

13.9. 2010

Telefónica O2 Czech Republic
telekomunikace

Nové doporučení: „akumulovat“
(„accumulate“)

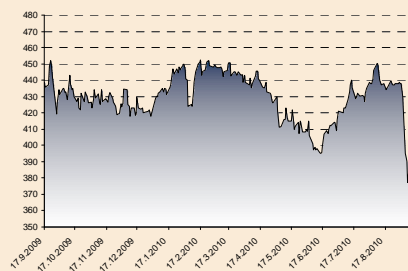
Předchozí doporučení: „držet“ („hold“)

Nová cílová cena: 441 CZK

Předchozí cílová cena: 500 CZK

Datum předchozí analýzy: 20.8.2009

Roční vývoj akcií Telefónica O2 CR v Praze



Struktura akcionářů Telefónica O2 CR



■ Telefónica SA ■ Free-float

Základní informace o akciích Telefónica O2 CR

Data ke dni:	10. 9. 2010
Cena akcie:	388 CZK
Počet vydaných akcií (A):	322,098 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	124,97 mld.
52-week max:	455,5 CZK
52-week min:	375,0 CZK
Průměrný denní objem:	183,7 mil. CZK

Sídlo firmy: Za Brumlovkou 266/2
Praha 4 – Michle
Česká republika

Web: www.o2.cz

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

(v mld. Kč)	2009	2010e	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
Výnosy	59,85	55,98	56,00	56,51	56,70	56,91	57,21
OIBDA	27,08	24,10	24,70	24,49	23,73	22,80	22,01
OIBDA marže	45,2%	43,1%	44,1%	43,3%	41,8%	40,1%	38,5%
EBIT	15,08	12,27	13,93	14,55	15,35	14,52	14,22
Čistý zisk	11,67	9,60	10,93	11,43	12,07	11,43	11,20

Dividenda (Kč)	40	35	35	35	40	40	40
P/E (x)	10,71	13,01	11,43	10,94	10,35	10,94	11,16
P/BV (x)	1,69	1,77	1,78	1,77	1,76	1,79	1,84
P/Sales (x)	2,09	2,23	2,23	2,21	2,20	2,20	2,18

Zdroj: Telefónica O2 CR, odhady Cyrrus

Naši poslední analýzu jsme vydali v srpnu 2009, od té doby došlo vlivem krize ke zhoršení situace na telekomunikačním trhu, což se projevilo také v hospodaření společnosti. Poklesům čelí jak pevný tak mobilní segment v ČR, stále rostoucí je pouze podnikání na Slovensku. Do hospodaření nezasahují pouze tržní vlivy, telekomunikační společnosti v ČR čelí regulovanému snižování propojovacích poplatků (MTR). Hlavními faktory změny revize naší cílové ceny tedy:

- **Pokles výnosů v pevném segmentu** – v tomto segmentu nadále dochází především k poklesu výnosů z hlasových služeb a stálých poplatků vlivem klesajícího počtu pevných linek. Růstovou tendenci si na druhou stranu zachovávají výnosy z ADSL připojení k internetu. V mírném růstu setrvávají i výnosy z IT služeb, naopak v poklesu pokračují výnosy z datových služeb.
- **Výnosy v mobilním segmentu během krize klesaly** – dále se projevovává vysoká penetrace českého trhu s mobilní telekomunikací a efektivnější využívání nabízených tarifů klienty. Pozitivně, podobně jako v pevném segmentu, se však vyvíjí výnosy z připojení k internetu, díky zlepšování pokrytí 3G sítí. V poslední době se však pokles v mobilním segmentu stabilizuje, negativní roli ve výnosech hraje také regulované snižování MTR.
- **Aktivity na Slovensku** - Telefónica O2 Slovakia si udržuje trend růstu počtu klientů i výnosů, a i když tento zpomaluje, tak jsou naše aktuální výhledy slovenského trhu lepší než v předchozí analýze.
- Naše předchozí analýza byla vydána před více než rokem, od té doby došlo ke snížení jednak bezrizikové sazby i rizikové přírážky ČR, což jsou faktory, které vyvažují negativní dopad fundamentálního zhoršení na celkové ocenění akcie.

Po zahrnutí výše uvedených faktorů měníme naši původní cílovou cenu 500 Kč s doporučením „držet“ a pro akcie Telefóniky O2 CR **stanovujeme novou cílovou cenu ve výši 441 Kč**. Vzhledem k prémii 14% k poslední závěrečné ceně akcie na pražském trhu (10.9. 2010, 388 Kč), stanovujeme investiční doporučení na stupeň „akumulovat“. Předchozí cílovou cenu jsme snížili o 12 %.

POSLEDNÍ VÝSLEDKY HOSPODAŘENÍ

Za rok 2009 splnila firma cíle pouze v OIBDA a CAPEX, cíl v oblasti výnosů se firmě naplnit nepodařilo.

Od naší poslední analýzy vydala společnost několikero výsledků hospodaření. Za rok 2009 firma hospodařila s celkovými tržbami 59,852 mld. Kč (-7,4% y/y), což je hodnota, která nedosáhla ani na tržní odhady, ani na cíle samotné společnosti. Původní cíl poklesu tržeb o maximálně 3% společnost nenaplnila, což bylo jasné již v průběhu roku. OIBDA za rok 2009 dosáhla 27,076 mld. Kč (-4,4% y/y), což je sice větší pokles OIBDA, než si společnost dala za cíl (0% až 4%), nicméně pro tyto účely společnost používá upravený ukazatel (bez zahrnutí některých položek, jako mimořádné výnosy, náklady na použití značky), a ten se již do cílového pásma vešel, proto v oblasti OIBDA společnost své cíle splnila. Stejně tak firma splnila své cíle v oblasti CAPEX, kde růst 2,3% odpovídal predikci +2% až +5%.

Přehled výsledků hospodaření za FY 2009:

v mld. Kč	výsledky FY 2009	Odhad Cyrrus	Tržní konsenzus	výsledky FY 2008	meziroční změna	FY 2009 / odhad Cyrrus
Výnosy fixní segm. ČR	26,872	27,005	27,050	30,021	-10,5%	-0,5%
Výnosy mob. segm. ČR	31,021	31,221	31,224	33,566	-7,6%	-0,6%
Výnosy z podnikání	59,751	60,073	60,018	64,450	-7,3%	-0,5%
OIBDA	27,076	27,278	26,954	28,312	-4,4%	-0,7%
OIBDA marže	45,3%	45,4%	44,9%	43,9%	1,4 p.b.	-0,1 p.b.
Provozní zisk	15,075	15,315	15,001	15,380	-2,0%	-1,6%
Čistý zisk	11,666	11,935	11,635	11,628	0,3%	-2,3%
Dividenda (Kč)	40	45	46	50	-20,0%	-11,1%

Zdroj: Telefónica O2 CR, odhady Cyrrus

Výsledky za 1H 2010 potvrdily meziroční poklesy v obou segmentech v ČR, v mobilním segmentu však vidíme stabilizaci.

Zatím poslední výsledky, za 1H 2010, firma zveřejnila koncem července. Potvrdily se trendy poklesu výnosů v pevném i mobilním segmentu v řádu jednotek procent meziročně. Výnosy ve fixním segmentu v ČR klesly na 6,121 mld. Kč (-5,3% y/y), výnosy v mobilním segmentu klesaly podobným tempem na 7,282 mld. Kč (-5,7% y/y), mezikvartálně však mobilní segment již mírně rostl. Celkové výnosy klesly na 14,060 mld. Kč (-4,1% y/y). Čistý zisk za uvedené období dosáhl 2,342 mld. Kč (-23,9% y/y). Celkově výsledky dopadly nad naše očekávání a zejména díky vývoji v mobilním segmentu bylo naše hodnocení mírně pozitivní.

Přehled výsledků hospodaření za 1H 2010:

v mld. Kč	Výsledky 1H 2010	Odhad Cyrrus	Tržní konsenzus	Výsledky 1H 2009	změna y/y	1H 2010 / odhad Cyrrus
Výnosy fixní segm. ČR	12,273	12,221	12,221	13,270	-7,5%	0,4%
Výnosy mob. segm. ČR	14,310	14,155	14,155	15,640	-8,5%	1,1%
Výnosy	27,889	27,600	27,541	29,789	-6,4%	1,0%
OIBDA	11,209	11,029	11,138	13,693	-18,1%	1,6%
OIBDA marže	40,4%	40,0%	40,4%	46,0%	-5,6% p.b.	+0,4 p.b.
Provozní zisk	5,476	5,320	5,479	7,459	-26,6%	2,9%
Čistý zisk	4,354	4,141	4,279	5,722	-23,9%	5,1%

Zdroj: Telefónica O2 CR, odhady Cyrrus

PEVNÝ SEGMENT NEMÁ PŘÍLIŠ RŮSTOVÝCH DRIVERŮ

Pokles výnosů pevných linek bude do jisté míry nahrazen výnosy z internetu, i na ty však očekáváme tlak.

Výnosy v pevném segmentu jsou tradičně děleny na tradiční přístup do sítě, výnosy z hlasových služeb, výnosy z internetu, datové služby a IT služby. Výnosy z tradičního přístupu do sítě jsou závislé zejména na počtu pevných linek, s jejich dalším poklesem předpokládáme i pokles výnosů v této kategorii, podobně negativní je náš náhled na výnosy z hlasových služeb. Jednou z mála rostoucích oblastí výnosů jsou výnosy z internetu, které souvisí se stále rostoucím počtem ADSL přípojek (pro celkový počet pevných linek včetně naked-ADSL očekáváme v příštích letech růst v řádu 3% až 4% ročně). S pokračujícím růstem konkurence jednak z oblasti mobilního internetu nebo alternativních internetových poskytovatelů však předpokládáme tlak na ceny připojení a tedy pokles ARPU v této oblasti. Svoji roli může v budoucnu sehrát také nedávno zahájené vyšetřování zneužití dominantního postavení na poli služeb ADSL pro velkoobchodní odběratele, které může v budoucnu vyústit v regulaci této činnosti. Datové přenosy vykazují rok od roku klesající tendenci, v tomto trendu nepředpokládáme žádnou změnu. Výnosy z IT služeb za poslední kvartály také rostou, Telefónica O2 je v tomto oboru předním hráčem na českém trhu (i zde si např. konkuruje s T-Mobilem), celkový vývoj v tomto segmentu bude poplatný zejména celkové ekonomické situaci ČR, tj. po dopadech krize a následném mírném růstu ekonomiky předpokládáme, že ani růst v tomto segmentu nebude příliš vysoký, celkové odhady jsou však mírně vyšší než v naší předchozí analýze. V počtu pevných linek (včetně naked-ADSL) očekáváme v horizontu několika let stabilizaci kolem počtu 1,9 mil. tj. přibližně +8% oproti současnému stavu. Odhady výnosů ve fixním segmentu jsou tedy nižší než v předchozí analýze, navíc očekáváme postupný pokles výnosů v tomto segmentu.

Odhad vývoje výnosů v pevném segmentu

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Původní odhad	30,021	26,342	25,880	26,068	26,736	27,348	27,950	28,527
Aktuální odhad	30,021	26,872	24,221	23,408	23,353	23,243	23,161	23,174
% rozdíl	0,0%	2,0%	-6,4%	-10,2%	-12,7%	-15,0%	-17,1%	-18,8%

Zdroj: Telefónica O2 CR, odhady Cyrrus

MOBILY NARÁŽEJÍ NA HRANICE TRHU A REGULACI

Mobilní trh zdá se být téměř nasycen, k poklesu výnosů kromě nižších útrat klientů přispívá také regulace MTR poplatků.

Český mobilní trh již delší dobu naráží na hranice nasycenosti (podle našich výpočtů z dostupných dat cca 128 %), to se samozřejmě odráží také na počtu klientů a na výnosech v mobilním segmentu. Výnosy v segmentu klesají stejně jako ve fixním segmentu, kdy hlavním „driverem“ poklesu je zejména pokles výnosnosti na zákazníka, vlivem dopadu úspor v nákladech na telefonování. Svoji negativní roli také hraje snižování regulovaných poplatků za ukončení mobilního hovoru (MTR) ze strany ČTÚ. Snižování MTR probíhalo a bude probíhat dle schématu uvedeného v tabulce:

Přehled změn poplatků za ukončení hovoru v mobilní síti (MTR)

Datum	MTR	% změna
od 1. února 2009	2,65 Kč	
od 1. července 2009	2,31 Kč	-12,8%
od 1. ledna 2010	1,96 Kč	-15,2%
od 1. července 2010	1,66 Kč	-15,3%
od 1. ledna 2011	1,37 Kč	-17,5%
od 1. července 2011	1,00 Kč	-27,0%

Zdroj: Telefónica O2 CR

Stále pokračuje trend zvyšování podílu tarifních zákazníků nad zákazníky předplacených služeb a toto předpokládáme také do budoucna. Celkově však odhadujeme, že počet klientů nepřevyší ani v budoucích letech výrazně hranici 5 milionů. Driverem výnosů v mobilním segmentu bude podle našeho názoru v budoucnu zejména mobilní internet (tedy kategorie Ostatních výnosů, kam spadají vedle internetu také výnosy z SMS a MMS). Tento segment roste zejména s rostoucím pokrytím ČR 3G sítěmi, aktuálně Telefónica O2 CR pokrývá velká města a desítky menších měst, zvyšování pokrytí je současným hlavním investičním záměrem společnosti. Celkově vzato, předpokládáme, že konkurence mezi operátory a snaha zpřehlednit nabídku tarifů pro klienty, postupně povede ke zjednodušení tarifů a ze strany klientů preferenci takových tarifů, které v rámci paušálního poplatku umožní využívat např. neomezený počet minut, sms, popř. neomezený internetový provoz. To by mělo vyústit v jev, který můžeme vidět např. u amerických operátorů, výnosy z mobilních služeb nejsou adekvátní rostoucímu provozu v sítích a problémem začíná být nedostačující kapacita sítí. Celkově jsou naše odhady výnosů v mobilním segmentu nižší než v předchozí analýze, ovšem po odeznění dopadů krize v tomto segmentu předpokládáme mírný růst.

Odhady vývoje výnosů v mobilním segmentu (v mld. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Původní odhad	33,566	31,079	31,663	32,536	33,361	34,012	34,452	34,633
Aktuální odhad	33,566	31,021	28,751	28,889	28,631	28,904	29,090	29,239
% rozdíl	0,0%	-0,2%	-9,2%	-11,2%	-14,2%	-15,0%	-15,6%	-15,6%

Zdroj: Telefónica O2 CR, odhady Cyrrus

SLOVENSKÝ TRH STÁLE ZAJÍMAVĚ ROSTE

Vývoj hospodaření na Slovensku pokračuje na rozdíl od českých aktivit v růstovém trendu, i ten však postupně zpomaluje. Telefónica O2 CR také „konečně“ začala vykazovat alespoň ukazatel výnosů za Slovensko, ty za 2Q 2010 dosáhly celkem 26,3 mil. eur, tj. cca. 635 mil. Kč., za 1Q dosáhly 22,5 mil. eur, tj. cca 547 mil. Kč., mezikvartálně tak výnosy na Slovensku narostly o 17%. Počet klientů ke konci 1H 2010 dosáhl na Slovensku celkem 708,6 tisíc (+70% y/y).

Počet klientů na tomto trhu zatím stále roste, nicméně tempo růstu se také snižuje, i přes to je vývoj na Slovensku lepší, než jsme očekávali a proto přehodnocujeme naše odhady výnosů na Slovensku směrem nahoru. Podle dostupných informací (podle operátora T-Mobile) je penetrace na slovenském trhu cca 104%, nicméně prostor k růstu je zde krátkodobě omezený srovnatelně situaci v ČR, neboť za poslední roky penetrace slovenského trhu téměř neroste. Růst předpokládáme v následujících letech po odeznění krize. V dlouhodobém měřítku předpokládáme, že by se počet klientů TO2 na Slovensku měl ustálit v okolí 1,0 milionu (tj. přibližně +40% oproti současnému stavu), což by znamenalo tržní podíl okolo 15%. Podobně jako v ČR očekáváme na Slovensku postupný pokles výnosu na uživatele, tj. ARPU. Podle údajů konkurenčního operátora T-Mobile je aktuální podíl Telefóniky O2 na slovenském mobilním trhu cca 5% (T-Mobile cca 40% a Orange Slovakia cca 55%).

Odhady vývoje výnosů na Slovensku (v mld. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Původní odhad	0,863	1,854	1,759	1,863	2,112	2,231	2,373	2,449
Aktuální odhad	0,863	1,859	2,773	3,525	3,948	4,114	4,295	4,380
% rozdíl	0,0%	0,3%	57,7%	89,2%	86,9%	84,4%	81,0%	78,9%

Zdroj: Telefónica O2 CR, odhady Cyrrus

INVESTIČNÍ A DIVIDENDOVÁ POLITIKA

Hlavním zaměřením kapitálových investic je samozřejmě zejména rozvoj mobilních sítí, aktuálně společnost výrazně zvyšuje pokrytí ČR 3G sítěmi, pro rok 2010 si společnost dala za cíl capex ve výši 6,0 mld. Kč, tento cíl podle našich odhadů nebude mít společnost problém naplnit. Celkově jsou naše odhady capex do budoucna mírně vyšší než naše předchozí odhady. Hlavním účelem investic bude zejména instalování nových, výkonnějších technologií související jednak s aplikací nových technologických standardů a rostoucím, zejména datovým, provozem v síti.

Výplata dividend ze zisku společnosti je u Telefónky O2 CR dlouhodobě sledovanou veličinou. Po několika letech výplaty 50 Kč na akcii byla výplata ze zisku roku 2009 oznámena částka 40 Kč na akcii. Ne že by společnost nedisponovala dostatečnou hotovostí, ale účetně jí „vyschl“ zdroj zisku minulých let, čímž se ztratil tento dodatečný zdroj k čistému zisku daného roku. Dividenda za rok 2009 ve výši 40 Kč byla nižší než naše původní odhady (45 Kč), v této revizi naší analýzy jsme také změnili odhad výše budoucích dividend, viz tabulka níže. Kapacitou pro výplatu dividend za dané roky tak zůstává nekonsolidovaný čistý zisk společnosti za daný rok a zbývající téměř nulová částka na účtu zisku minulých let. Nyní je nekonsolidovaný čistý zisk vyšší než konsolidovaný, protože hospodaření na Slovensku je stále ztrátové, rozdíl mezi konsolidovaným a nekonsolidovaným čistým ziskem se však stále snižuje (se snižováním ztráty slovenských aktivit). V budoucnu předpokládáme, že podobně jako v minulosti se společností Eurotel, bude zisk ze Slovenska vyplácen mateřské společnosti ve formě dividend, tj. kapacita pro výplatu dividendy z nekonsolidovaného zisku bude navýšena i o zisk ze Slovenska.

Za rok 2009 společnost stanovila dividendu ve výši 40 Kč, naše budoucí odhady počítají následně s dalším snížením, nicméně v budoucnu očekávaný zisk ze Slovenska následně zvýší kapacitu výplaty dividendy.

Odhad vývoje vyplacené dividendy (ze zisku daného roku, v Kč na akcii)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Původní odhad	50	45	40	40	40	40	45	45
Aktuální odhad	50	40	35	35	35	40	40	40
% rozdíl	0,0%	-11,1%	-12,5%	-12,5%	-12,5%	0,0%	-11,1%	-11,1%

Zdroj: Telefónica O2 CR, odhady Cyrrus

V blízké době nepředpokládáme, že bude společnost preferovat jiné využití hotovosti, než právě výplata dividendy, proto předpokládáme výplatu v podstatě celého ročního čistého zisku. Pokud by Telefónica O2 přistoupila k akvizicím (což je z našeho pohledu jediná možná forma výraznějšího růstu společnosti), pravděpodobně by byla výplata dividendy omezena, je zde však ještě možnost zvýšení zadlužení společnosti, neboť aktuální výše dluhů je jen velmi malá (k 2Q 2010 byl čistý dluh záporný). Pokud by se společnost zadlužila na míru obvyklou u jejích konkurentů (median námi definované peer group střeoevropských integrovaných operátorů ukazatele Net Debt/Equity je 36,6 %), znamenalo by to kapacitu navýšení dluhu na cca 25 mld. Kč.

Společnost se chce zbavit služeb informačních linek, očekáváme, že to na akcie nebude mít větší dopad.

V programu mimořádné valné hromady svolané na 10. září 2010 bylo mimo hlavního bodu změny formy akcií (související se změnami v legislativě ČR u společností ucházejících se o veřejné zakázky) také další bod: vyčlenění aktivit souvisejících s informačními linkami a asistenčními službami do dceřiné společnosti, s cílem v budoucnu se těchto aktivit zbavit (pracovní název společnosti je Informační linky, a.s.). Podle sdělení firmy je pravděpodobné, že zájemce o koupi této divize se podaří nalézt. Tyto aktivity nepatří u Telefónky O2 CR mezi klíčové, nejsou dostupné ani ucelené informace o výkonech v této oblasti, natož o budoucí prodejní ceně, vzhledem k velikosti případné divestice však od tohoto kroku nepředpokládáme větší vliv na cenu akcie společnosti.

VÝHLEDY HOSPODAŘENÍ PRO SOUČASNÝ ROK

Pro tento rok si společnost stanovila hospodářské cíle pouze v oblasti poklesu OIBDA a kapitálových výdajů, podle našich odhadů společnost tyto cíle splní.

Pro tento rok si Telefónica O2 CR stanovila hospodářské cíle v poklesu upraveného OIBDA o 5 % až 9%, (v číselném vyjádření 23,917 mld. až 24,968 mld., tj. rozpětí přibližně jedné miliardy Kč). Tento očekávaný pokles samozřejmě souvisí se zhoršenou situací na telekomunikačním trhu, a také se snižováním mobilních terminačních poplatků ze strany operátora. V oblasti CAPEX jsou cílem společnosti výdaje ve výši okolo 6 mld. Kč. Podle našich odhadů společnost pro tento rok dosáhne upraveného OIBDA ve výši 24,544 mld. Kč (tedy přibližně v polovině daného rozpětí) a CAPEX 6,4 mld. Kč, tudíž podle našich odhadů by měla být schopna svým hospodářským cílům dostát. V posledních měsících se pokles výnosů zpomalil, proto očekáváme jistou stabilizaci v hospodaření společnosti i po zbytek roku, pokles (neupraveného) OIBDA meziročně v 2H 2010 činil 17,2% y/y (pokles oproti upravenému ukazateli mají na svědomí zejména restrukturalizační náklady v 1Q 2010, cca 370 mil. Kč).

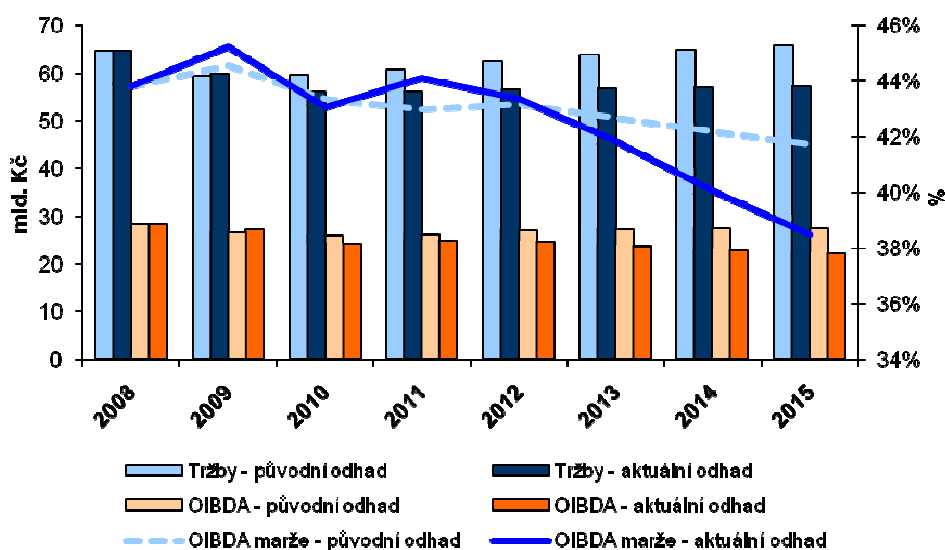
Hospodářské cíle společnosti pro rok 2010 (mld. Kč)

	2009	cíl TO2 CR	maximum	minimum	odhad Cyrrus
upravená OIBDA	26,282	-5% až -9%	24,968	23,917	24,544
CAPEX	7,177	~ 6 mld. Kč			6,480

DLOUHODOBÉ VÝHLEDY HOSPODAŘENÍ SPOLEČNOSTI

Z dlouhodobého pohledu se samozřejmě náš náhled na hospodaření společnosti zhoršil, což je patrné zejména na snížených výhledech tržeb a také na postupném snižování OIBDA a OIBDA marže. I po snížení odhadů tržeb předpokládáme v této kategorii dlouhodobý mírný růst, jak jsme uvedli, zejména v souvislosti s rostoucím provozem mobilního i fixního internetu. V delším období nevidíme velký potenciál růstu výnosů hlasových služeb ani ve fixním ani v mobilním segmentu, prozatím předpokládáme jak výše uvedeno, znatelnější růst pouze na slovenském trhu. Grafické porovnání původních a aktuálních odhadů vývoje ukazatelů hospodaření přináší následující graf. Rostoucí objemy přenesených dat v sítích pak budou podle našeho názoru hlavním tahounem kapitálových výdajů v budoucích letech. Pozitivní roli by tento jev mohl sehrát i v oblasti poskytování IT služeb.

Vývoj tržeb, OIBDA a OIBDA marže



STANOVENÍ CÍLOVÉ CENY AKCIE

Aktualizovali jsme vstupní parametry modelu ocenění, změn doznaly zejména bezriziková sazba a riziková přírážka.

Změn doznaly parametry modelu ocenění, oproti předchozí cílové ceně (cca před rokem) došlo zejména k poklesu bezrizikové sazby (15Y český vládní dluhopis), ale také ke snížení rizikové přírážky ČR (dle A. Damodarana), snížili jsme také odhad dlouhodobého růstu. Změny parametrů modelu ocenění jsou faktorem, který přispěl ke zmírnění snížení cílové ceny akcie vlivem odhadu vývoje fundamentálních ukazatelů.

Parametry modelu ocenění:

	původní hodnota	aktuální hodnota
Bezriziková sazba	5,77%	3,57%
Riziková přírážka ČR	7,10%	5,85%
Dlouhodobý růst	0,50%	0,30%
Diskontní faktor	9,62%	8,25%

Zdroj: Bloomberg, A.Damodaran, odhady Cyrrus

Dividendový diskontní model (DDM)

V tomto modelu došlo ke změnám z důvodu výše diskutovaného očekávaného snížení dividendy. Vedle toho se projeví také zmiňované změny ve vstupních parametrech modelu. Model DDM tedy oceňuje jednu akcii společnosti Telefónica O2 CR na 414 Kč.

v Kč na akcii	2011	2012	2013	2014	2015	2016+
Dividenda	35,0	35,0	35,0	40,0	40,0	558,4
Disk. dividendy	32,3	29,9	27,6	29,1	26,9	268,4
NPV	414					

Model Free-cash flow to Equity (FCFE)

Model ocenění metodou Free-cash flow to Equity implikuje vnitřní hodnotu akcie na celkem 403 Kč. Opět zde negativní roli sehrává pokles fundamentálních ukazatelů hospodaření společnosti, pozitivní dopad na ocenění mají změny v parametrech modelu ocenění.

v Kč na akcii	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016+
Čistý zisk	29,8	33,9	35,5	37,5	35,5	34,8	34,1
Odpisy	36,7	33,4	30,9	26,0	25,7	24,2	21,9
Δ prac. kapitálu	-3,0	4,4	-14,7	-1,4	-0,4	-5,1	-5,1
Capex	20,1	20,1	22,0	22,0	22,0	22,0	21,7
Splátky dluhu	0,0	0,0	-9,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Nový dluh	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Terminal Value							444,3
Volné CF	49,4	42,9	49,6	42,9	39,6	42,1	483,7
Diskont. volné CF	45,6	36,6	39,1	31,2	26,6	26,1	198,2
NPV na akcii	403						

Pro stanovení cílové ceny akcie používáme kombinaci obou výše uvedených metod s váhami 0,4 pro DDM a 0,6 pro FCFE. Takto je vnitřní hodnota akcie stanovena na 408 Kč, proto roční cílovou cenu akcie společnost Telefónica O2 Czech Republic stanovujeme na **441 Kč**.

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ

Cílovou cenu pro akcie Telefónica O2 Czech Republic stanovujeme ve výši 441 Kč s doporučením „akumulovat“.

Na základě ocenění pomocí modelů DCF **stanovujeme roční cílovou cenu akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic na 441 Kč**. Při posledním závěrečném kurzu akcie na pražském trhu 388 Kč (10.9.2010) znamená naše cílová cena 14% prémii. Podle metodiky uvedené v závěru dokumentu proto stanovujeme pro akcie Telefóniky O2 CR investiční doporučení na stupni „**akumulovat**“ („accumulate“), čímž zvyšujeme doporučení z předchozího „držet“. Původní cílovou cenu 500 Kč z 20. srpna 2009 snižujeme o 12%.

ANALÝZA CITLIVOSTI

Následující tabulka zobrazuje míru citlivosti cílové ceny na změny ve vybraných parametrech modelu ocenění, diskontní míry a dlouhodobého růstu.

Analýza citlivosti

		Diskontní míra				
Dlouhodobý růst		7,25%	7,75%	8,25%	8,75%	9,25%
-0,7%	464	442	423	405	389	
-0,2%	476	452	432	413	396	
0,3%	490	464	441	421	416	
0,8%	506	478	453	431	411	
1,3%	525	493	465	442	420	

Zdroj: Cyrrus

ZKRÁCENÉ VÝHLEDOVÉ FINANČNÍ VÝKAZY TELEFÓNICA O2 CZECH REPUBLIC

Výhledový výkaz zisku a ztráty

v mil. Kč	2008	2009	2010e	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
Stálá aktiva	86 166	80 316	75 299	71 291	68 567	67 493	66 545	66 049
Hmotný a nehmotný majetek	85 777	80 022	74 888	70 820	68 176	67 101	66 129	65 632
Ostatní	389	294	411	471	391	391	416	417
Oběžná aktiva	17 361	12 357	15 095	21 122	19 811	21 489	23 517	23 346
Peníze a ekvivalenty	7 116	1 269	4 703	10 023	11 377	14 861	15 992	16 432
Pohledávky	9 466	10 470	9 815	10 522	7 851	6 043	6 937	6 323
Zásoby	779	618	577	577	583	584	587	591
Ostatní	96	95	89	84	79	74	70	65
Aktiva celkem	103 623	92 768	90 482	92 496	88 457	89 056	90 131	89 460
Vlastní kapitál	78 168	73 879	70 598	70 254	70 409	71 208	69 752	68 065
Základní kapitál	56 583	56 583	56 583	56 583	56 583	56 583	56 583	56 583
Nerozdělený zisk	21 584	17 296	14 015	13 671	13 826	14 625	13 169	11 482
Dlouhodobé závazky	6 977	6 422	9 119	9 172	6 162	7 324	8 823	8 822
Úvěry a půjčky	3 098	3 044	3 044	3 044	0	0	0	0
Ostatní	3 879	3 378	6 075	6 128	6 162	7 324	8 823	8 822
Krátkodobé závazky	18 478	12 466	10 765	13 070	11 887	10 523	11 556	12 574
Vlastní kapitál a závazky celkem	103 623	92 767	90 483	92 496	88 457	89 056	90 131	89 460

Zdroj: Telefónica O2 CR, odhady Cyrrus

Výhledová rozvaha

v mil. Kč	2008	2009	2010e	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
Výnosy	64 655	59 852	55 980	56 002	56 510	56 702	56 911	57 213
Provozní náklady	37 565	33 965	32 816	32 140	32 892	33 755	34 870	35 928
OIBDA	28 312	27 076	24 103	24 702	24 495	23 729	22 796	22 014
OIBDA marže	43,8%	45,2%	43,1%	44,1%	43,3%	41,8%	40,1%	38,5%
Odpisy	12 932	12 001	11 834	10 768	9 944	8 375	8 272	7 797
EBIT	15 380	15 075	12 269	13 934	14 551	15 354	14 524	14 217
EBT	15 348	14 877	12 156	13 834	14 465	15 282	14 466	14 173
Daň	3 720	3 211	2 553	2 905	3 038	3 209	3 038	2 976
Čistý zisk	11 628	11 666	9 603	10 929	11 428	12 072	11 428	11 197

Zdroj: Telefónica O2 CR, odhady Cyrrus

Výhledový výkaz cash-flow

v mil. Kč	2008	2009	2010e	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
Počáteční zůstatek	9 576	7 116	1 269	4 703	10 023	11 377	14 861	15 992
Provozní cash-flow	21 842	17 422	22 798	23 066	22 749	21 834	21 096	20 398
Cash flow z investičních aktivit	-2 227	-7 177	-6 480	-6 474	-7 078	-7 076	-7 081	-7 074
Cash flow z finančních aktivit	-22 075	-16 092	-12 884	-11 273	-14 317	-11 273	-12 884	-12 884
Konečný stav	7 116	1 269	4 703	10 023	11 377	14 861	15 992	16 432

Zdroj: Telefónica O2 CR, odhady Cyrrus

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

Informace dle § 7 odst. 3 vyhlášky

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **13.9.2010**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	6	46,1
Akumulovat	4	30,7
Držet	1	7,7
Prodat	2	15,4

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 databází Bloomberg, příp. Reuters.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, 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
Jan Roh	Brno	roh@cyrrus.cz	Automobilový průmysl

Trading & Sales:

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

Portfolio management:

Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz
Peter Dömeny	Brno	domeny@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 nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):

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

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

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

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