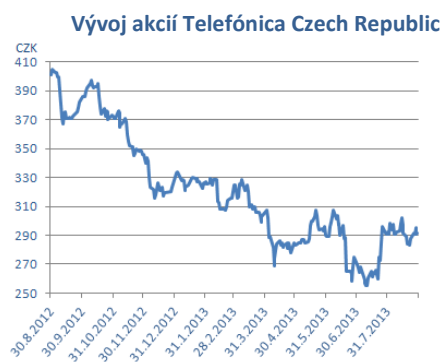


Telefónica CR – nová cílová cena

Aukce kmitočtů stále největší neznámou

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

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ:	DRŽET					
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA:	311 CZK					
		2013	2014	2015	2016	
Datum vydání analýzy:	2. září 2013	Výnosy (mil. CZK)	48 141	46 609	46 232	46 463
Současná tržní cena:	291,3	OIBDA (mil. CZK)	18 264	17 162	16 657	16 734
Prémie k cílové ceně:	6,8%	Provozní zisk (mil. CZK)	7 297	7 066	6 589	6 699
Předchozí doporučení:	DRŽET	Čistý zisk (mil. CZK)	5 769	5 508	5 116	5 203
Předchozí cílová cena:	343 CZK	Zisk na akcii (EPS) (CZK)	17,9	17,1	15,9	16,2
Datum vydání předchozí analýzy:	1. března 2013	P/E	16,2	17,0	18,3	18,0
		Dividenda (CZK)	30,0	30,0	25,0	25,0



Základní informace o akcích Telefónica CR

Data ke dni:	2.9.2013
Cena akcie:	291,3 CZK
Počet vydaných akcií:	322,1 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	93,73 mld.
52-week max:	404,7 CZK
52-week min:	255,5 CZK
Průměrný denní objem:	41,0 mil. CZK

Sídlo firmy:

Za Brumlovkou 266/2
140 22 Praha 4 - Michle
Česká republika

ISIN:	CZ0009093209
WKN:	894 087
Bloomberg:	SPTT CP
Reuters:	SPTTsp.PR

- Telefónica CR stále čelí několika významným výzvám, které limitují růstový potenciál akcií této společnosti. Naše doporučení Držet s cílovou cenou 311 CZK odráží jak zmíněné nejistoty, tak i nové informace z posledních týdnů, které jsou spíše mírně optimistické.
- Výsledky za 2Q ukázaly, že nové tarify Free nevedly k výraznému zhoršení hospodaření. Průměrná útrata na smluvního zákazníka zůstala mezičtvrtletně nezměněna a tržby v mobilním segmentu klesly meziročně bez vlivu mobilních terminačních poplatků o 6,8 %, což se nijak nevymyká předchozím čtvrtletím.
- Zavedení tarifů Free mělo za účel jednak stabilizovat hospodaření společnosti, ale také znesnadnit vstup nového operátora. Oba cíle se podle našeho názoru naplňují. Nové tarify by měly vést jednak ke stabilizaci tržeb v příštích několika kvartálech, ale také ke snížení provozních nákladů. Nové tarify také výrazně a náhle snížily ceny na mobilním telekomunikačním trhu, což může být překážkou (nebo alespoň komplikací) pro vstup nového operátora.
- Aukce kmitočtů, do které se mohou zájemci přihlašovat do 30.9., pravděpodobně nepřinese jiné zájemce než 4 účastníky 1. aukce. Otázkou je, jestli aukce proběhne dle předem stanoveného harmonogramu. Telefónica CR totiž během konferenčního hovoru za 2Q bez dalších detailů uvedla, že zvažuje napadení podmínek aukce u soudu. To by znamenalo další oddálení aukce a tím pádem další překážku pro vstup nového operátora.
- Hospodaření v budoucích letech by mělo být taženo primárně daty. To pramení zejména z rostoucí penetrace chytrých telefonů. Naopak hlasové služby co se příspěvku do tržeb týče podle našeho názoru budou hrát čím dál menší roli. Segment pevných linek by měl také záviset v čím dál větší míře na jiných než hlasových službách. Management například hodně očekává od služeb ICT. My očekáváme tempo růstu tohoto segmentu o 7 % ročně.
- Obecně hodnotíme situaci Telefóniky CR jako lepší než před zveřejněním výsledků za 2Q, nicméně k tomu, abychom považovali situaci za dlouhodobě stabilizovanou, musí být známy výsledky aukce kmitočtů. Ta je jednoznačně největším rizikem a do té doby podle našeho názoru nebude mít akcie sílu nabrat výrazně rostoucí, ale ani výrazně klesající trend.

Výsledky za 2Q 2013 – hlavní body

Zveřejněné výsledky za 2Q 2013 rozkryly mnohé ohledně dopadu nových **tarifů Free** na hospodaření společnosti. Nejčernější scénáře se nepotvrdily, což je vidět zejména na ukazateli ARPU ze smluvních služeb (průměrná útrata na zákazníka). Vzhledem k tomu, že nové tarify byly zavedeny na začátku 2Q, je relevantní porovnat tento ukazatel mezi 1Q (předchozí tarify) a 2Q. Ve zmíněných obdobích zůstala průměrná útrata téměř na korunu přesně na 450 CZK.

Při odhlédnutí od poklesu mobilních terminačních poplatků, které nemá Telefónica CR pod kontrolou, poklesly výnosy z mobilního segmentu meziročně o 6,8 % po poklesu v 1Q o 3,5 %. Za celý rok 2013 predikujeme pokles tržeb z mobilního segmentu o 5,3 %, což je stejně jako v loňském roce (bez vlivu mobilních terminací). Mobilní terminační poplatky od 1.7. opět poklesly z 41 haléřů na 27 haléřů. Tento dopad je nicméně pro Telefóniku výnosově neutrální.

Podle našeho názoru **přinesly tarify Free určitou stabilizaci tržeb**. V minulosti zákazníci tlačili na individuální slevy, novými tarify by tento negativní efekt měl být podle našeho názoru utlumen až do doby, než na trh vstoupí nový 4. operátor.

Ve zbývajících 2 kvartálech roku 2013 neočekáváme odlišný vývoj (co se dopadů tarifů Free týče), než jsme viděli ve 2Q. Podle managementu již 1/3 všech smluvních zákazníků přešla na tarify Free a z nich 2/3 přešli na vyšší měsíční útratu, než měli před zavedením nových tarifů. Není důvod se domnívat, že by se v dalších čtvrtletích měl tento poměr nějak významně měnit a negativně tak působit na ARPU. Podle našeho názoru ta nejsilnější vlna přechodů na nové tarify již pominula a další vývoj již bude značně pomalejší.

Tarify Free stabilizují budoucí tržby

Nové tarify Free měly podle našeho mínění 2 základní účely: **stabilizovat pokles tržeb do budoucna a znesnadnit situaci případnému 4. operátorovi**. Podle našeho názoru to byl úspěšný krok (soudě podle konstantního ARPU) v obou dvou případech.

V předchozích letech tržby z mobilního segmentu klesaly zejména vlivem neustálých tlaků zákazníků, což ústilo do individuálních cenových podmínek. Tento tlak byl živěn i vědomím, že telekomunikační služby v ČR jsou drahé v porovnání se zahraničím. **Tento jev podle našeho názoru na nějakou dobu ustane, i když připouštíme, že prostor pro další snižování cen neomezených tarifů v ČR ještě existuje**. V příštích několika kvartálech proto neočekáváme významný pokles ARPU (ani počtu zákazníků), tedy ani významný pokles tržeb z mobilního segmentu bez zahrnutí vlivu mobilních terminací.

Podmínky pro vstup nového operátora byly zavedením nových tarifů zkomplikovány, ale **nemyslíme si, že to nového hráče odradí**. Vzhledem k výši marží a tedy ziskovosti celého sektoru v ČR měl vážný zájemce o vstup na trh očekávat, že podobná kampaň ještě před rozjezdem aukce může být spuštěna. Otázkou je, jestli budoucí nový operátor počítal s tak rychlým a docela razantním zlevňováním.

Nové tarify Free nás vedly k přehodnocení výhledu tržeb. **Oproti naší minulé analýze jsme snížili výhled tržeb**, nicméně před zveřejněním výsledků za 2Q jsme byli pesimističtější než nyní. Přesto velkou otázkou zůstává, jak velký krajíc trhu si ukrojí nový operátor, který s největší pravděpodobností vstoupí na trh na přelomu roku.

4. operátor?

Aukce volných kmitočtů bude spuštěna na podzim letošního roku. Podmínky hrají do karet spíše nově přichozím zájemcům a otázka je, co s touto skutečností udělají stávající operátoři. Například Telefónica CR deklarovala, že pokud se podmínky nezmění, tak **bude bránit zájmy svých akcionářů u soudu**. Další podrobnosti zatím nebyly zveřejněny, nicméně nám se soudní prodlužování aukce

zdá jako pravděpodobné. Kromě snahy dosáhnout skutečně nějakých změn v podmínkách aukce půjde také o další zdržování, což znevýhodňuje potenciálního dalšího operátora. Před několika měsíci tehdejší jediný nový zájemce upozorňoval, že pokud nebude aukce zahájena na podzim, nebude se jí účastnit.

Do aukce se uchazeči mohou hlásit do 30.9. Kromě stávajících operátorů se všeobecně očekává, že se přihlásí také PPF Mobile Services. Aktuálně se jeví jako nepravděpodobné, že by se přihlásil i jiný zájemce – jednak z důvodu krátkého času na přípravu, ale také kvůli pošramocené reputaci ČTÚ z prvního aukčního pokusu.

Podle našeho názoru může být aukce napadena u soudu a bude nějakým způsobem pozdržena nebo prodloužena. Nicméně dříve nebo později očekáváme nového operátora na trhu s mírně negativním dopadem na hospodaření stávajících operátorů.

Aby byl dopad příchodu nového operátora co nejmenší, umožňují operátoři příchod tzv. virtuálních operátorů, kteří nicméně vylepšují hospodaření operátorů a sbírají cílovou klientelu nového potenciálního operátora. Při aktuálním postavení virtuálních operátorů je jejich pozice ani ne tak konkurenční pro stávající operátory, jako spíš výpomocná k ještě většímu rozebrání trhu.

Ovšem variantou také je, že PPF Mobile Services nakonec do aukce nezasáhne a půjde například cestou koupě podílu nebo celého stávajícího operátora (a nemusí to být Telefónica CR). Toto může být prorůstovým faktorem, ovšem jestli se tak stane je čirá spekulace.

Budoucnost je v datech

Telefonní operátoři sází na data. Ta by měla do budoucna tvořit stále větší podíl na tržbách a tlak na pokles jejich cen přijde až někdy v budoucnu. Prozatím jsou zákazníci spokojeni s nízkými cenami za volání a sms, nicméně s čím dál větší penetrací chytrých telefonů je pravděpodobné, že spotřeba dat a tedy příjmy operátorů v tomto segmentu porostou. Z toho důvodu očekáváme v budoucích letech konkurenční tlaky zejména v datech.

Vývoj akcií v posledních týdnech

V posledních týdnech se cena akcie odrazila ode dna (251 CZK, 9.července) a výsledky za 2Q odstartovaly růst. Do toho se přidal ruský miliardář Evtushenkov, majitel největšího tamního operátora OAO Mobile TeleSystems, který se v rozhovoru na konci července vyjádřil, že uvažuje o koupi některého z evropských operátorů včetně Telefoniky CR. Ovšem žádná konkrétní jednání údajně nevede.

Prorůstovým impulsem byla též oznámená akvizice německé firmy E-Plus firmou Telefónica Deutschland, kde prodejcem byl nizozemský operátor KPN. Ač se informace přímo netýkala Telefoniky CR, tak rostoucí aktivita na evropském M&A trhu táhla akcie většiny konkurenčních firem vzhůru.

Všechny tyto události považujeme za relevantní a reakci akcií Telefoniky CR za odpovídající, nicméně ta nejdůležitější událost – aukce kmitočtů – by zatím neměla akciím dovolit vrátit se trvale a významně k úrovni 350 CZK.

Sdílení sítě s T-Mobile

29.8. byla zveřejněna informace, že Telefónica a T-Mobile budou v ČR sdílet mobilní síť. Výsledkem by mohlo být kromě lepšího pokrytí zejména snížení provozních nákladů na údržbu sítě. Podle dohody, která by měla být podepsána do konce roku, by Telefónica CR měla spravovat vysílače na východě ČR a T-Mobile na západě ČR. Úspory by se mohly pohybovat v několika málo desítkách procent ročně. Zásadním problémem se může ukázat antimonopolní úřad. Například dle 3. Českého operátora Vodafone tato dohoda neprospěje soutěži na trhu. Naproti tomu by dohoda mohla přimět operátory uspořené peníze investovat do dalšího a rychlejšího rozvoje, což by naopak na zákazníky mohlo mít pozitivní vliv.

Vzhledem k tomu, že dohoda ještě ani nebyla podepsána a výsledek šetření antimonopolního úřadu je více než nejistý, tuto dohodu v našem modelu prozatím nezohledňujeme. I management Telefoniky CR zatím dle svého vyjádření nedokáže případné budoucí snížení nákladů kvantifikovat. Jedním z důvodů načasování dohody může být i plánovaný vstup 4. operátora, pro kterého by to pravděpodobně byla další nepříliš dobrá zpráva. Jakékoli posilování konkurence totiž znevýhodňuje podmínky pro jeho vstup.

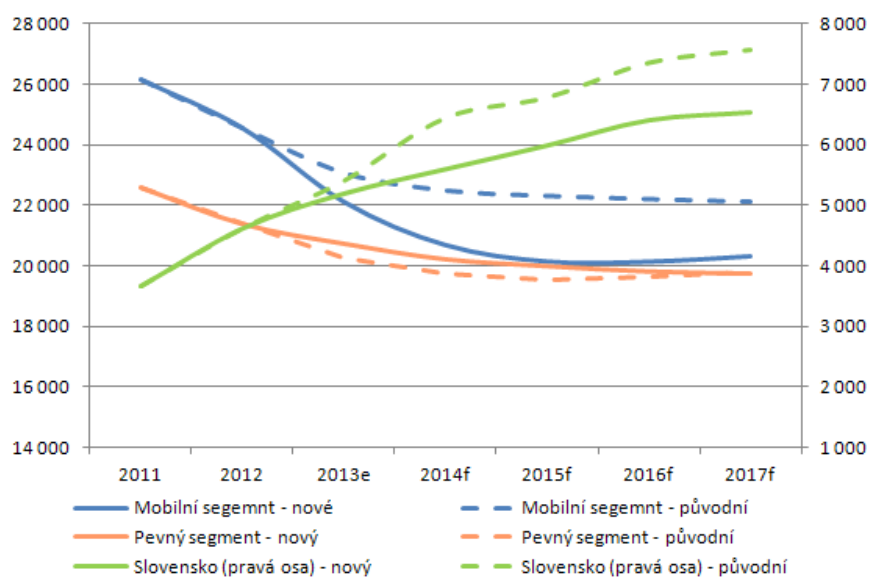
Hospodaření Telefónica CR

Tržby

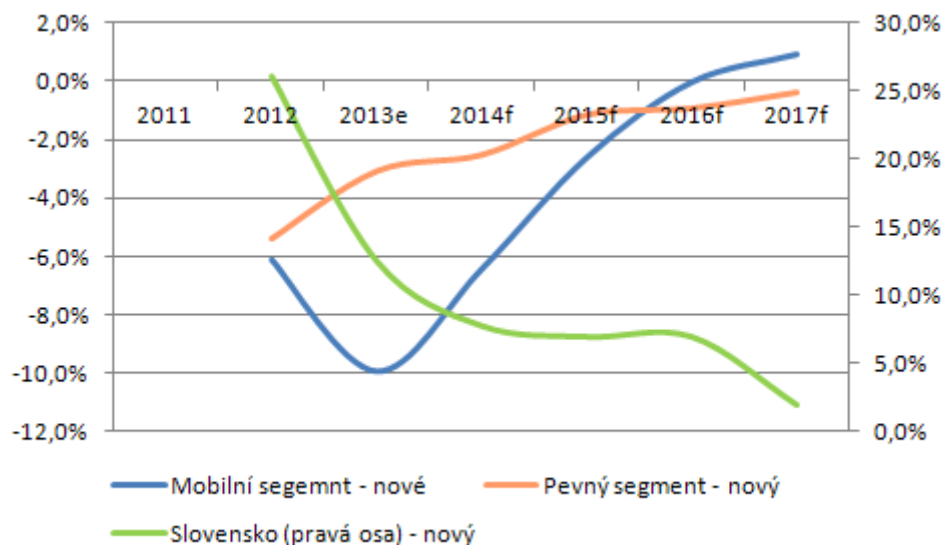
Mobilní segment by se měl vlivem nových tarifů Free stabilizovat, když počítáme s utlumeným tlakem na individuální podmínky. V letech 2015 – 2016 očekáváme zastavení poklesů a nastartování mírného růstu tržeb v tomto segmentu. Významným motorem by měla být především data (CAGR 2014-2020 +8 %), naopak hlasové služby by měly pokračovat v poklesu (CAGR 2014-2020 -3,4 %).

Tržby ze Slovenska se mohou postupem času dostat pod stejný tlak jako v České republice. Připravovaná aukce kmitočtů možná přinese na trh nového operátora a stejně jako v ČR zájem projevila mimo jiné i skupina PPF. Zájemců o kmitočty na Slovenku bude, alespoň podle předběžných komentářů, více než v ČR. Ač je Telekomunikační úřad Slovenské republiky méně nakloněný vstupu nového operátora než ČTÚ, i přesto v našem modelu počítáme se zpomalením růstu tržeb již v letošním roce.

Predikce tržeb (mil. CZK) – aktuální verze vs. minulá predikce



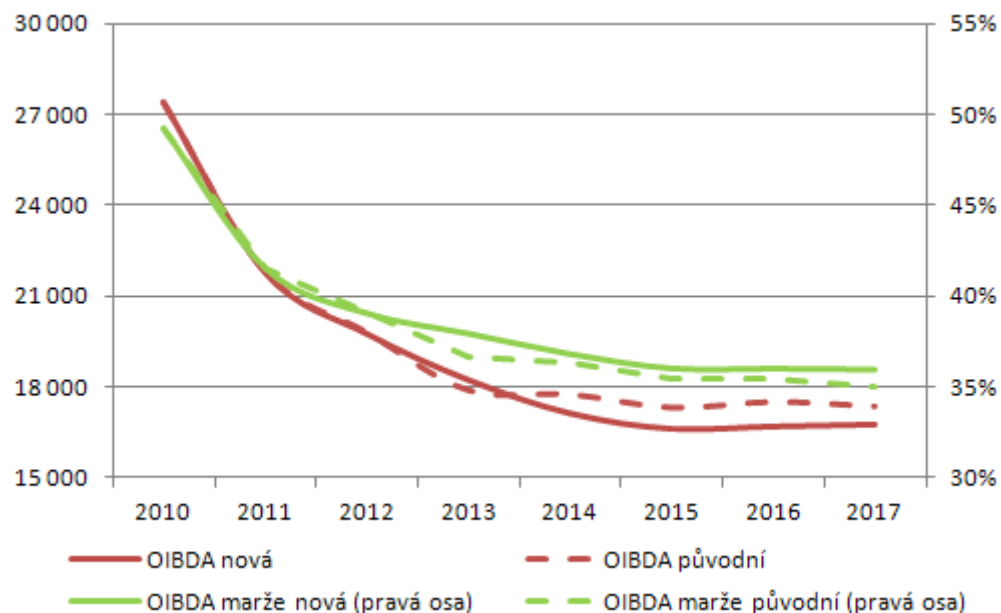
Predikce tržeb (y-y % změna)



OIBDA

Tempo poklesu ukazatele provozního zisku OIBDA by mělo i v následujících letech zpomalovat. Management v predikci na letošní rok opět jen obecně uvedl, že tempo poklesu bude mírnější než v loňském roce. Pro letošní rok počítáme s poklesem marže na 38,0 % z 39,1 % (upravená OIBDA na 40,3 % z 41,3 %).

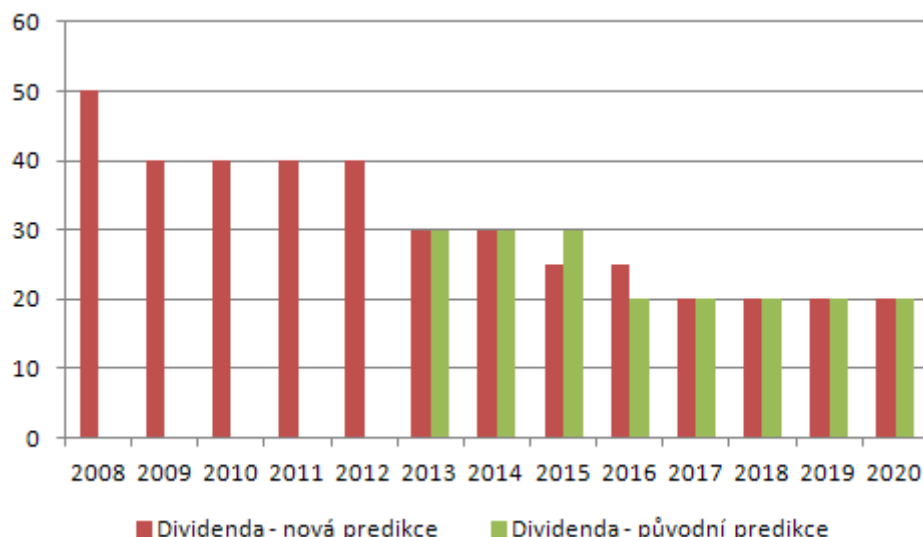
OIBDA (mil. CZK, % marže)



Dividenda

Dividendový potenciál zásadně závisí na provozním hospodaření a na cash flow – tedy na schopnosti firmy generovat cash a vyplácet jej akcionářům. V naší nové predikci stále počítáme s tím, že dividenda bude vyplácena pouze z vnitřních zdrojů a Telefónica CR si na ni nebude půjčovat externí zdroje. Očekáváme, že společnost ponechá dividendu ve výši 30 CZK i ze zisku roku 2013 a následně ji na 2 roky sníží na 25 CZK. Vzhledem k tomu, že čistý zisk nebude na plnou výši dostačovat, bude společnost (stejně jako v roce 2013) postupně snižovat vlastní kapitál.

Dividenda (CZK)



SWOT analýza

Strengths	Weaknesses
<ul style="list-style-type: none"> • Největší operátor v ČR • Nízké zadlužení 	<ul style="list-style-type: none"> • Silný tlak regulátorů – nevýhoda odvětví • Nutné vysoké investice
Opportunities	Threats
<ul style="list-style-type: none"> • Data • ICT • 4G • Pokračující buyback • Prodej podílu jinému zájemci 	<ul style="list-style-type: none"> • Příklad 4. operátora • Pokračující tlak na ceny • Snížená atraktivita kvůli klesající dividendě • Regulační riziko

Ocenění

Použitý model

Pro výpočet férové ceny akcie jsme použili 3 oceňovací modely: FCFE, dividendový diskontní model a model celkového cash flow. Dvoufázový model diskontovaných peněžních toků (FCFE) jsme rozdělili na dvě období. 1. období jsme stanovili do roku 2020, po kterém následuje stabilizovaná druhá fáze s růstem provozního zisku po dani o 1%. Osmileté první období považujeme za adekvátně dlouhé pro dosažení normalizovaných hodnot hlavních ukazatelů.

FCFE

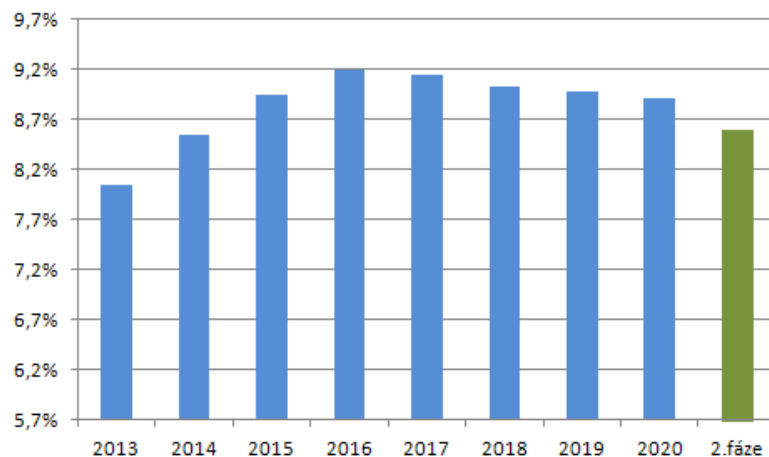
Vzhledem k očekávané měnící se kapitálové struktuře společnosti jsme použili iterativní výpočet nákladů kapitálu, který nejlépe zohledňuje měnící se poměr cizího a vlastního kapitálu v průběhu času.

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. Do výpočtu WACC jsme zahrnuli přírážku 2 % za nejistotu spojenou s aukcí.

Equity risk premium	1 rok	2 roky	3 roky	4 roky	5 let	6 let	7 let	8 let	2.fáze
Risk free (ČR GOVT BOND 10Y)	2,37%	2,70%	3,20%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Market risk premium	6,00%	5,90%	5,80%	5,70%	5,60%	5,40%	5,30%	5,20%	5,00%
Country risk premium	0,24%	0,60%	0,60%	0,65%	0,65%	0,65%	0,65%	0,65%	0,65%
koeficient ČR	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Equity risk premium	6,35%	6,80%	6,70%	6,68%	6,58%	6,38%	6,28%	6,18%	5,98%

Zdroj: Cyrrus a.s., Bloomberg

WACC

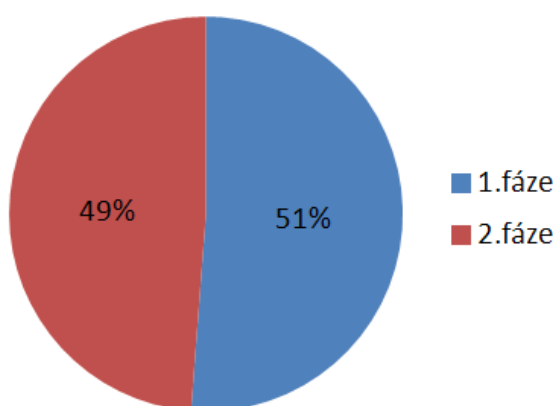


Zdroj: Cyrrus a.s.

Ocenění metodou FCFF

mil. CZK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2.fáze
EBIT * (1-tax)	5 838	5 653	5 271	5 359	6 120	6 763	7 165	7 460	
Depreciation	10 966	10 097	10 068	10 035	9 148	8 347	7 761	7 356	
change in working capital	557	-146	-36	22	23	25	19	26	
CAPEX	6 364	11 094	5 991	6 081	6 112	6 143	6 178	6 204	
Terminal value									91 398
FCFF	10 997	4 510	9 313	9 335	9 179	8 991	8 767	8 638	
FCFF present value	100 057	mil. CZK							
Čistý dluh 2014	8 028	mil. CZK							
Cílová cena dle FCFF na akcii	325	CZK							

Podíl na férové hodnotě společnosti Telefónica CR



Citlivostní analýza modelu FCFF (2.fáze)

ROIC / WACC	12%	13%	14%	14,3%	15%	16%	17%	18%
6%	408	410	412	412	413	414	415	416
7%	366	367	369	369	370	371	371	372
8%	335	337	338	338	339	340	340	341
8,6%	321	322	323	324	324	325	326	326
10%	295	296	297	297	297	298	299	299
11%	281	282	282	283	283	284	284	285
12%	269	270	271	271	271	272	272	273

Dividendový diskontní model

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 20Kč na akcii a výplatní poměr blízký 75% zisku. Model zohledňuje snižování počtu vlastních akcií v podobě vyšší dividendy na 1 akcii v budoucích letech.

mil. CZK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2.fáze
Dividenda na akcii	30	30	25	25	20	20	20	20	20
2.fáze									250
CAPM Cost of equity	8,1%	8,9%	9,4%	9,7%	9,6%	9,5%	9,4%	9,4%	9,0%
diskontovaný DDM	273	250	242	240	238	241	244	247	
Cílová cena 12M dle DDM	295	CZK							

Model celkového cash flow

Třetí námi použitý model diskontuje celkové vyplacené cash flow akcionáři. To znamená, že kromě dividendy započítává i objem buybacku. Tím model zohledňuje snižování počtu vlastních akcií.

mil. CZK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2.fáze
Dividenda (mld Kč)	9 469	9 276	7 569	7 408	5 798	5 798	5 798	5 798	5 798
Buyback %	2%	2%	2%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
Počet odkoupených akcií	6 441 798	6 441 798	6 441 798	6 441 798	0	0	0	0	0
Estimated share price	290	290	290	290	0	0	0	0	0
Buyback value	1 868	1 868	1 868	1 868	0	0	0	0	0
Total CF for shareholder	11 338	11 144	9 437	9 276	5 798	5 798	5 798	5 798	0
2.fáze									72 512
CAPM Cost of equity	8,1%	8,9%	9,4%	9,7%	9,6%	9,5%	9,4%	9,4%	9,0%
diskontovaný TCFM	87 140	78 131	73 973	71 467	69 091	69 924	70 750	71 612	0

Hodnota 12M 94 233 mil. CZK

Cílová cena 12M dle TCFM 299 CZK

Ocenění Telefónica CR

Pro finální ocenění jsme použili vážený průměr férových cen všech tří oceňovacích technik, kde FCFF má váhu 50% a zbylé dvě mají váhu 25%. Cílová cena akcie Telefónica CR v horizontu 12 měsíců je podle našeho modelu 311 Kč s doporučením Držet.

	Cílová cena 12M	váha
Cílová cena dle FCFF	325	50%
Cílová cena dle TCFM	299	25%
Cílová cena dle DDM	295	25%

Cílová cena za 12M 311 CZK

Zkrácené pro-forma finanční výkazy a ukazatele

Rozvaha	2010	2011	2012	2013e	2014f	2015f	2016f
Stálá aktiva	78 285	73 100	67 835	63 349	64 422	60 424	56 560
Hmotná aktiva	56 651	51 525	46 691	42 472	38 933	36 040	33 827
Nehmotná aktiva	21 437	20 658	20 330	20 031	24 652	23 552	21 894
Ostatní	197	917	814	846	837	832	838
Oběžná aktiva	14 495	15 213	10 751	9 805	7 630	7 213	7 105
Zásoby	606	488	487	481	466	462	465
Pohledávky	8 638	8 273	7 732	7 221	6 991	6 935	6 969
Peníze a peněžní ekvivalenty	4 798	6 287	2 431	2 001	72	-286	-430
Ostatní	453	165	101	101	101	101	101
AKTIVA CELKEM	92 792	88 314	79 199	73 154	72 052	67 636	63 665
Vlastní kapitál	73 176	69 097	60 574	54 543	48 907	44 586	40 512
Základní kapitál	56 583	56 583	49 913	44 888	39 514	35 584	31 424
Nerozdělený zisk	16 593	12 514	10 661	9 655	9 393	9 001	9 088
Dlouhodobé závazky	6 896	3 870	6 322	6 245	11 146	11 121	11 136
Dlouhodobé úvěry	2 883	0	3 000	3 000	8 000	8 000	8 000
Ostatní	4 013	3 870	3 322	3 245	3 146	3 121	3 136
Krátkodobé závazky	12 720	15 347	12 303	12 365	11 999	11 930	12 017
PASIVA CELKEM	92 792	88 314	79 199	73 154	72 052	67 636	63 665

Zdroj: Telefónica CR, Cyrrus, a.s.

Výkaz zisků a ztrát	2010	2011	2012	2013e	2014f	2015f	2016f
Výnosy	55 655	52 472	50 649	48 141	46 609	46 232	46 463
Provozní náklady	-32 889	-31 533	-31 566	-30 154	-29 724	-29 852	-30 006
OIBDA	27 380	21 792	19 782	18 264	17 162	16 657	16 734
Odpisy	-11 876	-11 651	-11 437	-10 966	-10 097	-10 068	-10 035
EBIT	15 504	10 141	8 345	7 297	7 066	6 589	6 699
EBT	15 389	10 010	8 157	7 131	6 885	6 395	6 503
Čistý zisk	12 351	8 686	6 776	5 769	5 508	5 116	5 203

Zdroj: Telefónica CR, Cyrrus, a.s.

Základní ukazatele hodnocení	2010	2011	2012	2013e	2014f	2015f	2016f
EPS	38,35	26,97	21,04	17,91	17,10	15,88	16,15
Dividenda	40	40	40	30	30	25	25
EBITDA marže	49,2%	41,5%	39,1%	37,9%	36,8%	36,0%	36,0%
EBIT marže	27,9%	19,3%	16,5%	15,2%	15,2%	14,3%	14,4%
NI marže	22,2%	16,6%	13,4%	12,0%	11,8%	11,1%	11,2%
ROE	16,8%	12,2%	10,5%	10,0%	10,6%	10,9%	12,2%
ROIC	16,3%	12,2%	10,9%	10,1%	9,9%	10,0%	11,0%
ROA	16,7%	11,2%	10,0%	9,6%	9,7%	9,4%	10,2%
Čistý dluh	-1 774	-3 226	600	1 099	8 028	8 386	8 530
Čistý dluh / VK	-2,4%	-4,7%	1,0%	2,0%	16,4%	18,8%	21,1%
Dluh / Assets	21,1%	22,3%	23,5%	25,5%	32,1%	34,1%	36,3%
P/E	7,6	10,8	13,8	16,2	17,0	18,3	18,0
P/S	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0
P/BV	1,3	1,4	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3
EV/EBITDA	2,6	3,0	3,1	3,0	3,3	3,2	2,9

Zdroj: Telefónica CR, Cyrrus, a.s.

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

Informace dle § 7 odst. 3 vyhlášky

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **30. 8. 2013**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	9	28,1
Akumulovat	6	18,8
Držet	8	25,0
Prodat	5	15,6
V revizi	4	12,5

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

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

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 Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. 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 minulý 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 nenesे odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů

Společnost není tvůrcem trhu na žádné emise, nicméně nevylučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCCP. 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. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. 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 a vnitřní kontrolu, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Společnost, členové představenstva a dozorčí rady, ředitelé a zaměstnanci mohou provádět transakce s investičními nástroji jakékoliv společnosti nebo jakéhokoliv emitenta jehož se týkají informace uveřejněné v investičních doporučeních a/nebo nezaručují, že na základě zde uvedených informací s těmito investičními nástroji neobchodovaly na svůj vlastní účet, a/nebo dále nezaručují, že na základě informací uvedených v investičních doporučeních s předmětnými investičními nástroji neobchodovaly na svůj vlastní účet ještě před zveřejněním investičních doporučení společnosti. Makléři a ostatní zaměstnanci společnosti mohou poskytovat ústní nebo písemný komentář k trhu nebo obchodní strategie svým klientům, které odráží názory, jež jsou v rozporu s názory vyjádřenými v investičních doporučeních.

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