3,69 % Spotová úroková míra 10letého státního dluhopisu	Refinitiv
Kreditní přírážka	1,36 % Kreditní přírážka založena na spreadu mezi BBB- a AAA korporátními eurovými dluhopisy	EY Kalkulace
Daň z příjmů	21,0 % Statutární daňová sazba včetně sektorové daně	EY daňový průvodce
Náklady cizího kapitálu po dani	3,99 %	

Zdroj: Refinitiv

Výsledná diskontní míra, která představuje požadovanou výnosnost všech poskytovatelů kapitálu (vážený průměr nákladů kapitálu), je určena následujícím vzorcem:

$$WACC = k_e \times \frac{E}{D+E} + k_d \times (1-t) \times \frac{D}{D+E}$$

kde:

- ke náklady vlastního kapitálu
- kd náklady dluhového kapitálu před zdaněním
- t dlouhodobá efektivní daňová sazba
- E tržní hodnota vlastního kapitálu
- D tržní hodnota úročeného cizího kapitálu

Pro účely výpočtu WACC se od začátku prvního období předpokládala optimální kapitálová struktura zjištěná na základě průměrné historické kapitálové struktury skupiny porovnatelných společností.

Vážený průměr nákladů kapitálu

V následující tabulce je uveden výpočet váženého průměru nákladů kapitálu Společnosti.

Kalkulace vážených nákladů na kapitál (WACC)	
WACC	
Náklady vlastního kapitálu	10,93 %
Podíl vlastního kapitálu	100,00 %
Náklady cizího kapitálu po dani	3,99 %
Podíl cizího kapitálu	0,00 %
Vážený průměr nákladů kapitálu (zaokr.)	10,90 %

Zdroj: Kalkulace EY

7.4 Příloha č. 4: Usnesení o jmenování Znalce

č. j. 2-NE-4567/2024-12

USNESENÍ

Městský soud v Praze rozhodl soudcem JUD. Evou Procházkovou, Ph.D. ve věci

upřesňovací:

CEJTIH Sertis s.r.o., IČO 19548605

sídlem Evropská 2390/17, 160 00 Praha 6

zastoupená advokátem Mgr. Martinem Kubíkem

sídlem Jungmannova 745/24, 110 00 Praha 1

za

E & V Valantova s.r.o., IČO 16150581

sídlem Na Florenci 2116/15, 110 00 Praha 1

zastoupená advokátem Mgr. Martinem Kubíkem

sídlem Jungmannova 745/24, 110 00 Praha 1

učetní:

o jmenování znalce k ocenění právní

takto:

I. Soud jmenuje dle ustanovení § 28 a odst. a § 73 a odst. zmk. č. 125/2008 Sb. o představení obchodních společností a družstev, k typickému přezkoumání znaleckého posudku k ocenění hodnoty právní upřesňovací za účelem řízení sporů a předání práva na zastoupení společnosti, zapsán E & V Valantova s.r.o., IČO 16150581, sídlem Na Florenci 2116/15, 110 00 Praha 1.

II. Žalář z účastnické nemí podle § 23 z. i. s. patří na náhradu nákladů řízení

Poučení:

Toto usnesení, nepochybně v souladu s § 169 odst. 2 třetím deklarácí o. s. i. odůvodněné, určuje, že o usnesení ve věci samé jako poručila to připomíná a z obsahu spisu je zřejmé, že základem jehož shrnutí soud rozhodl. Proto toto usnesení lze podat odvolání do 15 dnů od doručení jeho přezkoumání vzhledem k Vyhlášení soudů v Praze prostřednictvím soudní zprávy.

Praha 22. dubna 2024

JUD. Eva Procházková, Ph.D. v. r.
soudkyně

Sledek s přepočtem potvrzují Dana Doudřová

Toto rozhodnutí nabývá právní moci dne 29. 4. 2024. Příjímáno dobožky: Tisková
Mlánska dne 6. 5. 2024

Maonika
Třísková
2024.05.06
12:54:12

Zdroj: Městský soud v Praze

7.5 Příloha č. 5: Zahajovací rozvaha zohledňující Dotčené jmění.

ZAHAJOVACÍ ROZVAHA

V plném rozsahu

ke dni: 1.1.2024

(v celých tisících Kč)

IČ: 19548605

Die yrháský č. 590/2002 Sb.

Sešaveno dne: 15.5.2024

Právní forma účelní jednotky: s.r.o.

Právní podnikání účelní jednotky: Vydatelství činnosti

Spisová značka: C3389259f

V Akvidaci: Ne

Název a sídlo účelní jednotky

CETIN Servis s.r.o.

Evropské 2690/17

Praha 6

16000

Označení	AKTIVA	Číslo řádku	Zahajovací rozvaha k 1.1.2024		
			Suma	Korekce	Neto
A.	AKTIVA CELKEM (A + B + C + D.)	04	857 853	440 167	417 686
B.	Státní aktiva (B.I. + B.II. + B.III.)	03	708 808	402 758	306 050
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (součet B.I.1. až B.I.3.2.)	04	460 460	197 661	262 799
1	Nemovitné věci	05	0	0	0
2	Ocenitelná práva	06	1 060	1 054	6
2.1	Software	07	15	9	6
2.2	Ostatní ocenitelná práva	08	1 045	1 045	0
3	Goodwill	09	459 400	196 607	262 793
4	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	10	0	0	0
5	Právní aktiva a státní aktiva (součet 5.1. až 5.5.)	11	0	0	0
5.1	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	12	0	0	0
5.2	Hedbní korčery/dlouhodobý nehmotný majetek	13	0	0	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek (součet B.II.1. až B.II.3.2.)	14	248 248	205 097	43 151
1	Pozemky a stavby	15	334	83	251
1.1	Pozemky	16	0	0	0
1.2	Stavby	17	334	83	251
2	Hmotné movité věci a jejich soubory	18	212 252	187 681	24 571
3	Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	19	34 112	17 333	16 779
4	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	20	0	0	0
4.1	Podlepisové zálohy (včetně poručí)	21	0	0	0
4.2	Dospělá zvířata a jejich skupiny	22	0	0	0
4.3	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	23	0	0	0
5	Právní aktiva a státní aktiva (součet 5.1. až 5.5.)	24	1 550	0	1 550
5.1	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	25	0	0	0
5.2	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	26	1 550	0	1 550

Zdroj: Management

Označení	AKTIVA	Číslo řádku	Zahajovací rozvaha k 1.1.2024		
			Suma	Korekce	Neto
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek (součet B.III.1. až B.III.2.1.)	27	100	0	100
1	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	28	100	0	100
2	Zálohy a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	29	0	0	0
3	Podíly - podstatný vliv	30	0	0	0
4	Zálohy a úvěry - podstatný vliv	31	0	0	0
5	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	32	0	0	0
6	Zálohy a úvěry - ostatní	33	0	0	0
7	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	34	0	0	0
7.1	Jiný dlouhodobý finanční majetek	35	0	0	0
7.2	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	36	0	0	0
C.	Oblíbená aktiva (C.I. + C.II. + C.III. + C.IV.)	37	149 045	37 409	111 636
C.I.	Zálohy (součet C.I.1. až C.I.5.)	38	8 753	232	8 521
1	Materiál	39	0	0	0
2	Nedokončená výroba a pohotovost	40	0	0	0
3	Výrobky a zboží	41	8 753	232	8 521
3.1	Zboží	42	0	0	0
3.2	Miscelá a ostatní zvířata a jejich skupiny	43	8 753	232	8 521
4	Finanční aktiva	44	0	0	0
5	Poskytnuté zálohy na zálohy	45	0	0	0
C.II.	Dlouhodobé pohledávky (C.II.1. + C.II.2. + C.II.3.)	46	100 391	37 177	63 214
1.1	Pohledávky z obchodních vztahů	47	3 150	0	3 150
1.2	Pohledávky - ovládaná nebo ovládaná osoba	48	0	0	0
1.3	Pohledávky - podstatný vliv	49	0	0	0
1.4	Odloužená daňová pohledávka	50	0	0	0
1.5	Pohledávky - ostatní	51	3 150	0	3 150
5.1	Pohledávky za společnosti	52	0	0	0
5.2	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	53	0	0	0
5.3	Daňové účty aktivní	54	0	0	0
5.4	Jiné pohledávky	55	0	0	0
		56	0	0	0

Zdroj: Management

Označení	AKTIVA	Číslo řádku	Zahajovací rozvaha k 1.1.2024			
			Brno1	Ko sáské	Veršov	
2	Krátkodobé pohledávky	57	97 241	37 177	60 064	
2.1	Pohledávky z obchodních vztahů	58	87 087	37 177	49 910	
2.2	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	59	0	0	0	
2.3	Pohledávky - poskytnutí vřiv	60	0	0	0	
2.4	Pohledávky - ostatní	61	10 154	0	10 154	
4.1	Pohledávky za společnosti	62	0	0	0	
4.2	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	63	0	0	0	
4.3	Stát - daňové pohledávky	64	0	0	0	
4.4	Krátkodobé poskytnuté zálohy	65	0	0	0	
4.5	Dobradě účty aktivi	66	3 753	0	3 753	
4.5	Jiné pohledávky	67	6 401	0	6 401	
3.	Časové rozlišení aktiv	68	0	0	0	
3.1	Náklady příštích období	69	0	0	0	
3.2	Kompenční náklady příštích období	70	0	0	0	
3.3	Příjmy příštích období	71	0	0	0	
C.III.	Krátkodobý finanční majetek (C.III.1. + C.III.2.)	72	0	0	0	
1.	Podily - ovládaná nebo ovládající osoba	73	0	0	0	
2.	Ostatní krátkodobý finanční majetek (C.IV.1. + C.IV.2.)	74	0	0	0	
C.IV.	Peněžní prostředky (C.IV.1. + C.IV.2.)	75	39 901	0	39 901	
1.	Peněžní prostředky v pokladně	76	782	0	782	
2.	Peněžní prostředky na účtech (D.1. + 0.2. + D.3.)	77	39 119	0	39 119	
D.	Časové rozlišení aktiv	78	0	0	0	
1.	Náklady příštích období	79	0	0	0	
2.	Kompenční náklady příštích období	80	0	0	0	
3.	Příjmy příštích období	81	0	0	0	

Zdroj: Management

Označení	PASIVA	Číslo řádku	Zahajovací rozvaha k 1.1.2024	
			5	
A.	PA SIVA CELKEM (A. + B. + C. + D.)	01	417 686	
A.1.	Vlastní kapitál (A.1. + A.1.1. + A.1.2. + A.1.3.)	02	338 933	
1	Základní kapitál	03	100	
1.1	Základní kapitál	04	100	
2	Vlastní podíly (-)	05	0	
3.	Změny základního kapitálu	06	0	
A.II.	Ážio a kapitálové fondy (součet A.II.1. + A.II.2.)	07	338 845	
1	Ážio	08	0	
2.	Kapitálové fondy	09	338 845	
2.1	Ostatní kapitálové fondy	10	152 937	
2.2.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	11	0	
2.3	Oceňovací rozdíly z přecenění při převzetí obchodních korporací (+/-)	12	0	
2.4	Rozdíly z přeměn obchodních korporací (+/-)	13	0	
2.5	Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)	14	185 908	
A.III.	Fondy ze zisku (A.III.1. + A.III.2.)	15	0	
1.	Ostatní rezervní fondy	16	0	
2.	Starobní a ostatní fondy	17	0	
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let (+/-) (A.IV.1. + A.IV.2.)	18	-12	
1	Nerozdělený zisk nebo neutrazená ztráta minulých let (+/-)	19	-12	
2.	Jiny výsledek hospodaření minulých let (+/-)	20	0	
A.V.	Výsledek hospodaření běžného úsečního období (+/-)	21	0	
A.VI.	Ročhodnuto o zálohové výplati podílu na zisku (-)	22	76 220	
B + C.	Čistí zdroje (součet B. + C.)	23	24	
B.	Rezervy (součet B.1. až B.4.)	24	110	
1	Rezerva na důchody a podobné závazky	25	0	
2	Rezerva na daň z příjmů	26	0	
3	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	27	0	
4	Ostatní rezervy	28	110	
C.	Závazky (součet C.1. + C.II. + C.III.)	29	76 110	
C.I.	Dlouhodobé závazky (součet C.1.1. až C.1.5.)	30	0	
1.	Výdanké dluhopisy	31	0	
1.1	Vyměřitelné dluhopisy	32	0	
1.2	Ostatní dluhopisy	33	0	

Zdroj: Management

Označení	PASIVA	Klasif. číslo	
		4	5
2	Závazky k úvěrovým institucím	34	0
3.	Dlouhodobé přijaté zálohy	35	0
4	Závazky z obchodních vztahů	36	0
5.	Dlouhodobé smlouky k úhradě	37	0
6.	Závazky - ovládané nebo ovládaní osoba	38	0
7.	Závazky - podstatný vliv	39	0
8.	Odloužený daňový závazek	40	0
9.	Závazky - ostatní	41	0
9.1	Závazky ke společníkům	42	0
9.2	Dohadné účty pasivní	43	0
9.3	Jiné závazky	44	0
C.III.	Krátkodobé závazky (součet C. II.1. až C.III.2)	45	76 110
1.	Vydané dluhopisy	46	0
1.1	Vyměřitelné dluhopisy	47	0
1.2	Osazení dluhopisy	48	0
2	Závazky k úvěrovým institucím	49	0
3.	Krátkodobé přijaté zálohy	50	26 835
4	Závazky z obchodních vztahů	51	46 147
5	Krátkodobé smlouky k úhradě	52	0
6.	Závazky - ovládané nebo ovládaní osoba	53	0
7	Závazky - podstatný vliv	54	0
8.	Závazky ostatní	55	3 128
8.1	Závazky ke společníkům	56	0
8.2	Krátkodobé finanční výpomoci	57	0
8.3	Závazky k zaměstnancům	58	2 792
8.4	Závazky ze sociálního a zdravotního pojištění	59	0
8.5	Sml. - daňové závazky a dotace	60	0
8.6	Dohadné účty pasivní	61	336
8.7	Jiné závazky	62	0
C.III.	Časové rozlišení pasiv (C.III.1. + C.III.2)	63	0
1	Výdaje příštích období	64	0
2	Výnosy příštích období	65	0
D.	Časové rozlišení pasiv (D.1. + D.2.)	66	2 533
1	Výdaje příštích období	67	0
2	Výnosy příštích období	68	2 533

Podpisový záznam

Zdroj: Management

8. Ostatní náležitosti posudku

8.1 Osoby podílející se na zpracování Posudku

Na zpracování posudku se podíleli a vysvětlení jsou připraveni podat:

- Marek Jindra, SaT Partner
- Boris Mišun, SaT Director

Na zpracování všech kapitol posudku se dále podíleli:

- Valentin Anastasev, SaT Senior Consultant
- Lukáš Novotný, SaT Intern
- Jakov Masliak, SaT Intern
- Matyáš Pospíšil, SaT Intern



8.2 Informace k odměně Znalce za zpracování Posudku

Za vypracování Znaleckého posudku byla sjednána smluvní odměna, která byla stanovena ve Smlouvě a před započítím výkonu znalecké činnosti. Výše smluvní odměny není závislá na výsledné tržní hodnotě stanovené v rámci Znaleckého posudku.

9. Znalecká doložka

Znalecký posudek jsme zpracovali jako ústav kvalifikovaný pro výkon znalecké činnosti, jmenovaný rozhodnutím Ministerstva spravedlnosti ČR č. j. 72/97-00D podle ustanovení § 21 odst. 3 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů a ustanovení § 6 odst. 1 vyhlášky ministerstva spravedlnosti č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů, pro znaleckou činnost v prvním oddílu seznamu ústavů v oboru ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění pro oceňování nemovitého, movitého a nehmotného majetku, pohledávek, cenných papírů, obchodních podílů v obchodních společnostech nebo družstvech, podniků či jejich části, závazků a obchodního jmění obchodních společností, zejména pro účely přeměn společností, jejich fúzí, rozdělení nebo změnou právní formy; ocenění majetkové podstaty pro účely insolvenčního řízení; stanovení majetkové újm; posuzování podnikatelských plánů a investičních záměrů z nejrůznějších ekonomických hledisek; způsob stanovení metody a stanovení převodních cen mezi spojenými osobami pro daňové účely.

Znaleckou činnost vykonáváme na základě § 47 odst. 2 zákona č. 254/2019 Sb. o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech.

Otisk znalecké pečeti:



Podpis za znaleckou kancelář:

Mirek Jindra
prokurista a znalec, jehož prostřednictvím znalecká
kancelář E & Y Valuations s.r.o. vykonává znaleckou
činnost v oboru Ekonomika, odvětví Oceňování
obchodních závodů

E & Y Valuations s.r.o.
znalecká kancelář
Na Florenci 2116/15
110 00 Praha 1 – Nové Město

EY | Building a better working world

Název EY zahrnuje celosvětovou organizaci a může zahrnovat jednu či více členských firem Ernst & Young Global Limited, z nichž každá je samostatnou právníkou osobou. Ernst & Young Global Limited je britská společnost s ručením omezeným garanci, která neposkytuje služby klientům. Informace o tom, jak EY shromažďuje a používá osobní údaje, a o právech fyzických osob stanovených právními předpisy o ochraně osobních údajů jsou k dispozici na ey.com/privacy. Členské firmy EY neposkytují právní služby v zemích, kde to zákon neumožňuje. Podrobnější informace o naší organizaci najdete na našich webových stránkách ey.com.

© 2024 Ernst & Young, s.r.o. | Ernst & Young Audit, s.r.o. |
E & Y Valuations s.r.o. | EY Law advokátní kancelář, s.r.o.
Všechna práva vyhrazena.

ey.com



Ověření - vidimace

Ověřuji, že tento částečný opis složený z 31 listu/ů doslovně souhlasí s listinou, z níž byl pořízen, složenou z 31 listu/ů.
V Praze dne 1.6. 2024

Marcela Šrámková
notářská tajemnice
pověřená Mgr. Radimem Neubauerem
notářem v Praze, se sídlem
Praha 1, Kaprova 6

**Prohlášení společností CETIN Servis s.r.o. a O2 Czech Republic a.s.
k vyznačení obchodního tajemství ve znaleckém posudku
E & Y Valuations s.r.o., č. 034636/2024**

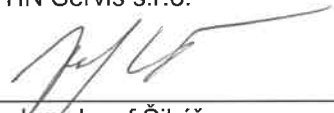
Pro účely fúze společností CETIN Servis s.r.o. se společností O2 Czech Republic a.s. byl zpracován znaleckou kanceláří E & Y Valuations s.r.o., znalecký posudek č. 034636/2024 ze dne 21. 5. 2024.

Významným zdrojem podkladů, na nichž je znalecký posudek postaven, je finanční a obchodní plán společnosti O2 Czech Republic a.s., který se týká jmění (zákaznické báze), kterou fúzí nabude. Tento plán je předmětem obchodního tajemství společnosti O2 Czech Republic a.s. a je založen na dalších informacích, které jsou rovněž předmětem obchodního tajemství. Aby znalecký posudek splňoval všechny náležitosti stanovené zákonem č. 254/2019 Sb., zejména přezkoumatelnost, je nezbytné, aby ve znaleckém posudku byly tyto informace a plány obsaženy a podrobeny znaleckému zkoumání.

Protože však podle § 66 písm. j) zákona č. 304/2013 Sb. má být znalecký posudek zveřejněn ve Sbírce listin, je v zájmu obou společností potřeba zajistit, aby v této zveřejněné verzi posudku byly vybrané části obsahující obchodní tajemství znečitelněny, aby zveřejněním nebyly ohroženy obchodní zájmy společnosti O2 Czech Republic a.s. ani společnosti CETIN Servis s.r.o., která se fúze účastní. Zveřejnění plného znění by bylo schopné ohrozit samotný účel fúze, jímž je další rozvoj podnikání a zhodnocení jmění.

Proto se obě společnosti shodují, že ve Sbírce listin obchodního rejstříku má být zveřejněna verze výše uvedeného znaleckého posudku, která bude mít vybrané pasáže znečitelněné. Znečitelněné pasáže obsahují konkrétní číselné údaje týkající se plánovaných výnosů, nákladů, marže i časových očekávání rozvoje báze, které vycházejí z dosavadních hospodářských výsledků. Pro účely samotné fúze (úkony spojené se sepsáním notářského zápisu apod.) obě společnosti samozřejmě poskytnou jak notáři, tak i všem zúčastněným společnostem plnou verzi posudku.


Za CETIN Servis s.r.o.



Jméno: Ing. Josef Šikýř

Funkce: jednatel

Datum:

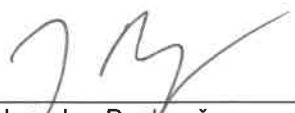


Jméno: Ing. Jan Menclík

Funkce: jednatel

Datum:


Za O2 Czech Republic a.s.



Jméno: Ing. Jan Bechyně

Funkce: místopředseda představenstva

Datum: 29. 5. 2024



Jméno: Mgr. Václav Zakouřil

Funkce: člen představenstva

Datum: 29. 5. 2024