

TELEFÓNICA O2 CZECH REPUBLIC, a. s.

TELEKOMUNIKAČNÍ DEFENZIVA MÁ PROBLÉM S ÚTOKEM KRIZE

Ondřej Moravanský
analytik
moravansky@cyrrus.cz

20.8.2009

ZMĚNA CÍLOVÉ CENY ZMĚNA DOPORUČENÍ

Nová cílová cena: 500 Kč
Nové doporučení: „držet“

Předchozí cílová cena: 530 Kč
Předchozí doporučení: „koupit“

Základní informace

Poslední záv. kurz	479,4 Kč
Vydaných akcií	322 089 tis.
Tržní kapitalizace	154 mld. Kč
Free-float	30,6%

52 týdenní max.	524,0 Kč
52 týdenní min.	313,1 Kč
Výnos YTD	13,0%
Prům. denní objem	380 tis. ks
Beta vs. PX	0,63
Podíl v PX	19,3%

Primární trh	PSE
ticker Bloomberg	SPTT:CP
ticker Reuters	SPTTsp.PR
ISIN	CZ0009093209
WKN	894 087

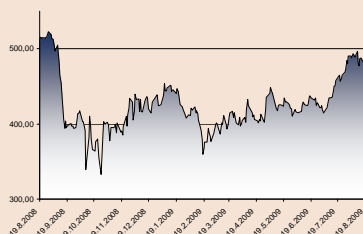
Zdroj: Telefónica O2 CR, Bloomberg

Akcionářská struktura

Telefónica S.A.	69,4 %
Free-float	30,6 %

Zdroj: Telefónica O2 CR

Roční vývoj kurzu akcie



Zdroj: Bloomberg

Přehled změny cílové ceny

Od naší poslední aktualizace cílové ceny a investičního doporučení pro akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic v únoru t.r. se hospodaření společnosti vyvíjelo v porovnání s našimi odhady negativněji, proto jsme přistoupili k revizi našich odhadů, ke změně cílové ceny i investičního doporučení. Za změnou investičního doporučení stojí také nedávný růst ceny akcie. Hlavní důvody k revizi naší analýzy byly zejména tyto:

- **Při výsledcích za rok 2008 společnost zveřejnila skeptický výhled tržeb a OIBDA pro rok 2009.** Společnost na jaře t.r. oznámila, že pro tento rok očekává pokles tržeb až o 3% a pokles OIBDA až o 4%. Již toto odhadované pásmo bylo pesimističtější než naše odhady, navíc během dalších měsíců došlo k pokračování negativního vývoje.
- **Za obzvláště negativní považujeme vývoj hospodaření, jak jej zobrazují výsledky za druhý kvartál letošního roku.** Pokles tržeb jak v mobilním tak ve fixním segmentu o více než 5% byl horší než naše odhady, a neodpovídá také ani původním výhledům společnosti, která při zveřejnění výsledků za 2. kvartál opustila svůj výhled tržeb, kdy výhledy OIBDA a provozního cash-flow ponechala.
- **Naopak lépe než naše původní předpoklady se vyvíjí hospodaření na Slovensku.** I když je společnost tradičně skromná ohledně zveřejňovaných informací na tomto trhu, pohybují se výnosy nad rámec našich původních odhadů.
- Díky horšímu než očekávanému vývoji hospodaření **jsme upravili naše předpoklady ohledně výše vyplácených dividend, kdy již od zisku roku 2009 (výplata v roce 2010) předpokládáme dividendu 40 Kč na akcii.** Dividendový diskontní model je součástí našeho ocenění.
- V souvislosti se změnami v našem ocenění jsme samozřejmě také aktualizovali hodnoty jednotlivých parametrů modelu ocenění, podle příslušných hodnot.

Při zahrnutí vlivu okolností výše uvedených **stanovujeme novou cílovou cenu akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a.s. ve výši 500 Kč.** Tato cena znamená prémii ke včerejšímu závěrečnému kurzu ve výši 4,2%, proto **snižujeme naše předchozí doporučení „koupit“ na stupeň „držet“.** Původní cílovou cenu 530 Kč snižujeme o přibližně 6%.

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

v mld. Kč	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Výnosy z podn.	64,45	59,27	59,30	60,47	62,21	63,59	64,77
OIBDA	28,31	26,46	25,81	26,06	26,91	27,22	27,39
OIBDA marže	43,9%	44,6%	43,5%	43,1%	43,3%	42,8%	42,3%
Čistý zisk	11,63	10,46	10,87	12,03	12,63	13,36	13,67
EPS (Kč)	36,1	32,5	33,7	37,4	39,2	41,5	42,5
Dividenda (Kč)	50,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	45,0
Div. výnos	10,4%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	9,4%
Payout ratio	138%	123%	119%	107%	102%	96%	106%
P/E (x)	13,3	14,8	14,2	12,8	12,2	11,6	11,3
P/BV (x)	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
EV/EBITDA (x)	5,5	5,8	5,8	5,6	5,1	4,8	4,6

Zdroj: Telefónica O2 CR, odhady Cyrrus

I přes defenzivní charakter telekomunikací zasahuje krize i tento sektor.

Již výhledy pro rok 2009 byly horší než naše odhady, realita je však ještě negativnější.

Jedním z hlavních důvodů je samozřejmě propad české ekonomiky.

Hospodářské výsledky společnosti za 1Q a 2Q 2009

Společnost od vydání naší poslední analýzy zveřejnila trojí výsledky hospodaření, jednak za čtvrtý kvartál roku 2008 a za celý tento rok a pak za první dvě čtvrtletí tohoto roku.

Zejména poslední zveřejněné výsledky za 2. kvartál nás zklamaly. Společnost sice dávala najevo že výsledky nebudou dobré, na úrovni tržeb a OIBDA však nedosáhly ani na naše odhady, které byly pod úrovní tržního konsenzu. Pokles tržeb zaznamenal jak fixní tak mobilní segment v ČR, růst vykázaly tržby na Slovensku. V souladu s našimi odhady se pohyboval pouze provozní a čistý zisk. Pod naše odhady dopadly i výsledky za první čtvrtletí. Poměřeno k odhadům trhu byly výsledky za první kvartál v souladu s konsenzem, druhý kvartál dopadl hůře než trh očekával.

Tab. č. 2: Porovnání posledních výsledků s našimi odhady

v mld. Kč	Výsledky 1Q	Odhad Cyrrus	Rozdíl	Výsledky 2Q	Odhad Cyrrus	Rozdíl
Výnosy z podn.	15,10	15,51	-2,6%	14,66	14,82	-1,1%
OIBDA	6,62	6,89	-3,9%	7,08	7,02	0,9%
Provozní zisk	3,50	3,84	-8,9%	3,96	3,92	1,0%
Čistý zisk	2,65	2,98	-11,1%	3,08	3,04	1,3%

Zdroj: Telefónica O2 CR, odhady Cyrrus

Při zveřejnění výsledků za rok 2008 společnost publikovala své výhledy hospodaření pro rok 2009, kdy očekávala pokles výnosů z podnikání o 0 až 3%, s poklesem EBITDA (OIBDA) o 0 až 4 % a s růstem provozního cash-flow o 2% až 5%. Při výsledcích za první kvartál se ještě firma „vešla“ svým hospodařením do stanoveného pásma poklesu tržeb, ovšem na výsledcích za první polovinu roku již bylo znát, že situace se zhoršuje rychleji, než jsme my i společnost původně očekávali. To přiznal již před zveřejněním výsledků v jednom mediálním rozhovoru i CEO firmy Salvador Anglada, číselné výsledky tak jen daly jeho slovům konkrétní rozměr. Při zveřejnění výsledků sice firma potvrdila výhledy OIBDA a provozního cash-flow, svůj cíl tržeb (v souladu s naším očekáváním) však již nepotvrdila. Při poklesu tržeb stojí za potvrzením výhledu OIBDA realizované úspory v nákladech. Negativní vývoj tržeb oproti našim očekáváním je tak hlavním důvodem revize naší cílové ceny a investičního doporučení. Porovnání našich odhadů, výsledků společnosti a jejich výhledů přináší následující tabulka. Společnost nedosáhne na své cíle tržeb, dodržení cílů OIBDA a provozního CF je v souladu s našimi odhady.

Tab. č.3: Přehled výhledů hospodaření pro rok 2009

v mld. Kč	FY 2008	Rozpětí FY2009 podle TO2CR	Odhad Cyrrus FY2009
Výnosy z podn.	64,450	62,517 – 64,450	59,275
OIBDA	28,312	27,180 – 28,312	26,455
provozní CF	20,224	20,628 – 21,235	20,880

Zdroj: Telefónica O2 CR, odhady Cyrrus

Změny v makroekonomických podmínkách ČR

Hlavním důvodem sledovaného poklesu tržeb je samozřejmě současná hospodářská krize, již v naší předešlé analýze jsme výrazně snížil odhadované růst HDP v ČR a na Slovensku, nyní, po cca. dalším půlroce pokračující krize opět naše odhady měníme a to opět směrem dolů, kdy lepší než původně očekávaný vývoj uvažujeme až od roku 2013.

Tab. č. 4: Odhady růstu reálného HDP ČR v příštích letech

v %	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Původní odhad	0,9%	1,5%	2,5%	3,6%	3,5%	4,0%
Nový odhad	-2,1%	0,8%	1,9%	3,3%	4,0%	4,5%
Změna (proc.b.)	-3,0	-0,7	-0,6	-0,3	0,5	0,5

Zdroj: odhad Cyrrus

Změny v hospodaření společnosti

Při výsledcích za druhý kvartál jsme se dočkali negativního překvapení v obou hlavních segmentech v ČR, kdy oba čelily poklesům výnosů větším, než jsme očekávali.

Vývoj v mobilním segmentu v ČR

V mobilním segmentu je hlavním zdrojem rozdílu oproti našim původním odhadům vývoj v kategorii hlasových služeb. Výnosy v této položce za 2. čtvrtletí klesly meziročně na 5,71 mil Kč, kdy my jsme odhadovali 5,75 mld. Kč. Meziročně sice společnost vykázala růst výnosů ze stálých poplatků (projev růstu počtu tarifních zákazníků), tento nárůst však nestačí pokrýt pokles výnosů z hovorného (za 2Q - 14,5% y/y). Navíc společnost čelí regulaci poplatků za ukončení hovoru (MTR) ze strany orgánů EU, které snižují výnosy v oblasti propojení. Letos již proběhlo dvojí snížení tohoto poplatku, kdy aktuální výše činí 2,31 Kč za minutu, od 1.1.2010 bude podle plánu následovat další snížení na 1,96 Kč/min.

Negativně hodnotíme také kategorii ostatních výnosů ze služeb, kam po změně metodiky (za účelem sjednocení struktury vykazovaných ukazatelů s mateřskou společností Telefónica O2) společnost zařazuje výnosy ze služeb s přidanou hodnotou (SMS, MMS..), výnosy z mobilního připojení k internetu a původní kategorii ostatních výnosů. Meziročně za 2Q tato kategorie vykázala pokles 13,0%, což lze opět přičíst působení krize, kdy ve snaze ušetřit klienti společnosti více využívají tarifů umožňujících jim např. zasílat SMS zdarma nebo volné minuty připojení k internetu. Rostoucí provoz sítí tak nepřináší dodatečné výnosy.

Pozitivně hodnotíme alespoň to, že se stále společnosti daří zvyšovat klientskou základnu, ve 2Q 09 vykázala další růst počtu zákazníků (na 4,835 mil.) a pokračuje také pozitivní trend zvyšování podílu zákazníků tarifních služeb (aktuálně 55,1%), celkově však odhad růstu počtu klientů také přehodnocujeme směrem dolů.

Vývoj v jednotlivých skupinách klientů se dá dobře zobrazit na porovnání vývoje ARPU (průměrný měsíční výnos na jednoho zákazníka). Celkový průměrný ARPU za 2Q klesl meziročně o 9,22% na 517,9 Kč, kdy za tímto vývojem stojí zejména pokles ARPU zákazníků smluvních služeb na 757,9 Kč (-15,3% y/y). ARPU na zákazníka předplacených služeb sice mezikvartálně narostl o 3,9% na 228,2, ovšem meziročně čelí také poklesům, konkrétně o 10,7%. Ukazatel ARPU tak potvrzuje vývoj výše uvedený, i přes mírně rostoucí počet klientů klesá v mobilním segmentu výnosnost na jednoho klienta, kdy lidé efektivněji využívají možností nabídky tarifů.

Tab. č. 5: Odhady počtu klientů mobilních služeb

v tis. klientů	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Původní odhad	5 219	5 245	5 255	5 266	5 276	5 287
Nový odhad	4 850	4 880	4 890	4 910	4 940	4 940
Změna	-7,1%	-7,0%	-6,9%	-6,8%	-6,4%	-6,6%

Zdroj: odhad Cyrrus

Celkově tedy přehodnocujeme naše odhady výnosů v mobilním segmentu směrem dolů, i přes pokračující růst počtu klientů snižujeme odhady jeho dalšího růstu, dalším důvodem ke snížení odhadů výnosů je zejména pokles výnosnosti ze služeb tohoto segmentu, způsobený efektivnějším využíváním nabídky jednotlivých tarifů ze strany klientů.

Tab. č. 6: Odhady výnosů v mobilním segmentu

v mld. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Původní odhad	34,115	34,554	35,147	35,696	36,295	36,900
Nový odhad	31,079	31,663	32,536	33,361	34,012	34,452
Změna	-8,9%	-8,4%	-7,4%	-6,5%	-6,3%	-6,6%

Zdroj: odhad Cyrrus

Výnosy v mobilním segmentu se vyvíjí pod naše očekávání,..

..světým momentem je alespoň růst počtu klientů,..

..ti však na telekomunikačních službách stále více šetří.

Odhady výnosů v mobilním segmentu přehodnocujeme směrem dolů.

Počet pevných linek vytrvale klesá..

..nad naše odhady rostou alespoň výnosy z připojení k internetu.

Snižujeme také naše odhady ve fixním segmentu.

ICT služby jsou krizí zasaženy také, navíc s nejistými zakázkami z vládního sektoru.

Vývoj ve fixním segmentu v ČR

Fixní segment nevykazuje větší změny ve svých dosavadních trendech. Počet pevných linek stále klesá, i když meziroční tempo poklesu se přece jen zpomaluje, mírně proto upravujeme i naše odhady počtu pevných linek, kdy náš původně odhadovaný pokles byl příliš pesimistický a proto náš odhad poklesu počtu linek zmírňujeme. Mírně pod naše očekávání také roste počet ADSL přípojek a přípojek IP TV, kdy se u všech těchto služeb projevuje zejména konkurence kabelových operátorů. Podobně jako u mobilů však klesá výnosnost v tomto segmentu, takže i přes zmírnění odhadovaného poklesu linek přehodnocujeme naše odhady směrem dolů.

Výnos na jednu pevnou linku, podle našich výpočtů (výnosy z tradičního přístupu do sítě přepočtené na jednu pevnou linku) vytrvale klesá, meziročně ve 2. kvartále klesl meziročně o 9,9% na 343 Kč, a klesá i ukazatel měsíčních výnosů z tradičních hlasových služeb přepočtený na jednu pevnou linku meziročně klesl na 367,7 Kč (-5,3% y/y).

Oproti našim odhadům pozitivněji se vyvíjí výnosy z připojení k internetu v pevném segmentu (a to i přes horší než očekávaný růst počtu zákazníků), po tom co mezikvartálně za 1Q 09 tyto výnosy stagnovaly, obrátily se nyní opět k růstu, za 2. kvartál meziročně +14,0%. Vidíme za tím to, že domácnosti, které se rozhodly ponechat pevnou linku nyní tuto využívají i k připojení k internetu a nevyužívají nabídky alternativních poskytovatelů přidružených služeb. Výnosy z datových služeb pokračují ve svém pomalém poklesu, kdy naše odhady v této oblasti ponecháváme bez větších změn.

Tab. č. 7: Odhady počtu pevných linek

v tis. linek	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Původní odhad	1 711	1 609	1 528	1 482	1 467	1 467
Nový odhad	1 780	1 700	1 650	1 650	1 650	1 650
Změna	4,0%	5,7%	8,0%	11,3%	12,4%	12,4%

Zdroj: odhad Cyrrus

Následující tabulka uvádí odhady výnosů z celého fixního segmentu, v původních odhadech jsme předpokládali stabilizaci výnosů v letech 2009 – 2010, v nových odhadech s tímto obratem k růstu počítáme ve stejném období, nicméně na nižší než původní úrovni výnosů.

Tab. č. 8: Odhady celkových výnosů ve fixním segmentu

v mld. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Původní odhad	29,384	29,204	29,284	29,584	29,943	30,284
Nový odhad	26,342	25,880	26,068	26,736	27,348	27,950
Změna	-10,4%	-11,4%	-11,0%	-9,6%	-8,7%	-7,7%

Zdroj: odhad Cyrrus

Odhady výnosů z poskytování ICT služeb

Rozdílně oproti našim odhadům se vyvíjí oblast IT služeb, u nich jsme přeci jen u výsledků za 2. kvartál očekávali větší dopad krize, nicméně vzhledem k našim odhadům z poslední vydané analýzy také odhady snižujeme. Za zmínku stojí, že Telefónica O2 poskytuje tyto služby jak komerčním firmám, tak státním institucím, kdy ani tyto nejsou ušetřeny úspor v důsledku současné krize. Nízká předvídatelnost výnosů právě v těchto aktivitách byla jedním ze zmiňovaných důvodů proč společnost nepotvrdila výhled tržeb pro letošní rok. Připomínáme, že výnosy z ICT služeb jsou zahrnuty do výnosů pevného segmentu.

Tab. č. 9: Odhady celkových výnosů z ICT služeb

v mld. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Původní odhad	1,783	1,878	1,994	2,123	2,265	2,417
Nový odhad	1,521	1,533	1,562	1,614	1,678	1,729
Změna	-14,7%	-18,4%	-21,7%	-24,0%	-25,9%	-28,5%

Zdroj: odhad Cyrrus

Ze slovenského trhu přicházejí narozdíl od ČR dobré zprávy..

..obrat slovenských aktivit do černých čísel je již na dohled.

Hospodaření na Slovensku

Slovensko od vydání naší poslední analýzy svým vývojem překvapilo, na rozdíl od aktivit v ČR, pozitivně. Díky atraktivní nabídce tarifů se nad rámec našich očekávání zvýšil počet klientů a také celkové výnosy.

Telefónica O2 začala počínaje posledními výsledky zveřejňovat také údaj ARPU za aktivity na Slovensku. Nemáme k dispozici historická čísla však neznáme trend, můžeme jen porovnávat s vývojem na českém trhu. ARPU na zákazníka tarifních služeb na Slovensku činil v první polovině roku 25,4 eur, tj. 675,4 Kč (přepočteno prům. kurzem Kč/eur za 1. pol. roku 26,66 Kč/eur). ARPU na zákazníka předplacených služeb činil 7,9 eur, tj. 210,6 Kč. Oba tyto ukazatele jsou nižší než obdobné ukazatele v ČR, kdy u ARPU na zákazníka tarifních služeb činí cca 86% tohoto ukazatele v ČR, ARPU na zákazníka předplacených služeb dosahuje cca 94% úrovně v ČR.

Na konferenčním hovoru k výsledkům za 2. kvartál bylo zmíněno, že za 1. polovinu roku snižovaly aktivity na Slovensku ukazatel OIBDA cca o 2,3%, kdy ve stejném období minulého roku to bylo 3,0%. Celkově je tak hospodaření na Slovensku stále ztrátové, kdy společnost předpokládá dosažení pozitivního výsledku začátkem roku 2010. Podle našich výpočtů dosáhly výnosy za 1. polovinu cca 827 mil. Kč a náklady přibližně 1,15 mld. Kč, pokud bude pokračovat dobrá dynamika růstu výnosů, je tento předpoklad podle našeho názoru splnitelný.

Rozvoj aktivit na Slovensku tedy patří k jedněm z mála oblastí, kde naše původní odhady výnosů přehodnocujeme směrem nahoru.

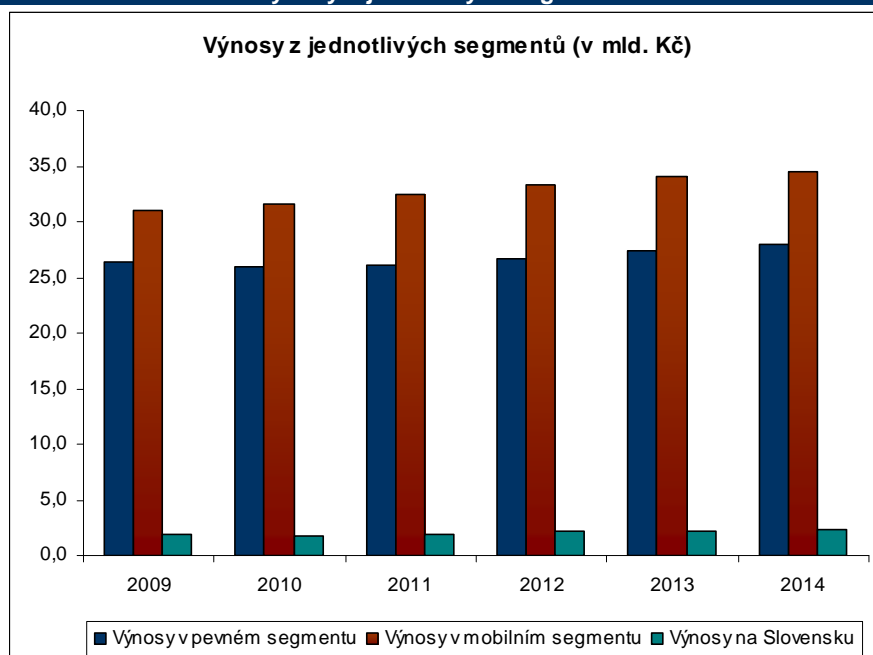
Tab. č. 10: Odhad výnosů Telefónica O2 Slovakia

v mld. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Původní odhady	1,710	1,762	1,749	1,732	1,742	1,771
Nové odhady	1,854	1,759	1,863	2,112	2,231	2,373
Odhad kurzu Kč/eur	26,3	25,3	23,6	23,6	23,6	23,6
% změna odhadu výnosů	8%	0%	6%	22%	28%	34%

Zdroj: odhad Cyrrus

Následující graf přináší porovnání vývoje výnosů v jednotlivých segmentech v ČR a výnosů z podnikání na Slovensku.

Graf č. 1: Odhadované výnosy v jednotlivých segmentech



Zdroj: odhady Cyrrus

Při poklesu tržeb se společnosti daří také
snižovat náklady, pomáhají jí také
jednorázové položky.

Vývoj v oblasti provozních nákladů

V oblasti nákladů přehodnocujeme naše odhady jen mírně, do poklesu nákladů se promítly jednak úspory v nákladech jako opatření vynucené poklesem tržeb, dalším faktorem je výše zmiňovaný pokles propojovacích poplatků (MTR), a k poklesu došlo i v ostatních kategoriích nákladů na dodávky, tj. v nákladech na prodej zboží a v ostatních dodávkách. Další položkou kde došlo k výrazným úsporám jsou např. náklady na marketing (reklamní trh je silně cyklický a došlo na něm k poklesům v řádu menších desítek procent). Osobní náklady mírně rostou, v rámci našich očekávání. Odhady jednotlivých položek v nákladech jsme přizpůsobili jejich dosavadnímu vývoji, u žádné z těchto jsme však nedělali výrazné změny. Celkově nyní odhadujeme s nižší náklady než jsme původně očekávali. Náklady v roce 2009 navíc pozitivně ovlivnilo urovnání sporu se společností T-Mobile, které přineslo více než 900 mil. Kč (jako negativní položku nákladů).

Tab. č. 11: Odhad vývoje provozních nákladů

v mld. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Původní odhad	38,379	39,739	40,788	41,822	42,804	43,850
Nový odhad	37,447	38,244	39,036	39,850	40,696	41,641
Změna	-2,4%	-3,8%	-4,3%	-4,7%	-4,9%	-5,0%

Zdroj: odhad Cyrrus

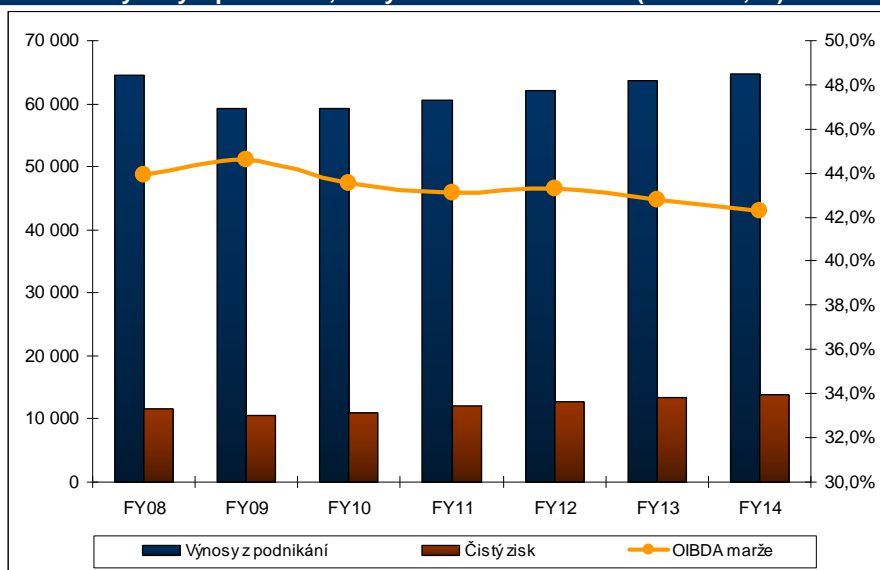
Odpisy, finanční náklady a dopad zdanění

V oblasti odpisů naše odhady nijak neměníme, stejně jako naše odhady ve finanční oblasti a dopadu daně z příjmů. Výhodou společnosti zůstává trvale nízké zadlužení, aktuální výši dluhu cca 3 mld. Kč představuje úvěr v eurech, s aktuálním zůstatkem 115 mil. eur a se splatností v roce 2012.

Celkové výhledy

Při započtení výše diskutovaných změn v hospodaření společnosti a v našich odhadech zobrazuje naše aktuální odhady následující tabulka. Jak jsme uvedli, společnost opustila své výhledy tržeb, ovšem potvrdila výhledy OIBDA. Podle našich odhadů se díky úsporám v nákladech i přes pokles tržeb společnosti podaří dodržet letošní výhled OIBDA, kdy za celý rok očekáváme OIBDA marži 44,6% (připomínáme vliv jednorázové položky v nákladech). I v tomto ukazateli tak očekáváme zhoršení oproti původním odhadům. Celkově u tržeb (resp. výnosů z podnikání) odhadujeme návrat k růstu v roce 2010.

Graf č. 2: Výnosy z podnikání, čistý zisk a OIBDA marže (v mil. Kč, %)



Zdroj: Telefónica O2 CR, odhady Cyrrus

Současná krize však nepotěší dividendově orientované investory, s dividendou 50 Kč se můžeme pro tento rok rozloučit,...

..důvodem ke snížení dividendy však není nedostatek hotovosti.

Dividendy, cash flow, kapitálové výdaje

Výše dividend je u Telefónicy O2 CR tradičně pozorně sledována. Poslední hospodářské výsledky a zhoršení našich odhadů v oblasti tržeb nás nutí také přehodnotit naše odhady výše budoucích dividend. Jak známo, Telefónica O2 CR vyplácí vyšší dividendu, než je její zisk na akcii. Při dostatku hotovosti dorovnáva účetně zbytek do celé výše dividendy z účtu nerozděleného zisku. S horším než očekávaným čistým ziskem v budoucích letech tak tento zdroj vyschne dříve, než jsme původně očekávali, proto přehodnocujeme naše původní odhady, a snížení dividendy nyní předpokládáme již od zisku roku 2009 (tedy výplata v roce 2010). Pro výplatu dividendy za rok 2009 zbývá společnosti (dle jejího vyjádření) k dispozici na účtu nerozděleného zisku pouze 7 Kč na akcii, tj. při naší odhadovaném letošním zisku bude mít firma k dispozici cca 40-45 Kč na akcii (je zde ještě jeden faktor, dividendu se vyplácí ze zisku pouze mateřské společnosti Telefónica O2 CR, ten je mírně vyšší než zisk konsolidovaný, který je snižován mj. aktivitami na Slovensku). Letos vyplácená dividendu (poslední den obchodování s nárokem 4. září) ve výši 50 Kč na akcii je tedy podle našeho názoru v této výši na několik let poslední. Pro zisk tohoto i následujících let předpokládáme dividendu 40 Kč na akcii, zvýšení dividendy na 45 Kč na akcii předpokládáme od roku 2014.

Společnost (podle výkazů ke konci roku 2008) drží ještě významnou částku na účtu emisního ážia, cca 24,3 mld. Kč. Na rozdíl od některých společností na pražské burze, které nejsou registrovány v ČR, však tyto prostředky nemohou být účetně použity k výplatě dividendy.

Tab. č. 12: Očekávané budoucí dividendy ze zisku daných fiskálních let

V Kč na akcii	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Původní odhad	50	40	40	40	40	40
Nový odhad	40	40	40	40	40	45
Změna	-10	0	0	0	0	5

Zdroj: odhad Cyrrus

Společnost však i přes nižší zisk však generuje dostatek cash-flow (roční částka odpisů je přibližně stejně velká jako roční čistý zisk). Společnost je téměř nezádlužená (celková výše dluhu odpovídá tržbám společnosti za cca 2-3 týdny), tím se otevírá otázka, k čemu společnost použije dostupnou hotovost. Jednou z možných variant je zpětný odkup akcií, popř. akviziční činnost. Podle vyjádření samotné společnosti se tato poohlídí po případné akvizici v regionu střední Evropy, která by však patrně proběhla ze strany mateřské španělské Telefónica O2. Sama Telefónica O2 CR pak v minulosti převzala několik menších provozovatelů bezdrátového připojení k internetu v ČR, nejedná se však o velké věci, a v současné době jsou tyto akvizice zatím vyhodnocovány, kdy o dalších nákupech zatím není rozhodnuto. Jako nejpravděpodobnější se nám tedy v horizontu několika let jeví buď průběžný zpětný odkup akcií, nebo s delším časovým odstupem případná větší akvizice některého z operátorů ve střední Evropě.

Nad rámec těchto úvah samozřejmě společnost průběžně investuje do rozvoje kapacity sítí a rozšíření pokrytí, na tomto záměru se nic nemění, kdy největší porci kapitálových výdajů aktuálně spotřebovává rozšíření 3G sítí pro mobilní internet v českých městech. Naše odhady v této oblasti výrazněji nepřehodnocujeme, společností odhadované rozpětí cash-flow z provozní činnosti je v souladu s našimi odhady.

Aktualizovali jsme také vstupní parametry modelu diskontování.

Změny v parametrech oceňovacího modelu

S měnícími se podmínkami na trhu jsme také samozřejmě změnili parametry diskontování v našem oceňovacím modelu. Oproti původním hodnotám jsme aktualizovali hodnotu koeficientu beta a bezrizikovou sazbu (v podobě českých 15Y vládních dluhopisů), ostatní předpoklady, jako rizikovou přírážku ČR nebo odhady dlouhodobého budoucího růstu jsme ponechali bez změn,

Tab. č. 13: Změny ve vstupních parametrech oceňovacích modelů

	Původní hodnota	Aktuální hodnota
Beta	0,68	0,63
Bezriziková sazba	4,79%	5,77%
Riziková přírážka ČR	7,10%	7,10%
Dlouhodobý růst HDP (reálný)	2,50%	2,50%
Dlouhodobá míra inflace	2,00%	2,00%
Diskontní faktor	9,62%	10,25%

Zdroj: Bloomberg, A. Damodaran, odhad Cyrrus

Stanovení hodnoty akcie

Při ocenění akcie jsme zůstali u použití metod FCFE a DDM, vážených dle dříve nastavených vah (0,6 pro FCFE a 0,4 pro DDM). Hodnoty nových výchozích předpokladů zobrazuje tabulka výše.

Dividendový diskontní model (DDM)

V tomto modelu došlo ke změnám z důvodu výše diskutovaného očekávaného snížení dividendy. Vedle toho se projevily také zmiňované změny ve vstupních parametrech modelu. Model DDM tedy oceňuje jednu akcii společnosti Telefonica O2 CR na 456 Kč.

Tab. č. 14: Dividendový diskontní model

v Kč na akcii	2009e	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f+
Dividenda	40	40	40	40	40	812
Diskontovaná div.	36	33	30	27	25	305
NPV na akcii	456					

Zdroj: odhad Cyrrus

Dividendový diskontní model stanovuje hodnotu akcie na 456 Kč.

Podle FCFE má akcie hodnotu 530 Kč.

Kombinací obou metod stanovujeme cílovou cenu pro akcie společnosti na 500Kč, s doporučením „držet“.

Model volného cash-flow FCFE

Podle modelu metody volného cash-flow vlastnímu kapitálu má akcie společnosti Telefónica O2 CR hodnotu 530 Kč.

Tab. č. 15: Model volného CF vlastnímu kapitálu (FCFE)

V Kč na akcii	2009e	2010f	2011f	2012f+	2013f	2014f+
Čistý zisk	32,5	33,7	37,4	39,2	41,5	306,4
Odpisy	39,6	36,5	33,3	33,7	31,8	202,2
Δ prac. kapitálu	4,4	0,0	1,2	-0,5	-0,4	-1,5
Výdaje na investice	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	147,8
Splátky dluhu	0,0	0,0	0,0	-9,5	0,0	0,0
Nový dluh	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Volné cash-flow	49,7	52,3	51,4	64,9	55,7	362,4
Diskontované volné CF	45,1	43,0	38,4	31,1	34,2	338,0
NPV na akcii	530					

Zdroj: odhad Cyrrus

Kombinací obou modelových cen dle výše zvoleného poměru **stanovujeme cílovou cenu akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic na 500 Kč.**

Investiční doporučení

Po zahrnutí všech výše popsaných fundamentálních vlivů a také díky změnám parametrů v našem modelu ocenění, při váženém průměru obou použitých metod, **snižujeme** naši **roční cílovou cenu akcie** společnosti Telefónica O2 Czech Republic z původní hodnoty 530 Kč **na novou hodnotu 500 Kč**, což znamená snížení o přibližně 6%. Nová cílová cena znamená 4,2% prémii k poslednímu závěrečnému kurzu akcie, z čehož vyplývá naše **nové investiční doporučení „držet“**, tímto snižujeme o jeden stupeň naše předchozí investiční doporučení „koupit“.

Analýza citlivosti

Následující tabulka zobrazuje citlivost cílové ceny na změny diskontní míry a odhadované dlouhodobé míry růstu.

Tab. č. 16 : Analýza citlivosti cílové ceny na změny vstupních parametrů

Dlouhodobý růst	Diskontní míra				
	9,25%	9,75%	10,25%	10,75%	11,25%
0,8%	535	505	479	456	434
1,3%	548	517	489	464	442
1,8%	564	530	500	473	450
2,3%	581	544	512	483	458
2,8%	602	562	527	496	469

Zdroj: výpočty Cyrrus

Výhledové finanční výkazy společnosti Telefónica O2 CR

Tab. č. 17: Rozvaha (mil. Kč)

	2009e		2010f		2011f	
Stálá aktiva	79 283	81%	73 316	76%	70 331	71%
Hm. a nehm. majetek	78 829	81%	72 864	76%	69 863	71%
Ostatní	454	0%	452	0%	468	0%
Oběžná aktiva	18 186	19%	22 783	24%	27 832	28%
Peníze a ekvivalenty	9 117	9%	13 709	14%	18 581	19%
Pohledávky	8 298	8%	8 302	9%	8 465	9%
Zásoby	771	1%	771	1%	786	1%
Ostatní	317	0%	311	0%	306	0%
Aktiva	97 786	100%	96 410	100,0%	98 469	100,0%
Vlastní kapitál	72 521	74%	70 503	72%	69 653	71%
Základní kapitál	50 583	52%	44 583	46%	38 583	39%
Nerozdělený zisk	21 938	22%	25 920	27%	31 070	32%
Dlouhodobé závazky	8 822	9%	9 445	10%	9 556	10%
Úvěry a půjčky	3 049	3%	3 049	3%	3 049	3%
Ostatní	5 774	6%	6 396	7%	6 508	7%
Krátkodobé závazky	16 443	17%	16 462	17%	19 260	20%
Pasiva	97 786	100%	96 410	100,0%	98 469	100,0%

Zdroj: odhady Cyrrus

Tab. č.18: Výkaz zisku a ztráty (mil. Kč)

	2009e		2010f		2011f	
Tržby	59 275	100%	59 303	100%	60 466	100%
Provozní náklady	-34 032	-57%	-34 666	-58%	-35 501	-60%
Odpisy	-12 748	-22%	-11 765	-20%	-10 727	-18%
EBIT	13 707	23%	14 043	24%	15 333	26%
EBT	13 581	23%	13 930	23%	15 233	26%
Daň	-3 124	-5%	-3 065	-5%	-3 199	-5%
Čistý zisk	10 457	18%	10 866	18%	12 034	20%

Zdroj: odhady Cyrrus

Tab. č. 19: Výkaz peněžních toků (mil. Kč)

	2009e	2010f	2011f
Počáteční zůstatek	7 116	9 117	13 709
Provozní cash flow	23 680	23 057	23 329
Cash flow z investičních aktivit	-5 576	-5 580	-5 574
Cash flow z finančních aktivit	-16 104	-12 884	-12 884
Konečný stav	9 117	13 709	18 581

Zdroj: odhady Cyrrus

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka
Jan Procházka
Karel Potměšil
Ondřej Moravanský

Head of Research
Chief Analyst
Senior analytik
Analytik

hatlapatka@cyrrus.cz
prochazka@cyrrus.cz
potmesil@cyrrus.cz
moravansky@cyrrus.cz

Banky, energetika, zahr. trhy
Energetika, letecká doprava
Farmacie, development
Telekomunikace, IT, média

Trading & Sales:

Pavel Pikna
Kamil Kricner

Brno
Praha

pikna@cyrrus.cz
kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Tomáš Machalický
Jindřich Rovný

Brno
Praha

machalicky@cyrrus.cz
rovny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický
Jiří Běhal

Brno
Brno

kuncicky@cyrrus.cz
behal@cyrrus.cz

Výhrada (disclaimer): Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka 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 střety 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. 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, 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
Veverí 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