

# TELEFÓNICA CR - nová cílová cena

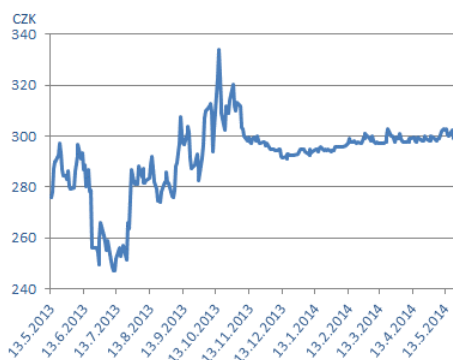
22. května 2014

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

**Doporučujeme využít nabídku PPF, férová cena akcie je nižší**

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ:	PRODAT						
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA:	273 CZK	2013	2014e	2015e	2016e		
Datum vydání analýzy:	22. května 2014	<b>Výnosy</b>	(mil. CZK)	47 387	44 248	43 943	43 547
Současná tržní cena:	294,5	<b>OIBDA</b>	(mil. CZK)	18 477	16 834	16 256	15 625
Prémie k cílové ceně:	-7,3%	<b>Provozní zisk</b>	(mil. CZK)	7 511	5 852	5 838	4 955
Předchozí doporučení:	DRŽET	<b>Čistý zisk</b>	(mil. CZK)	5 767	4 611	4 673	3 956
Předchozí cílová cena:	311 CZK	<b>Zisk na akcii (EPS)</b>	(CZK)	17,9	14,3	14,5	12,3
Datum vydání předchozí analýzy:	2. října 2013	<b>P/E</b>		16,8	21,0	20,7	24,4
		<b>Dividenda</b>	(CZK)	30	18	15	15

## Vývoj akcií Telefónica Czech Republic



## Základní informace o akciích Telefónica CR

Data ke dni:	22.5.2014
Cena akcie:	295,2 CZK
Počet vydaných akcií:	322,1 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	93,73 mld.
52-week max:	404,7 CZK
52-week min:	255,5 CZK
Průměrný denní objem:	41,0 mil. CZK

### Sídlo firmy:

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

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

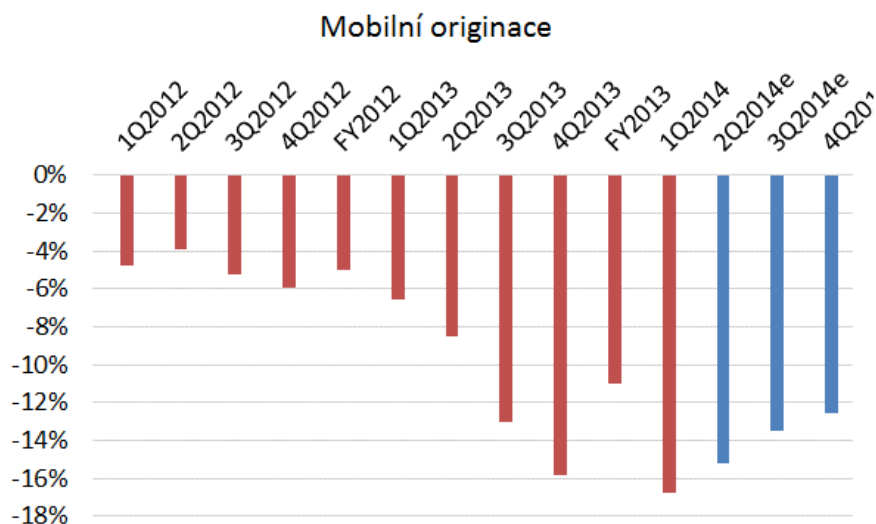
- Telefónica CR zveřejněnými výsledky za 1Q potvrdila, že se stále nachází v sestupném trendu tržeb i zisků. Ten byl akcelerován zavedením tarifů Free a jejich dopad je stále velmi markantní. Telefónica CR podniká ve velmi konkurenčním prostředí a také v prostředí s přísnou legislativou – jak českou, tak i evropskou. Do příštích let neočekáváme, že by se negativní trendy měly nějak výrazně otočit, spíše dojde „jen“ ke stabilizaci.
- Pokračující tlak očekáváme zejména v mobilním segmentu, v rámci něž bude pozitivním faktorem růst tržeb za data. Ty ale podle našeho názoru nepřeváží negativní trend v ostatních částech mobilního segmentu.
- Minoritního akcionáře zajímá zejména dividendová politika. Problémem je, že zatím nevíme, jestli budou v horizontu několika málo čtvrtletí ještě nějakí minoritní akcionáři existovat. Ale pokud odhlédneme od tohoto rizika, pak důležitá informace přišla před několika dny, kdy management navrhl dividendu ve výši 18 CZK. To je výrazně níže než očekávaných 30 CZK z důvodu výkladu zákona o obchodních korporacích. Pokud tento výklad zákona bude platit i v následujících letech, pak v dohlédnutelné době neočekáváme, že výše dividendy překoná 20 CZK.

## NABÍDKA ODKUPU AKCIÍ MINORITNÍCH AKCIONÁŘŮ

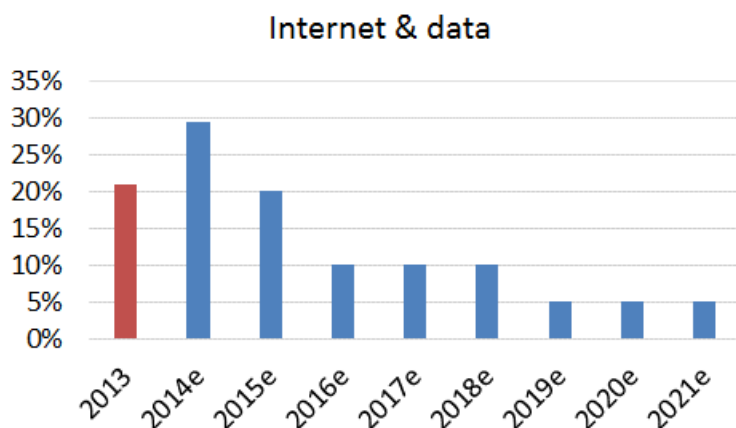
- Tržní cena je aktuálně ovlivňována jen a pouze nabídkovou cenou od PPF směrem k minoritním akcionářům. 21. května odpoledne bylo zveřejněno, že nabídková cena je 295,15 CZK, což je nepatrně níže, než jsme očekávali my (296-299 CZK) i většina trhu. Do 3.června by měl management poskytnout detaily k nabídce a vydat své doporučení pro minoritní akcionáře. Stále počítáme s tím, že PPF bude chtít akcie koupit, zbylé akcionáře vytěsnit a stáhnout firmu z burzy.
- Valuační modely DDM a DCF ukazují na nižší férovou hodnotu, než kolik nabízí PPF. Model diskontovaných peněžních toků oceňuje Telefoniku CR na 280 CZK za akcii, model diskontovaných dividend oceňuje společnost na 265 CZK za akcii.
- **Z tohoto důvodu doporučujeme akcií Telefónica CR prodat** na trhu za cenu, která by se měla pohybovat blízko 295 CZK. Alternativou je využít nabídku PPF. Toto řešení ale může trvat nějakou dobu bez naděje na kapitálový zisk během tohoto období.

## Mobilní segment – negativní dopad tarifů Free

Zavedení tarifů Free mělo za cíl stabilizovat tržby společnosti. To lze již s odstupem několika čtvrtletí hodnotit jako nesplněný úkol, neboť meziroční tempo poklesu tržeb akcelerovalo i bez započítání mobilních terminačních poplatků a ostatních výnosů, které přímo nesouvisí s hlasovými, datovými nebo textovými službami. Tzv. mobilní originace klesají od 3Q 2013 dvojciferným tempem, které se stále prohlubuje. Ze začátku to byl negativní dopad tarifů Free pro retailové klienty, postupně se přidal i tlak na ceny u korporátní klientely. Výsledkem je meziroční propad mobilních originací v 1Q 2014 o 16,8 %. Pro celý rok 2014 predikujeme meziroční propad o 14,6 %.

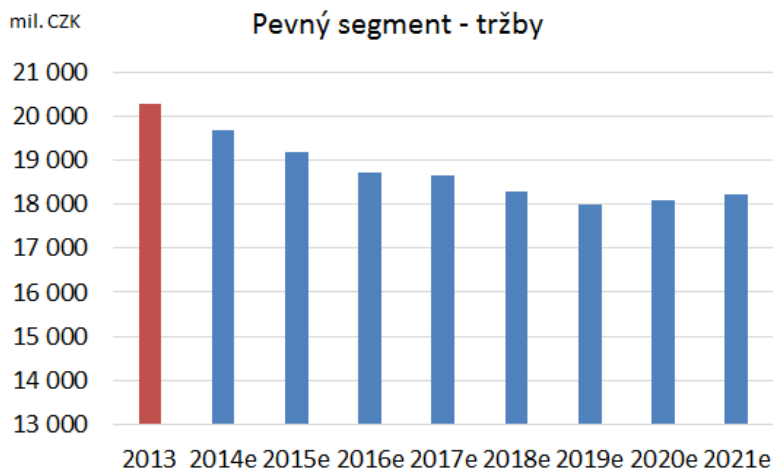


Celý mobilní segment zachraňují data, která rostla v 1Q meziročním tempem 27,1 %, tedy podobně jako v předchozích 3 čtvrtletích. Podobné tempo očekáváme ještě v následujících 2 letech, poté by ale mělo klesat v souvislosti s klesající dynamikou penetrace chytrých mobilních telefonů ve společnosti. I tak ale podle našeho názoru budou mobilní data v budoucnu tvořit hlavní pilíř mobilního segmentu.



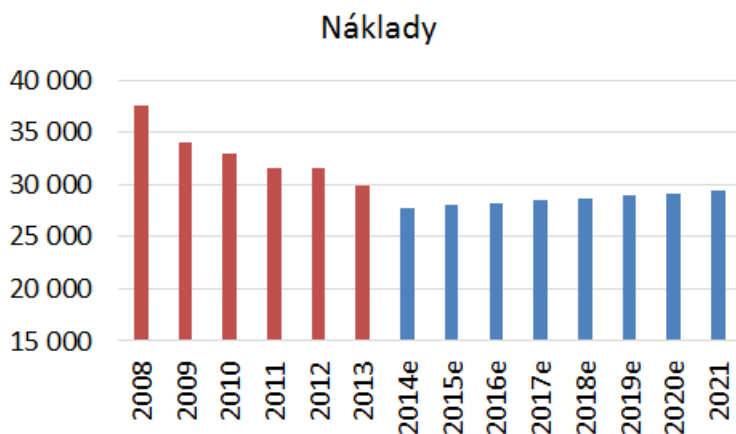
## Pevný segment – stabilizace na obzoru

Zatímco u mobilního segmentu očekáváme neustálý tlak na pokles tržeb, v pevném segmentu očekáváme dřívější stabilizaci. Důvodem by měly informační a komunikační technologie (ICT). Ač se tento segment nevyvíjí v posledních 2 čtvrtletích podle našeho očekávání, tak do příštích let predikujeme 7% meziroční růst.



## Náklady – kam až mohou klesat?

Náklady jsou v posledních letech pod drobnohledem managementu, otázkou je, kam až mohou padat. Podle našeho názoru ten nejviditelnější efekt probíhá a proběhne už letos, v dalších letech očekáváme mírný nárůst s tím, jak se bude O2 CR snažit o zastavení poklesu tržeb dodatečnými náklady na nové produkty a marketing.

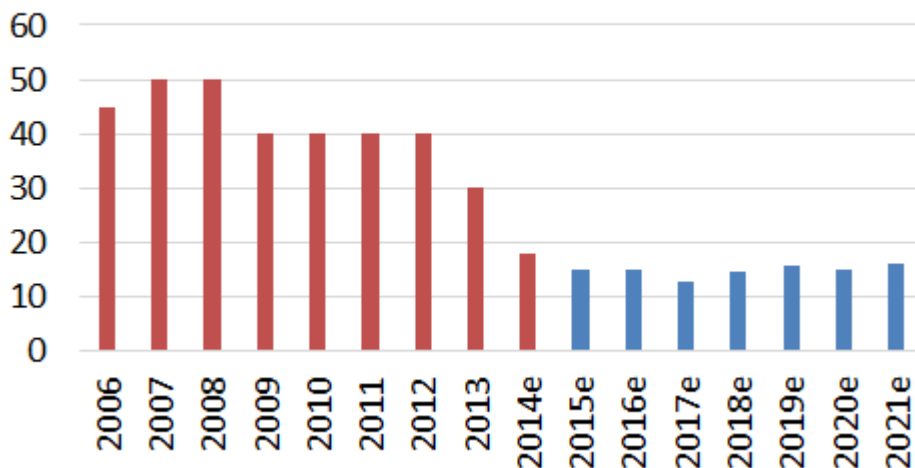


## Dividendová politika

Dividenda za rok 2013 bude vyplacena ve výši 18 CZK, to je 100 % čistého zisku. Vzhledem k této výši lze usuzovat, že výklad zákona o obchodních korporacích neumožní rozdělit emisní ážio. Pokud bude tento výklad zákona platný i v následujících letech, dividendy by měly dosahovat úrovní pod 20 CZK. A to z důvodu nízkého generovaného zisku. Nelze vyloučit, že nový akcionář najde cestu, jak vyplatit sám sobě a případně zbývajícím minoritním akcionářům hotovost (např. v podobě buybacku), s touto na vodě plovoucí variantou ale v modelu nepočítáme.

Dividendová politika v příštích letech pro minoritní akcionáře je značně nejasná, neboť i počet či procento minoritních akcionářů je nejasné. Základní otázkou je, jestli se diskuze ohledně dividendy týká i minoritních akcionářů, jestli nebudou vytěsněni dříve, než stihnou nějakou dividendu dostat. V našem modelu počítáme s tím, že dividendy budou pravidelně vypláceny bez ohledu na to, komu.

Dividenda, CZK



## Bilance – projde razantní úpravou?

Zadlužení společnosti je extrémně nízké. Dlouhodobé závazky ve výši cca 5,7 mld CZK implikují dlouhodobé zadlužení pouze 7,7 % aktiv. To je velmi nízká hodnota v porovnání s konkurencí a dává managementu prostor pro výraznou úpravu bilance v podobě nového dluhu v nízkých desítkách miliard korun. Z hlediska racionálního řízení bilance by to dávalo smysl, neboť cizí dluh je levnější než vlastní dluh, v našem modelu ale počítáme se stávající strukturou bilance. Nicméně právě případná změna bilance je upside faktor pro cenu akcie Telefónica CR.

	Cizí dlouhodobý dluh (% aktiv)
<b>Telefónica CR</b>	<b>7,7 %</b>
Orange Polska	12,5 %
Mobile Telesystems	50,5 %
Magyar Telekom	25,7 %
Hrvatski Telekom	3,4 %

## Ocenění společnosti

Telefóniku CR standardně oceňujeme metodou DCF a dividendovým diskontním modelem. To jsme udělali i do aktuální analýzy a každé metodě jsme dali 50% váhu. Tyto metody oceňují akci za období 12 měsíců. Ale aktuální cena je určována nabídkou od PPF pro minoritní akcionáře, která zní na 295,15 CZK. A vzhledem k tomu, že v případě odchylky tržní ceny od ceny nabídkové by vznikla příležitost k bezrizikové arbitráži, tržní cena se bude až do vypořádání nabídky pohybovat těsně kolem nabídkové ceny.

### NABÍDKOVÁ CENA PRO MINORITNÍ AKCIONÁŘE

Jen pro ilustraci přikládáme námi očekávané rozpětí nabídkové ceny, které se pohybovalo v pásmu 296 – 299 CZK na základě zvoleného tempa výplaty části kupní ceny a diskontní míry. Nabídková cena 295,15 CZK implikuje při pravidelné roční konstantní platbě diskontní míru 10 %, my jsme počítali s mírami 6 – 8 %.

Forma výplaty odložené platby			
diskont	pravidelná platba 12,5 Kč/rok	platba 9 - 16 Kč/rok	platba 7 - 19 Kč/rok
8%	297,0	296,3	295,7
7%	297,9	297,3	296,8
6%	298,9	298,3	297,9
<b>10%</b>	<b>295,2</b>		

Očekávaná nabídková cena	296 - 299
--------------------------	-----------

Odchylku od našeho očekávání považujeme za bezvýznamnou a neměla by být pro většinu trhu výrazným překvapením. Výhodnost této nabídky pro akcionáře je třeba určit v porovnání s férovou hodnotou podle standardních valuačních modelů.

### METODY OCENĚNÍ

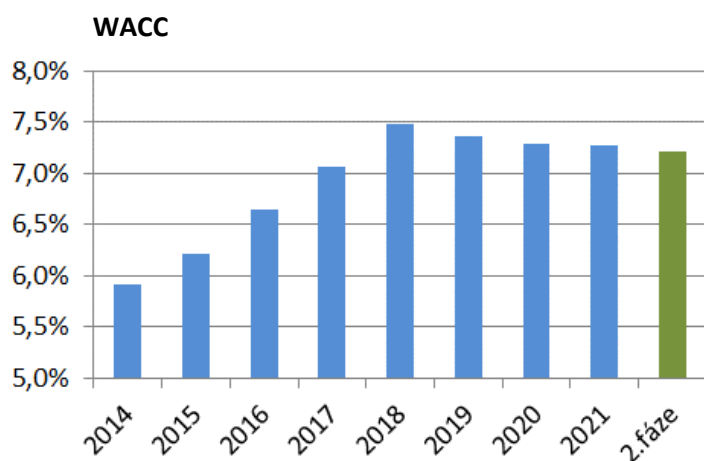
Pro výpočet férové ceny akcie jsme použili 2 oceňovací modely: FCFF a dividendový diskontní model. Dvoufázový model diskontovaných peněžních toků (FCFF) jsme rozdělili na dvě období. 1. období jsme stanovili do roku 2021, po kterém následuje stabilizovaná druhá fáze s růstem provozního zisku po dani o 1 %. Osmileté první období považujeme za adekvátně dlouhé pro dosažení normalizovaných hodnot hlavních ukazatelů.

#### FCFF

Vzhledem k očekávané změně se kapitálové struktury společnosti a tržním úrokovým sazbám jsme použili iterativní výpočet nákladů kapitálu, který nejlépe zohledňuje změny se poměrů 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 přírůžku 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	2.fáze
Risk free (ČR GOVT BOND 10Y)	1,63%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Market risk premium	6,00%	5,90%	5,80%	5,70%	5,60%	5,40%	5,30%	5,20%	5,00%
Country risk premium	0,65%	0,65%	0,65%	0,65%	0,65%	0,65%	0,65%	0,65%	0,65%
koeficient ČR	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
<b>Equity risk premium</b>	<b>6,98%</b>	<b>6,88%</b>	<b>6,78%</b>	<b>6,68%</b>	<b>6,58%</b>	<b>6,38%</b>	<b>6,28%</b>	<b>6,18%</b>	<b>5,98%</b>



## Ocenění

mil. CZK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2.fáze
EBIT * (1-tax)	4 708	4 729	4 013	4 551	4 902	4 760	5 083	5 121	
Depreciation	10 982	10 418	10 671	9 631	8 699	8 074	7 673	7 673	
change in working capital	-298	-29	-38	-13	-25	-54	23	0	
CAPEX	14 998	5 684	5 776	6 159	6 574	6 533	6 873	7 340	
Terminal value									73 260
FCFF	394	9 433	8 870	8 010	7 002	6 247	5 906	5 453	
FCFF present value	83 382	mil. CZK							
Čistý dluh 2015	1 978	mil. CZK							
Cílová cena dle FCFF na akcii	280	CZK							

## Citlivostní analýza modelu FCFF (2. fáze)

ROIC / WACC	12%	13%	14%	8,9%	15%	16%	17%	18%
6%	322	324	325	316	326	327	328	328
7%	290	291	292	285	293	294	295	295
8%	267	268	269	263	270	270	271	271
<b>7,2%</b>	285	286	287	<b>280</b>	288	288	289	290
10%	237	237	238	233	239	239	239	240
11%	226	226	227	223	228	228	228	229
12%	217	218	218	214	219	219	219	220

## 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 16Kč na akcii a výplatní poměr 100 % zisku.

mil. CZK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2.fáze
Dividenda na akcii	18	15	15	13	15	16	15	16	16
2.fáze									262
CAPM Cost of equity	6,0%	6,3%	6,8%	7,2%	7,7%	7,5%	7,5%	7,3%	7,2%
diskontovaný DDM	250	241	242	243	248	252	256	260	
<b>Cílová cena 12M dle DDM</b>	<b>265 CZK</b>								

## Ocenění Telefónica CR

Pro finální ocenění jsme použili oba 2 valuační přístupy se stejnou váhou. **Cílovou cenu stanovujeme 273 CZK s doporučením PRODAT.**

### Výsledné ocenění (50 % - 50 %)

	Cílová cena 12M	váha
Cílová cena dle FCFF	280	50%
Cílová cena dle DDM	265	50%
<b>Cílová cena za 12M</b>	<b>273 CZK</b>	

## Zkrácené pro-forma finanční výkazy a ukazatele

Rozvaha	2010	2011	2012	2013e	2014f	2015f	2016f
<b>Stálá aktiva</b>	<b>78 285</b>	<b>73 100</b>	<b>67 835</b>	<b>63 349</b>	<b>68 325</b>	<b>63 671</b>	<b>58 867</b>
Hmotná aktiva	56 651	51 525	46 691	42 472	42 861	39 385	36 290
Nehmotná aktiva	21 437	20 658	20 330	20 031	24 627	23 453	21 739
Ostatní	197	917	814	846	837	832	838
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>14 495</b>	<b>15 213</b>	<b>10 751</b>	<b>9 570</b>	<b>3 609</b>	<b>8 254</b>	<b>12 243</b>
Zásoby	606	488	487	474	442	439	435
Pohledávky	8 638	8 273	7 732	7 108	6 637	6 591	6 532
Peníze a peněžní ekvivalenty	4 798	6 287	2 431	1 887	-3 572	1 122	5 175
Ostatní	453	165	101	101	101	101	101
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>92 792</b>	<b>88 314</b>	<b>79 199</b>	<b>72 919</b>	<b>71 934</b>	<b>71 924</b>	<b>71 110</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>73 176</b>	<b>69 097</b>	<b>60 574</b>	<b>54 541</b>	<b>53 586</b>	<b>53 648</b>	<b>52 931</b>
Základní kapitál	56 583	56 583	49 913	44 888	45 090	45 090	45 090
Nerozdělený zisk	16 593	12 514	10 661	9 652	8 496	8 558	7 841
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>6 896</b>	<b>3 870</b>	<b>6 322</b>	<b>6 196</b>	<b>5 992</b>	<b>5 972</b>	<b>5 947</b>
Dlouhodobé úvěry	2 883	0	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000
Ostatní	4 013	3 870	3 322	3 196	2 992	2 972	2 947
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>12 720</b>	<b>15 347</b>	<b>12 303</b>	<b>12 182</b>	<b>12 356</b>	<b>12 305</b>	<b>12 232</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>92 792</b>	<b>88 314</b>	<b>79 199</b>	<b>72 919</b>	<b>71 934</b>	<b>71 924</b>	<b>71 110</b>

Zdroj: Telefónica CR, Cyrrus, a.s.

Výkaz zisků a ztrát	2010	2011	2012	2013e	2014f	2015f	2016f
<b>Výnosy</b>	<b>55 655</b>	<b>52 472</b>	<b>50 649</b>	<b>47 387</b>	<b>44 248</b>	<b>43 943</b>	<b>43 547</b>
Provozní náklady	-32 889	-31 533	-31 566	-29 874	-27 699	-27 973	-28 207
<b>OIBDA</b>	<b>27 380</b>	<b>21 792</b>	<b>19 782</b>	<b>18 477</b>	<b>16 834</b>	<b>16 256</b>	<b>15 625</b>
Odpisy	-11 876	-11 651	-11 437	-10 966	-10 982	-10 418	-10 671
EBIT	15 504	10 141	8 345	7 511	5 852	5 838	4 955
EBT	15 389	10 010	8 157	7 336	5 732	5 769	4 884
<b>Čistý zisk</b>	<b>12 351</b>	<b>8 686</b>	<b>6 776</b>	<b>5 767</b>	<b>4 611</b>	<b>4 673</b>	<b>3 956</b>

Zdroj: Telefónica CR, Cyrrus, a.s.

Základní ukazatele hodpodáření	2010	2011	2012	2013e	2014f	2015f	2016f
EPS	38,35	26,97	21,04	17,91	14,32	14,51	12,28
Dividenda	40	40	40	30	18	15	15
EBITDA marže	49,2%	41,5%	39,1%	39,0%	38,0%	37,0%	35,9%
EBIT marže	27,9%	19,3%	16,5%	15,9%	13,2%	13,3%	11,4%
NI marže	22,2%	16,6%	13,4%	12,2%	10,4%	10,6%	9,1%
ROE	16,8%	12,2%	10,5%	10,0%	8,5%	8,7%	7,4%
ROIC	16,3%	12,2%	10,9%	10,4%	8,3%	8,3%	7,2%
ROA	16,7%	11,2%	10,0%	9,9%	8,1%	8,1%	6,9%
Čistý dluh	-1 774	-3 226	600	1 213	6 672	1 978	-2 075
Čistý dluh / VK	-2,4%	-4,7%	1,0%	2,2%	12,5%	3,7%	-3,9%
Dluh / Assets	21,1%	22,3%	23,5%	25,2%	24,5%	24,4%	24,5%
P/E	7,8	11,1	14,3	16,8	21,0	20,7	24,4
P/S	1,7	1,8	1,9	2,0	2,2	2,2	2,2
P/BV	1,3	1,4	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8
EV/EBITDA	2,6	3,0	3,1	3,0	3,6	3,4	3,3

Zdroj: Telefónica CR, Cyrrus, a.s.



**Analytické oddělení:**

Marek Hatlapatka	Brno	<a href="mailto:hatlapatka@cyrrus.cz">hatlapatka@cyrrus.cz</a>	Investiční strategie, ČEZ, NWR
Jiří Šimara	Brno	<a href="mailto:simara@cyrrus.cz">simara@cyrrus.cz</a>	Utility, automobilky, ocelárny, těžba
Tomáš Menčík, CFA	Brno	<a href="mailto:mencik@cyrrus.cz">mencik@cyrrus.cz</a>	Banky, technologie, telekomy, komodity

**Trading & Sales:**

Dušan Jilčík	Brno	<a href="mailto:jilcik@cyrrus.cz">jilcik@cyrrus.cz</a>
Kamil Kricner	Praha	<a href="mailto:kricner@cyrrus.cz">kricner@cyrrus.cz</a>

**Corporate finance:**

Tomáš Kunčický	Brno	<a href="mailto:kuncicky@cyrrus.cz">kuncicky@cyrrus.cz</a>
Jiří Běhal	Brno	<a href="mailto:behal@cyrrus.cz">behal@cyrrus.cz</a>

**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