

TELEFÓNICA CZECH REPUBLIC

Výnosy stále klesají

Ondřej Moravanský
Analytik
moravanský@cyrrus.cz
+420 538 705 705

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: DRŽET
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: 379 CZK

Datum vydání analýzy: 13. září 2011
Současná tržní cena: 387 CZK
Diskont k tržní ceně: -2%

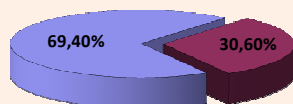
Předchozí doporučení: AKUMULOVAT
Předchozí cílová cena: 441 CZK
Datum vydání předchozí analýzy: 13. září 2010

		2010	2011E	2012E	2013E
Výnosy	(mil. CZK)	55 655	52 123	51 105	50 873
OIBDA	(mil. CZK)	27 380	21 800	20 803	19 943
Provozní zisk	(mil. CZK)	15 524	10 011	10 474	10 190
Čistý zisk	(mil. CZK)	12 280	7 929	8 310	8 095
Zisk na akcii (EPS)	(CZK)	38,1	24,6	25,8	25,1
P/E	(x)	10,2	15,7	15,0	15,4
Dividendový výnos	(%)	10,3%	7,8%	7,8%	7,8%

Vývoj akcií Telefónica Czech Rep.



Struktura akcionářů Telefónica Czech Rep.



■ Telefónica SA ■ Free-float

Základní informace o akciích Telefónica CR

Data ke dni: 13.9.2011
Cena akcie: 387 CZK
Počet vydaných akcií: 322,1 mil.
Tržní kapitalizace CZK: 124,6 mld.
Tržní kapitalizace EUR: 5,08 mld.
52-week max: 477,4 CZK
52-week min: 369,0 CZK
Průměrný denní objem: 136,9 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 od naší poslední analýzy doznal postupných změn, které jsou v souladu s již dříve pozorovanými trendy. Na saturovaném mobilním telekomunikačním trhu v ČR již v podstatě nemůže docházet k výraznému zvyšování počtu klientů. Zejména díky konkurenčním tlakům klesají operátorům výnosy, dalším negativním vlivem je regulované snižování poplatků MTR. Pokračuje také pokles počtu pevných linek a výnosů z fixního segmentu. Stále rostoucí jsou výnosy na Slovensku, které však pouze zmírňují pokles celkových výnosů celé skupiny. Prozatím mírně rostou výnosy z internetu v pevném segmentu, mírně klesají také výnosy z ostatních služeb v mobilním segmentu, kam patří výnosy z mobilního internetu, SMS, MMS, atd.
- Firmě se na druhou stranu stále vcelku daří kontrolovat provozní náklady a v jednotlivých kvartálech vidíme jejich meziroční snižování. I zde vidíme vliv poklesu regulovaných MTR, ale klesají např. také personální náklady. Pokles nákladů však nevyvažuje pokles výnosů, proto postupně dochází k poklesu provozního i čistého zisku. Tento vývoj má také dopad na změny našich odhadů ohledně výše vyplácené dividendy. Minulý rok společnost překročila k nečekanému účetnímu kroku, který za minulý rok ještě umožnil zachovat výši dividendy na 40 Kč na akcii, pro další roky již však toto nepředpokládáme. Nicméně firma zvažuje některé kroky, jak by byla schopna využít dostupnou hotovost ve prospěch akcionářů (např. zpětný odkup akcií nebo snížení základního jmění).
- Od doby naší poslední analýzy také doznaly změny parametry našeho modelu ocenění, došlo zejména ke zvýšení rizikových přírážek, a tedy ke zvýšení diskontního faktoru. Bezrizikové sazby nedoznaly větších změn.
- Na základě zohlednění výše shrnutých skutečností a změn v našem modelu ocenění stanovujeme 12-měsíční cílovou cenu pro akcie Telefónica Czech Republic ve výši 379 CZK. Tato cílová cena je o 2% nižší než je poslední závěrečný kurz akcie, proto na základě metodiky uvedené v závěru tohoto dokumentu stanovujeme pro akcie společnosti Telefónica Czech Republic investiční doporučení na stupni „držet“ („hold“). Předchozí doporučení z 13.9.2010 na stupni „akumulovat“ tedy snižujeme o jeden stupeň, předchozí cílovou cenu 441 Kč tímto snižujeme o přibližně 14%.

Poslední výsledky hospodaření

Výsledky firmy končí většinou v souladu s odhady, výjimkou byl 3Q 2010, kdy firma zrušila dřívější odpis.

Od naší poslední analýzy v září 2010 společnost vydala několikero výsledků, které až na jednu výjimku nepřinesly větší překvapení. Toho jsme se dočkali u výsledků za 3Q 2010, kdy společnost vykázala bezhotovostní výnos cca 4,3 mld. Kč díky zrušení dřívějšího odpisu aktiv v pevném segmentu, tento výnos výrazně zvýšil 3Q a samozřejmě celoroční čistý zisk, a to zejména s tím dopadem, že společnost měla opět účetní kapacitu na vyplacení dividendy za rok 2010 ve výši 40 Kč na akcii.

Za rok 2010 Telefónica CR vykázala celkové výnosy 55,655 mld. Kč, což znamená meziroční pokles o 7,0%, díky zmíněnému zrušení odpisu ve 3Q narostla OIBDA o 1,1% y/y na 27,380 mld. Kč, čistý zisk dosáhl 12,28 mld. Kč (+5,3% y/y). Upravený ukazatel OIBDA používaný pro účely výhledu pro další období (očištěný o některé položky a jednorázové vlivy) dosáhl 24,95 mld. Kč.

Zatím posledními zveřejněnými byly výsledky za 2Q, resp. 1H 2011, ve kterém se potvrdily dosavadně převládající trendy. Zejména tedy pokles v obou segmentech v ČR. Celkové výnosy dosáhly za 1H 25,937 mld. Kč, z toho výnosy v pevném segmentu 11,300 mld. Kč, v mobilním segmentu v ČR 12,925 mld. Kč, a na Slovensku po přepočtu 1,712 mil. Kč. Mírně lepší výsledek než naše odhady v oblasti výnosů byl vyvážen mírně horšími náklady, proto OIBDA na naše odhady nedosáhla (činila 10,275 mld. Kč). Při těchto výsledcích firma potvrdila své celoroční cíle poklesu upraveného ukazatele OIBDA o 1% až 5%, nicméně uvedla, že očekává výsledek OIBDA spíše u dolní hranice rozmezí. Čistý zisk za 1H 2011 dosáhl 3,611 mld. Kč.

Přehled posledních výsledků Telefónica O2 CR

mil. Kč	1H 2011	y/y	1H 2011e	FY 2010	y/y	FY 2010e
Výnosy pevný segment ČR	11 300	-7,9%	11 259	24 290	-9,6%	24 345
Výnosy mobilní segment ČR	12 925	-9,7%	12 917	28 592	-7,8%	28 532
Celkové výnosy	25 937	-7,0%	25 953	55 655	-7,0%	55 767
OIBDA	10 275	-8,3%	10 389	27 380	1,1%	15 770
Čistý zisk	3 611	-17,1%	3 667	12 280	5,3%	12 554

Zdroj: Telefónica CR, odhady CYRRUS

Poklesy výnosů v ČR pokračují, Slovensko stále roste

V obou segmentech v ČR dochází k poklesu výnosů

Pro pevný segment je charakteristický pokračující pokles počtu tradičních pevných linek tempem přibližně 12% meziročně (ke konci 1H 1,365 mil.), tempo tohoto poklesu sice bude podle našeho názoru zmírňovat, nicméně v příštích letech očekáváme další pokles. Mírný růst naopak předpokládáme v oblasti naked-ADSL, tj. pevných linek bez hlasového tarifu (ke konci 1H dosáhl jejich počet mírně pod 200 tis.)

Dosud rostoucím segmentem byly výnosy z pevného připojení k internetu pomocí technologie ADSL, výsledky za 2Q 2011 nás však mírně zklamaly, kdy došlo k meziročnímu růstu pouze o 0,8% (za 2Q dosáhly 1,513 mld. Kč) a vidíme tedy v podstatě stagnaci. I když si společnost slibuje opět růst těchto výnosů v souvislosti se zaváděním technologie VDSL, nepředpokládáme, zejména v souvislosti s konkurenčními tlaky, že by tato technologie výrazně změnila trend výnosů v tomto segmentu, očekáváme nadále růst, avšak mírný. Výnosy z vytáčeného přístupu k internetu jsou již svojí velikostí nepodstatné.

Na výnosech z ICT služeb se v poslední době projevily zejména úspory ve vládních výdajích, nadále však předpokládáme výnosy z této kategorie přibližně 2 mld. ročně. Výnosy z datových služeb také klesají tempem přibližně 10% ročně (za rok 2010 celkem 3,132 mld. Kč, -11,0% y/y). Ostatní výnosy, po poklesu za rok 2010 na 496 mil. (-37% y/y) odhadujeme pro další roky přibližně ve výši v okolí 500 mil. Kč.

Podobně jako v pevném segmentu i výnosy v mobilním postupně klesají. Rozdílem oproti pevnému segmentu je to, že i na vysoce saturovaném českém trhu se společnosti podařilo v 2Q mírně navýšit počet klientů (0,6% y/y), ke konci 1H 2011 jich bylo celkem 4868,7 tis.,

růst počtu klientů však již v podstatě dosáhl svých limitů. Pokračuje zvyšování podílu tarifních klientů na úkor klientů předplacených služeb, zvyšováním počtu klientů se firmě daří mírně zvyšovat tržní podíl. To co tlačí výnosy v mobilním segmentu dolů je zejména konkurence ostatních operátorů a nutnost nabízet pro klienty stále výhodnější tarify, u tohoto trendu nepředpokládáme do budoucna větší změny. Dalším faktorem poklesu je regulované snižování poplatků za ukončení hovoru (MTR), které dosud probíhalo na pololetní bázi, poslední snížení nastalo od 1. července 2011 na 1,0 Kč. Aktuálně ČTÚ zpracovává další analýzu, jejímž výstupem by mělo být nové schéma regulace MTR, společnost předpokládá, že další snížení MTR bude platné od 1.července 2012.

Kromě hlasových výnosů ovlivňuje vývoj v mobilním segmentu na jednu stranu rostoucí pokrytí ČR 3G sítěmi, podle posledních údajů dosahuje více než 60% (na Slovensku cca 30%), což má za následek růst výnosů z mobilního internetu, na druhou stranu klesají výnosy z SMS, MMS a podobných služeb. V součtu (v kategorii ostatních výnosů) pozorujeme v posledních kvartálech meziroční poklesy, do druhé poloviny roku však očekáváme mírné oživení, kdy předpokládáme, že se do výnosů více promítne využití mobilního internetu.

Růstový trend zůstává výnosům na Slovensku.

Působení firmy na Slovensku také dále vykazuje dobrou růstovou dynamiku, nadále pokračuje růst počtu klientů (ke konci 2H jejich počet přesáhl 1 mil.), v 1Q 2011 byl sice ARPU nižší než během roku 2010, ve 2Q však vidíme opět zlepšení (jak v pre-paid, tak v tarifních službách). Předpokládáme také pokračování růstu počtu klientů. Celkové výnosy na Slovensku dosáhly za 1H 2011 73,1 mil. eur (+49,8%). Hospodaření na Slovensku již je několik kvartálů za sebou pozitivní na úrovni OIBDA.

Firmě pomáhá účinná kontrola nákladů, propad tržeb však nevyrovná

Na poklesy výnosů reaguje firma účinným řízením nákladů, na udržení výše zisku to však nestačí.

Pokles výnosů v ČR je schopna Telefónica CR alespoň částečně kompenzovat díky efektivní kontrole nákladů. Pokračuje program snižování personálních nákladů, i v nákladové stránce se projevuje regulovaný pokles MTR. Za poslední kvartály klesají náklady tempem přibližně 3% - 5% y/y a očekáváme, že společnost bude schopna v této své nákladové politice pokračovat. V souvislosti se zrušením dřívějšího odpisu (a zvýšením objemu aktiv) došlo od 4Q 2011 k navýšení částky odpisů o cca 400 mil. Kč q/q, nicméně od 1Q opět společnost vykazuje kvartální odpisy v okolí 2,9 mld. Kč. Finanční náklady zůstávají zanedbatelné. Úspory v nákladech však nedokáží vyrovnat pokles tržeb a firmě stále klesá výše čistého zisku. To je hlavní důvod snížení našich výhledů hospodaření společnosti.

Chystaná aukce kmitočtů

Začátkem září t.r. vydal ČTÚ dokument, který určuje podmínky připravované aukce frekvencí, které se uvolnily ukončením analogového TV vysílání. Tyto frekvence budou k dispozici operátorům k rozšíření pokrytí ČR mobilními službami. Zveřejněné podmínky jsou prozatím jen obecné, Telefónica CR předpokládá, že k aukci dojde nejdříve koncem příštího roku. Prozatím ani není schopna společnost poskytnout bližší odhad ceny kmitočtů, předpokládáme však, že se částka bude pohybovat ve stovkách milionů až jednotkách miliard korun. Očekáváme zájem všech v ČR aktivních mobilních operátorů, podmínkou zpřístupnění nových kmitočtů je primární pokrytí venkovských oblastí a až následně městských. Toto je v souladu se strategií ČR o rozšíření mobilního internetu, ovšem pro operátory je tento postup nevýhodný, kdy pokrytí venkovských oblastí je nákladnější a méně výnosné než ve městech.

Očekávaný vývoj v oblasti dividendy

Nižší zisk bude znamenat nižší dividendy...

Letošní rok byl podle našeho názoru posledním, ve kterém byla investorům vyplacena dividendy 40 Kč na akcii (akt. výnos cca 10,3%). Kapacitou pro výplatu dividendy je zůstatek na účtu zisku minulých let po vyplacení letošní dividendy, navýšený o zisk, který společnost dosáhne za rok 2011. Zůstatek po vyplacení letošní dividendy je podle vyjádření společnosti celkem 1,658 mld. (tj. 5,10 Kč na akcii), nekonsolidovaný zisk za první polovinu letošního roku dosáhl 3,522 mld. Kč (tj. 16 Kč na akcii), toto indikuje kapacitu pro výplatu dividendy za

rok 2011 přibližně ve výši 30-35 Kč. Pro dividendu ze zisku roku 2011 očekáváme výši 30 Kč, další odhadovaný vývoj zobrazuje tabulka níže.

.. společnost však hledá další metody, jak využít dostupnou hotovost.

Společnost má za cíl odvádět svým akcionářům co možná největší objem hotovosti. Z tohoto důvodu např. přikročila společnost ke zmiňovanému účetnímu přehodnocení dřívějšího odpisu. Na posledním konferenčním hovoru k výsledkům společnost uvedla, že prozkoumá možnosti využití účetních kapacit na účtech emisního ážia a základního kapitálu. V úvahu připadá např. zpětný odkup akcií, popř. snížení nominální hodnoty akcií. Tyto kroky se však nepromítnou do výnosů, proto nezvýší možnou kapacitu pro výplatu dividendy. Měly by však mít pozitivní vliv na výši ceny akcie. Rozhodování o tom, kterou z uvedených variant firma využije, však bude na pořadu dne podle vyjádření firmy až koncem tohoto nebo začátkem příštího roku. Dostupná účetní kapacita na účtech vlastního jmění a emisního ážia přesahuje 50 mld. Kč. Tyto kroky prozatím v našem odhadu nejsou započteny.

Odhadovaný vývoj dividendy ze zisku daných let

Kč na akcii	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Původní odhad	40	35	35	35	40	40	40	40	35	35	30	30
Aktuální odhad	40	40	30	30	30	25	20	20	20	20	20	20
% rozdíl	0,0%	14,3%	-14,3%	-14,3%	-25,0%	-37,5%	-50,0%	-50,0%	-42,9%	-42,9%	-33,3%	-33,3%

Zdroj: Telefónica CR, odhady CYRRUS

Celoroční cíle podle našich odhadů firma nesplní

Telefónica CR předpokládá splnění celoročních cílů, my však tak optimističtí nejsme.

Společnost má pro tento rok stanoven hospodářský cíl poklesu upraveného provozního zisku OIBDA ve výši 1% až 5%. Upravený ukazatel je očištěn o dopad nákladů na používání značky a některé jednorázové položky. Výchozí hodnota tohoto ukazatele za minulý rok činí 24,95 mld. Kč, tj. cílové pásmo upraveného OIBDA pro tento rok je přibližně 24,7 mld. až 23,7 mld. Kč. Vývoj upraveného OIBDA za 1H je zatím horší než je celoroční výhled (pokles 6,8%), společnost však předpokládá, že se jí celoroční cíle podaří naplnit. Mezi faktory přispívající ke zlepšení v 2H zmiňuje jednak růst na Slovensku, efektivnost v řízení nákladů, silnou tržní pozici v ČR a předpoklad vyšších datových výnosů. Náš pohled na hospodaření společnosti však splnění celoročních cílů nenaznačuje. Upravená OIBDA pro rok 2011 podle našeho odhadu dosáhne přibližně 22,9 mld. Kč, což znamená pokles hlubší než plánovaných maximálně 5%, a to přibližně 8%.

Srovnání nových a původních odhadů hospodaření

Z výše uvedeného vyplývá, že snižujeme naše odhady budoucího hospodaření, srovnání aktuálních a původních odhadů tržeb a OIBDA přináší následující tabulky, odhady tržeb oproti předchozím odhadům snižujeme o přibližně 10% v jednotlivých letech, odhady OIBDA o přibližně 15% v bližších letech, v pozdějších se rozdíl oproti předchozím odhadům snižuje.

Odhadovaný vývoj výnosů

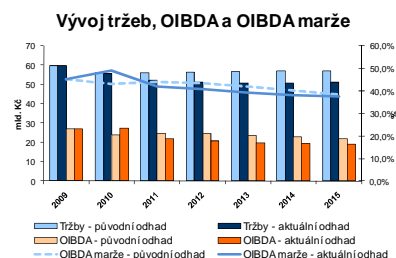
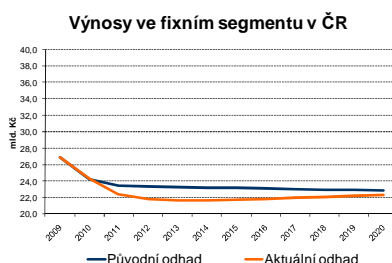
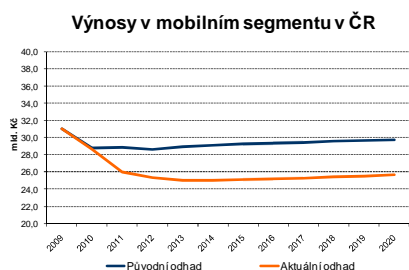
mld. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Původní odhad	59,852	55,980	56,002	56,51	56,702	56,911	57,213	57,320	57,388	57,462	57,549	57,630
Aktuální odhad	59,852	55,655	52,123	51,105	50,873	50,919	51,118	51,345	51,603	51,871	52,160	52,425
% rozdíl	0,0%	-0,6%	-6,9%	-9,6%	-10,3%	-10,5%	-10,7%	-10,4%	-10,1%	-9,7%	-9,4%	-9,0%

Zdroj: Telefónica CR, odhady CYRRUS

Odhadovaný vývoj OIBDA

mld. Kč.	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Původní odhad	27,076	24,103	24,702	24,495	23,729	22,796	22,014	20,976	19,867	18,985	18,088	17,150
Aktuální odhad	27,076	27,380	21,800	20,803	19,943	19,410	19,190	18,852	18,463	18,096	17,742	17,346
% rozdíl	0,0%	13,6%	-11,7%	-15,1%	-16,0%	-14,9%	-12,8%	-10,1%	-7,1%	-4,7%	-1,9%	1,1%

Zdroj: Telefónica CR, odhady CYRRUS



Ocenění akcií Telefónica Czech Republic

K ocenění akcií společnosti Telefónica Czech Republic používáme dvoufázový model diskontovaného cash-flow, konkrétně FCFE. První fáze modelu končí v roce 2020. Hodnoty parametrů obou fází zobrazuje následující tabulka. Oproti předchozí analýze došlo zejména ke zvýšení diskontních faktorů, vlivem zejména zvýšení rizikové přírážky ČR, naopak bezriziková sazba (15Y CZ vládní dluhopis) byla mírně snížena. Změnili jsme také metodu výpočtu pokračující hodnoty v druhé fázi.

Nastavení vstupních parametrů modelu ocenění

	Aktuální nastavení		Původní nastavení	
	První fáze	Pokračující hodnota	První fáze	Pokračující hodnota
Bezriziková sazba	3,23%	3,23%	3,57%	3,57%
Riziková prémie	6,28%	6,28%	5,85%	5,85%
Beta	0,8	1	0,8	0,8
ROE		11,1%		-
Diskontní faktor	8,26%	9,51%	8,25%	8,25%

Zdroj: odhady CYRRUS, Bloomberg, A.Damodaran, fixace úrokových měr ke dni 9.9.2011

Model ocenění akcií Telefónica CR metodou FCFE zobrazuje následující tabulka.

Ocenění akcií Telefónica CR dle modelu FCFE

mil. Kč	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Čistý zisk	7 929	8 310	8 095	7 939	7 805	8 057	7 985	7 986	7 918	7 761
Odpisy	11 789	10 329	9 753	9 428	9 390	8 750	8 466	8 113	7 858	7 674
Změna prac. kap.	-988	-527	-1 767	-512	-527	-24	-26	-27	-29	-26
Capex	5 200	7 000	6 400	6 400	6 600	6 600	6 800	6 800	7 000	7 000
Splátka dluhu	0	-2 818	0	0	0	0	0	0	0	0
Nový dluh	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Terminal Value										86 827
Volné CF	15 506	9 348	13 215	11 479	11 122	10 231	9 677	9 325	8 805	95 288
Disk. volné CF	14 324	7 976	10 415	8 357	7 479	6 356	5 553	4 943	4 311	43 096
NPV	112 810									
Počet akcií	322,9 mil.									
NPV na akcii	350									
Cílová cena	379									

Zdroj: odhady CYRRUS

Cílovou cenu stanovujeme na 379 Kč, akcie doporučujeme „držet“.

Jak vyplývá z výše uvedené tabulky, náš model ocenění implikuje férovou cenu akcie Telefónica Czech Republic na 350 CZK na akcii, z toho vyplývá hodnota naší 12-měsíční cílové ceny 379 Kč na akcii. Tato cena je o cca 2% níže, než je poslední závěrečný kurz akcie. Pro akcie společnosti Telefónica Czech Republic proto stanovujeme k dnešnímu dni investiční doporučení na stupni „držet“, čímž snižujeme o jeden stupeň naše předchozí doporučení „akumulovat“. Původní cílovou cenu 441 Kč z 13.9. 2010 snižujeme o cca 14%. Závěry modelu DCF jsou doplněny analýzou citlivosti modelu na změnu vstupních parametrů pro druhou fázi, konkrétně pro ROE a diskontní míru.

Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

ROE	Diskontní míra v druhé fázi				
	8,51%	9,01%	9,51%	10,01%	10,51%
9,1%	390	378	368	360	352
10,1%	397	385	374	365	357
11,1%	403	390	379	370	362
12,1%	408	395	383	374	365
13,1%	412	398	387	377	368

Zdroj: odhady CYRRUS

Zkrácené pro-forma finanční výkazy a ukazatele

Finanční a účetní data a ukazatele

Rozvaha

	2009	2010	2011e	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Stálá aktiva	80 316	78 285	69 752	67 279	66 028	63 850	61 791	59 961	58 613	57 611	57 051	56 688
Hmotný a nehmotný majetek	80 022	78 088	69 326	66 948	65 714	63 534	61 444	59 634	58 287	57 282	56 719	56 360
Ostatní	294	197	426	331	314	316	347	327	326	329	332	328
Oběžná aktiva	12 357	14 495	16 190	13 804	14 000	14 521	16 299	19 811	22 770	25 378	27 467	29 210
Peníze a ekvivalenty	1 269	4 798	6 009	4 888	6 392	7 415	9 677	13 161	16 090	18 665	20 719	22 431
Pohledávky	10 470	9 091	9 613	8 359	7 054	6 551	6 065	6 090	6 119	6 148	6 180	6 209
Zásoby	618	606	568	556	554	554	557	559	562	565	568	571
Ostatní	95	12	11	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Aktiva celkem	92 768	92 792	85 952	81 092	80 036	78 380	78 099	79 780	81 392	82 998	84 526	85 907
Vlastní kapitál	73 879	73 176	68 221	66 869	65 300	63 576	63 329	64 944	66 488	68 032	69 508	70 827
Základní kapitál	56 583	56 583	56 583	56 583	56 583	56 583	56 583	56 583	56 583	56 583	56 583	56 583
Nerozdělený zisk	17 296	16 593	11 638	10 286	8 717	6 993	6 746	8 361	9 905	11 449	12 925	14 244
Dlouhodobé závazky	6 422	6 896	3 480	3 512	3 565	3 623	3 545	3 562	3 574	3 576	3 564	3 569
Úvěry a půjčky	3 044	2 883	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní	3 378	4 013	3 480	3 512	3 565	3 623	3 545	3 562	3 574	3 576	3 564	3 569
Krátkodobé závazky	12 466	12 720	14 251	10 712	11 171	11 181	11 224	11 274	11 331	11 390	11 454	11 512
Vlastní kapitál a závazky celkem	92 768	92 792	85 952	81 092	80 036	78 380	78 099	79 780	81 393	82 998	84 526	85 908

Zdroj: Telefonica CR, odhady Cyrrus

Výkaz zisku a ztráty

	2009	2010	2011e	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Výnosy	59 852	55 655	52 123	51 105	50 873	50 919	51 118	51 345	51 603	51 871	52 160	52 425
Provozní náklady	33 965	32 889	30 889	30 921	31 458	31 996	32 516	33 066	33 690	34 314	34 949	35 602
OIBDA	27 076	27 380	21 800	20 803	19 943	19 410	19 190	18 852	18 463	18 096	17 742	17 346
OIBDA marže	45,2%	49,2%	41,8%	40,7%	39,2%	38,1%	37,5%	36,7%	35,8%	34,9%	34,0%	33,1%
Odpisy	12 001	11 856	11 789	10 329	9 753	9 428	9 390	8 750	8 466	8 113	7 858	7 674
EBIT	15 075	15 524	10 011	10 474	10 190	9 981	9 800	10 101	9 996	9 983	9 883	9 672
EBT	14 877	15 318	9 912	10 388	10 118	9 923	9 757	10 072	9 981	9 983	9 898	9 701
Daň	3 211	3 038	1 982	2 078	2 024	1 985	1 951	2 014	1 996	1 997	1 980	1 940
Čistý zisk	11 666	12 280	7 929	8 310	8 095	7 939	7 805	8 057	7 985	7 986	7 918	7 761

Zdroj: Telefonica CR, odhady Cyrrus

Výkaz peněžních toků

	2009	2010	2011e	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Počáteční zůstatek	7 116	1 269	4 798	6 009	4 888	6 392	7 415	9 677	13 161	16 090	18 665	20 719
Čisté CF z provozní činnosti	21 163	21 739	19 095	18 161	17 367	16 886	16 714	16 327	15 970	15 618	15 295	14 954
Čisté CF z investiční činnosti	-7 595	-5 315	-5 000	-6 800	-6 200	-6 200	-6 400	-6 400	-6 600	-6 600	-6 800	-6 800
Čisté CF z finanční činnosti	-19 191	-12 876	-12 884	-12 481	-9 663	-9 663	-8 052	-6 442	-6 442	-6 442	-6 442	-6 442
Konečný stav	1 269	4 798	6 009	4 888	6 392	7 415	9 677	13 161	16 090	18 665	20 719	22 431

Zdroj: Telefonica CR, odhady Cyrrus

Základní ukazatele hospodaření a ocenění

	2009	2010	2011e	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
EPS	32,25	36,10	36,22	38,13	24,62	25,80	25,13	24,65	24,23	25,02	24,79	24,79
Dividenda	50	50	40	40	30	30	30	25	20	20	20	20
Div. výnosy	12,9%	12,9%	10,3%	10,3%	7,8%	7,8%	7,8%	6,5%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
EBITDA marže	45,2%	49,2%	41,8%	40,7%	39,2%	38,1%	37,5%	36,7%	35,8%	34,9%	34,0%	33,1%
EBIT marže	25,2%	27,9%	19,2%	20,5%	20,1%	19,6%	19,2%	19,7%	19,4%	19,3%	19,0%	18,5%
marže čistého zisku	19,5%	22,1%	15,2%	16,3%	15,9%	15,6%	15,3%	15,7%	15,5%	15,4%	15,2%	14,8%
ROE	15,3%	16,7%	11,2%	12,3%	12,2%	12,3%	12,3%	12,6%	12,2%	11,9%	11,5%	11,1%
ROA	15,4%	16,7%	11,2%	12,5%	12,6%	12,6%	12,5%	12,8%	12,4%	12,1%	11,8%	11,3%
ROIC	19,6%	20,4%	14,1%	15,7%	15,6%	15,7%	15,5%	15,6%	15,0%	14,7%	14,2%	13,7%
P/E	10,7	10,2	15,7	15,0	15,4	15,7	16,0	15,5	15,6	15,6	15,7	16,1
P/SALES	2,1	2,2	2,4	2,4	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
P/BV	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8
EV/EBITDA	2,8	2,6	3,0	3,0	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8

Zdroj: Telefonica CR, odhady Cyrrus

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

- a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **13.9.2011**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	6	40,0
Akumulovat	4	26,7
Držet	3	20,0
Prodat	2	13,3

- 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.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Praha	potmesil@cyrrus.cz	Farmaceutický průmysl, development
Ondřej Moravanský	Brno	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, textilní průmysl, média
Jan Roh	Brno	roh@cyrrus.cz	Automobilový průmysl

Trading & Sales:

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

Portfolio management:

Tomáš Machalický	Brno	machalicky@cyrrus.cz
Jindřich Rovný	Praha	rovny@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