

O2 CR - nová cílová cena

22. prosince 2015

Štědrá dividenda a buyback k tomu

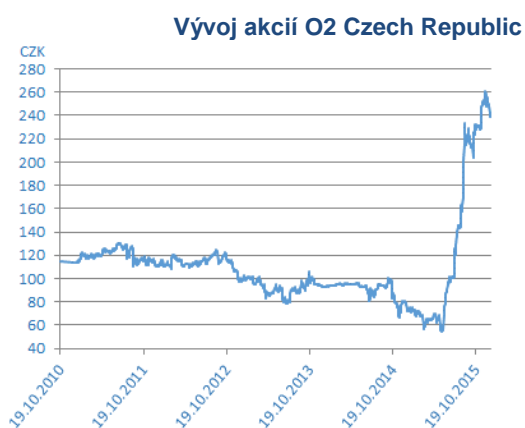
Tomáš Menčík, CFA
Analytik
mencik@cyrrus.cz
+420 538 705 718

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: KOUPIPIT

12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: 310 CZK

Datum vydání analýzy:	22.12.2015
Současná tržní cena:	240,0
Prémie k cílové ceně:	29,2%
Předchozí doporučení:	DRŽET
Předchozí cílová cena:	238
Datum vydání předchozí analýzy:	15.9.2015

		2015e	2016f	2017f	2018f
Výnosy	(mil. CZK)	37 422	37 784	37 834	38 012
OIBDA	(mil. CZK)	10 067	10 432	10 306	10 116
Provozní zisk	(mil. CZK)	6 540	6 896	6 966	6 944
Čistý zisk	(mil. CZK)	5 028	5 115	5 126	5 065
Zisk na akcii (EPS)	(CZK)	16,2	16,5	16,5	16,3
P/E		13,8	13,6	13,6	13,7



Základní informace o akcích O2 CR

Data ke dni:	21.12.2015
Cena akcie:	240,0 CZK
Počet vydaných akcií:	310,2 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	75,7 mld.
52-week max:	265,9 CZK
52-week min:	49,4 CZK
Průměrný denní objem:	49,1 mil. CZK

Sídlo firmy:

Za Brumlovkou 266/2
140 22 Praha 4
Česká republika

ISIN CZ0009093209
WKN 894 087
Bloomberg TELECP
Reuters SPTTsp.PR

- O2 CR je podle našeho názoru opět stabilní dividendový český titul s vysokou tvorbou hotovosti a s maržemi na vzestupné tendenci. Od doby, kdy se ve firmě změnil majoritní akcionář, proběhla řada změn, které podle našeho názoru opodstatňují valuaci, která je nyní vyšší než původní O2 CR s CETINem dohromady. Akcii O2 CR přiřazujeme doporučení Koupit s cílovou cenou 310 CZK.
- Výrazný prostor pro růst ceny akcie implikuje i srovnání s konkurencí. O2 CR se aktuálně obchoduje na úrovni 14,6x násobku P/E 2016e, resp. 4,4x upraveného násobku EV/EBITDA 2016e. Průměr konkurence je 22,2x, resp. 7,6x. Podobný závěr ukazuje i očekávaný dividendový výnos.
- O2 CR generuje vyšší free cash flow než čistý zisk. Proto je podle našeho názoru oznámený dividendový výplatní poměr mezi 90 – 110 % zisku dlouhodobě udržitelný. My se přikláníme spíše na horní stranu tohoto intervalu s tím, že na podobném výplatním poměru se mohou dividendy udržovat řadu let. Ve hře je i mimořádná dividenda, jejíž pravděpodobnost ale s oznámeným buybackem klesla.
- Buyback do 10 % kmenových akcií, případně do 8 miliard CZK, je pro akcionáře dobrá zpráva. Pro mimořádnou dividendu je zásadní způsob naložení s vlastními akciemi, o čemž ještě nebylo rozhodnuto.
- Nový úvěr ve výši 12 miliard CZK sice povede ke zvýšení zadlužení na úrovni 0,75x 2016e (čistý dluh/EBITDA), ale do oznámeného (a podle našeho názoru žádoucího) zadlužení 1,5x čistý dluh/EBITDA je stále daleko. O2 CR má tedy stále vysokou volnou dluhovou kapacitu, proto v příštích letech očekáváme další navýšení dluhu až na 21 miliard v roce 2021 a ukazatel čistý dluh/EBITDA na úrovni 1,2x.
- Podle našeho názoru má akcie O2 CR stále velký prostor pro růst navzdory tomu, že vnímáme i rizikové faktory, které mohou být do určité míry důvodem, proč se akcie obchoduje s takovým diskontem vůči evropské konkurenci.

Hospodaření za 3Q

Management O2 CR odreportoval čísla za 3Q, která předčila očekávání téměř na všech úrovních. Překvapením byly i některé doplňující komentáře nad rámec samotných čísel.

Například oznámená dividenda ve výši 90 – 110 % čistého zisku byla překvapivá zejména načasováním zveřejnění této informace, nikoli však samotným rozmezím. Provozní činnost společnosti má potenciál k vygenerování dostatečné hotovosti na vyplacení 100 % dividendy (v našem valuačním modelu počítáme s maximálním výplatním poměrem 110 %).

(mil. CZK)	3Q 2015	3Q 2015 konsenzus	y/y
Mobilní segment	4 839	4 869	0,0%
Fixní segment	2 818	2 803	-4,1%
Provozní výnosy	9 314	9 325	-0,4%
EBITDA	2 693	2 502	24,9%
EBITDA marže	28,9%	26,8%	
Provozní zisk	1 793	1 717	39,6%
Hospodářský výsledek po zdanění	1 401	1 317	41,1%

Zdroj: O2 CR, Cyrrus.a.s.

Překvapením byl oznámený buyback ve výši 8 miliard CZK nebo do maximální výše 10 % kmenových akcií.

Samotné výsledky za 3Q předčily očekávání. Ne sice na tržbách, ale na úrovni EBITDA i čistém a provozním zisku ano. Výnosy v pevném i mobilním segmentu dopadly téměř na odhadech. EBITDA překonala konsenzus o 200 milionů CZK z důvodu nižších než očekávaných nákladů. Ty meziročně klesly o 7,2 %. Největší příspěvek ke klesajícím nákladům mají náklady na údržbu sítí a IT (-31 % y-y) a ostatní externí náklady (-49 % y-y). To se projevilo do značné míry i v čistém zisku, který dosáhl 1,4 miliardy CZK (+41 % y-y) při očekávání 1,3 mld. CZK.

O2 CR plánuje navýšit zadlužení až na maximální úroveň 1,5 násobek ukazatele čistý dluh/EBITDA, což je sice výrazný růst, ale stále to je ukazatel pod průměrem firem v sektoru.

Dobré výsledky, oznámený buyback a cíl zadlužení nás vedou k pozitivní revizi cílové ceny akcie O2 CR.

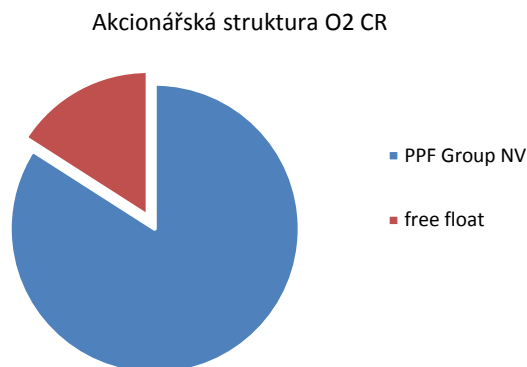
Menu o 3 chodech – buyback, dividenda, zadlužení

O2 CR má relativně jednoduchý business model, trendy jsou poměrně předvídatelné a položky, které „plavou nejvíce na vodě“, jsou relativně malé. Hlavní témata jsou proto spíše v bilanci než ve výkazu zisků a ztrát a jsou to ta témata, která zajímají zejména hodnotové investory, kteří se zajímají o celkové cash flow, které z investice do akcie plyne. S tím souvisí 3 stěžejní a vzájemně propojená témata: buyback, dividenda a zadlužení, z nichž všechny mají zřejmou část a pak tu, která valuaci akcie znesnadňuje a přidává rizika.

Buyback

Během konferenčního hovoru za 3. čtvrtletí management překvapivě oznámil, že O2 CR začne s odkupem vlastních akcií až do 10 % kmenových akcií (310 milionů) v horizontu pěti let za maximálně 8 miliard CZK. To je za jinak stejných okolností dobrá zpráva pro akcionáře, ale pohled na akcionářskou strukturu a nejistota ohledně nakládání s vlastními akciemi přináší řadu otázek.

- 1) PPF aktuálně vlastní přibližně 84 % akcií, freefloat je tedy kolem 16 %. Pokud by O2 CR odkoupila 10 % akcií, pak by se free float dostal pod 10 % a majoritní akcionář by se dostal do pozice, že by musel nabídnout minoritním akcionářům vytěsnění. Jenže PPF veřejně opakovaně deklarovala, že to není v jejich zájmu a že naopak budou podporovat obchodovatelnost akcií na burze. To tedy reálně povede k tomu, že PPF se zúčastní buybacku



Zdroj: O2 CR, Cyrrus.a.s.

- a. přes burzu prodejem části svého podílu bez koordinace s O2 CR – to už z části udělali prodejem 0,84 % akcií na konci listopadu, tedy v době, kdy ještě buyback neprobíhal. To by mohlo vést k dočasnému a opakovanému přebytku nabídky na trhu a k tlaku na pokles ceny. Ovšem je nutno brát v potaz, že O2 CR bude buyback dělat postupně a podle našeho názoru alespoň 2 roky bude trvat, než by dostali free float pod 10 %. Tedy prodeje ze strany PPF podle našeho názoru budou rozprostřené do dlouhého období.
- b. přes burzu prodejem části svého podílu s koordinací s O2 CR – PPF přes burzu prodá část akcií přímo O2 CR bez tlaku na pokles ceny. To v budoucnosti považujeme za pravděpodobnější řešení.

Je zřejmé, že PPF bude pokračovat ve snižování svého podílu, to by ovšem neměla být negativní kurzotvorná informace, neboť se k tomu PPF nepřímo slovně zavázala.

Co s koupenými vlastními akciemi?

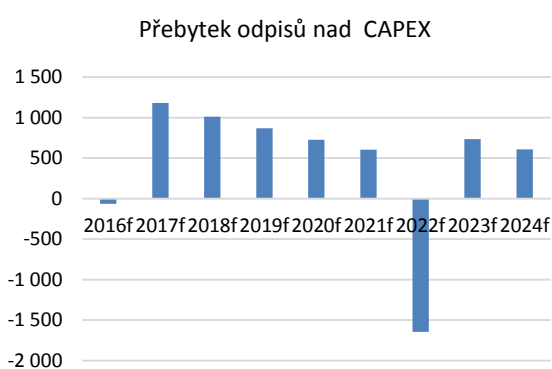
Management během konference k výsledkům za 3Q nezveřejnil, jak s akciemi naloží. To by měl pravděpodobně udělat při začátku buybacku, podle našeho názoru už při výsledcích za 4Q 2015. Z účetních pravidel vyplývá, že možnosti jsou pouze 2: akcie ponechat v pasivech, nebo je zrušit. Tyto možnosti mají zásadní dopad na účetnictví a ve výsledku na případnou mimořádnou dividendu a zadlužení.

- 1) Vlastní akcie v účetnictví zůstanou
O2 CR zaplatí za vlastní akcie tržní cenu (snížení aktiv) a se záporným znaménkem se tržní cena objeví ve vlastním kapitálu v položce Vlastní akcie. Vzhledem k minulým zkušenostem bývalé Telefoniky CR s nakupováním vlastních akcií si ale myslíme, že akcie budou na nejbližší valné hromadě zrušeny.
- 2) Vlastní akcie budou zrušeny – pravděpodobná varianta
V tomto případě by se s největší pravděpodobností zrušení položky Vlastní akcie zaúčtovalo proti emisnímu ážiu a základnímu kapitálu, které by klesly. Jenže při aktuální tržní ceně a plánovanému celkovému buybacku 31 milionů akcií by byla položka Vlastní akcie kolem 8 miliard CZK, při jejím rušení by se o to snížilo emisní ážio, o němž zástupce PPF Štefunko naznačil, že by mohlo teoreticky být vyplaceno formou mimořádné dividendy. Aktuální výše emisního ážia je cca 12 miliard CZK, po zrušení vlastních akcií by na tom účtu zůstaly 4 miliardy CZK (13 CZK na akcii místo 38 CZK na akcii). Rozhodnutí o naložení s vlastními akciemi proto podle našeho názoru výrazně ovlivňuje mimořádnou dividendu a výši zadlužení.

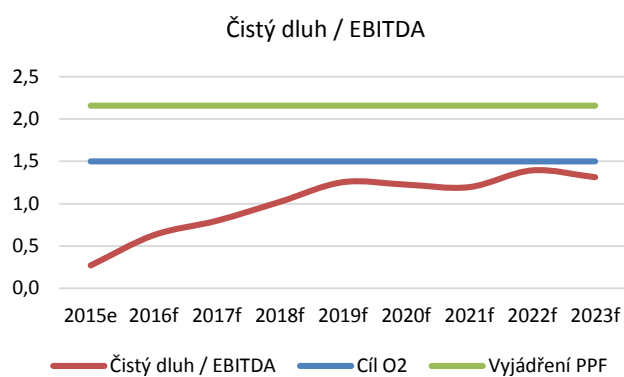
O2 CR má přebytek peněz a dluhové kapacity

Společnost O2 CR generuje větší cash flow než zisk, protože odpisy přesahují CAPEX (o investicích viz níže). Na výplatu 100 % dividendy si proto nemusí brát nový dluh. 3 miliardy dlouhodobého dluhu a 4 miliardy krátkodobého dluhu společnost 17.12. přerolovala do jednoho 12 miliardového úvěru, který bude použit i na buyback. Nový dluh je tedy 5 miliard CZK (z toho část je revolvingová), což vystačí zhruba na 3 roky odkupování vlastních akcií (za předpokladu 2% buybacku každý rok). Nepředpokládáme, že by ale peníze 3 roky ležely na účtu, proto by mohla část z nich být použita na vyplacení mimořádné dividendy a na buybacky v příštích letech by si firma mohla vzít buď nový dluh, nebo by to mohla financovat z provozních peněz.

Management veřejně deklaroval, že cílené čisté zadlužení je 1,5 násobek EBITDA, což by byl výrazný nárůst oproti hodnotě 0,3x z konce 3Q 2015 a 0,75x 2016e, ovšem stále nižší než konkurence mezi 2,0 – 3,0x. Proto není překvapivé vyjádření majoritního akcionáře pana Štefunka, že O2 CR má kapacitu ještě 50 CZK na akcii. Pokud by platilo, že buyback by byl financován dluhem (8 mld. CZK) a že 7 mld CZK už byl dluh v době tohoto prohlášení, pak dalších 50 CZK na akcii by dostalo výše zmíněný ukazatel zadlužení na 2,3x 2016e, tedy zhruba na průměr trhu. Problém ovšem je, jak a kdy se na cílené zadlužení dostat, respektive jak naložit s penězi.



Zdroj: O2 CR, Cyrrus.a.s.



Zdroj: O2 CR, Cyrrus.a.s.

Náš model predikce zadlužení pracuje s následujícími předpoklady:

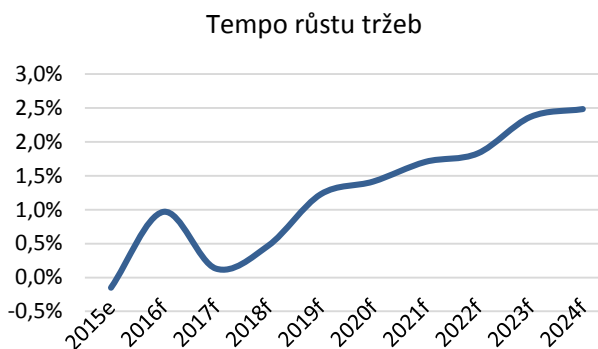
- Buyback 2,5 % každý rok celkem za 8 mld CZK
- Dividenda 100 % zisku ve 2016 a 110 % od 2017
- Mimořádná dividenda 10 CZK na akcii (více v emisním ážiu po zrušení vlastních akcií nezůstane)
- Dluh 2 miliardy každý následující rok (do 2019) na profinancování buybacku
- Dluh 3 miliardy v roce 2016 na mimořádnou dividendu 10 CZK na akcii

Za těchto předpokladů se v roce 2019 dostane společnost s ukazatelem čistý dluh/EBITDA na 1,3 násobek, což je jednak příliš pozdní termín, ale také podle našeho názoru příliš nízké zadlužení. Pokud by O2 CR chtěla dosáhnout cíle zadlužení už v roce 2017, musela by si vzít dalších 8 miliard dluhu (a ten obratem vyplatit; cca 27 CZK na akcii), vyplatit mimořádnou dividendu celých 38 CZK nebo udělat akvizice.

Hlavní drivery hospodaření

Tempo růstu tržeb podle našeho názoru bude jen velmi mírné. Průměrný roční růst by měl dosáhnout 1,4 % s tím, že do roku 2018 očekáváme v průměru stagnaci a stabilní růst by se měl dostavit až na konci první fáze očeňovacího modelu. Hlavními argumenty pro stagnaci tržeb v příštích 3 letech jsou

- a) očekávané posílení CZK vůči EUR
- b) pokračující tlak na ceny v mobilním segmentu zejména od business klientely a
- c) pokles pevných hlasových služeb, které nebudou dostatečně kompenzovány růstovými oblastmi. Ty by se měly dostat do popředí, jakmile se stabilizují tyto položky.



Zdroj: O2 CR, Cyrrus.a.s.

Většina proklamovaných růstových sektorů ze služeb je zatím v tržbách relativně málo významná. Slovensko, ICT, mobilní data a O2 CR TV zaujímají mezi tržbami ze služeb jen 22 %, do roku 2024 se podle našeho modelu tento podíl zvýší na 36 %.

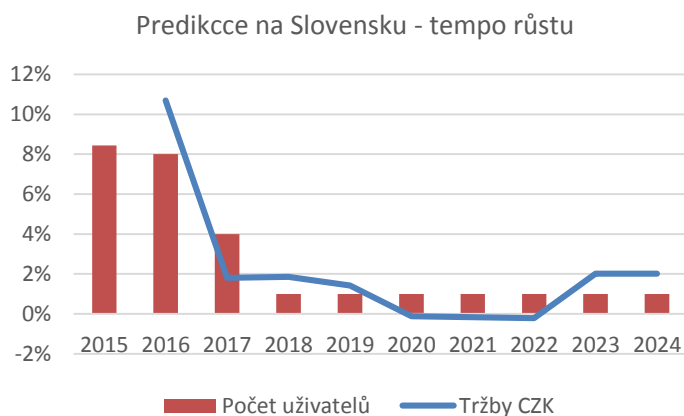
Slovensko

Hospodaření O2 CR na Slovensku nadále pokračuje ve velmi dobrých výsledcích. 3. kvartál 2015 ukázal na pokračující dynamiku růstu, která sice podle nás už od roku 2016 zvolní (vzhledem k očekávané cenové konkurenci od 4. operátora Čtverka), nicméně růstový trend udrží. Vliv očekávaného posílení CZK má v našem modelu negativní dopad na cenu akcie 40 CZK.

V dlouhodobém horizontu při absenci cenové revoluce (analogie tarifů Free v ČR) očekáváme růst ARPU i počtu klientů o 1 % ročně

Očekávané ukončení intervencí ČNB, jakkoli komentované, že výrazné posílení koruny nenastane, podle našeho názoru posílení koruny přinese. V našem modelu pracujeme s 26 CZK/EUR na konci 2016 a 25 CZK EUR na konci 2017. To povede navzdory růstu tržeb v EUR vyjádření ke stagnaci tržeb v CZK vyjádření.

Z důvodu vstupu čtvrtého operátora, který sice nabízí jen internet s velmi malým pokrytím a z telefonních služeb to budou patrně jen předplacené služby, očekáváme tlak na ceny, což jsme promítli v relativně nízkém očekávaném tempu dlouhodobého růstu.

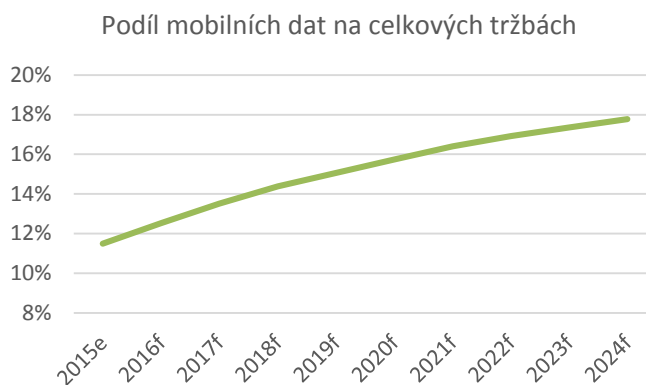


Zdroj: O2 CR, Cyrrus.a.s.

Mobilní data

Mobilní data jsou podle našeho názoru jednoznačně nejperspektivnější obor a do značné míry ovlivňují valuaci firmy. Jsou také důvodem, proč růst v druhé fázi FCFE modelu máme nastavený na 1 % (nikoli nula). Rozvoj LTE, prodeje chytrých telefonů a čím dál více datově náročnější aplikace nás vedou k tomu, že modelujeme růst podílu tržeb mobilního internetu v rámci hospodaření na 20 % z aktuálních 11 %.

Management O2 CR pravidelně reportuje podíly různých druhů mobilních telefonů, na čemž je vidět, že penetrace chytrých telefonů může ještě dlouho pokračovat, protože ta je stále jen na 46 % (y-y +9 p.p.). Chytré telefony totiž přebírají řadu každodenních funkcí (focení, diář, ale také módní doplněk) a jsou natolik levné, že námi očekávaný šestiprocentní průměrný růst tržeb považujeme spíše za konzervativní. Rizikem je případná budoucí datová cenová revoluce, neboť mobilní data jsou pro operátory produkt s velmi vysokou marží.



Zdroj: O2 CR, Cyrrus.a.s.

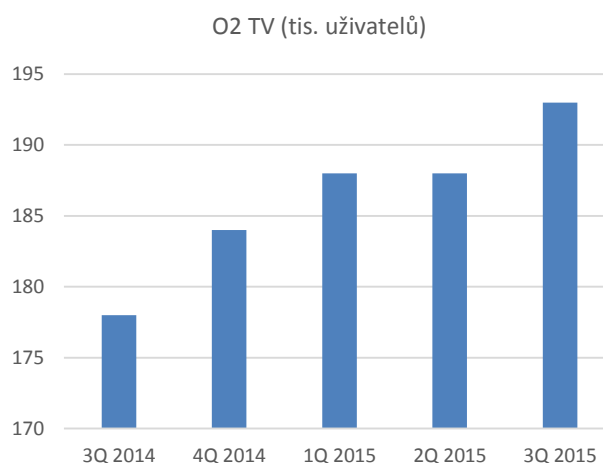
Růst poptávky po mobilních datech je do velké míry způsoben rostoucí penetrací chytrých telefonů do společnosti. Tomu by měly odpovídat i výnosy z prodeje zařízení. Tam sice nejsme tak optimističtí jako u mobilních dat, protože ceny chytrých telefonů mají klesající tendenci, ale rostoucí objemy by měly vést ke 4% průměrnému tempu růstu tržeb z prodaných zařízení.

ICT

Služby informačních a komunikačních technologií (ICT) byly ještě před 2 lety nejrůstovějším segmentem bývalé Telefóniky. Jenže omezení státních zakázek a úspory korporací vedly k tomu, že tempo růstu výrazně zpomalilo a v roce 2015 počítáme dokonce s meziroční stagnací. Ještě v loňském roce jsme počítali s 10% ročním růstem. Ten jsme přehodnotili na 5% růst od roku 2018 s tím, že vývoj této položky je velmi volatilní a obtížně predikovatelný.

O2 TV

O2 TV je prezentovaný jako produkt budoucnosti, ovšem jeho náběh je zatím pomalý. I když vnímáme, že O2 TV je poměrně mladý produkt, zatím je jeho význam v hospodaření celé společnosti malý (odhadujeme tržby ve výši 600 milionů CZK ročně). Pozitivně kvitujeme, že management masivně investuje do obsahu, technologie i reklamy, prostor pro růst je podle našeho názoru omezený, avšak ještě zdaleka ne vyčerpaný. O2 TV má velkou výhodu v pokrytí oproti klasickým kabelovým stanicím, ovšem management bude mít podle našeho názoru problém s přesvědčením potenciálních klientů, že za televizi by si měli platit (aktuálně nejlevnější balíček za 399 Kč za měsíc) ještě nad rámec koncesionářských poplatků.



Zdroj: O2 CR, Cyrrus.a.s.

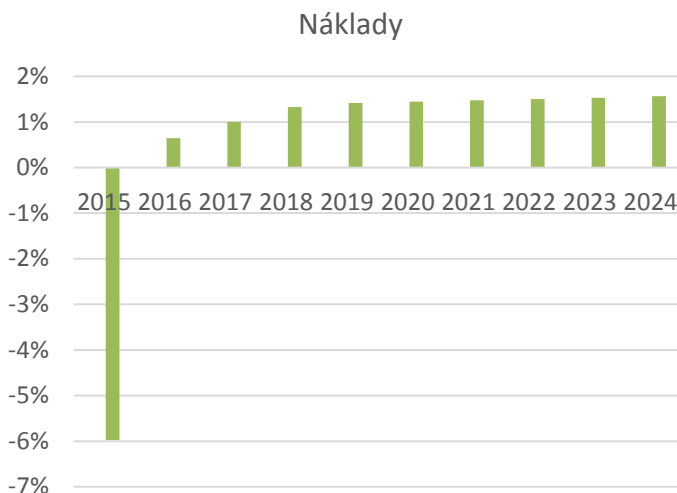
Aktuální tržby podle našich odhadů dosahují něco přes 150 milionů za kvartál (ARPU 270 CZK, 195 tisíc klientů), když další růst bude muset být tažený primárně růstem počtu klientů. K tomu by měla pomoci i možnost přijímat O2 TV přes WIFI, což dále zvyšuje konkurenceschopnost tohoto produktu.

O2 TV je pro náš model jednou z největších neznámých.

Náklady a investice

Náklady společnosti O2 CR podle našeho modelu klesnou v roce 2015 meziročně o 6 %. Podle našeho názoru je hlavní vlna úspor u konce a další snižování nákladů na meziroční bázi už nebude zdaleka tak jednoduché. Do budoucna predikuje mírné meziroční růsty tak, aby společnost zachovala kvalitu služeb, dostačující marketing a kvalitní pracovní sílu.

CAPEX by podle vyjádření managementu měl letos dosáhnout 8-9 % tržeb (v našem modelu pracujeme s 8 %) a příští rok 10 %, v dalších letech by pak měly investice dosáhnout 5-6 % (my pracujeme přibližně s 5,5 %).

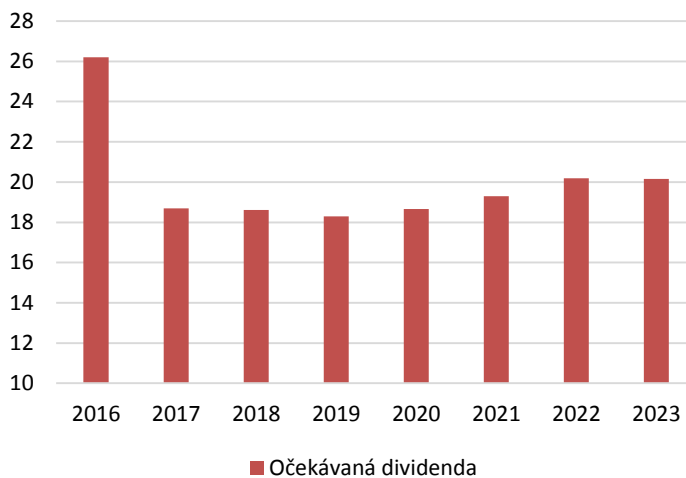


Zdroj: O2 CR, Cyrrus.a.s.

Investice jsou jednou z klíčových „zbraní“ O2 CR. Ta vyčleněním infrastruktury do CETIN přenesla většinu CAPEXu právě na CETIN. Vzhledem k charakteru jejich businessu a struktuře zákazníků je pro CETIN zásadní modernizovat infrastrukturu, z čehož by měla O2 CR benefitovat. O2 CR musí za tento „servis“ a pronájem služeb CETINu platit, zatímco před rozdělením vykazovala tento náklad v odpisech. O2 CR tak má oproti konkurenci pokřivené výkazy a pro její srovnání s trhem je potřeba výkazy upravit. (viz dále)

Dividendová politika

O potenciální mimořádné dividendě jsme psali výše, co se řádné dividendy týče, tak očekáváme dodržení výplatního pásma 90 - 110 % s tím, že management avizoval spíše střed tohoto pásma, my se od roku 2017 kloníme spíše ke 110 % čistého zisku. Nevylučujeme ani vyšší mimořádnou dividendu než 10 CZK na akcii, kterou očekáváme v příštím roce, ovšem v modelu ji zapracovanou nemáme. Dividendu ze zisku roku 2015 očekáváme ve výši 16 – 17 CZK, v dalších letech by pak dividendu mohla dosáhnout 18 – 20 CZK na akcii.



Zdroj: O2 CR, Cyrrus.a.s.

Srovnání s konkurencí

Jak jsme již psali v předchozí části, pro relevantní srovnání je třeba upravit ukazatele O2 CR o tzv. komitmenty s CETINem, tedy o náklady, které jsou nyní zahrnuty v EBITDA, ale konkurence je má v odpisech. Podle všech ukazatelů, včetně dividendového výnosu, který není obsažen v tabulce níže, je akcie O2 CR podhodnocená. A to jak z pohledu nízkého zadlužení, tak z pohledu vysoké tvorby free cash flow i valuace samotné (podle P/E i EV/EBITDA). Podle P/E 2016e se akcie O2 CR obchoduje s diskontem 37 %, podle EV/EBITDA 2016e se 43% diskontem.

		net debt / EBITDA	LT debt / Assets	EV/EBITDA	P/E	FCF/EBITDA
O2 dle Cyrrus		0,7	42,0	7,1	14,6	52%
úprava o komitmenty		0,4		4,4		32%
<i>diskont</i>				-42%	-34%	14%
Průměr trhu		2,1	29,7	7,6	22,2	28%
BT Group	GB	1,0	28,9	7,1	15,1	35%
Elis	Finland	1,8	30,2	11,4	23,1	48%
Telecom Italia	Italy	3,5	40,4	7,0	14,1	15%
Proximus	Belgium	1,1	22,4	7,9	18,2	31%
Orange	France	2,7	34,0	5,6	14,8	31%
Teliasonera	Sweden	2,4	39,2	7,6	11,1	39%
KPN	Netherlands	2,1	49,1	9,8	41,7	36%
Iliad	France	0,9	6,8	8,2	26,8	15%
Tele2	Sweden	1,8	14,8	9,1	21,3	23%
Telenor	Norway	1,3	30,7	7,0	12,9	33%
Telefonica	Spain	4,1	37,9	8,9	15,6	43%
Vodafone	GB	2,7	19,7	7,5	42,2	31%
Orange Polska	Poland	1,2	13,2	4,3	61,4	-4%
DTE	Germany	2,8	32,1	6,8	19,7	18%
Telekom						
Austria	Austria	2,1	32,0	5,0	13,2	23%
Swisscom	Switzerland	2,0	37,3	8,6	15,5	33%
Rostelecom	Russia	1,8	19,9	3,9	10,6	25%
Jazztel	Spain	2,4	45,1	11,3	22,4	34%

Zdroj: Cyrrus, a.s., Bloomberg

Proč je valuace tak nízká a trh toho nevyužije?

Podle srovnání s konkurencí i valuace podle modelů DCF, DDM a TCFM je akcie O2 CR oceněna velmi příznivě. Podle našeho názoru je jen otázkou času, kdy ze O2 CR dostane do blízkosti valuace konkurence. V současnosti vidíme několik důvodů, proč tomu tak není: (řazeno podle důležitosti)

- 1) Příliš rychlý růst ceny akcie od minim na začátku června 2015, kdy akcie stála 50 CZK.
- 2) V mnoha investorech může stále přetrvávat negativní zkušenost s poklesem ceny akcie před červnem 2015.
- 3) Příliš krátká historie „nové“ O2 CR pod novým managementem, který může v investorech vzbuzovat nejistotu.
- 4) Nejistota ohledně záměrů majoritního akcionáře s jejich podílem v O2 CR. Navzdory tom, že PPF deklaruje, že bude podporovat O2 CR na burze a že bude vyplácet dividendu 90 – 110 % zisku, tak dlouhodobý záměr je nejasný. O2 CR je pro PPF finanční investice, proto lze očekávat, že dříve nebo později dojde k prodeji jejich podílu a nejistota ohledně budoucnosti bude opět aktuální.
- 5) Nedůvěra vůči české burze.

Argumenty, proč by měla akcie O2 CR stát více než O2 před rozdělením

PPF koupila majoritní podíl v O2 CR za 254 CZK za akcii, což je méně než naše cílová cena a výrazně méně než aktuální srovnání s konkurencí. Navíc cena 254 CZK za akcii byla včetně firmy CETIN. Myslíme si, že existuje řada důvodů, proč akcie prošla tak výraznou růstovou rally, která by měla pokračovat.

- 1) V době rozdělení firmy nebylo zřejmé vůbec nic, dokonce nebylo jisté ani to, co zůstane O2 CR v bilanci, kolik budou generovat hotovosti, jakou budou mít dividendovou politiku, jestli vůbec zůstanou na burze nebo jestli je PPF přinutí poskytnout jim finanční asistenci v podobě úvěru za desítky miliard CZK.
- 2) V době debat o změně majoritního vlastníka probíhala aukce kmitočtů, která měla potenciál (a ten se několik měsíců naplňoval, než došlo ke zrušení aukce) výrazně negativně ovlivnit hospodaření firmy a schopnost vyplácet dividendy.
- 3) Management a hlavní akcionář naznačují ochotu vyplácet pravidelné dividendy, případně i mimořádnou dividendu a bude probíhat buyback.
- 4) Excelentní, byť krátké, fungování managementu, který za pár měsíců restrukturalizoval firmu.
- 5) Významný pokles nákladů, což vede k vyšším maržím.
- 6) EBITDA marže se dostala z 21,7 % v roce 2014 na 27,6 % 2016e.

Ocenění společnosti

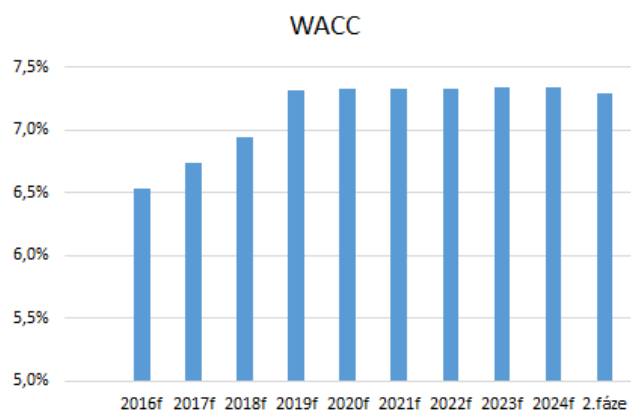
O2 CR oceňujeme metodou FCFF, dividendovým diskontním modelem (DDM) a kvůli buybacku i total cash flow modelem (TCFM). Dvoufázový model diskontovaných peněžních toků (FCFF) jsme rozdělili na dvě období. 1. období jsme stanovili do roku 2024, po kterém následuje stabilizovaná druhá fáze s růstem FCFF o 1 %. Devítiletou první fázi považujeme za adekvátně dlouhou pro dosažení normalizovaných hodnot hlavních ukazatelů.

FCFF

Ačkoliv neočekáváme měnící se kapitálovou strukturu společnosti, tak z důvodu očekávaných změn tržních úrokových sazeb a zadlužení O2 CR jsme použili iterativní výpočet nákladů kapitálu, který nejlépe zohledňuje budoucí změny struktury kapitálu i tržního prostředí.

Náklady vlastního kapitálu jsme spočítali pomocí modelu CAPM, když za bezrizikovou sazbu jsme dosadili 10-leté české státní dluhopisy. Rizikovou přírážku jsme spočítali jako součet nadvýnosu akcií nad dluhopisy, rizikové prémie České republiky a zohlednili jsme i odlišnou volatilitu českých akcií a dluhopisů.

	1 rok	2 roky	3 roky	4 roky	5 let	6 let	7 let	8 let	9 let	2.fáze
Risk free (ČR GOVT BOND 10Y)	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
TOTAL EQUITY RISK PREMIUM CZECH REPUBLIC										
Market risk premium USA	5,50%	5,25%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Country risk premium	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%
koefficient ČR	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Equity risk premium	6,55%	6,30%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%



Zdroj: Cyrrus.cz

Ocenění pomocí metody DCF

mil. CZK	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f	2.fáze
EBIT	6 896	6 966	6 944	7 156	7 408	7 748	7 760	8 383	9 040	
tax on EBIT	1 448	1 463	1 458	1 503	1 556	1 627	1 630	1 760	1 898	
NOPLAT	5 448	5 503	5 486	5 653	5 853	6 121	6 130	6 622	7 141	
Depreciation	-3 536	-3 340	-3 171	-3 027	-2 907	-2 806	-3 080	-2 958	-2 857	
change in working capital	79	39	40	-2	-13	-31	-38	-75	-84	
CAPEX	3 601	2 161	2 161	2 161	2 182	2 204	4 726	2 226	2 248	109 690
FCFF	5 461	6 721	6 537	6 518	6 564	6 692	4 446	7 280	7 666	

FCFF present value	100 454	mil. CZK
Čistý dluh 2016e	7 596	mil. CZK
Počet akcií	310,2	mil.
Cílová cena dle FCFF na akcii	320	CZK

Ocenění pomocí metody DDM

Jako druhý model pro stanovení cílové ceny jsme použili dividendový diskontní model, který diskontuje námi očekávané dividendy náklady vlastního kapitálu. Ve 2. fázi očekáváme dividendu 15 CZK na akcii.

mil. CZK	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f	2.fáze
Dividenda na akcii	26	18	18	18	18	19	20	20	22	22
2.fáze										289
CAPM Cost of equity	7,3%	7,7%	8,0%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
diskontovaný DDM	266	260	262	264	269	274	279	282	286	
Cílová cena 12M dle DDM	285	CZK								

Ocenění pomocí metody TCFM

Vzhledem k tomu, že O2 CR bude odkupovat vlastní akcie, používáme další model založený na bázi DDM. Jedinou změnou je, že kromě CF v podobě dividend diskontujeme jako hodnotu pro akcionáře i objem buybacku.

Počet akcií	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f	2.fáze
Dividenda (mld Kč)	8 130	5 626	5 639	5 571	5 706	5 926	6 221	6 231	6 772	6 777
Buyback value	2 403	2 403	2 403	2 403	0	0	0	0	0	0
Total CF for shareholder	10 533	8 029	8 042	7 974	5 706	5 926	6 221	6 231	6 772	0
CAPM Cost of equity	7,3%	7,7%	8,0%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Hodnota netto 12M TCFM	97 108	mil. CZK								
Cena akcie 12M	313	CZK								

Výsledné ocenění

	Cílová cena 12M	váha
Cílová cena dle FCFF	320	50%
Cílová cena dle DDM	285	25%
Cílová cena dle TCFM	313	25%

Cílová cena za 12M 310 CZK

Cílovou cenu stanovujeme 310 CZK s doporučením KOUPIIT.

Citlivostní analýza modelu FCFF (2. fáze)

ROIC / WACC	24%	26%	28%	30%	32%	34%	36%
4,5%	479	480	481	482	483	483	484
5,5%	399	400	400	401	402	402	403
6,5%	348	348	349	350	350	351	351
7,3%	319	319	320	320	321	321	322
8,5%	286	287	288	288	288	289	289
9,5%	267	267	268	268	268	269	269
10,5%	251	251	252	252	252	253	253

Zkrácené pro-forma finanční výkazy a ukazatele

<u>Rozvaha</u>	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Dlouhodobá aktiva	21 179	21 244	20 065	19 055	18 188	17 464	16 862	18 507	17 775	17 166
Nehmotná aktiva	16 143	16 194	15 268	14 474	13 793	13 224	12 750	14 044	13 468	12 990
Pozemky, budovy a zařízení	4 400	4 414	4 161	3 945	3 759	3 604	3 475	3 828	3 671	3 541
Běžná aktiva	11 756	14 436	14 783	14 913	15 096	15 609	16 051	13 964	14 741	15 376
Zásoby	583	606	630	656	682	709	737	767	798	829
Pohledávky z obchodního styku a jiné pohledávky	6 362	6 423	6 432	6 462	6 541	6 634	6 747	6 871	7 034	7 208
Peníze a peněžní ekvivalenty	4 809	7 404	7 718	7 792	7 870	8 263	8 564	6 324	6 907	7 335
Aktiva celkem	32 941	35 686	34 855	33 973	33 291	33 079	32 919	32 478	32 522	32 645
Vlastní kapitál	18 457	13 039	10 135	7 158	4 372	4 052	3 782	3 226	3 151	3 151
Základní kapitál	3 102	3 102	3 102	3 102	3 102	3 102	3 102	3 102	3 102	3 102
Nerozdělený zisk a ostatní fondy	3 461	3 548	3 047	2 474	2 090	1 771	1 500	944	870	870
Dlouhodobé závazky	3 046	15 046	17 046	19 046	21 046	21 046	21 046	21 046	21 046	21 046
Dlouhodobé finanční závazky	3 000	15 000	17 000	19 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000
Běžné závazky	11 439	7 602	7 674	7 769	7 873	7 980	8 091	8 206	8 324	8 447
Krátkodobé finanční závazky	4 001	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vlastní kapitál a závazky celkem	32 941	35 686	34 855	33 973	33 291	33 079	32 919	32 478	32 522	32 645

<u>Výkaz zisků a ztrát</u>	2014	2015e	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f
Výnosy	37 478	37 422	37 784	37 834	38 012	38 479	39 023	39 689	40 416	41 374	42 402
Náklady na prodej	-18 970	-19 314	-19 694	-19 980	-20 275	-20 579	-20 893	-21 216	-21 550	-21 896	-22 252
Provozní náklady	-10 038	-7 962	-7 758	-7 749	-7 821	-7 917	-8 016	-8 119	-8 226	-8 337	-8 453
EBITDA	8 132	10 067	10 432	10 306	10 116	10 183	10 315	10 554	10 840	11 341	11 897
Odpisy hmotných a nehmotných aktiv	-3 363	-3 525	-3 536	-3 340	-3 171	-3 027	-2 907	-2 806	-3 080	-2 958	-2 857
Provozní hospodářský výsledek	4 596	6 540	6 896	6 966	6 944	7 156	7 408	7 748	7 760	8 383	9 040
Hospodářský výsledek před zdaněním	4 505	6 361	6 475	6 489	6 411	6 567	6 819	7 159	7 171	7 793	8 450
Hospodářský výsledek po zdanění	3 515	5 028	5 115	5 126	5 065	5 188	5 387	5 655	5 665	6 157	6 676
Počet akcií	310,2	310,2	310,2	310,2	310,2	310,2	310,2	310,2	310,2	310,2	310,2

<u>Výkaz peněžních toků</u>	2014	2015e	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f
OIBDA	10 067	10 432	10 306	10 116	10 183	10 315	10 554	10 840	11 341	11 897	
net chg. working capital	-613	79	39	40	-2	-13	-31	-38	-75	-84	
interest	-186	-421	-477	-533	-589	-589	-589	-589	-589	-589	
income tax	-1 334	-1 360	-1 363	-1 346	-1 379	-1 432	-1 503	-1 506	-1 637	-1 775	
CAPEX	-3 001	-3 601	-2 161	-2 161	-2 161	-2 182	-2 204	-4 726	-2 226	-2 248	
Dividens	0	-8 130	-5 626	-5 639	-5 571	-5 706	-5 926	-6 221	-6 231	-6 772	
Total cash flow	4 934	2 595	315	74	78	392	301	-2 240	583	428	

<u>Základní ukazatele hodpoštění</u>	2014	2015e	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f	2024f
EPS	11,3	16,2	16,5	16,5	16,3	16,7	17,4	18,2	18,3	19,8	21,5
Dividenda	18	13	26	18	18	18	18	19	20	20	22
EBITDA marže	21,7%	26,9%	27,6%	27,2%	26,6%	26,5%	26,4%	26,6%	26,8%	27,4%	28,1%
EBIT marže	12,3%	17,5%	18,3%	18,4%	18,3%	18,6%	19,0%	19,5%	19,2%	20,3%	21,3%
NI marže	9,4%	13,4%	13,5%	13,5%	13,3%	13,5%	13,8%	14,2%	14,0%	14,9%	15,7%
ROE			32,5%	44,2%	58,6%	90,0%	127,9%	144,4%	161,7%	193,1%	209,4%
ROIC			20,4%	19,9%	20,6%	22,4%	23,5%	25,0%	25,3%	27,4%	29,6%
ROA			20,1%	19,8%	20,2%	21,3%	22,3%	23,5%	23,7%	25,8%	27,8%
Čistý dluh		2 192	7 596	9 282	11 208	13 130	12 737	12 436	14 676	14 093	13 665
Čistý dluh / EBITDA		0,27	0,75	0,89	1,09	1,30	1,25	1,21	1,39	1,30	1,20
Dluh / Assets		21,3%	42,0%	48,8%	55,9%	63,1%	63,5%	63,8%	64,7%	64,6%	64,3%
P/E	19,8	13,8	13,6	13,6	13,7	13,4	12,9	12,3	12,3	11,3	10,4
P/S	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6
P/BV		2,1	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
EV/EBITDA		7,1	7,4	7,6	8,0	8,1	8,0	7,8	7,8	7,4	7,0
EV/Sales		1,9	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0

Zdroj: O2 CR, Cyrrus, a.s.

Informace dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení

Informace dle § 7 odst. 3 vyhlášky

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni 22. 12. 2015:

	Počet	Podíl
KOUPIT	2	22,2%
AKUMULOVAT	4	44,4%
DRŽET	3	33,3%
PRODAT	0	0,0%
V REVIZI	0	0,0%
CELKEM	9	100,0%

b) Podíl emitentů, jichž se týkala doporučení spadající do každého ze stupňů doporučení podle písmene a), kterým obchodník s cennými papíry CYRRUS, a.s. poskytl v uplynulých 12 měsících investiční služby významného rozsahu, a to zvláště pro každý stupeň podle písmene a):

Společnost CYRRUS, a.s. neposkytla v uplynulých 12 měsících emitentům, kterých se týká některý ze stupňů investičních doporučení dle písmene a) investiční služby významného rozsahu.

Stupně investičních doporučení CYRRUS, a.s.

Koupit:

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje aktuální tržní kurz akcie o 20%, upravených koeficientem beta (např. při koeficientu beta = 1,25x je požadovaná hranice $20 \times 1,25 = 25\%$ nad aktuálním kurzem). Koeficient beta je převzat z oceňovacího modelu založeného na diskontovaných peněžních tocích, pokud takový byl pro stanovení cílové ceny použit, přičemž se použije koeficient beta prvního diskontovaného roku. Pokud nebyl do výpočtu cílové ceny zapojen diskontní model, použije se aktuální koeficient beta dle agentury Bloomberg, vypočítaný standardním nastavením dle agentury Bloomberg (tj. dvouletá týdenní data vůči hlavnímu domácímu akciovému indexu).

Akumulovat:

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje aktuální tržní kurz akcie o 10%, upravených koeficientem beta (výpočet viz výše). Koeficient beta je převzat z oceňovacího modelu založeného na diskontovaných peněžních tocích, pokud takový byl pro stanovení cílové ceny použit, přičemž se použije koeficient beta prvního diskontovaného roku. Pokud nebyl do výpočtu cílové ceny zapojen diskontní model, použije se aktuální koeficient beta dle agentury Bloomberg, vypočítaný standardním nastavením dle agentury Bloomberg (tj. dvouletá týdenní data vůči hlavnímu domácímu akciovému indexu).

Držet

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje nebo je rovna aktuálnímu tržnímu kurzu akcie (a zároveň nesplňuje podmínky pro zařazení do investičních stupňů "akumulovat" resp. "koupit").

Prodat

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie je nižší než aktuální tržní kurz akcie.

Časové rozlišení:

Běžně jsou doporučení poskytována jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů (maržové obchody, certifikáty, warranty...) na analyzované aktivum s minimální pákou 3, tzn. procentní hodnoty uvedené výše se dělí třemi.

Odhady budoucích výsledků hospodaření

Odhady budoucích výsledků hospodaření pro akciové tituly ze segmentu SPAD BCPP použité v investičních doporučeních CYRRUS, a.s. jsou vlastní odhady společnosti, není-li uvedeno jinak. Odhady budoucích výsledků hospodaření pro ostatní akciové tituly jsou převzaty z databází Bloomberg, příp. Reuters.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Investiční strategie, ČEZ, NWR
Jiří Šimara	Brno	simara@cyrrus.cz	Utility, automobilky, ocelárny, těžba
Tomáš Menčík, CFA	Brno	mencik@cyrrus.cz	Banky, technologie, telekomy, komodity
Ladislav Klobása	Brno	ladislav.klobasa@cyrrus.cz	Strukturované produkty
Jana Gajdošíková	Brno	jana.gajdosikova@cyrrus.cz	Data miner

Trading & Sales:

Dušan Jilčík	Brno	jilcik@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jiří Běhal	Brno	behal@cyrrus.cz

Výhrada (disclaimer):

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a.s., obchodníkem s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Frankfurt Stock Exchange (FWB). Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):

Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické zpravodajství je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

BRNO
Veveří 111 (Platinum)
616 00 Brno
Tel.: +420 538 705 711

PRAHA
Radlická 14, Anděl Park
150 00 Praha 5, Smíchov
Tel.: +420 221 592 361