

TELEFÓNICA CZECH REPUBLIC

Udrží dividendu díky růstu zadlužení?

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

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: AKUMULOVAT 12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: 417 CZK

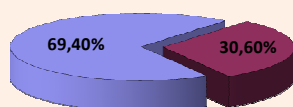
Datum vydání analýzy:	27. září 2012
Tržní cena k 26. září 2012:	391,5 CZK
Prémie k tržní ceně:	6%
Předchozí doporučení:	DRŽET
Předchozí cílová cena:	379 CZK
Datum vydání předchozí analýzy:	13. září 2011

		2011	2012	2013	2014
Výnosy	(mil. CZK)	52 474	50 733	49 885	49 902
OIBDA	(mil. CZK)	21 794	19 560	18 713	18 536
Provozní zisk	(mil. CZK)	10 143	8 627	8 725	9 131
Čistý zisk	(mil. CZK)	8 701	7 011	6 815	6 906
Zisk na akcii (EPS)	(CZK)	27,0	21,8	21,2	21,4
P/E	(x)	14,4	17,9	18,4	18,1
Dividenda	(CZK)	40	40	40	40

Vývoj akcií Telefónica Czech Rep.



Struktura akcionářů Telefónica Czech Rep.



■ Telefónica SA ■ Free-float

Základní informace o akciích Telefónica CR

Data ke dni:	27.9.2012
Cena akcie:	391,5 CZK
Počet vydaných akcií:	322,1 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	126,1 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	5,06 mld.
52-week max:	419,0 CZK
52-week min:	365,9 CZK
Průměrný denní objem:	139,3 mil. CZK

Sídlo firmy:

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

Web: www.o2.cz

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

- Telekomunikační trh v České republice stále vykazuje známky nízké konkurence, což umožňuje firmám v oboru dosahovat vysokou ziskovost. Ta nicméně v posledních letech klesá, neboť trh již je velmi saturovaný a roste tlak od koncových uživatelů na ceny. Tempo poklesu tržeb se sice zpomaluje, nicméně stabilizaci telekomunikačního trhu lze očekávat až po roce 2015. To se ale může ukázat jako příliš optimistické, pokud na trh vstoupí nový čtvrtý operátor či virtuální operátoři.
- Více naznačí letošní aukce volných kmitočtů, která teoreticky může na trh přivést nového operátora. Podmínky aukce ale nejsou pro nové hráče nijak lukrativní, což se odrazilo i v malém počtu přihlášených: kromě 3 stávajících operátorů jen skupina PPF. Ta se se silným finančním zázemím může stát pro stávající operátory velkou konkurencí.
- Telefónica CR je historicky dividendový titul s dividendovým výnosem kolem 10%. Pokud bude chtít firma tento poměr a 40 CZK dividendu udržet co nejdéle, bude muset v příštích letech zvyšovat zadlužení. To je podle našeho názoru možné a žádoucí, neboť aktuální struktura bilance je více než konzervativní. Dividendová politika bude více než na samotném managementu záviset na hotovostních potřebách mateřské firmy Telefónica S.A., která se potýká s velkými finančními problémy. Proto počítáme se snahou udržet co nejvyšší dividendu i přes rostoucí zadlužení, což pozitivně ovlivňuje naši cílovou cenu.
- Výše dividendy bude také ovlivněna oznámeným buybackem. Podle vyjádření managementu bude zpětný odkup akcií v objemu 10% celkového počtu akcií, což bude až do roku 2016 představovat dodatečné cash flow pro akcionáře a posun doposud neefektivní struktury investovaného kapitálu blíže směrem k optimu.
- V porovnání s minulým oceněním i s aktuální cenou jsme více optimističtí. Kromě již zmíněných důvodů jako je dividendová politika a růst cizích zdrojů (levnější zdroj financování v porovnání s vlastním kapitálem) také pozitivně působí nízká úroveň úrokových sazeb.
- Cílová cena 417 CZK zohledňuje ocenění pomocí modelu diskontovaných volných peněžních toků, dividendového diskontního modelu i modelu celkového cash flow. Ve všech se odráží očekávaná měnící se struktura kapitálu směrem k vyššímu zadlužení. Při závěrečné tržní ceně z 26. září 2012 391,5 CZK přiřazujeme doporučení akumulovat s potenciálním růstem 6,5%.

Český telekomunikační trh – neprůstřelný oligopol

Z mediálních vyjádření i ze srovnání s telefonními operátory v okolních zemích asi jen málokdo pochybuje, že konkurenční prostředí mezi stávajícími operátory připomíná oligopol. Ceny za jimi poskytované služby sice dlouhodobě klesají, ale stále jsou v porovnání s jinými zeměmi velmi vysoké. Pro porovnání jsme použili tarify, které nabízejí neomezený počet SMS a minut na volání do všech sítí. Srovnání ukazuje jak na výrazně vyšší ceny v ČR v porovnání s ostatními sledovanými zeměmi, tak i na (náhodnou) podobnost cen u českých operátorů. O vzájemné dohodě mezi Telefónikou CR, T-Mobile a Vodafone lze jen spekulovat.

Země	Operátor	Cena (Kč)	Volání (min)	SMS	Data
ČR	T-Mobile	2 303	Bez omezení	Bez omezení	1 GB
ČR	Vodafone	3 299	Bez omezení	Bez omezení	1,2 GB
ČR	O2	3 030	Bez omezení	Bez omezení	0,5 GB
Rakousko	Orange	1 000	4 000	1 000	4 GB
Německo	O2	900	Bez omezení	Bez omezení	0,5 GB
Polsko	T-Mobile	660	Bez omezení	Bez omezení	2 GB
Slovensko	O2	1 100	Bez omezení	Bez omezení	1 GB

Zdroj: webové stránky operátorů

Telekomunikační trh nikdy nebude plně konkurenční, zejména kvůli vysoké bariéře vstupu. Pořizovací náklady na vstup do odvětví (s ohledem na připravovanou aukci kmitočtů) jsou kolem 3 mld jen za nákup kmitočtů, k tomu je třeba přičíst náklady na marketing, sídlo, pobočky, osobní náklady, atd. To je výrazná překážka pro vstup do odvětví a je hlavním faktorem, proč jsou na českém trhu jen tři operátoři. Na druhou stranu, proč by se operátoři měli chovat jinak? Sami investovali desítky miliard do infrastruktury a nikdo nemůže čekat, že půjdou vstříc konkurenci. Od toho je Český telekomunikační úřad (ČTÚ), aby toto chování reguloval. Za předpokladu, že se operátoři chovají v mezích zákona, by veškeré stížnosti měly být směřovány právě na ČTÚ.

Český telekomunikační trh v dlouhodobém horizontu

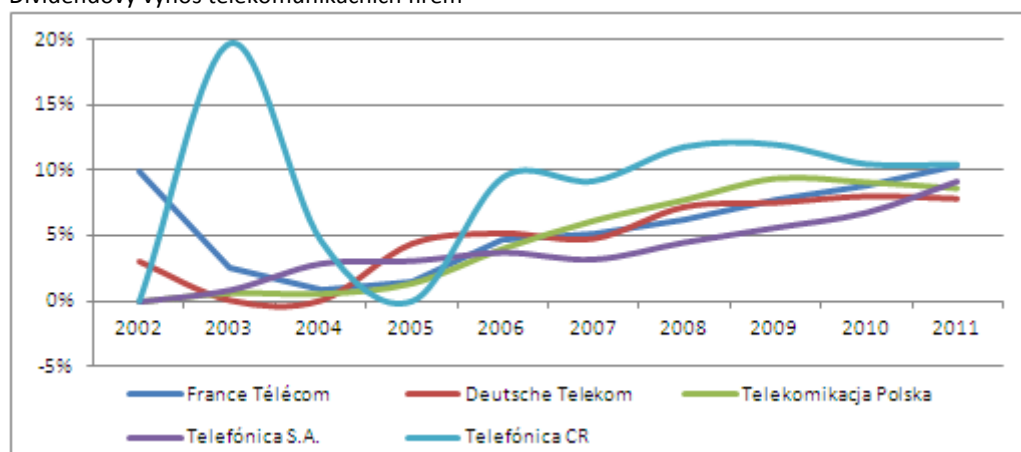
Oligopolní strukturu českého telekomunikačního trhu nebude jednoduché změnit, ovšem příchod čtvrtého operátora a několika virtuálních operátorů by trh mohl ovlivnit. Jak již bylo popsáno výše, čeští operátoři postupně zlevňují a nabízejí lepší služby, nicméně v porovnání se zahraničím je to stále málo. S tímto oligopolním trhem by mohl pohnout regulátor, což je ČTÚ. Tomu se to ale i přes několikaleté diskuze evidentně moc nedaří. V našem modelu počítáme s rostoucí konkurencí zejména od 4. operátora. Ač podmínky aukce kmitočtů (Kapitola o aukci následuje níže) nejsou pro nového operátora příliš výhodné, síla finanční skupiny PPF může v budoucnu telekomunikační trh významně ovlivnit. Naopak mírně pozitivní je dosavadní fungování ČTÚ, který zatím nejeví známky velké snahy více regulovat trh.

Co se ČTÚ týče, ministr průmyslu a obchodu Kuba nominoval do rady ČTÚ nového člena, kterým se měl stát specialista na hospodářskou soutěž, advokát Robert Pelikán, který je dlouhodobým kritikem antimonopolního úřadu a mohl by tak do kritizovaného ČTÚ přinést svěží vzduch. To by ovšem bylo negativní pro operátory. Ti mohou být zatím klidní, osoba pana Pelikána jako člena rady ČTÚ byla zamítnuta ministerstvem financí. Faktor potenciálně zlepšeného dohledu nelze do modelu nijak zapracovat, je ale třeba o něm vědět a sledovat ho.

Dividendová politika – (ne)udržitelný 10% výnos

Telefónica CR je typický dividendový titul, který se dividendovým výnosem nijak zásadně neliší od většiny velkých evropských telekomunikačních firem. Obdobnou politiku má například France Télécom (dividendový výnos kolem 10%) či Deutsche Telekom (8%). Grafické znázornění dividendového výnosu telekomunikačních firem je uvedeno v následujícím grafu. Také mateřská společnost české Telefoniky, španělská Telefónica S.A., měla až do nedávna vysoké dividendy, jež byly ale v roce 2012 zrušeny. Důvodem pro vysoké dividendy v telekomunikačním sektoru je vysoká ziskovost a méně investičních příležitostí v porovnání s ostatními odvětvími. Oba faktory se ale pro Telefoniku CR do příštích let nebudou vyvíjet pozitivně.

Dividendový výnos telekomunikačních firem



Zdroj: Bloomberg, Cyrrus, a.s.

Co se ziskovosti týče, výhled je detailněji rozepsán v další kapitole. Telefónice se daří snižovat tempo klesajících tržeb, nicméně v našem modelu očekáváme ještě minimálně 2 roky dalších poklesů, než se tržby stabilizují. Hlavním problémem jsou klesající tržby ze segmentu pevných linek, rostoucí tlak od zákazníků na mimoceníkové slevy a hrozba vstupu dalšího operátora či virtuálních operátorů. Investice v příštích letech podle našeho názoru mírně porostou, čímž se management bude snažit čelit klesajícím tržbám. Aktuální jsou zejména investice spojené s aukcí kmitočtů, které se mohou pohybovat v řádu jednotek miliard korun. Jen za případný nákup frekvencí v aukci očekáváme, že Telefónica CR vyplatí přibližně 2 mld Kč.

Dividenda 40Kč není status quo

Telefónica CR v letech 2007, 2008 a 2009 vyplatila dividendu 50Kč na akcii, poté se tržby i ziskovost začaly zhoršovat a dividenda na další 3 roky klesla na 40Kč. A to v roce 2012 (dividenda za rok 2011) již společnost neměla dostatečně velký zisk na celou výši dividendy, proto musela k regulérní dividendě ve výši 27Kč vyplatit zbylou část ve výši 13Kč snížením základního kapitálu. Toto je sice nestandardní, nicméně legitimní a legální cesta, jak rozdělovat přebytečnou hotovost akcionářům. Otázkou ovšem je, jak dlouho ještě bude mít společnost hotovost na udržení aktuální výše dividendy.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dividenda ze zisku	40	40	27	23	23	23	25	24	25	24	24
Dividenda z VK	0	0	13	17	17	12	10	6	5	6	1
Celková dividenda	40	40	40	40	40	35	35	30	30	30	25
Buyback - příspěvek			8	8	8	8	8				
Celkem pro akcionáře			48	48	48	43	43	30	30	30	25
Dividenda bez dalšího zadlužení				40	20	20	30	30	30	30	30

Zdroj: Cyrrus, a.s.

Podle našeho modelu bude mít firma v dalších letech pro udržení 40Kč dividendy problém s hotovostí. Pokud by nedošlo k navýšení dluhu v příštích letech, dividendy by od roku 2014 klesla na 2 roky na 20Kč. Poté je dle našeho názoru reálné, aby se stabilizovala na 30Kč úrovni. My si ale myslíme, že společnost bude chtít dividendu vyplácet co nejvyšší i za cenu rostoucího zadlužení. V letech 2013 a 2014 počítáme s tím, že dividendy 40Kč bude zachována s tím, že si firma vezme úvěr a 17Kč vyplatí jako letos ze základního kapitálu. V dalších letech podle našeho názoru dividendy postupně klesne na 30 Kč z důvodu rostoucího zadlužení, které se bude dostávat na hraniční úroveň.

Ve výše popsaném případě vzroste ukazatel zadlužení čistý dluh/vlastní kapitál v roce 2016 na 50% s postupným růstem do roku 2020 na 60% (detailní analýza zadlužení je v kapitole Dluhová pozice). To je podle našeho názoru limitní hranice, která nadměrně neohroží kreditní rating společnosti (aktuálně dle agentury S&P BBB, výhled negativní). Rating Telefoniky CR je spíše závislý na ratingu mateřské společnosti a BBB neodpovídá dobré finanční kondici firmy. K dividendě je ještě nutné připočítat (teoretický) pozitivní vliv buybacku v objemu 2% ročně, což je při ceně akcie 400Kč další výnos pro akcionáře ve výši 8 Kč na akcii.

Dividendy financované růstem zadlužení

Dividendová politika české Telefoniky bude do značné míry závislá na finanční kondici mateřské společnosti Telefonica S.A. A ta není dobrá. Do našeho odhadu dividendové politiky vstupuje předpoklad, že zadlužená mateřská společnost bude mít zájem na tom, aby se dividendy vyplácely pravidelně a co nejvyšší. Zároveň ale nesmí ohrozit dlouhodobě dobrou kreditní historii. Telefonica CR má velký potenciál k růstu zadlužení, což by jí mělo bez problémů umožnit vyplácet stabilní dividendy ještě v příštích 2 letech. Při aktuální výši zadlužení cca 3,5%¹ by růstem dluhu došlo k navýšení zadlužení na 50% v roce 2016, což je stále hluboce pod průměrem srovnatelných evropských obchodovaných firem. Například společnost France Télécom měla v roce 2011 tento ukazatel ve výši 102% a Deutsche Telekom 105%. Růstem zadlužení až na takové úrovni by se mohlo změnit dosavadní vnímání investorů, kteří firmu dlouhodobě považují za velmi málo rizikovou, a mohlo by to ohrozit její hodnotu.

Buyback jako alternativa k dividendě

V průběhu roku 2012 management společnosti oznámil, že bude odkupovat vlastní akcie až do výše 10% všech emitovaných akcií. Valná hromada schválila pro letošní rok nákup 20% z plánovaného objemu, tj. 2% z celkového počtu akcií (plán odkupu na rok 2012 je 6,4 mil. akcií). Ač management při výsledcích za 1Q avizoval, že je možné, že odkoupí více než zmiňované 2% (dokonce avizoval, že by letošní buyback mohl dosáhnout 3-4%), již při výsledcích za 2Q bylo zřejmé, že tempo odkupu zaostává za očekáváním. Proto v našem modelu pracujeme pouze s 2 % ročně po dobu 5 let. To je v souladu s původním prohlášením společnosti. Cash flow vynaložené na financování buybacku bude každý rok přibližně ve výši 2,5 mld Kč v závislosti na průměrné ceně akcie.

Aktuální stav buyback programu

	mil ks	%
Celkový počet akcií	322,1	100%
Plán odkupu akcií - 5 let	32,2	10%
Plán odkupu akcií - 2012	6,4	2%
Aktuální stav odkupu	3,2	1%
Průměrná nákupní cena	389 Kč	

údaje k datu 31.8.2012

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus, a.s.

¹ Měřeno ukazatelem čistý dluh / vlastní kapitál

Buyback je jinou formou vracení prostředků akcionářům. Ve 2. a 3. kvartálu 2012 jsme byli svědky, že ač nelze teoreticky vysvětlit růst ceny akcie vlivem buybacku, pro titul to byla zjevná podpora. V médiích se objevila v průběhu roku informace, že buyback je pouze dalším transferem peněz do mateřské společnosti do Španělska. Tedy že nabídka akcií, které Telefónica CR skrz brokera UniCredit Bank odkupuje, je tvořena mateřskou společností, která drží 69,4% podíl. Vzhledem k veřejně známým informacím, že španělská Telefónica je ve velkých problémech, by tato spekulace dávala smysl. Je třeba ale dodat, že španělská i česká Telefónica informace (samozřejmě) popřely. Druhou alternativou, jak vyplatit akcionáře, by bylo navýšení dividendy. Nicméně nekonzistentní dividendová politika je mezi investory vnímána spíše negativně, proto se buyback program jeví jako racionálnější řešení španělských problémů.

V našem modelu proto pracujeme s každoročním buybackem 2% akcií, což bude zvyšovat podíl stávajících akcionářů na společnosti. To by mělo na cenu akcií působit pozitivně, naopak negativní bude zvyšování zadlužení, k němuž pro financování těchto operací i budoucích dividend bude muset společnost přistoupit.

Aukce kmitočtů – riziko vstupu 4. operátora

Pro budoucnost celého telekomunikačního segmentu a peněžní pozici společnosti Telefónica CR bude zásadní aukce kmitočtů, která je aktuálně velmi diskutovaná v médiích. Záměry mohli podávat nabídky do 10. září, přihlášení účastníci aukce byli zveřejněni 11. září, zatímco samotná aukce proběhne v listopadu. Přidělení frekvencí by mělo být realizováno na přelomu roku. Do dražby, jejíž vyvolávací cena je 7,4 mld Kč (původně to bylo 9 mld Kč, ale na základě připomínek zájemců byla cena snížena), ČTÚ zařadil frekvence 800, 1800 a 2600 MHz, z nichž nejžádanější je 800 MHz.

Frekvence 800 Hz, která původně sloužila pro analogové vysílání, je zásadní pro vstup nového čtvrtého operátora. Jako jediná totiž umožňuje pokrytí velkého území s nižším počtem vysílačů a pro nového hráče je tak ekonomicky výhodná. 30 MHz tohoto pásma se bude dražít po 5 MHz blocích a maximální rozsah pro jednoho zájemce je 15 MHz, tj. 3 bloky. Toto pásmo umožňuje nasazení vysokorychlostní technologie v mobilních sítích, tzv. technologii LTE.

Podmínky pro aukci kmitočtů v pásmech 1800 MHz a 2600 MHz již nejsou pro nové operátory tak atraktivní, neboť neumožňují vytvoření ekonomicky výhodné plnohodnotné mobilní sítě. 1800 MHz je pásmo vhodné pro nasazení GSM standardu a je vyhrazeno pro nového operátora, pásmo 2600 MHz je určené pro vysokorychlostní mobilní internet LTE.

Pro nového operátora je v podmínkách několik úzkých míst. Jedním z nich je například povinnost přednostního pokrytí venkovských okresů v pásmu 800 MHz. To znamená, že pokrytých městských - lukrativních - oblastí musí být vždy méně než těch méně lukrativních. Tato podmínka je stanovena pro všechny účastníky aukce. Dalším problémovým bodem je pronajímání sítí od stávajících operátorů. Pokud někdo ze stávajících operátorů vydraží alespoň 2 x 10 MHz v pásmu 800 MHz, musí poskytnout národní roaming ostatním výhercům aukce, kteří neuspějí v aukci na toto pásmo. Potud dobrá zpráva, ovšem nejasné a nespecifikované jsou finanční podmínky takové služby. Jelikož nejsou definované v aukci, půjde pravděpodobně o dohodu mezi 2 subjekty, z nichž logicky silnějším hráčem bude stávající operátor.

Dobrou a zároveň špatnou zprávou pro nové potenciální operátory je povinnost všech úspěšných účastníků v aukci zpřístupnit svoji síť velkoobchodní nabídkou, což efektivně znamená, že by poskytli svoji síť virtuálnímu operátorovi. Ovšem ani zde nejsou specifikovány finanční podmínky takové služby, s největší pravděpodobností budou tedy opět silnější stávající operátoři. Ti se již nahlas ozývají a ozývají se budou i v budoucnu s pádným argumentem: proč by měli poskytovat svoji pracně a nákladně vybudovanou

infrastrukturu konkurencí? Toto téma ještě jistě bude velmi žhavě diskutovaným a ve výsledku to bude o finančních podmínkách.

Je zřejmé, že všichni zainteresovaní se snaží o prosazení svých zájmů a budou prezentovat své názory na aukci ze svého pohledu, nicméně podmínky aukce skutečně vypadají výhodnější pro stávající operátory. Již před koncem termínu na podání nabídek oznámily neúčast firmy Dial Telecom, Česká pošta, UPC, KKCG či Penta. Ještě před zveřejněním přihlášených se spekulovalo o zájmu finanční skupiny PPF, některého z čínských operátorů, který by český trh mohl použít jako vstupní bránu pro středoevropský region, či francouzské firma Orange, která odchází z rakouského trhu. 11.9. byli zveřejněni uchazeči, kteří se do aukce přihlásili. Jejich seznam není dlouhý a čítá kromě všech tří českých operátorů už jen finanční skupinu PPF. Ta by dle tiskového prohlášení ráda vybudovala plnohodnotného čtvrtého operátora zaměřeného na fyzické osoby a malé a střední podniky. Ceny by měly být o desítky procent nižší, než nabízí stávající operátoři. V polovině září ČTÚ zveřejnil informaci, že všichni přihlášení účastníci splnili podmínky pro účast v aukci.

Rizika pro Telefóniku CR plynoucí z aukce

Virtuální operátoři jsou pro klasické operátory vždy rizikem. Je sice pravda, že rozsahem služeb nemohou prakticky konkurovat stávajícím operátorům, nicméně poskytované služby (volání, SMS) mohou nabízet za výrazně nižší ceny. Důvodem je, že nemusí nákladně budovat sítě a mohou využívat ty stávající. Pokud by se na českém trhu skutečně nějaký virtuální operátor v dohledné době objevil, jsme toho názoru, že by výrazně nezamíchal telekomunikačním trhem zejména vzhledem k velmi omezené nabídce služeb a vysoké ceně, kterou by za pronájem infrastruktury musel platit. V našem modelu proto pracujeme pouze s omezeným poklesem tržeb s ohledem na virtuální operátory, jejichž nástup očekáváme v horizontu 3 a více let.

Pokud z aukce vzejde čtvrtý operátor, měl by začít fungovat asi za 2,5 roku. Na případný úspěch 4. operátora lze nahlížet ze dvou úhlů pohledu - francouzský a český pohled. Ve Francii se letos objevil nový operátor Free, který konkurenci doslova rozdrtil výrazně nižšími cenami při zachování kvalitních služeb. Zatím se nezdá, že by tamní operátoři našli recept na takovou konkurenci. Pohled český ale dává jiný obrázek. Čtvrtý český mobilní operátor U:fon nezaznamenal téměř žádný úspěch, jeho podíl na trhu dosahuje asi 1% a jeho provozovatel, firma MobilKom, je v insolventu. Pravdou je, že důvodem úpadku firmy U:fon jsou frekvence, kterými U:fon nedisponoval a které jdou nyní do aukce. Část viny ale leží také na bedrech ČTÚ, který čtvrtého mobilního operátora v Česku nijak zásadně nepodporoval. V našem modelu uvažujeme s rostoucí konkurencí nového operátora v ČR počínaje rokem 2016.

Predikce provozních ukazatelů

Pokles tržeb a růst nákladů

Pro segment pevných služeb predikujeme pokles tržeb, který vyústí v postupnou stabilizaci po roce 2015. očekáváme výrazný pokles tržeb z tradičního přístupu do sítě a také tržeb z hovorného. Tyto poklesy budou způsobeny zejména tlakem zákazníků na mimoceníkové slevy a potenciálně i rostoucí konkurencí ze strany virtuálních operátorů. Naopak potenciál k růstu tržeb vidíme v poskytování IT služeb a vysokorychlostního internetu. Novým rostoucím segmentem by se měl stát internet LTE, o který se bude soutěžit v listopadové aukci (viz kapitola Aukce kmitočtů).

V mobilním segmentu očekáváme zmírnění tempa poklesu tržeb a jeho ustálení na -0,5% meziročně zejména vlivem rostoucí konkurence v tomto segmentu. Největším rizikem do budoucna bude potenciální vstup nového operátora či virtuálního operátora/ů. Náš základní scénář počítá s postupným náběhem virtuálních operátorů, kteří ale nebudou přílišnou hrozbou pro stávající operátory, a postupným náběhem nového, čtvrtého operátora. Růstovým segmentem budou tržby z prodeje zařízení.

Tržby ČR (mil Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby - pevný segment	24 290	22 607	20 950	19 956	19 614	19 578	19 554	19 545	19 548	19 564	19 591
% změna	-9.6%	-6.9%	-7.3%	-4.7%	-1.7%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
Tržby - mobilní segment	28 592	26 127	24 900	24 500	24 327	24 203	24 073	23 945	23 818	23 693	23 569
% změna	-7.8%	-8.6%	-4.7%	-1.6%	-0.7%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
Celkem	52 882	48 734	45 850	44 455	43 941	43 780	43 628	43 490	43 366	43 256	43 160

Zdroj: www.telefonica.cz, Cyrrus, a.s.

Dynamika růstu výnosů na Slovensku je impozantní, nicméně do budoucna očekáváme pokles tohoto tempa. V posledních třech letech se tempo růstu snížilo ze 44% v roce 2010 na očekávané tempo růstu 30% v letošním roce. Od roku 2016 očekáváme stagnaci operací Telefóniky CR na Slovensku. Podíl tržeb ze Slovenska na celkových tržbách společnosti se dle našeho názoru stabilizuje na 12,5% v porovnání se současným podílem 9,4%.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby Slovensko (mil Kč)	2 679	3 657	4 769	5 315	5 846	6 139	6 139	6 139	6 139	6 139	6 139
	44.1%	36.5%	30.4%	11.5%	10.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Podíl na tržbách skupiny	4.8%	7.0%	9.4%	10.7%	11.7%	12.3%	12.3%	12.4%	12.4%	12.4%	12.5%

Zdroj: www.telefonica.cz, Cyrrus, a.s.

Náklady se managementu dařilo v nedávné době snižovat rychlým tempem (v posledních třech letech průměrně o 5,6% ročně, celkem o 6 mld Kč). Nepředpokládáme ale, že toto tempo bude pokračovat. Již na letošní rok predikujeme růst nákladů meziročně o 1% a tento trend bude pokračovat i v příštích letech. Vyšší náklady budou podle našeho názoru souviset s plánovanými budoucími investicemi do nových technologií, tj. největší nárůst nákladů očekáváme u položky náklady na opravy a údržbu sítí a IT. S poklesem výnosů bude podle našeho názoru souviset růst nákladů na marketing v zájmu zachování tržního podílu. Co se osobních nákladů týče, tak nevěříme v udržitelnost meziročních poklesů z minulých let a v příštích letech predikujeme mírný meziroční růst této položky.

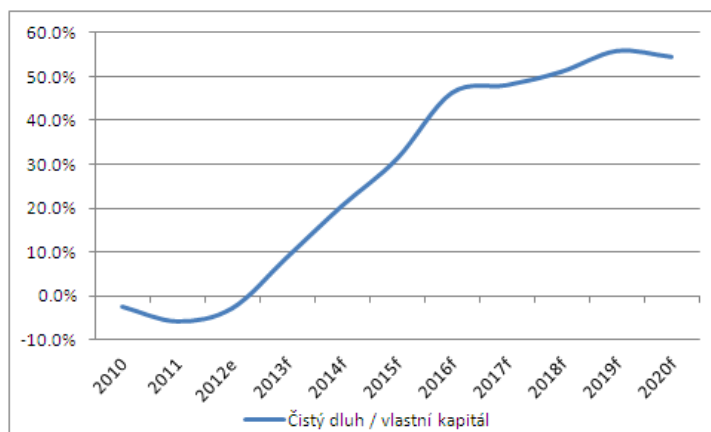
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Provozní náklady	32 889	31 533	31 921	31 944	32 138	32 288	32 458	32 652	32 896	33 165	33 461
	-3.2%	-4.1%	1.2%	0.1%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%

Zdroj: www.telefonica.cz, Cyrrus, a.s.

Velký prostor pro růst zadlužení

Aktuální zadlužení Telefoniky CR je extrémně nízké. V letošním roce očekáváme růst ukazatele čistý dluh / vlastní kapitál² z -5,8% v roce 2011 na -2,8% na konci roku 2012. Na začátku roku 2011 měla firma krátkodobý dluh ve výši 3,06 mld Kč, z toho bylo 2,97 mld Kč dlouhodobý úvěr 127,8 mil. EUR přijatý v roce 1997 a splatný 30.6.2012. Dle vyjádření managementu očekáváme jeho přerolování, což bude znamenat na konci roku 2012 dlouhodobý dluh cca 3,0 mld Kč (při celkových aktivech cca 81 mld Kč). Cena nového dluhu zatím nebyla zveřejněna, nicméně podle vyjádření managementu, že je ze strany bank o úvěr velký zájem, předpokládáme úrokový náklad přibližně 3,5% p.a.

Problematika budoucího zadlužení má mnoho neznámých, do kterých bude pravděpodobně výrazně zasahovat největší akcionář, kterým je španělská Telefonica S.A. Velké zadlužení této firmy bude mít dopad na požadovanou dividendu z dceřiných společností, kterou je i Telefonica CR. Jak bylo napsáno výše, Telefonica CR nebude mít podle našeho názoru dostatek hotovosti na výplatu dividend ve výši 40 Kč počínaje rokem 2014. Pokud bude chtít takové dividendy vyplácet, bude muset navyšovat dluh. Pravdou je, že prostoru na zvýšení zadlužení má víc než dost, nicméně investoři si na tuto výši zvykli a její výrazný růst se může negativně odrazit v úrokových nákladech a v důvěře, tedy v ocenění. Náš oceňovací model růst zadlužení zohledňuje.



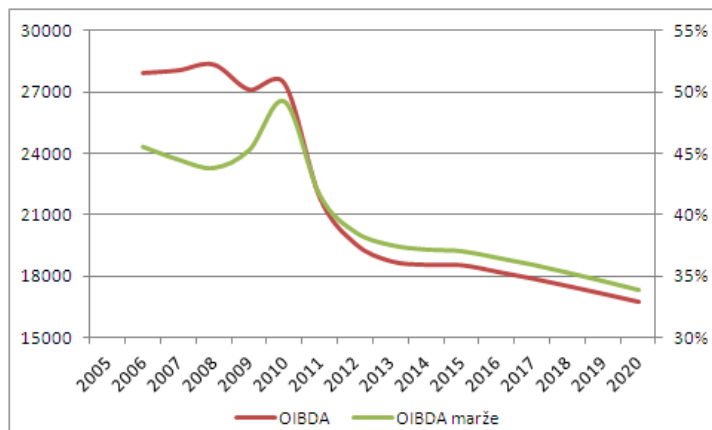
Zdroj: www.telefonica.cz, Cyrrus, a.s

Do výplaty dividendy, tedy do míry zadlužení, bude vstupovat i tempo odkupu vlastních akcií. Plánovaný odkup 2% akcií ročně obnáší cca 2,5 mld Kč, což je zhruba 8 Kč ročně na akcii, které pak budou chybět k výplatě dividendy (ač je to vlastně forma dividendy). Odhadnout tempo růstu zadlužení a načasování nového dluhu je bez jakéhokoli náznaku managementu velmi obtížný úkol, nicméně náš model počítá s postupným růstem zadlužení až do roku 2016 na cca 50% vlastního kapitálu (viz graf výše). Tato výše je vzhledem k historickému vývoji extrémně vysoká, nicméně v porovnání s podobnými obchodovanými firmami v oboru stále nízká. Úroveň 60% považujeme za ještě únosnou, nicméně již hraniční.

² Čistý dluh = krátkodobý + dlouhodobý dluh - hotovost

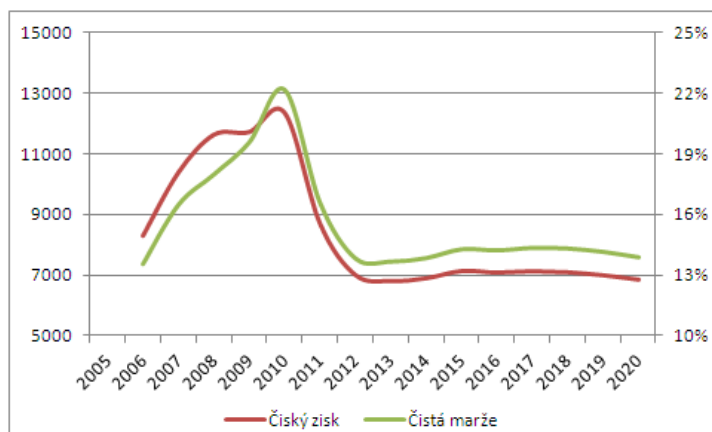
Ziskovost zůstane pod tlakem

Provozní zisk³ v posledních letech poměrně prudce klesá a vzhledem k již popsaným očekávaným trendům se tento proces sice zpomalí, ale nezastaví. Podobné je to s provozní marží, u níž očekáváme postupný pokles z aktuálních cca 39% na 33,8% v roce 2020.



Zdroj: www.telefonica.cz, Cyrrus, a.s

Na čistém zisku očekáváme do příštích let mírný nárůst zejména vlivem klesajících odpisů. Mezi lety 2016 a 2020 očekáváme jeho stabilizaci mírně pod 7 mld Kč. Zisková marže bude podle našeho názoru kopírovat čistý zisk s následnou stabilizací na úrovni 14%.



Zdroj: www.telefonica.cz, Cyrrus, a.s

³ Provozní zisk měřený ukazatelem OIBDA = zisk před úroky, odpisy a zdaněním

Ocenění

Použitý model

Pro výpočet férové ceny akcie jsme použili 3 oceňovací modely: FCFF, dividendový diskontní model a model celkového cash flow. Dvoufázový model diskontovaných peněžních toků (FCFF) 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 2%. Osmileté první období považujeme za adekvátně dlouhé pro dosažení normalizovaných hodnot hlavních ukazatelů.

FCFF

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.

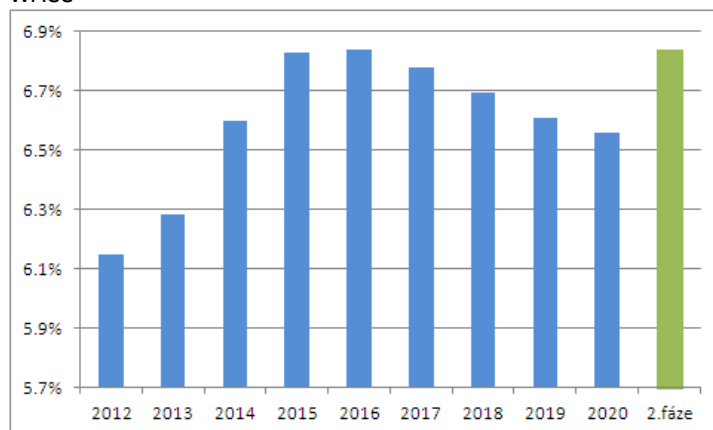
Náklady vlastního kapitálu jsme spočítali pomocí modelu CAPM, když za bezrizikovou sazbu jsme dosadili 10-leté české státní dluhopisy. Rizikovou přírážku jsme spočítali jako součet nadvýnosu akcií nad dluhopisy, rizikové prémie České republiky a zohlednili jsme i odlišnou volatilitu českých akcií a dluhopisů.

Equity risk premium	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)	2,33%	2,80%	3,20%	3,50%	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%	5,10%	5,00%
Country risk premium	0,51%	0,55%	0,60%	0,65%	0,70%	0,75%	0,70%	0,65%	0,65%	0,65%
Coefficient for Czech Republic	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Equity risk premium	6,77%	6,73%	6,70%	6,68%	6,65%	6,53%	6,35%	6,18%	6,08%	5,98%

Zdroj: Cyrrus, a.s., data k 26.9.

Pro výpočet WACC uvažujeme s rostoucími náklady cizího kapitálu. V roce 2012 Telefónica CR s největší pravděpodobností refinancovala svůj úvěr za předpokládaný úrok 3,5%. V následujících letech očekáváme růst nákladů na nové úvěry až na 7% v roce 2020. To znamená, že budou růst i efektivní náklady na cizí kapitál, které vstupují do výpočtu WACC.

WACC



Zdroj: Cyrrus, a.s.

mil. Kč	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT* (1-tax)	7 108	6 980	7 305	7 632	7 760	7 811	7 770	7 674	7 531
Depreciation	10 933	9 988	9 404	8 977	8 495	8 100	7 783	7 524	7 311
change in working capital	-2 212	-131	2	12	-14	-13	-12	-10	-9
CAPEX	6 192	8 269	6 385	6 387	6 404	6 385	6 367	6 351	6 337
Terminal Value									133 442
FCFF	9 637	8 567	10 326	10 234	9 836	9 512	9 174	8 836	8 495
FCFF	144 177								
Cizí kapitál konec roku 2013	23 208								
FCFE	120 968								
FCFE 12M	129 830								
Počet akcií 12M	312,4								
Cílová cena 12M dle FCFF	416								

Citlivostní analýza modelu FCFF

Pro lepší představu přikládáme citlivostní analýzu cílové ceny na dvě proměnné pro 2.fázi: ROIC (výnosnost investovaného kapitálu) a WACC (vážené náklady kapitálu).

ROIC / WACC	11%	12%	13%	14,0%	15%	16%	17%
4%	765	776	786	794	801	807	813
5%	559	567	573	579	584	588	592
6%	457	462	467	471	475	478	481
6,8%	403	408	412	416	419	421	423
8%	354	358	361	364	366	368	370
9%	325	328	331	333	335	337	339
10%	303	306	308	310	312	313	315

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 100% zisku. Model zohledňuje snižování počtu vlastních akcií v podobě vyšší dividendy na 1 akcii v budoucích letech.

Kč	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2.fáze
Dividenda na akcii	13	40	40	35	35	30	30	30	25	20
2.fáze										338
CAPM Cost of equity	6,3%	6,8%	7,4%	7,8%	7,9%	7,8%	7,7%	7,6%	7,5%	7,9%
diskontovaný DDM	394	387	374	361	354	347	345	341	337	
Současná hodnota	394									
Cílová cena 12M dle DDM	419									

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. Kč	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2.fáze
Dividenda (mld Kč)	4 103	12 368	12 111	10 371	10 146	8 696	8 696	8 696	7 247	5 798
Buyback %	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Počet odkoupených akcií	0	6 441 798	6 441 798	6 441 798	6 441 798	0	0	0	0	0
Estimated price		390	380	380	380	380	380	380	380	
Buyback value	0	2 512	2 448	2 448	2 448	0	0	0	0	0
Total CF for shareholder	4 103	14 881	14 558	12 819	12 594	8 696	8 696	8 696	7 247	
2.fáze										97 908
CAPM Cost of equity	6,3%	6,8%	7,4%	7,8%	7,9%	7,8%	7,7%	7,6%	7,5%	7,9%
diskontovaný TCFM	124 045	121 884	115 352	109 316	105 004	100 724	99 924	98 947	97 780	
Současná hodnota		131 838								
počet akcií dnes		316								
Cílová cena 12M dle TCFM		418								

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 417 Kč s doporučením **akumulovat**.

Výsledné ocenění

	Cílová cena 12M	váha
FCFF	416	50%
TCFM	418	25%
DDM	419	25%

CÍLOVÁ CENA 12M **417**

Zkrácené pro-forma finanční výkazy a ukazatele

Rozvaha	2010	2011	2012e	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Stálá aktiva	78 285	73 100	67 665	65 919	62 901	60 320	58 224	56 510	55 095	53 922	52 948
Homtná aktiva	56 651	51 525	47 331	46 018	43 289	40 885	38 905	37 260	35 892	34 754	33 806
Nehmotná aktiva	21 437	20 658	20 111	19 705	19 415	19 230	19 120	19 050	19 002	18 967	18 942
Ostatní	197	917	223	195	197	205	199	200	201	200	201
Oběžná aktiva	14 495	15 987	13 057	10 538	10 918	10 875	11 435	11 558	11 355	10 822	11 402
Zásoby	606	488	457	499	499	500	499	497	496	495	494
Pohledávky	8 638	8 273	7 610	7 483	7 485	7 505	7 482	7 461	7 443	7 426	7 412
Peníze a peněžní ekvivalenty	4 798	7 061	4 825	2 391	2 768	2 704	3 289	3 434	3 251	2 735	3 331
Ostatní	453	165	165	165	165	165	165	165	165	165	165
AKTIVA CELKEM	92 792	89 088	80 722	76 457	73 819	71 195	69 658	68 067	66 450	64 744	64 350
Vlastní kapitál	73 176	69 097	60 974	52 973	45 321	39 645	34 144	32 583	30 988	29 294	28 906
Základní kapitál	56 583	56 583	50 146	42 341	34 598	28 685	23 234	21 631	20 070	18 474	18 230
Nerozdělený zisk	16 593	12 514	10 828	10 632	10 723	10 960	10 910	10 952	10 918	10 820	10 676
Dlouhodobé závazky	6 896	3 870	6 432	10 316	15 317	18 325	22 315	22 306	22 298	22 291	22 285
Dlouhodobé úvěry	2 883	0	3 000	6 939	11 939	14 939	18 939	18 939	18 939	18 939	18 939
Ostatní	4 013	3 870	3 432	3 377	3 378	3 386	3 376	3 367	3 359	3 352	3 346
Krátkodobé závazky	12 720	16 121	13 316	13 168	13 181	13 225	13 198	13 178	13 164	13 158	13 159
PASIVA CELKEM	92 792	89 088	80 722	76 457	73 819	71 195	69 658	68 067	66 450	64 744	64 350

Zdroj: Telefónica CR, Cyrrus, a.s.

Výkaz zisků a ztrát	2010	2011	2012e	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Výnosy	55 655	52 474	50 733	49 885	49 902	50 034	49 881	49 743	49 620	49 510	49 413
Provozní náklady	-32 889	-31 533	-31 921	-31 944	-32 138	-32 288	-32 458	-32 652	-32 896	-33 165	-33 461
OIBDA	27 380	21 794	19 560	18 713	18 536	18 517	18 195	17 863	17 495	17 116	16 725
Odpisy	-11 876	-11 651	-10 933	-9 988	-9 404	-8 977	-8 495	-8 100	-7 783	-7 524	-7 311
EBIT	15 504	10 143	8 627	8 725	9 131	9 540	9 700	9 763	9 713	9 592	9 413
EBT	15 389	10 025	8 510	8 519	8 633	8 929	8 867	8 919	8 876	8 754	8 574
Čistý zisk	12 351	8 701	7 011	6 815	6 906	7 143	7 093	7 135	7 101	7 003	6 859

Zdroj: Telefónica CR, Cyrrus, a.s.

Výkaz peněžních toků	2010	2011	2012e	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
CF z provozní činnosti	27 160	20 638	16 047	16 624	16 322	16 151	15 576	15 228	14 882	14 531	14 180
CF z investiční činnosti	-5 315	-5 515	-6 192	-8 269	-6 385	-6 387	-6 404	-6 385	-6 367	-6 351	-6 337
CF z finanční činnosti	-12 876	-12 880	-12 091	-10 788	-9 560	-9 828	-8 588	-8 698	-8 698	-8 695	-7 247
Celkové cash flow	8 969	2 243	-2 236	-2 434	377	-64	584	145	-183	-515	596

Zdroj: Telefónica CR, Cyrrus, a.s.

Základní ukazatele hodpořázení	2010	2011	2012e	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
EPS	38,35	27,01	21,77	21,16	21,44	22,18	22,02	22,15	22,05	21,74	21,30
Dividenda	40	40	40	40	40	35	35	30	30	30	25
OIBDA marže	49,2%	41,5%	38,6%	37,5%	37,1%	37,0%	36,5%	35,9%	35,3%	34,6%	33,8%
EBIT marže	27,9%	19,3%	17,0%	17,5%	18,3%	19,1%	19,4%	19,6%	19,6%	19,4%	19,1%
NI marže	22,2%	16,6%	13,8%	13,7%	13,8%	14,3%	14,2%	14,3%	14,3%	14,1%	13,9%
ROE	16,8%	12,2%	10,8%	12,0%	14,1%	16,8%	19,2%	21,4%	22,3%	23,2%	23,6%
ROIC	16,3%	12,2%	11,1%	11,6%	12,7%	14,0%	14,6%	15,1%	15,5%	15,9%	15,7%
ROA	16,7%	11,2%	10,2%	11,1%	12,2%	13,2%	13,8%	14,2%	14,4%	14,6%	14,6%
Čistý dluh	-1 774	-4 000	-1 725	4 648	9 271	12 335	15 750	15 605	15 788	16 304	15 708
Čistý dluh / VK	-2,4%	-5,8%	-2,8%	8,8%	20,5%	31,1%	46,1%	47,9%	50,9%	55,7%	54,3%
Dluh / Assets	21,1%	22,3%	24,3%	30,5%	38,4%	44,1%	50,8%	51,9%	53,1%	54,5%	54,8%
P/E	10,1	14,4	17,9	18,4	18,1	17,5	17,7	17,6	17,6	17,9	18,3
P/S	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
P/BV	1,7	1,8	2,1	2,4	2,8	3,2	3,7	3,8	4,0	4,3	4,3
EV/OIBDA	2,6	3,0	3,0	3,1	2,9	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7

Zdroj: Telefónica CR, Cyrrus, a.s.

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

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **27.9.2012**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	12	36,4
Akumulovat	7	21,2
Držet	5	15,2
Prodat	7	21,2
V revizi	2	6,0

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 zvlášť 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:**

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota akcie je o 15% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 15% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Akumulovat:

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je o 5% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 5% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Držet

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je v rozmezí +-5% vůči aktuálnímu kursu nebo existují speciální důvody, proč očekávat stagnaci kursu titulu (např. je stanovena cena povinného odkupu, očekávají se výsledky odkupu apod.).

Prodat

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je o více než 5% nižší než aktuální kurs nebo existují speciální důvody očekávat pokles kursu pod aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

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 databázi Bloomberg, příp. Reuters.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Jiří Šimara	Brno	simara@cyrrus.cz	Automobilky, ocelárny, spotřební zboží
Tomáš Menčík	Brno	mencik@cyrrus.cz	Farmacie, chemie, technologie, telekomy

Trading & Sales:

Pavel Pikna	Brno	pikna@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Tomáš Machalický	Brno	machalicky@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 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 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 nenesे 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