

# TELEFÓNICA O2 CZECH REPUBLIC, a. s.

## ČESKÉ VOLÁNÍ POD ŠPANĚLSKOU ÚSTŘEDNOU

Ing. Ondřej Moravanský  
analytik  
moravansky@cyrrus.cz

3. 12. 2007

**Cílová cena: 654 Kč**  
**Doporučení: koupit**

### Základní informace

Datum	3. 12. 2007
Posled. záv. kurz	542 Kč
Vydaných akcií	32 089 890 ks
Tržní kapitalizace	175 mld. Kč
Free-float	30,60%
52 týdenní max.	627,50 Kč
52 týdenní min.	467,20 Kč
Beta	0,89
Podíl v PX	14,97 %

Zdroj: Telefónica O2, Bloomberg

### Akcionářská struktura

Telefónica S.A.	69,4 %
Ostatní	30,6 %

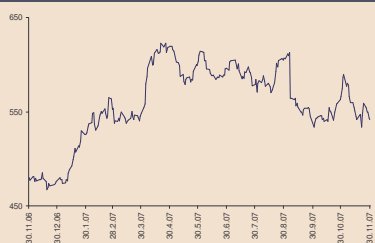
Zdroj: Telefónica O2

### Poměrové ukazatele 2006

ROA	9,2%
ROE	8,7%
Dluh/vl. kapitál	33%
EPS	24,9 Kč
DPS	50 Kč
BVPS	2,9 Kč

Zdroj: Telefónica O2, Cyrrus

### Vývoj kurzu akcie



Zdroj: Bloomberg

Společnost Telefónica O2 Czech Republic, a.s. je jediný integrovaný telekomunikační operátor v České republice, poskytující jak služby pevných linek tak služby mobilní sítě. Je vedoucím poskytovatelem pevných linek a s tržním podílem cca 40% jedním ze dvou největších mobilních operátorů. Od února 2007 provozuje Telefónica mobilní síť také na Slovensku. Telefónica O2 Czech Republic má několik dceřiných společností, které pokrývají některé z jejich činností, např. datové přenosy, firemní komunikační řešení (IT služby), poradenství, financování ostatních společností ve skupině. Provoz sítě a poskytování služeb na Slovensku pak zabezpečuje Telefónica O2 Slovakia s.r.o. Majoritním vlastníkem Telefónicy O2 Czech Republic je španělská nadnárodní telekomunikační skupina Telefónica O2 S.A., která drží 69,4% akcií. Zbývajících 30,6% je obchodováno na finančních trzích.

Hlavním oborem podnikání je tedy poskytování hlasových a datových služeb, výnosy každého z obou segmentů tvoří přibližně polovinu celkových výnosů. Na poli pevných linek dochází k poklesu výnosů z hovorného a poplatků, který je však postupně nahrazován rostoucími výnosy z internetového připojení, v mobilním segmentu pak výnosy vytrvale rostou, poslední dobou i díky pronikání na slovenský trh. Za poslední roky společnost navyšovala čistý zisk, a to zejména díky růstu výnosů z mobilního segmentu, výnosy ze segmentu pevných linek dlouhodobě klesají, výsledky za 3. čtvrtletí 2007 však indikují zastavení tohoto trendu a mírné zvýšení výnosů i v pevném segmentu (o důvodech dále). Na růst provozních nákladů pak působí zejména rostoucí provoz sítě, kdy hlavní složkou jsou náklady na propojení hovorů do ostatních sítí, společnosti se však daří provozní náklady příliš nezvyšovat, mj. z důvodu poklesu personálních nákladů.

Do budoucna předpovídáme nárůst ziskovosti, tažený zejména nárůstem výnosů v mobilním segmentu, z důvodu neustále se zvyšujícího mobilního provozu. Nezanedbatelnou váhu bude mít také nárůst výnosů z pevného připojení k internetu pomocí technologie ADSL. Velmi rychle rostou výnosy poskytování IT služeb, ovšem prozatím nejsou složkou s významným vlivem. Společnost v posledních letech navyšovala vyplácené dividendy, ovšem díky výplatnímu poměru vysoko přes 100% je pravděpodobné, že se současný dividendový výnos cca 9% bude do budoucna snižovat, po zvýšení zisku pak může opět růst. Trvale by si však měl udržet výši pro investory atraktivní. Měřeno poměrovými ukazateli je společnost relativně drahá, lze to však ospravedlnit nízkým zadlužením a vysokým předpokládaným nárůstem zisku.

Na základě naší fundamentální analýzy jsme pomocí metody dividendového diskontního modelu (DDM) dospěli k ceně 609 Kč za akcii, jako výstup metody diskontovaného volného cash-flow k vlastnímu kapitálu (FCFE) vychází cílová cena 684 Kč na akcii. Váženým průměrem těchto dvou cen (kdy váhy jsme stanovili v poměru 0,4 DDM vs. 0,6 FCFE, z důvodu větší vypovídací schopnosti modelu FCFE) stanovujeme cílovou cenu akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic ve výši **654 Kč**, což znamená prémii vůči současné ceně ve výši 19%, s čehož vyplývá naše investiční doporučení "**koupit**".

**Tab. č. 1: Základní ukazatele Telefónica O2 Czech Republic**

	2006	2007e	2008f	2009f
P/E	22,0	18,9	16,7	14,7
P/BV	2,9	2,1	2,2	2,2
EPS (Kč)	24,9	26,4	31,0	35,8
ROA	9,2%	10,4%	12,8%	14,8%
ROE	6,6%	7,5%	9,3%	10,9%
Debt to Equity	33%	36%	38%	39%

Zdroj: Telefónica O2 Czech Republic, Cyrrus

**Bývalý Český Telecom a Eurotel byly privatizovány do rukou španělské telekomunikační skupiny Telefónica S.A.**

**Akcie společnosti si můžeme koupit v Praze nebo v Londýně...**

**...a sledovat jejich dividendový výnos.**

## Profil společnosti

Společnost Telefónica O2 Czech Republic, a.s. (dále "společnost") vznikla v roce 2006, sloučením provozovatele pevných telefonních linek známého jako bývalý Český Telecom, a.s. a jeho dceřiné společnosti, mobilního operátora Eurotel Praha, spol. s r.o. Tomuto sloučení předcházela privatizace státního podniku Český Telecom, kdy státní podíl 51,1% koupila v roce 2005 za 82,6 mld. Kč španělská telekomunikační skupina Telefónica S.A., jedna z největších telekomunikačních skupin na světě. Od tohoto sloučení tedy existuje Telefónica O2 Czech Republic jako jediný integrovaný telekomunikační operátor v České republice. Na domácím trhu jsou konkurenty Telefónicy O2 další mobilní operátoři, T-Mobile a Vodafone, v průběhu roku 2008 pak plánuje spuštění své mobilní sítě čtvrtý operátor Mobilkom, pod obchodní značkou U:fon. Na Slovensku jsou konkurenčními mobilními operátory Orange a T-Mobile, ten navíc provozuje i Slovenskou síť pevných linek. Sídlo společnosti Telefónica O2 Czech Republic se nachází v Praze. Telefónica O2 Czech Republic pak má několik dceřiných společností, které pokrývají některé z jejich činností, např. datové přenosy, poradenství, financování ostatních společností ve skupině, provoz sítě a služeb na Slovensku zabezpečuje dceřiná společnost Telefónica O2 Slovakia s.r.o.

Společnost vydala celkem 322 089 890 kmenových akcií ve jmenovité hodnotě 100 Kč, a jednu akcii se v hodnotě 1000 Kč (tato akcie byla dříve v majetku FNM a nesla speciální práva, po převodu na Telefónica S.A. již speciální práva nenesou). Ve vlastnictví mateřské společnosti Telefónica S.A. je celkem 69,4% akcií, zbývajících 30,6% je volně obchodováno na akciových trzích, tedy v držení institucionálních investorů nebo jednotlivců. Cena akcie činí 541,30 Kč Kč, celková tržní kapitalizace v současné době činí cca. 174 mld. Kč. Akcie společnosti jsou obchodovány na Burze cenných papírů Praha (zastoupení v indexu PX: 14,97%), v RM-Systému a na londýnské burze London Stock Exchange. Pro mateřskou společnost Telefónica S.A. je její dceřiná česká společnost (společně se Slovenskou) jedinou v regionu střední a východní Evropy, dále má Telefónica S.A. v Evropě zastoupení v Německu, ve Španělsku, ve Velké Británii a v Irsku, velmi silná je pak pozice v Jižní a Střední Americe. Měřeno počtem pevných linek společně s mobilními zákazníky zaujímá Telefónica O2 Czech Republic společně s Telefónica O2 Slovakia přibližně 4% zákazníků skupiny Telefónica S.A.

Za poslední roky vyplácí společnost dividendy s dividendovým výnosem cca 9%. Ze zisku roku 2005 to bylo 45Kč na akcii, ze zisku roku 2006 50 Kč na akcii. Do budoucna očekáváme mírný pokles dividendového výnosu (podrobněji dále), pro rok 2007 je očekáván výnos cca. 7,6% (při stávající ceně akcie).

Málokteré volání se vyhne síti  
Telefónica O2,...

...kromě volání pak také data a  
internet...

...který nabývá na významu jak  
v pevném tak mobilním segmentu.  
Počet telefonních přípojek však klesá.

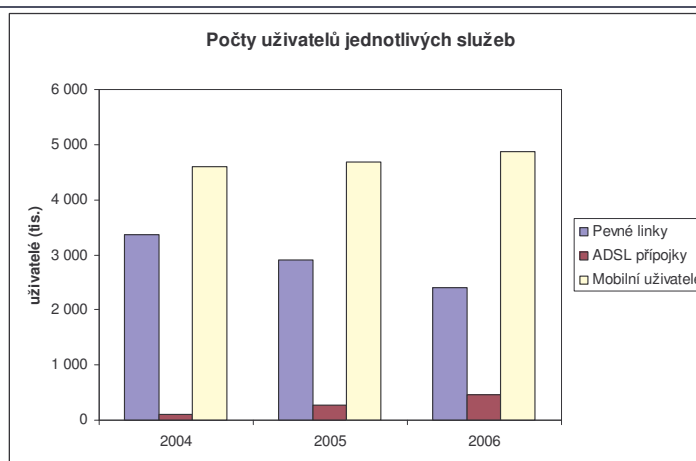
## Obchodní činnost

Telefónica O2 nabízí jako jediná společnost na českém trhu hlasové, datové a internetové služby jak v segmentu pevných linek tak v mobilním segmentu, v druhém pololetí roku 2006 se k těmto "tradičním" službám přidala i nabídka televize přes pevnou linku, IP TV (obchodní název O2 TV). Dalším, rostoucím, oborem poskytování služeb jsou informační řešení pro korporátní klientelu (IT služby).

Počet mobilních zákazníků v ČR činí (ke konci 3Q 2007) celkem 4 967 tis., z toho bylo 2 161 tis. smluvních tarifních zákazníků, zbývající počet 2 806 tis. zákazníků představovali uživatelé předplacených služeb. Pokračuje trend v poklesu zákazníků předplacených služeb a nárůstu tarifních zákazníků, který zabezpečuje zvyšování výnosů (neboť tarifní zákazníci obecně volají více a častěji než zákazníci předplacených služeb). Počet mobilních zákazníků na Slovensku se blíží 500 tis. Mobilní komunikace je provozována na platformě GSM. Vedle tradičních hlasových služeb provozuje společnost také tzv. služby s přidanou hodnotou, tj. posílání SMS, MMS a podobné služby, stále nabývá na významu poskytování mobilního připojení k internetu (GPRS, CDMA).

Počet pevných linek činí 2 135 tis., z čehož 545 tis. využívá kromě hlasových služeb i širokopásmové připojení k internetu pomocí pevných linek – ADSL, počet zákazníků používajících vytáčené připojení poklesl ve 3. čtvrtletí t.r. na 68 tis., (meziroční pokles o 62%). Počet zákazníků IP TV překonal na začátku listopadu hranici 60.000, služba IP TV nezahrnuje pouze prostý přenos TV signálu, ale i ostatní služby, např. videobanku, tedy interaktivní vysílání filmů na přání, nebo specializované zábavní nebo sportovní kanály. V posledních letech docházelo k poklesu počtu uživatelů pevných linek (řádově stovky tisíc za rok), tento pokles pak v současné době zpomaluje, opět díky vzrůstající oblíbenosti připojení k internetu přes pevnou linku pomocí ADSL. Do budoucna pak předpokládáme že tento pokles ustane a počet pevných linek se ustálí na přibližně konstantní úrovni.

Graf č. 1: Počty uživatelů jednotlivých služeb (v tis.)



Zdroj: Telefónica O2 Czech Republic

**Provoz sítě roste nejen u nás...**

**...ale od února 2007 i v nové síti na Slovensku...**

**...ruku v ruce s rozvojem jde i nárůst výnosu společnosti. Vzhledem k budování sítí však i náklady.**

**Doma má Telefónica O2 hodně konkurentů...**

Za poslední období docházelo k potvrzování stávajících trendů v pevných i mobilních telekomunikacích. V oblasti mobilních komunikací se společnosti daří motivovat zákazníky k přechodu od předplacených služeb ke smluvním tarifům, za 3Q 2007 činil nárůst tarifních zákazníků meziročně 21%. Tento přesun má pozitivní vliv na zvyšování průměrného výnosu na jednoho zákazníka (ARPU<sup>1</sup>). Zvýšil se také počet odchozích hovorů, a to přibližně o 22% meziročně, počet minut hovoru na jednoho zákazníka vzrostl o 15%.

Aktivity na Slovensku po spuštění služeb února t.r., pokračovaly investicemi do telekomunikační infrastruktury (kdy se zvýšilo pokrytí na 34% populace), byly zavedeny fakturační systémy a call centrum. Telefónica O2 Slovakia získala přibližně 500 tis. zákazníků. Původně nabízela společnosti na Slovensku jen předplacené karty, tarifní služby byly spuštěny až začátkem září, mj. z toho vyplývá, že většina zákazníků TO2 Slovakia využívá její SIM-kartu jako svoji druhou (řekněme záložní), cílem TO2 Slovakia je tedy stejně jako v ČR zvýšit poměr tarifních zákazníků na úkor počtu zákazníků předplacených karet, což zvýší provoz a výnosy z poskytování služeb.

Výnosy (za celou skupinu) za 9 měsíců roku 2007 narostly společností meziročně o 3,3%, na tomto nárůstu měl hlavní podíl růst výnosů z mobilního segmentu 5,4%, výnosy v pevném segmentu narostly o 0,1%. Toto malé číslo naznačuje změnu dřívějšího trendu, kdy se společnosti daří pokles výnosů z hovorného a z poplatků z pevných linek způsobený klesající penetrací pevných postupně nahrazovat růstem výnosů z širokopásmového připojení přes pevnou linku. V mobilním segmentu rostly nevíce výnosy z pravidelných plateb a hovorného, následovány výnosy z mobilního internetu. Dalším segmentem kde došlo k výraznému nárůstu tržeb (o 242%) je poskytování IT služeb, tedy komplexních komunikačních řešení pro korporátní i státní klientelu, např. tzv. mobilní kanceláře. Na straně provozních nákladů, které za třetí kvartál meziročně vzrostly o 8,7% měly největší podíl na růstu náklady na propojení, nezanedbatelně rostly také náklady na marketing a prodej. Kapitálové náklady narostly meziročně o 14,4%, hlavně díky rozšiřování aktivit na Slovensku, tj. zejména rozšiřování pokrytí sítě.

## Situace na trhu

### Domácí trh

V provozování sítě pevných linek má společnost v ČR v podstatě monopolní postavení, toto však neplatí v oblasti poskytování hlasových služeb díky tzv. alternativním operátorům, stejná situace je i v poskytování připojení k internetu pomocí ADSL, kdy jsou na trhu další konkurenti, jimž Telefónica O2 pronajímá své sítě. Další konkurencí v oblasti hlasových služeb a pevném připojení k internetu jsou pak operátoři kabelové televize, jejichž sítě poskytování těchto služeb také umožňují. Pokud dříve operátoři kabelové televize začali konkurovat Telefónice O2 poskytováním hlasových služeb, nyní můžeme spíše říci že spuštěním služby IP TV začíná být konkurencí právě těmito operátorům. S trochou nadsázky se dá říci, že konkurentem Telefónicy O2 je každý, kdo se jakýmkoliv způsobem podílí na šíření či přenosu dat, hovorů či televizního signálu. V oblasti mobilních služeb jsou největší konkurencí zbývající tři operátoři (T-Mobile, Vodafone, U:fon od roku 2008). Telefónica O2 Czech Republic si drží přibližně 40% podíl na trhu, kdy T-Mobile má přibližně stejný podíl a třetí Vodafone zaujímá zbývajících cca 20%). V oblasti pevných linek, jak již bylo řečeno, pokračuje pokles penetrace domácností pevnými linkami z důvodů nahrazování pevných linek jinými formami propojení (např. kabelový operátor UPC), jednak ke ztrátám výnosů z důvodů konkurence alternativních operátorů pevných linek (např. GTS, Volný..). Za hlavní faktor hovořící v neprospěch pevných linek nepovažujeme ani tak ceny hovorného či nízké kvality služeb, jako spíše "nechvalně proslulé" paušální poplatky za pevnou linku společně s celkovým negativním náhledem na dříve monopolního operátora pevných linek a s tím spojený přechod k jakémukoliv jinému operátorovi.

<sup>1</sup> ARPU – Average Revenue Per User, průměrný výnos na jednoho zákazníka

...podobná je i situace na Slovensku.

Hlavní podíl na výnosech mají hlavně služby mobilní sítě, výnosy z hovorného z pevných linek však vytrvale klesají...

...jsou však nahrazovány výnosy z ADSL.

Mobilní trh je již relativně nasycen, ovšem stále vidíme možnosti k růstu, lepší růstové možnosti skýtá pevné připojení k internetu.

## Slovensko

Jak již bylo řečeno, své služby provozuje Telefónica O2 Slovakia přibližně tři čtvrtě roku, kdy získala přibližně 500 tisíc zákazníků. Zatím tak vytvoří významnou konkurenci dalším dvěma operátorům, kdy Orange má tržní podíl cca 52% a T-Mobile Slovensko cca 39%. Při slovenské populaci cca 5,5 mil. a stávajícím pokrytí 34% populace, při penetraci 109,1% to znamená pro Telefónicu přibližně 2,04 mil. potenciálních zákazníků, se svými nynějšími 500 tisíci zákazníky lze říci že v oblastech kde má pokrytí má "tržní podíl" cca 25%. Celkový reálný tržní podíl je pak přibližně 9%, při celkovém počtu 5,892 tis. slovenských uživatelů mobilních telefonů. Vzhledem k charakteristikám slovenské ekonomiky jeví se nám výhledová penetrace na možné úrovni cca 135%. Pokud by měla situace na slovenském trhu následovat příklad českého trhu (tj. na trh kde působili dva silní operátoři vstoupil třetí, který má nyní podíl kolem 20%), pak předpokládáme, že v horizontu 4-6 let může mít Telefónica O2 Slovakia přibližně 1,4 mil. zákazníků.

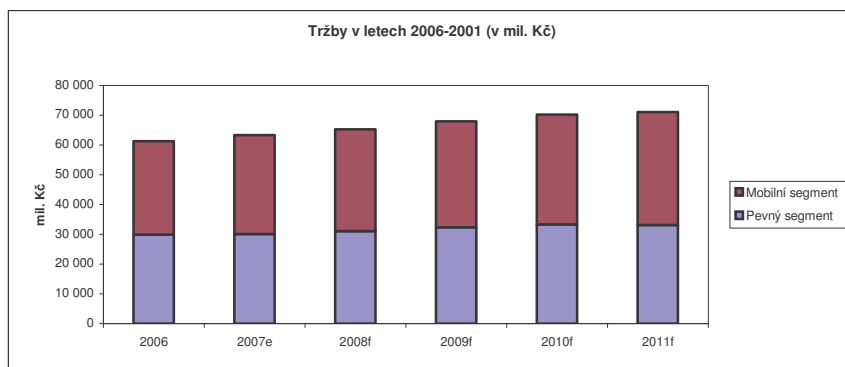
## Hospodaření společnosti

### Výnosy

Základní dva segmenty společnosti se o výnosy dělí přibližně stejný dílem. V pevném segmentu mají hlavní podíl na výnosech stále poplatky a poplatky za zřizování (cca 32%), podobnou část činí výnosy z hlasových služeb, tedy z hovorného a propojovacích poplatků, přibližně 15% pevných výnosů činí výnosy z internetového připojení, zejména pak z vysokorychlostního internetu. Podobný podíl na výnosech mají datové služby. IT služby pak tvoří relativně nejméně výraznou část výnosů z mobilního segmentu, ovšem výnosy z těchto služeb velmi rychle rostou (za 3Q 2007 meziročně o 242%). Výnosy z prodeje zařízení a ostatní výnosy jsou pak zastoupeny v řádu jednotek procent. V mobilním segmentu tvoří hlavní část tržeb (přes 90%) výnosy ze služeb, kdy výnosy z hlasových služeb tvoří cca 75% výnosů celého segmentu, kdy se do hlasových služeb započítávají výnosy z hovorného, z poplatků a z propojení. Podíl mezi 10 a 15 procenty na celkových mobilních výnosech činí tzv. služby s přidanou hodnotou (tj. SMS, MMS atd.). Výnosy z mobilního připojení k internetu mají podíl v řádu vyšších jednotek procent z celkových výnosů mobilního segmentu. Výnosy z internetového připojením jsou ve fixním segmentu asi o polovinu vyšší než v mobilním segmentu.

Do budoucna předpokládáme, nadále růst mobilního provozu, zejména díky rozvíjení aktivit na Slovensku a obecně díky vlivu růstu HDP na zvyšování využití telekomunikačních služeb. Díky vysoké penetraci mobilních telefonů v ČR (kolem 120%) nepředpokládáme nárůst výnosů z mobilní komunikace nad rámec celkového růstu ekonomiky. V segmentu pevných linek pak očekáváme nárůst výnosů tažený především nárůstem výnosů z širokopásmového připojení k internetu, které nadále může růst, jednak díky nárůstu provozu stávajících uživatelů, jednak vzhledem k relativně nízké penetraci populace vysokorychlostním internetem (1,08 mil. domácností využívá vysokorychlostní internet, celkem 2,135 mil. domácností je vybaveno pevnou linkou). Výrazně vyšší nárůsty výnosů pak očekáváme v sektoru šíření televizního signálu pomocí pevné linky, IP TV a pomocí poskytování IT služeb. Celkem tedy do budoucna předpokládáme průměrný růst výnosů z poskytování služeb ve výši průměrně přes 3% ročně, s tím, že v bližších letech bude tento růst vyšší a poté se bude snižovat.

**Graf č. 2: Tržby v letech 2006 až 2011 (v mil. Kč)**



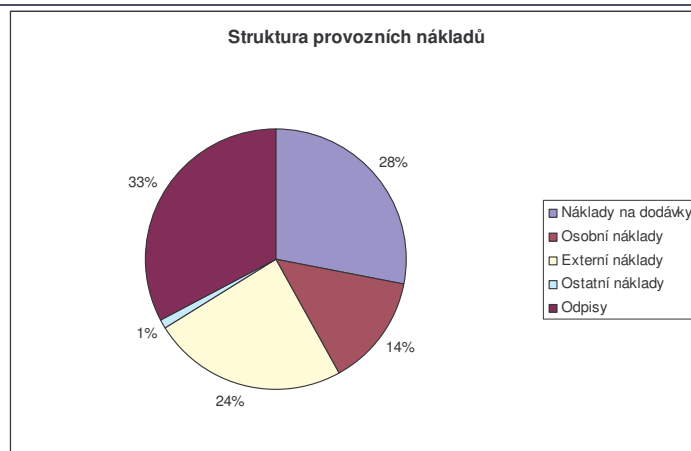
Zdroj: Telefónica O2 Czech Republic, odhad Cyrrus

**Provozní náklady a kapitálové výdaje**

Nejvíce provozních nákladů zaberou propojovací poplatky, podobně velké jsou odpisy...

Na straně provozních nákladů (bez odpisů) zauímají v celkovém objemu přes 34 mld. Kč (ke konci 2006) největší postavení náklady na dodávky (cca polovinu), tj. náklady na propojení, náklady na prodej zboží atd. O druhou polovinu nákladů se společně "starají" osobní náklady a náklady na externí služby. Přibližně 30% nákladů činí náklady na externí dodávky, mezi něž patří položky jako např. náklady na marketing, náklady na správu a údržbu sítí, náklady na elektrickou energii, údržbu budov či spotřebu materiálu. Osobní náklady činí cca 20 procent celkových provozních nákladů. Objem osobních nákladů se mírně zvyšuje, a to i přes to, že se celkový počet zaměstnanců Telefónica O2 Czech Republic snižuje (činí přibližně 9000 zaměstnanců). Tento pokles není vyrovnáván ani nárůstem počtu zaměstnanců ve slovenské Telefónica O2 Slovakia ani v ostatních dceřiných společnostech, společnosti se tedy snaží své personální náklady nezvyšovat. Odpisy, vykazované mimo provozní náklady, pak činí přibližně polovinu výše uvedených nákladů, tedy třetinu celkových provozních nákladů (něco přes 16 mld. Kč).

**Graf č. 3: Struktura provozních nákladů (ke konci roku 2006)**



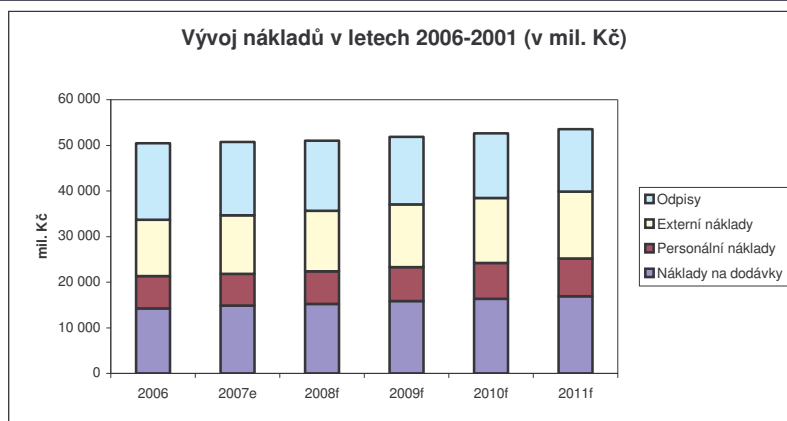
Zdroj: Telefónica O2 Czech Republic

Do budoucna očekáváme průměrný nárůst provozních výdajů (bez odpisů) ve výši přibližně 4% ročně zejména v souvislosti z rozšiřováním sítě na Slovensku (a s tím souvisejícími provozními náklady sítě, ale také náklady na marketing atd.). Ze stejných důvodů rostou nákladové položky jako náklady na propojení do ostatních sítí, včetně roamingu.

Na Slovensku se sítě budují, v České republice zlepšují...

V oblasti kapitálových výdajů očekává Telefónica pro rok 2007 jejich celkovou výši mírně pod 9 mld. Kč, kdy "tahounem" této částky je rozvoj sítě a služeb na Slovensku. V České republice je hlavní důraz kladen na rozvoj a zvyšování kapacity mobilní sítě, zvyšování rychlosti ADSL a upgrade informačních systémů. Celkově činí kapitálové výdaje přibližně 18 procent celkových tržeb (za rok 2006), do budoucna předpokládáme tento podíl cca kolem 15 procent (kap. výdaje/ tržby). Očekáváme, že objem investic do budování sítě na Slovensku bude vzhledem k nárůstu pokrytí relativně stoupat, protože předpokládáme, že stávající pokrytí je koncentrováno do oblastí s větším počtem obyvatel, proto další pokrytí bude nákladnější, vzhledem k rozmístění zbývající části slovenské populace spíše v hornatějším prostředí. Jinými slovy, náklady na každé další procento pokrytí se budou zvyšovat. V nejbližších letech se tedy bude zvyšovat i částka odpisů, poté bude následovat snižování této částky.

Graf č. 4: Náklady v letech 2006 až 2011 (v mil. Kč)



Zdroj: Telefónica O2 Czech Republic, odhad Cyrrus

### Zisk

Zisk dělá akcionářům radost...

Čistý zisk se za poslední roky neustále zvyšuje, za rok 2005 narostl o 9%, za rok 2006 o 28%, kdy činil 8,02 mld. Kč, pro rok 2007 společnost sice plán zisku neuvádí, nicméně očekává nárůst tržeb o 1-3%. Za 9 měsíců roku 2007 činil nárůst provozního zisku cca 11%, což dává příznivý výhled na celoroční výsledky. I přes rostoucí výnosy však mírně klesl provozní zisk před odpisy a amortizací, OIBDA<sup>2</sup>, a to o 3,3%, čímž se také snížila OIBDA marže o cca 3,1 p.b. na 45.8%. Díky výše uvedeným trendům ve vývoji výnosů z podnikání a provozních nákladů odhadujeme v naší predikci do budoucna pro příští roky nárůst zisku v průměru přibližně 10,5% ročně.

...dividendy také, i když předpokládáme pokles, ovšem pouze krátkodobý.

Dále předpokládáme zachování stávající hodnoty či mírný pokles dividendového výnosu na jednu akcii způsobený tím, že v minulých letech byly dividendy vypláceny nejen ze zisku daného roku, ale i ze zisku minulých období (přibližně v poměru 1:1), rozvahová položka zisku z minulých období se však snižuje, proto dále předpokládáme nižší či nulové čerpání z tohoto zdroje. Vzhledem k očekávanému zvyšování zisku však po tomto poklesu předpokládáme opět nárůst objemu vyplácených dividend, a to přibližně v letech 2009-2010.

<sup>2</sup> OIBDA – Operating Income Before Depreciation and Amortization

**Graf č. 5 Čistý a provozní zisk v letech 2007 až 2011 (v mil. Kč)**



Zdroj: odhad Cyrrus

**Za zisk i ziskovost se Telefónica O2 nemusí stydět, poměrové ukazatele jsou ovlivněny minulými událostmi...**

Telefónica O2 dosahuje marže čistého zisku (v roce 2006) přibližně 13%, tento ukazatel se za poslední roky zvyšoval a i do budoucna díky rostoucímu zisku přepokládáme jeho nárůst. Společnost dosahuje relativně malých hodnot ukazatelů rentability, kdy ROA dosahuje 9,22% a ROE 8,74%. Toto lze vysvětlit jednak vysokou účetní hodnotou hmotného a nehmotného majetku společnosti (který však za poslední roky klesá o více než deset procent ročně), jednak vysokou účetní hodnotou vlastního kapitálu (díky nevyplacenému zisku), která je však postupně snižována vyplácením dividend z nerozděleného zisku. Z důvodu předpokládaného nárůstu zisku a ziskovosti pak také očekáváme zlepšení obou ukazatelů rentability.

## Budoucí výhled

**Sítě jsou téměř všude...**

Rozhodujícím faktorem pro nárůst počtu zákazníků hlasových a datových služeb na českém i slovenském trhu bude zejména cenová politika a kvalita poskytovaných služeb v porovnání s konkurencí (zejména pak rychlost připojení k internetu). Obchodní konkurenční výhodu Telefónicy O2 v České republice spatřujeme zejména v tom, že nabízí zákazníkům balíčky služeb, kdy kombinuje výhody jak své pevné tak mobilní sítě. Další budoucí možnosti rozvoje podnikání a nárůstu výnosů společnosti vidíme v rozvíjející se službě O2 TV, rychle rostou výnosy také v oblasti IT řešení. Klienty této služby jsou jak komerční firmy, tak orgány státní správy.

**...ale pořád jich ještě může přibývat...**

Penetrace mobilními telefony v ČR činí přibližně 120%, což ČR řadí na 5. místo v Evropě, nejvíce uživatelů mobilního telefonu v přepočtu na 100 obyvatel má Lucembursko, se svými 150% (údaje ke konci 2006). Z rozdílu v ekonomické úrovni ČR a Lucemburska odhadujeme že v budoucnu je reálná penetrace v ČR na úrovni cca 140-145%. Při zachování stávajícího podílu jednotlivých operátorů to znamená, že v příštích letech by mohl počet mobilních zákazníků Telefónicy O2 vzrůst celkově ještě přibližně o 10% oproti stávajícímu stavu.

**...protože budou stále zapotřebí.**

Zajímavým trendem je placená reklama na mobilních telefonech (tj. zákazník si nechává od operátora platit či poskytovat slevy za to, že si nechá na svůj telefon zasílat reklamní sdělení), zákazníci některých západoevropských operátorů o tuto službu zatím projevívali nebyvalý zájem, ovšem tato služba ještě nebyla nikde naplno spuštěna. Jistý nárůst zájmu o internetové připojení (spíše pevné) můžeme očekávat například v souvislosti s postupnou "elektronizací" státní správy. Obecně vzato jsou telekomunikace odvětvím, které roste vzhledem ke svému "obslužnému" charakteru společně s růstem ekonomiky jako celku, popř. s růstem životní úrovně obyvatel. Toto se naplňuje například v mobilní komunikaci, na poli připojení internetu však ještě stále můžeme očekávat nárůst z důvodu rostoucí penetrace, jelikož v budoucnu se velmi pravděpodobně internet stane nedílnou součástí běžné domácnosti (v současné době je dle ČSÚ internetem vybaveno 27% českých domácností, vysokorychlostním internetem pak pouze 15% domácností). V oblasti pevného připojení k internetu předpokládáme zájem spíše ze strany podniků, které využívají internet pro výkon své činnosti, naopak poptávku po mobilním připojení k internetu předpokládáme spíše ze strany soukromých osob. Výhodou celého telekomunikačního odvětví je pak to, že jej zákazníci využívají z mnoha různých důvodů, jak v práci, tak ve volném čase, což přispívá k jeho defenzivnímu, proticyklickému, charakteru.



**Zatím není jasno o případné expanzi.**

Vzhledem k příznivému ekonomickému výhledu je možné že po stabilizaci rozvoje na Slovensku se mateřská skupina Telefónica S.A. začne poohlížet po vstupu na některý další východoevropský trh. Domácí trh již možnosti k dalšímu výraznému růstu příliš neskýtá. Je však otázkou, zda by případná akvizice některého z operátorů v jiných zemích regionu byla provedena ze strany mateřské společnosti Telefónica S.A., nebo zda by byla založena další dceřiná společnost začleněna pod Telefónicu O2 Czech Republic. Tato druhá možnost zdá se méně pravděpodobná, neboť zvyklostí skupiny je mít v každé zemi svoji pobočku spadající přímo pod mateřský koncern, model použitý pro Telefónicu O2 Slovakia byl pravděpodobně použit pouze z důvodu kulturní a ekonomické blízkosti ČR a Slovenska. Jinou otázkou je pak to, zda by se případný vstup na další trhy odehrál akvizicí již existujícího operátora, nebo (jako v případě Slovenska) budováním zcela nové sítě. V současné době však nejsou k dispozici žádné informace o jakékoliv případné akvizici či vstupu na další trh.

Výhodou v zavádění nových technologií je již existující rozvinutá síť, dá se tedy říci, že Telefónica bude moci v budoucnosti nabídnout jakoukoliv službu, ke které je potřeba datová přenosová soustava. Jelikož telekomunikace v současné době nemají víceméně žádný substitut, považujeme perspektivu celého odvětví za dobrou. Konkurenceschopnost telekomunikačních společností se tak bude odvíjet zejména od nabídky jejich služeb.

## Rizika

### Finanční rizika

Vzhledem ke stávajícímu nízkému poměru dluhu k vlastnímu kapitálu a k tomu že společnost je sama schopna generovat dostatečné cash-flow, nespátřujeme v problematice zadlužení výraznější riziko ani v současné době, ani do budoucnosti, výši zadlužení předpokládáme do budoucna bez výraznějších změn. Podobně nevýrazné předpokládáme riziko vystavení společnosti kurzovým změnám. V souvislosti s rozvojem sítě na Slovensku bude v budoucnu narůstat na významu směnný kurz české a slovenské koruny, kde však nepředpokládáme výraznější fluktuace.

### Regulační rizika

Vliv na hospodaření společnosti mají a budou mít rozhodnutí správních orgánů, jak v ČR a na Slovensku (Český telekomunikační úřad a Telekomunikačný úřad Slovenskej republiky) tak EU, ohledně regulace trhu telekomunikací, např. v podobě regulace cen za roaming, nebo regulace cen propojovacích poplatků. Vzhledem k tomu, že Telefónica O2 je společností se značnou tržní silou v oblasti pevných linek, již teď její hospodaření pod vlivem rozhodnutí ČTÚ. Významně by se mohla společnosti dotknout nedávno oznámená aktivita Evropské unie, která navrhuje funkčně oddělit provozování telekomunikačních sítí od poskytování telekomunikačních služeb, vzhledem k tomu že Telefónica O2 Czech Republic je i operátorem pevných linek, byl by dopad na její hospodaření docela významný, dlužno dodat že tento návrh se zatím setkává spíše s odporem a je tedy otázkou času zda a kdy vůbec bude implementován. Před několika dny na druhou stranu EU oznámila uvolnění rádiových pásem GSM i pro jiné druhy služeb, což by v dlouhodobém horizontu mělo přispět k významnému snižování nákladů na rozšiřování sítí a zavádění nových technologií. Vzhledem ke stabilitě regionu střední Evropy neuvažujeme žádná politická rizika, např. zestátnění apod.

### Další rizika

Dalšími možnými riziky jsou například rizika přírodních živlů, které mohou například poškodit zařízení sítí, rizika technických výpadků, případně rizika narušení přenosu signálu či poškození zařízení vlivem zvýšené geomagnetické aktivity Slunce. Tato rizika však považujeme za okrajová a nevýznamná.

**Finanční rizika nepovažujeme za významná...**

**...ovlivnit celé odvětví by však mohla Evropská unie...**

**...nebo také příroda.**

Jaká je tedy vnitřní hodnota akcie?

## Stanovení hodnoty akcie

Ke stanovení hodnoty akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic byly použity dva modely, model diskontovaného volného cash-flow k vlastnímu kapitálu (FCFE) a dividendový diskontní model (DDM)

**Tab. č. 2 Předpoklady modelů DDM a FCFE**

Beta	0,89
Bezriziková sazba	4,63%
Riziková prémie	5,50%
Růst reálného HDP	3,50%
Růst inflace	2,50%
Diskontní faktor	9,52%

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

### Dividendový diskontní model (DDM)

V dividendovém diskontním modelu jsme na základě dříve uvedených faktorů předpokládali mírné snížení vyplácené dividendy, tedy snižování dividendového výnosu. Později však předpokládáme opět nárůst. Hodnota akcie měřená tímto modelem byla stanovena ve výši **609 Kč**

**Tab. č. 3: Dividendový diskontní model (v Kč na akcii)**

	2007e	2008f	2009f	2010f	2011f	2012+f
Dividenda	45,0	37,0	40,0	45,0	45,0	703,8
Diskontovaná dividendy	41,1	30,8	30,4	31,3	28,6	446,6
<b>NPV na akcii</b>	<b>609</b>					

Zdroj: Cyrrus

### Model FCFE (Free Cash Flow to Equity)

Metoda volného cash-flow k vlastnímu kapitálu zohledňuje budoucí peněžní toky, vztahující se k vlastnímu kapitálu, pomocí této metody byla cílová cena stanovena ve výši **684 Kč**.

**Tab. č. 4: Model volného cash-flow k vl. kapitálu (v Kč na akcii)**

	2007e	2008f	2009f	2010f	2011f	2012+f
Čistý zisk	26,4	31,0	35,8	39,4	39,7	42,4
Odpisy	49,8	47,7	46,0	44,2	42,5	36,8
Δ prac. k.	0,7	0,2	0,9	0,9	1,0	1,0
Investice	27,4	27,3	25,5	25,5	25,5	25,5
Splátky dluhu	-0,5	-19,2	-0,5	-0,5	-0,5	-7,1
Nový dluh	0,0	18,6	0,0	0,0	0,0	-0,8
Cash-flow	47,5	50,6	54,9	56,7	55,3	759,8
Disk. cash-flow	43,4	42,2	41,8	39,4	35,1	482,1
<b>NPV na akcii</b>	<b>684</b>					

Zdroj: Cyrrus

Podle dividendového výnosu 609 Kč...

...podle volného cash-flow k vlastnímu kapitálu 684 Kč.

Jak si stojí Telefónica v porovnání se svými evropskými kolegy?

## Oborové srovnání

Jako doplnění k ocenění společnosti pomocí metod diskontovaného cash-flow a dividendového diskontního modelu uvádíme ještě srovnávací analýzu firem v oboru telekomunikací z pohledu poměrových ukazatelů tržního ocenění. Pro porovnání jsme zvolili peer-group sestávající ze společností vybraných dle následujících kritérií:

- Telekomunikační operátor provozující jak pevné tak mobilní sítě,
- působící v regionu střední a východní Evropa,
- jehož akcie jsou volně obchodovány na akciových trzích.

Na základě těchto kritérií byly vybrány společnosti zobrazené v tabulce:

**Tab. č. 5: Společnosti v peer-group**

Název	Stát	Mcap (mil. EUR)	Free-float (%)	Počet zákazníků (2006)	Tržby (2006) (tis. EUR)
Telefónica 02 Czech Republic	ČR	6 679	30,6	7,6 mil.	2 324
Tekomunikacja Polska, S.A.	Polsko	8 522	33,2	22,6 mil.	5 107
Magyar Telecom Nyrt.	Maďarsko	3 707	40,8	9,1 mil.	2 637
Telekom Austria Group	Rakousko	10 000	72,6	12,9 mil.	4 819
Eesti Telekom	Estonsko	996	13,6	1,06 mil.	369
T-Hrvatski Telekom	Chorvatsko	3 785	32,5	3,8 mil.	1 204

Zdroj: jednotlivé společnosti, Bloomberg

### Krátké profily jednotlivých společností

Oproti polské společnosti TPSA operuje na menším trhu...

**Telekomunikacja Polska (TPSA)**, působí na polském trhu (cca 39 mil. obyvatel, největší trh ze srovnávané skupiny), provozuje přes 10 mil. pevných linek a má přes 12,5 mil. mobilních uživatelů, což představuje přibližně třetinový podíl na mobilním trhu (ke konci roku 2006). Společnosti patří do skupiny France Telecom, který drží 47,5% akcií. Pro polský trh je charakteristické, že zde má silný vliv místní telekomunikační regulátor, další charakteristikou polského trhu je to, že jeho penetrace mobilními telefony ještě nedosahuje 100%, na rozdíl např. od ČR.

...Maďaři zase mají pobočky ve více zemích...

**Magyar Telekom**, bývalý maďarský státní telecom, od roku 2005 patří do skupiny Deutsche Telekom, vedle trhu pevných linek má vedoucí tržní podíl i na mobilním trhu (cca 44%). Kromě maďarského trhu působí i v Černé Hoře a v Makedonii (v obou zemích na pevném i mobilním trhu). Dividendový výnos Magyar Telekomu se za poslední roky drží přibližně v úrovni 7%. Co do provozních charakteristik je maďarský trh srovnatelný s českým, klesá počet uživatelů pevných linek a stoupají výnosy z mobilního segmentu a z připojení k internetu.

...rakouský Telekom se zase potýká s velkým zadlužením.

**Telekom Austria** je ve srovnávané skupině jediným zástupcem, který nepochází z bývalého východního bloku, na druhou stranu skupina zahrnuje dceřiné společnosti do tohoto bloku spadající. V Rakousku má přibližně 2,6 mil. pevných linek, a 3,63 mil. mobilních uživatelů, dále provozuje mobilní sítě v Bulharsku, Slovinsku, Chorvatsku a Lichtenštejnsku, v poslední době začíná působit v Srbsku a Makedonii. Růst na těchto trzích pak vyrovnává relativně stagnující výnosy z rakouského nasyceného trhu. Charakteristickým znakem Telekom Austria je vysoké zadlužení, kdy objem dluhu výrazně přesahuje výši vlastního kapitálu.

**Estonský trh je malý ale vyspělý...**

**...a chorvatský je zase silně regulován.**

**Podle poměrových ukazatelů není akcie Telefónicy O2 zrovna nejlevnější...**

**...při podrobnějším pohledu však vidíme, že ukazatele jsou podloženy dobrými fundamentálními základy.**

**Eesti Telekom** je estonská telekomunikační skupina, která prostřednictvím společnosti Elion Enterprises poskytuje služby v oblasti pevné sítě, mobilní síť zajišťuje společnost AS EMT, která je zároveň největším estonským mobilním operátorem s tržním podílem cca 47%, kdy penetrace mobilními telefony činí přibližně 120%. Estonský telecom poslední roky udržuje či mírně zvyšuje svůj zisk, podobný vývoj sledují i vyplácené dividendy, které za rok 2006 byly nejvyšší v historii společnosti. Ze srovnávané skupiny je to společnost nejmenší, ovšem estonský telekomunikační trh je z hlediska nabízených technologií a služeb zcela srovnatelný s vyspělými trhy západní Evropy, mj. díky vazbám estonského hospodářství na skandinávské ekonomiky.

Chorvatská společnost **T-Hrvatski Telekom**, patří stejně jako maďarský Telekom do skupiny Deutsche Telekom. Chorvatský telekomunikační trh je pod relativně silným vlivem místního telekomunikačního regulátora, který v poslední době učinil různá opatření pro zvýšení konkurence na telekomunikačním trhu, např. stoupl počet fungujících operátorů pevných linek na celkových sedm, na mobilním trhu pak přibyl jeden operátor, takže nyní mají Hrvatske Telekomunikacije dva konkurenty. Stále však drží tržní podíl kolem 50%. Ovšem poslední dobou silící konkurence tlačí na pokles cen služeb.

## Srovnání dle poměrových ukazatelů

Srovnání bylo provedeno na základě tří poměrových ukazatelů tržního ocenění, P/E, P/BV a EV/EBITDA, a podle ukazatele dividendového výnosu. Uvedené vážené průměry jsou váženy dle výše uvedené tržní kapitalizace jednotlivých společností.

Jak vidíme z níže uvedené tabulky, ze srovnání v podle ukazatele P/E (tedy poměr ceny akcie k čistému zisku na akcii) vychází Telefónica O2 Czech Republic z porovnání vzhledem k ostatním společnostem jako relativně nejdražší, kdy téměř o 32% překračuje průměrnou hodnotu P/E 2006 v celém odvětví. I když hodnota tohoto ukazatele by se měla do budoucna přibližovat průměru skupiny, bude i v roce 2009 Telefónica O2 relativně nejdražší, tuto prémii lze vysvětlit několika důvody, jednak vysokým dividendovým výnosem v minulých letech, jednak nízkou zadlužeností, a tedy sníženou rizikovostí, ovšem hlavně vysokým předpokládaným růstem zisku na akcii. Dle ukazatele P/BV (tedy poměr ceny akcie k účetní hodnotě vlastního kapitálu na akcii), vychází Telefónica O2 také s nadprůměrným výsledkem, ovšem v budoucích letech tento ukazatel klesne pod úroveň váženého průměru skupiny. To implikuje předpokládaný budoucí nárůst hodnoty vlastního kapitálu, z důvodu poklesu payout ratio pod 100% a očekávané budoucí vysoké ziskovosti. Vývoj tohoto ukazatele souvisí s tím, že v minulých letech Telefónica O2 vyplácela dividendy z velké části ze zadrženého zisku (payout ratio se pohybovalo i kolem 200%), což je jev dlouhodobě neudržitelný, kdy pokles ukazatele P/BV odpovídá budoucímu výhledu, kdy je očekáván pokles vyplácené dividendy na jednu akcii. Budoucí diskont P/BV je pak důsledkem relativně nízké hodnoty ROE. Podobně je na tom ukazatel EV/EBITDA (tj. tržní kapitalizace + úročený dluh – hotovost, to celé poměřeno k provoznímu zisku), kdy se prémie v čase snižuje až na přibližně průměrnou úroveň v roce 2009.

**Tab. č. 6: Poměrové ukazatele tržního ocenění**

P/E	2006	2007e	2008f	2009f
<i>Telefónica O2 Czech Republic</i>	21,97	18,94	16,72	14,73
Tekomunikacja Polska, S.A.	14,88	14,37	13,86	12,66
Magyar Telecom Nyrt.	12,35	12,30	11,25	10,54
Telekom Austria Group	17,96	17,38	15,16	12,97
Eestitelemek	11,83	10,57	10,15	10,08
T-Hrvatski Telekom	13,61	10,61	11,56	11,70
<b>Vážený průměr</b>	<b>16,68</b>	<b>15,40</b>	<b>14,16</b>	<b>12,74</b>

*prémie/diskont* 31,69% 22,99% 18,13% 15,55%

P/BV	2006	2007e	2008e	2009e
<i>Telefónica O2 Czech Republic</i>	2,86	2,14	2,23	2,17
Tekomunikacja Polska, S.A.	1,72	1,81	1,82	1,74
Magyar Telecom Nyrt.	1,59	1,82	1,72	1,73
Telekom Austria Group	2,79	3,25	3,05	3,03
Eestitelemek	3,78	3,65	3,58	3,66
T-Hrvatski Telekom	2,01	2,13	2,06	1,97
<b>Vážený průměr</b>	<b>2,34</b>	<b>2,40</b>	<b>2,33</b>	<b>2,29</b>

*prémie/diskont* 22,13% -10,53% -4,65% -5,20%

EV/EBITDA	2006	2007e	2008e	2009e
<i>Telefónica O2 Czech Republic</i>	5,87	6,03	5,96	5,83
Tekomunikacja Polska, S.A.	4,62	4,93	4,99	5,11
Magyar Telecom Nyrt.	4,55	4,66	4,50	4,48
Telekom Austria Group	5,25	6,75	6,29	6,13
Eestitelemek	7,08	6,48	6,19	6,04
T-Hrvatski Telekom	6,31	6,30	6,40	6,60
<b>Vážený průměr</b>	<b>5,31</b>	<b>5,86</b>	<b>5,71</b>	<b>5,68</b>

*prémie/diskont* 10,55% 2,91% 4,37% 2,65%

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Pokud porovnáme dividendový výnos všech společností, vychází nám Telefónica O2 Czech Republic za rok 2006 jako pro investory nejatraktivnější, vzhledem k dříve uvedenému předpokladu vývoje výše dividend však v tomto ukazateli očekáváme pokles směrem k průměru porovnávané skupiny. Navíc, průměr skupiny je snižován rakouským Telekom Austria, který čelí významnému zadlužení (poměr dluhu k vl. kapitálu činí 168%), proto jeho vyplácená dividenda není plnohodnotně srovnatelná s ostatními společnostmi, čímž významně snižuje průměrný dividendový výnos celé skupiny.

**Tab. č. 7: Dividendový výnos srovnávaných společností**

	2006	2007e	2008e
<i>Telefónica O2 Czech Republic</i>	8,95	7,63	6,89
Tekomunikacja Polska, S.A.	6,33	7,62	7,69
Magyar Telecom Nyrt.	7,87	8,16	8,72
Telekom Austria Group	3,66	3,70	4,11
Eestitelemek	8,40	9,37	10,03
T-Hrvatski Telekom	n/a	6,73	6,18
<b>Vážený průměr</b>	<b>6,27</b>	<b>6,46</b>	<b>6,48</b>

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg

**Dividendový výnos nad průměrem, ovšem očekáváme mírné zmenšení.**

Ukazatele rentability jsou sice pod průměrem, ale očekáváme zlepšení.

Celkově tedy vidíme, že v současné době je Telefónica O2 Czech Republic vzhledem k porovnávání skupině relativně drahým titulem, ovšem lze to vysvětlit jak výše uvedeno jednak nízkým zadlužením a z toho vyplývající nízkou rizikovostí investice, dále vysokým nárůstem zisku na akcii v budoucích letech a zejména též vysokým dividendovým výnosem z akcie. Tento sice bude do budoucna klesat, ovšem pořád bude oproti některým ostatním odvětvím pro investory atraktivním, neboť telekomunikační společnosti jsou tradičně dividendovými tituly. Tím pádem by se měly vylepšovat i ukazatele rentability ROE a ROA, které jsou v současnosti pod průměrem skupiny kdy o jejichž stavu a vývoji hovoříme výše.

Tab. č. 8: Provozní ukazatele srovnávaných společností (2006)

	ROA (%)	ROE (%)	NI margin (%)	CAGR EPS 2007-2009 (%)	Debt to Equity (%)
Telefónica O2 Czech Republic	9,2	6,6	13,1	10,8	33
Tekomunikacja Polska	9,9	11,8	11,3	4,4	80
Magyar Telecom Nyrt.	12,3	14,9	13,2	3,3	82
Telekom Austria Group	10,1	19,6	11,7	8,3	168
Eestitelekom	34,8	32,3	22,8	8,5	17
T-Hrvatski Telekom	14,6	15,5	23,4	6,7	22
<b>Vážený průměr</b>	<b>11,5</b>	<b>14,9</b>	<b>13,7</b>	<b>7,1</b>	<b>89</b>

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Ve společnosti Telefónica O2 Czech Republic vidíme do budoucna zajímavý růstový potenciál, proto na základě naší analýzy doporučujeme tento titul „koupit“, kdy cílovou cenu stanovujeme na 654 Kč.

## Doporučení

Jako výstup dividendového diskontovaného modelu vyšla cílová cena na 609 Kč, dle modelu diskontovaného volného cash-flow k vlastnímu jmění pak byla akcie společnosti oceněna na 684 Kč. Váženým průměrem těchto dvou cen, s váhami 4:6 (z důvodu systematického podhodnocení budoucího výnosu stanoveného metodou DDM a lepším zobrazením peněžních toků metodou FCFE) stanovujeme cílovou cenu akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic ve výši **654 Kč**, kdy tato hodnota převyšuje aktuální kurs o cca 19%. Na základě výše uvedené cílové ceny, s přihlédnutím k výstupům z naší srovnávací analýzy, zejména k nízkému zadlužení a vysokému předpokladu růstu zisku, doporučujeme tento titul "**koupit**".

## Výhledové finanční výkazy Telefónica O2 Czech Republic

### Tab. č. 9: Rozvaha

	2007e		2008f		2009f	
<b>Stálá aktiva</b>	93 559	85%	87 178	83%	80 590	76%
Hmotný a nehmotný maj.	93 165	85%	86 589	82%	79 975	76%
Ostatní	394	0%	589	1%	616	1%
<b>Oběžná aktiva</b>	16 456	15%	18 308	17%	24 772	24%
Peníze a ekvivalenty	6 909	6%	8 525	8%	14 417	14%
Pohledávky	8 598	8%	8 736	8%	9 308	9%
Zásoby	950	1%	1 048	1%	1 046	1%
Ostatní	0	0%	0	0%	0	0%
<b>Aktiva</b>	<b>110 016</b>	<b>100%</b>	<b>105 486</b>	<b>100%</b>	<b>105 362</b>	<b>100%</b>

<b>Vlastní kapitál</b>	80 865	74%	76 345	72%	75 965	72%
Základní kapitál	63 025	57%	63 025	60%	63 025	60%
Nerozdělený zisk	17 840	16%	13 320	13%	12 940	12%
<b>Dlouhodobé závazky</b>	15 789	14%	15 810	15%	15 849	15%
Úvěry a půjčky	8 989	8%	8 815	8%	8 641	8%
Ostatní	6 800	6%	6 995	7%	7 208	7%
<b>Krátkodobé závazky</b>	13 362	12%	13 331	13%	13 548	13%
<b>Pasiva</b>	<b>110 016</b>	<b>100%</b>	<b>105 486</b>	<b>100%</b>	<b>105 362</b>	<b>100%</b>

Zdroj: Cyrrus

### Tab. č. 10: Výkaz zisku a ztráty

	2007e		2008f		2009f	
<b>Tržby</b>	<b>63 312</b>	<b>100%</b>	<b>65 315</b>	<b>100%</b>	<b>67 944</b>	<b>100%</b>
Provozní náklady	35 178	56%	36 135	55%	37 540	55%
Odpisy	15 852	25%	15 376	24%	14 814	22%
<b>EBIT</b>	<b>11 877</b>	<b>19%</b>	<b>13 804</b>	<b>21%</b>	<b>15 590</b>	<b>23%</b>
EBT	11 580	18%	13 606	21%	15 739	23%
Daň	3 091	5%	3 632	6%	4 202	6%
<b>Čistý zisk</b>	<b>8 489</b>	<b>13%</b>	<b>9 974</b>	<b>15%</b>	<b>11 538</b>	<b>17%</b>

Zdroj: Cyrrus

### Tab. č. 11: Výkaz peněžních toků

	2007e	2008e	2009e
Počáteční zůstatek	7 422	6 909	8 525
Provozní cash-flow	24 602	25 084	26 184
Cash flow z investičních aktivit	-8 836	-8 800	-8 200
Cash flow z finančních aktivit	-16 279	-14 668	-12 091
Konečný stav	6 909	8 525	14 417

Zdroj: Cyrrus

## Analýzy

Jan Procházka	petrochemie, energetika, doprava	prochazka@cyrrus.cz
Marek Hatlapatka	Zahraníční trhy, energetika, banky	hatlapatka@cyrrus.cz
Karel Potměšil	Nemovitosti, farmacie	potmesil@cyrrus.cz
Lucie Kundrátová	Spotřební zboží	kundratova@cyrrus.cz
Ondřej Moravanský	Telekomunikace	moravansky@cyrrus.cz
Jan Lojda	Textilní průmysl	lojda@cyrrus.cz

## Trading & Sales

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

## Portfolio management

Ondřej Svoboda	Brno	svoboda@cyrrus.cz
Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz

## Corporate finance

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
----------------	------	--------------------

Upozornění: Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 (dále jen „společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. („BCPP“) a 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. Informace nelze považovat za návrh na koupi a/nebo prodej jakéhokoliv investičního nebo jiného instrumentu nebo výzvy, podnětu nebo návrh na uzavření smlouvy. 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.

Standardně jsou investiční doporučení vydávána jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je v investičním doporučení výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů. Bližší informace k délce investičního horizontu investičních doporučení a stupňům investičních doporučení naleznete na <http://www.cyrrus.cz>.

Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Společnost není tvůrcem trhu na žádné emisi, nicméně nevylučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCPP. Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy a vnitřní kontrolu, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Bližší informace o společnosti, službách a analytické výstupy je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

**Brno**  
 Veveří 111 (Platinum)  
 616 00 Brno  
 tel.: +420 538 705 711

**Praha**  
 Anděl Park – Vchod B  
 Radlická 14  
 150 00 Praha 5 Smíchov  
 tel.: + 420 221 592 361

**e-mail:** info@cyrrus.cz, cyrrus@cyrrus.cz  
**www:** www.cyrrus.cz