

ZMĚNA CÍLOVÉ CENY

Nová cílová cena: 530 CZK
Potvrzené doporučení: koupit

Původní cílová cena: 635 CZK
Původní doporučení: koupit

Základní informace

Posled. záv. kurz	417,5 CZK
Vydaných akcií	322 089 tis.
Tržní kapitalizace	134 mld. CZK
Free-float	30,60%
52 týdenní max.	540,0 CZK
52 týdenní min.	313,1 CZK
Beta vs. PX	0,68
Podíl v PX	23,60%
Bloomberg	SPTT:CP
Reuters	SPTTsp.PR

Zdroj: Telefónica O2, Bloomberg

Akcionářská struktura

Telefónica S.A.	69,4 %
Ostatní	30,6 %

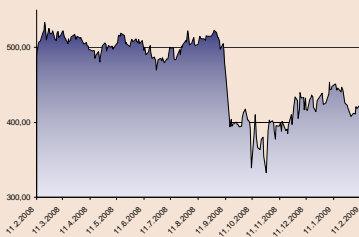
Zdroj: Telefónica O2

Poměrové ukazatele (odh. 2008)

ROA	14,65%
ROE	11,94%
P/E	10,44
P/BV	1,68
Dluh/vl. kapitál	3,9%
EPS	39,57 CZK
Dividenda	50,00 CZK

Zdroj: odhad Cyrrus

Roční vývoj kurzu akcie



Zdroj: Bloomberg

Přehled změny cílové ceny

Od data poslední změny naší cílové ceny pro akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a.s. (dále „Telefónica O2“, nebo „společnost“), se oproti našim předpokladům jinak vyvíjely některé finanční ukazatele společnosti, na základě kterých jsme stanovili předešlou cílovou cenu. Dále došlo ke změnám jak na samotném trhu telekomunikací tak v celé ekonomice, včetně budoucích výhledů. Proto přistupujeme ke změně cílové ceny. Hlavními důvody, které nás vedly k jejímu přehodnocení jsou tyto:

- **celkové změny v hospodářské situaci ČR** - v době vydání našeho předchozího doporučení (v květnu 2008) sice probíhala ve světovém finančním sektoru tzv. hypoteční krize, reálná ekonomika, jak světová tak česká, se však těšila stále dobrému růstu. Až události v druhé polovině roku 2008 vedly k rapidnímu zhoršení stavu ekonomiky. Tyto změny se pak podle našich odhadů projeví i v hospodaření společnosti Telefónica O2.
- **zpomalení růstu počtu mobilních zákazníků** – za poslední kvartály se oproti našim odhadům zpomaluje tempo přírůstu počtu mobilních zákazníků, to se odráží i na snížení odhadovaných výnosů z mobilního segmentu.
- **neustávající pokles počtu pevných linek** – segment pevných linek se v některých aspektech vyvíjel lépe než naše odhady (např. ve výnosech z hlasových služeb), celkově však tak přehodnocujeme odhady výnosů v pevném segmentu, zejména díky nižším než očekávaným výnosům ze stálých poplatků, z internetu nebo ICT služeb.
- **vývoj hospodaření na Slovensku** – společnost stále nezveřejňuje konkrétní finanční ukazatele hospodaření na Slovensku, nicméně počty zákazníků na tomto trhu vykazované jsou menší než námi dříve odhadované.
- **změny v očekávaných dividendách** – společnost v minulých letech vyplácela dividendu vyšší, než byl její zisk na akcii, zbytek doplácela z nerozděleného zisku minulých let. Tento zdroj však bude v budoucnu vyčerpán a námi odhadovaný růst zisku nebude stačit tento „výpadek“ pokrýt.
- **změny v parametrech ocenění** – změny proběhly také ve vstupních parametrech modelu ocenění pomocí metod diskontovaného cash-flow, obecně tyto změny zohledňují nynější zvýšenou rizikovou tržní situaci a zvýšenou volatilitu.

Při zahrnutí vlivu okolností výše uvedených **stanovujeme novou cílovou cenu akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a.s. ve výši 530 Kč**. Tato cena znamená prémii ke včerejšímu závěrečnému kurzu ve výši 27%, proto ponecháváme naše původní doporučení „**koupit**“. Původní cílovou cenu 635 Kč tedy snižujeme o přibližně 17%.

Hospodářské výsledky za poslední kvartály nebyly oslnivé...

...sice většinou překonaly naše očekávání, ale jen díky jednorázovým položkám.

I českou ekonomiku znatelně postihl světový ekonomický pokles.

S přechodem Slovenska na euro bude pro Telefónicu O2 důležitější měnový vývoj.

Hospodářské výsledky společnosti za 2Q a 3Q 2008

Od naší poslední změny cílové ceny pro akcie společnosti byly zveřejněny dvojí kvartální výsledky, za 2. a 3. čtvrtletí 2008. Jak vidíme z níže uvedené tabulky, až na malé výjimky, dopadly výsledky společnosti za poslední zmíněná čtvrtletí v hlavních finančních ukazatelích lépe než jsme předpokládali v našich predikcích. Při bližším pohledu na další finanční ukazatele však situace taky optimisticky nevypadá. Za lepšími výsledky za obě čtvrtletí stály spíše jednorázové položky a nikoliv lepší ukazatele jádrových obchodních aktivit společnosti.

Za lepšími výsledky za druhé čtvrtletí stojí výnos z prodeje části portfolia nemovitostí, který se při zveřejnění výsledků ukázal být vyšším, než společnosti dříve oznámila. Bez zahrnutí tohoto rozdílu dopadly výsledky v intencích našich očekávání. Hospodářské výsledky za 3. čtvrtletí dopadly také na první pohled lépe než naše odhady, ovšem opět za tímto rozdílem stojí zejména jedná výjimečná položka, a to příjmy z tzv. univerzální služby (tj. provoz telefonních automatů, vydávání telefonních seznamů atd.). Tato položka vykazovala hodnoty velmi výrazně vyšší než v předešlých čtvrtletích, kdy pro další období podobně dobré výsledky nečekáme. Jiné fundamentální ukazatele za 3. čtvrtletí nás o tom, že si společnost vede nad očekávání dobře, již nepřesvědčily.

Tab. č.1: Porovnání našich odhadů s výsledky společnosti

v mld. Kč	Výsledky 2Q 2008	Odhad Cyrrus 2Q 2008	Výsledky 3Q 2008	Odhad Cyrrus 3Q 2008
Tržby	15,80	16,00	16,83	15,96
OIDBA	7,60	7,60	7,22	7,04
EBIT	4,40	4,20	4,11	3,99
Čistý zisk	3,37	3,10	3,20	2,94

Zdroj: Telefónica O2, Cyrrus

Změny v makroekonomických podmínkách ČR a SR

Při poslední změně naší cílové ceny v červnu 2008 nebyl výhled světové a potažmo české ekonomiky tak nepříznivý jako dnes. V našich původních předpokladech jsme (na základě tehdejších informací) nepočítali s tak hlubokým poklesem ekonomiky, jakého jsme v současné době svědky. I když jsou telekomunikace defenzivním odvětvím, které je ekonomickým výkyvům vystaveno méně než např. průmyslové obory, není samozřejmě od ekonomiky zcela izolováno. Důvodem ke snížení odhadů vývoje v jednotlivých segmentech společnosti je tedy i vývoj české ekonomiky.

Navíc, vzhledem k tomu, že od 1.1. 2009 přešlo Slovensko na euro, stává se tak pro Telefónicu O2 kurz CZK/EUR více důležitý než v minulosti. Vzhledem k tomu, že od konce května 2008 se kurz SKK/EUR udržoval na víceméně konstantní úrovni kolem 30,2 SKK/EUR, v hospodaření společnosti tak samotný slovenský přechod na euro k 1.1. 2009 nepředstavuje větší změny.

Tab. č. 2: Odhady růstu reálného HDP ČR v příštích letech

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Původní odhad	4,7%	5,1%	5,3%	4,5%	3,5%	2,5%
Nový odhad	4,2%	0,9%	1,5%	2,5%	3,0%	3,5%
Změna (proc.b.)	-0,5	-4,2	-3,8	-2,0	-0,5	+1,0

Zdroj: odhad Cyrrus

Penetrace mobilními telefony začíná narážet na své hranice.

Mobilní internet získává na oblibě, ovšem i tady snižujeme odhady.

Pořád pokračuje zvyšování poměru tarifních zákazníků

Změny v hospodaření společnosti

Vývoj v mobilním segmentu

Mobilní segment zaznamenal asi největší změny oproti našim predikcím, vývoj v tomto segmentu byl horší než námi původně odhadovaný. Hlavním důvodem k revizi našich odhadů je jednak zpomalující se růst penetrace mobilních telefonů, která (dle našich výpočtů na základě údajů od jednotlivých operátorů a ČSÚ) dosáhla cca. 129%, ovšem v posledních čtvrtletích již roste velmi pomalu. V naší úvodní analýze (prosinec 2007), jsme předpokládali dosažitelnou penetraci na úrovni 140-145%. Následný vývoj však ukázal tento náš odhad jako nadhodnocený, proto výhled snižujeme, na hodnotu cca 135%, tj. již jen cca 6 proc. b. růstového potenciálu (celého trhu) oproti současnému stavu. Původně očekávaný růst počtu mobilních zákazníků společnosti jsme tedy redukovali. Navíc ke zpomalení růstu v budoucnu podle našich odhadů přispěje i nástup nového mobilního operátora U:fon. Společnosti Telefónica O2 tak již zbývá méně prostoru pro organický růst a bude vystavena větší konkurenci a zvýšenému tlaku na konkurenceschopnost jednotlivých tarifů. Pokles výnosů také souvisí se snížením roamingových poplatků v rámci EU (tzv. eurotarifu).

Mírně směrem dolů jsme také přehodnotili výnosy z mobilního připojení k internetu, ovšem v porovnání s výnosy mobilních hlasových služeb je toto snížení méně významné. Tyto výnosy rostou zejména v souvislosti se stoupající oblibou tzv. smartphones umožňující používat v mobilu webové aplikace. Pro výnosy z SMS opět snižujeme odhady, a to jednak v souvislosti v očekávaným ekonomickým poklesem, ovšem například také kvůli nedávno oznámeným tarifům, které umožňují zaslání SMS v síti O2 zdarma.

Žádné změny nepředpokládáme v trendu posledních čtvrtletí ohledně plynulého přesunu zákazníků od předplacených k tarifním službám, tempem cca 1. proc. bodu čtvrtletně (přírůstek podílu tarifních zákazníků na celkovém počtu zákazníků). Pro konec roku 2008 odhadujeme poměr tarifních zákazníků na celkovém počtu na 47,80%.

Celkově tedy odhady **výnosů v mobilním segmentu snižujeme**, jak uvádí tabulka níže.

Tab. č. 3: Odhady počtu zákazníků mobilních telefonů

v tis. klientů	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Původní odhad	5 367	5 582	5 721	5 836	5 894	5 953
Nový odhad	5 193	5 219	5 245	5 255	5 266	5 276
Změna	-3,2%	-6,5%	-8,3%	-9,9%	-10,7%	-11,4%

Zdroj: odhad Cyrrus

Tab. č. 4: Odhady výnosů ze segmentu mobilních telefonů

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Původní odhad	34 408	36 148	37 704	38 952	39 727	40 278
Nový odhad	33 847	34 115	34 554	35 147	35 696	36 295
Změna	-1,6%	-5,6%	-8,4%	-9,8%	-10,1%	-9,9%

Zdroj: odhad Cyrrus

Úbytek pevných linek dále pokračuje, i když menším tempem, než jsme původně předpokládali.

Vývoj ve fixním segmentu

Segmentem, který ve druhém a třetím čtvrtletí 2008 přinesl spíše pozitivní překvapení byl právě segment pevných linek. V některých oblastech odhady výnosů zvyšujeme, v některých snižujeme, **v celkovém vyjádření zmírňujeme odhadovaný pokles výnosů v letech 2009 - 2011, naše odhady v letech 2012 a následujících naopak mírně snižujeme.** Počet pevných linek nadále klesá, oproti našim odhadům však zpomalujícím tempem (cca 10-11% meziročně), ke konci roku 2008 jich odhadujeme 1 860 tis. (původní odhad 1 821 tis.). Za pomalejším úbytkem stojí zejména přiblížení se hranici „přirozené penetrace“, tzn. že počet lidí kteří o zrušení pevné linky uvažují nebo jej chystají se postupně zmenšuje. Například u seniorů nebo v sídlech s menším počtem obyvatel větší poklesy počtů pevných linek nepředpokládáme. V souvislosti s poklesem počtu pevných linek klesají také výnosy ze stálých poplatků, ty však klesají rychlejším tempem než počet pevných linek, lidé v rámci existujícího počtu linek používají tarify s menším paušálním poplatkem. Do budoucna také předpokládáme další poklesy ze stálých poplatků v souvislosti s očekávaným spuštěním služby tzv. naked-ADSL, tedy připojení k internetu bez nutnosti platit paušál za pevnou linku. Podle dostupných informací v současné době probíhá testování této služby v menších českých městech, sama společnost však tyto aktivity nijak nekomentuje.

Tab. č. 5: Odhady počtu pevných linek

v tis. přípojek	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Původní odhad	1 821	1 639	1 508	1 417	1 360	1 333
Nový odhad	1 860	1 711	1 609	1 528	1 482	1 467
Změna	2,2%	4,4%	6,7%	7,8%	9,0%	10,1%

Zdroj: odhad Cyrrus

Tab. č. 6: Odhady výnosu hlasových služeb pevného segmentu

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Původní odhad	8 746	8 492	8 414	8 332	8 335	8 377
Nový odhad	9 008	8 770	8 644	8 629	8 699	8 851
Změna	3,0%	3,3%	2,7%	3,6%	4,4%	5,7%

Zdroj: odhad Cyrrus

Zvyšujeme odhad tržeb v oblasti hlasových služeb, a to zejména díky vyšším než očekávaným výnosům z hovorného. U druhé složky hlasových služeb – propojovacích poplatků – odhady mírně snižujeme. Uvedený vývoj lze interpretovat tak, že se v síti uskutečňuje menší počet hovorů, ale trvají déle. U výnosů z připojení k internetu ve fixním segmentu také přehodnocujeme odhady tržeb směrem dolů a zmírňujeme tempo očekávaného růstu. Za tímto vývojem stojí jednak nižší než očekávané tempo růstu ADSL přípojek, a také to, že atraktivita ADSL připojení je spíše v průběžně navyšované rychlosti připojení, popř. v balíčcích služeb společně s IP TV, ovšem toto se neprojevuje na stránce výnosové. Penetrace připojení ADSL na pevných linkách je podle našich výpočtů a odhadů ke konci roku cca. 30,5%. Ke konci roku odhadujeme cca 570 tisíc přípojek. Podle našich odhadů je dlouhodobá hraniční penetrace cca 70%, na českém trhu je tato hranice dosažitelná až za horizontem roku 2015, kdy hlavním zdrojem současné nízké penetrace podle našeho názoru je zejména relativně vysoce vnímaná cena a stále ne tak velký počet uživatelů internetu. Podle výzkumu agentury NetMonitor se počet lidí z ČR, kteří se připojují na internet pohybuje těsně pod 5 mil. osob, tj. méně než polovina české populace. Pod naše očekávání se vyvíjí také růst počtu uživatelů služby IP TV.

Tab. č. 7: Odhady výnosu z připojení k internetu ve fixním segmentu

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Původní odhad	4 722	5 491	6 247	6 893	7 566	7 965
Nový odhad	4 128	4 540	4 929	5 255	5 587	5 778
Změna	-12,6%	-17,3%	-21,1%	-23,8%	-26,2%	-27,5%

Zdroj: odhad Cyrrus

Hlasové služby pevného segmentu – jedna z mála oblastí kde odhady zvyšujeme.

Připojení pomocí ADSL má ještě značný prostor k růstu, spotřebitelé jej však příliš nevyužívají.

Pokles se dotkne také datových služeb.

Na investicích do síťového vybavení firem se krize také podepíše.

Podle našich nových odhadů nastane stabilizace výnosů později, než jsme původně předpokládali.

Přehodnocujeme také výnosy z datových služeb (pronájem okruhů a datové služby sítě), kdy nyní očekáváme menší tempo poklesů výnosů z těchto služeb a očekáváme víceméně stagnaci. Z hlavní důvod tohoto pohybu považujeme stabilizaci tohoto trhu.

Vývoj v poskytování ICT služeb

Dalším faktorem, na základě kterého jsme přistoupili k revizi cílové ceny je vývoj v tzv. ICT službách (síťová řešení pro firemní klientelu). Vývoj tržeb z tohoto segmentu se za poslední kvartály relativně stabilizoval, my jsme v našich původních predikcích odhadovali dynamičtější růst. I v tomto segmentu tak přehodnocujeme naše odhady směrem dolů. Odhady temp růstu v budoucích letech ponecháváme bez větších změn. Hlavním faktorem menšího než očekávaného růstu je snížená poptávka po těchto službách zapříčiněná současnou nepříznivou ekonomickou situací.

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

v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Původní odhad	2 169	2 327	2 502	2 693	2 887	3 081
Nový odhad	1 700	1 791	1 892	2 009	2 139	2 282
Změna	-21,6%	-23,0%	-24,4%	-25,4%	-25,9%	-25,9%

Zdroj: odhad Cyrrus

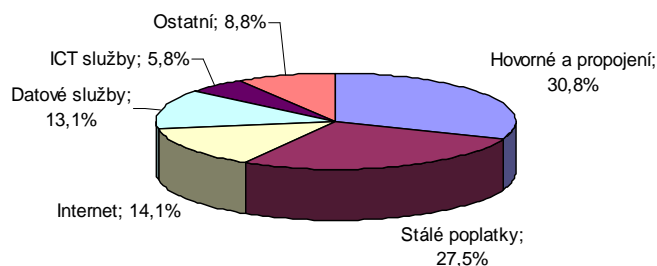
Následující tabulka uvádí odhady výnosů z celého fixního segmentu, v původních odhadech jsme předpokládali stabilizaci výnosů v letech 2009 – 2010, v nových odhadech s tímto obratem k růstu počítáme později, v letech 2010 – 2011, a i následný růst výnosů bude pomalejší.

Tab. č. 8: Odhady celkových výnosů z fixního segmentu

v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Původní odhad	29 476	29 077	29 098	29 236	29 700	30 101
Nový odhad	29 280	29 384	29 204	29 284	29 584	29 943
Změna	-0,7%	1,1%	0,4%	0,2%	-0,4%	-0,5%

Zdroj: odhad Cyrrus

Obr. č. 1: Struktura výnosů ve fixním segmentu (odhad 2008)



Zdroj: odhad Cyrrus

Slovensko stále zůstává obestřeno tajemstvím..

Odhady nákladů jsme také snížili, zejména díky očekávanému snížení provozu sítí a dalším úsporám v nákladech.

Vývoj na Slovensku

Kolem vývoje na Slovensku stále zůstává mnoho neznámých, společnost se omezuje pouze na zveřejňování počtu klientů tarifních a předplacených služeb, a na to, o kolik procentních bodů snižuje vývoj na Slovensku konsolidovaný ukazatel OIBDA. V minulých čtvrtletích klesal tento negativní vliv z cca 3 proc. b. na 2,5 proc. b. Firma tak stále nezveřejňuje konkrétní finanční ukazatele. Jisté je tedy jen to, že vývoj na Slovensku není ziskový ani na provozní úrovni před odpisy, a pravděpodobně ještě nějaké to čtvrtletí nebude. Obrat do pozitivních čísel předpokládáme do roku 2011 (bez zahrnutí měnových vlivů). Výše ztráty ze slovenských operací dle výpočtů z dostupných údajů odpovídá cca 1,2 mld. Kč. Nově do našich odhadů zařazujeme odhady výnosů dceřiné společnosti Telefónica O2 Slovakia. Průběžný růst počtu zákazníků na Slovensku je nižší, než námi původně odhadovaný.

Tab. č. 10: Odhad výnosů Telefónica O2 Slovakia

v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Odhad výnosů	1 485	1 710	1 762	1 749	1 732	1 742
Odhad kurzu CZK/EUR	24,96	28,50	29,00	28,30	27,60	27,30
y/y % změna výnosů	-	15,1%	3,1%	-0,7%	-0,9%	0,6%

Zdroj: odhad Cyrrus

Provozní náklady a odpisy

Změnili jsme také odhady výše provozních nákladů, u všech 3 hlavních skupin (nepočítaje odpisy) jsme jejich odhady snížili. U nákladů na dodávky jsme snížili náklady na propojení a roaming, v souvislosti s očekávaným poklesem tempa růstu provozu sítě a snižováním cen roamingových tarifů, stejně jako jsme snížili odhadované tempo růstu nákladů na prodané zboží. Snížili jsme také odhady u externích nákladů, kam patří např. marketing, nájmy, údržba zařízení, spotřeba energie atd. Personální náklady také vykazují mírně klesající tendenci, proto snižujeme naše odhady i v této oblasti. V oblasti odpisů jsme v modelu změny větší neprovedli.

Tab. č. 11: Odhady růstů provozních nákladů

v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Původní odhad	36 730	38 379	39 739	40 788	41 822	42 804
Nový odhad	36 002	36 557	37 354	38 146	38 960	39 806
Změna	-2,0%	-4,7%	-6,0%	-6,5%	-6,8%	-7,0%

Zdroj: odhad Cyrrus

Díky horšímu než očekávanému vývoji ve většině aktivit snižujeme odhady tržeb a čistého zisku, a předpokládáme klesající hodnoty OIBDA marže.

Výhledy hospodaření za rok 2008 a další výhledy

Na základě výše diskutovaných faktorů došlo ke změnám celkových ekonomických ukazatelů společnosti. Snížili jsme odhad růstu tržeb pro nadcházející roky, v návaznosti na zmenšení odhadovaných nákladů se také změnil odhad ukazatele OIBDA. V celkovém vyjádření jsme přehodnotili odhady OIBDA směrem dolů. Předpokládané pomalejší tempo růstu tržeb než nákladů způsobuje také očekávaný postupný pokles ukazatele OIBDA marže. Na úrovni čistého zisku také očekáváme v budoucích letech spíše stagnaci, popř. růst velmi mírný, a to v rozmezí 13 – 14 mld. Kč. Odhady míry zdanění oproti minulosti neměníme.

Oblast finančních nákladů je v hospodaření společnosti zanedbatelná, svým objemem netvoří ani jedno procento tržeb. Navíc díky splacení dluhopisů v objemu 6 mld. Kč ve třetím čtvrtletí 2008 nyní Telefonica O2 téměř není vystavena zadlužení.

Tab. č. 12: Odhady celkových výnosů ze služeb společnosti

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Původní odhad	64 384	66 026	67 602	68 988	69 427	70 379
Nový odhad	63 627	64 299	64 558	65 231	65 280	66 238
Změna	-1,2%	-2,6%	-4,5%	-5,4%	-6,0%	-5,9%

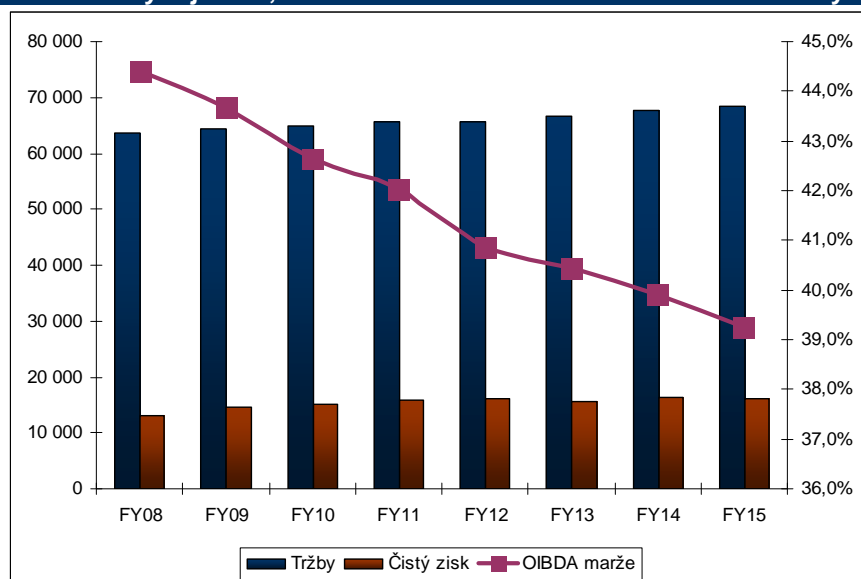
Zdroj: odhad Cyrrus

Tab. č. 13: Odhady čistého zisku společnosti

v mld. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Původní odhad	13,17	14,55	15,20	15,93	16,08	15,56
Nový odhad	12,74	13,47	13,01	13,17	13,45	14,45
Změna	-3,2%	-7,4%	-14,4%	-17,3%	-16,3%	-7,1%

Zdroj: odhad Cyrrus

Graf č. 1: Vývoj tržeb, čistého zisku a OIBDA marže – nové odhady



Zdroj: odhad Cyrrus

S očekávaným zpomalením bude muset Telefónica O2 snížit výši vyplácené dividendy.

Dividendy, cash flow, kapitálové výdaje

Společnost nestanovuje dividendovou politiku, v posledních letech vyplácí dividendu 50 Kč na akcii. Za minulé roky docházelo k tomu, že (zmenšující se) část prostředků dividend byla vyplácena ze zisku minulých období, neboť zisky příslušných období v přepočtu na akcii nedosahovaly oněch 50 Kč na akcii. Výplatní poměr tak byl vyšší než 100%. Společnost však k výplatě dividendy generovala dostatečné cash flow. Podle našich odhadů nebude Telefónica O2 do budoucna dlouhodobě schopna udržet současnou výši dividendy. Zisky minulých let co by zdroj k jejímu vyplácení by při zachování dividendy 50 Kč a námi odhadovaném růstu zisku byl vyčerpán v roce 2011. I přes očekávaný růst zisku se zisk na akcii nezvýší nad 50 Kč na akcii, proto od roku 2011, tedy ze zisku roku 2010, předpokládáme snížení dividendy na 40 Kč na akcii. Toto snížení by při včerejší závěrečné ceně akcie znamenalo pokles dividendového výnosu přibližně o 2,4 procent bodu (z 11,9% na 9,5%), čímž Telefónica O2 sice o své postavení dividendového titulu nepřijde, ovšem snížení tohoto výnosu může přispět ke snížení atraktivity akcie. Dále však zůstává zachována schopnost společnosti generovat dostatečné cash-flow, v mírně vzdálenější budoucnosti (v horizontu 3 – 6 let) se tak otvírá možnost např. pro akvizice popř. zpětné odkupy akcií, v našich odhadech však s těmito alternativami nepočítáme.

Společnost ve 3. kvartále 2008 splatila dluhopisy v celkové výši 6 mld. Kč, které emitovala v roce 2003. I po této splátce zbylo na účtech společnosti cca. 16 mld. korun, potřebných k výplatě dividend (výplata proběhla ve 4. čtvrtletí). Společnost má ještě na trhu dluhopisy, se splatností v roce 2012. K dostatku cash-flow přispěl také prodej relativně velkého portfolia nemovitostí, s výnosem hotovosti mírně pod 3 mld. korun v roce 2008. Navíc další nemovitosti za cca 300 mil. byly odprodány počátkem roku 2009. Splacení dluhopisů také samozřejmě sníží finanční náklady, jak bylo diskutováno výše. Na druhou stranu, během roku 2008 společnost vyplatila cca 2 mld. Kč jako náhradu týkající se soudního sporu se společností T-Mobile. V oblasti kapitálových výdajů jsme naše odhady neměnili, nadále budou pokračovat zejména investice do nových technologií přenosové sítě, předpokládáme zejména investice do 3G sítí a další zkvalitňování služeb již existujících sítí CDMA, GSM a další investice do zrychlování ADSL.

Tab. č. 14: Očekávané budoucí dividendy ze zisku daných fiskálních let

V Kč na akcii	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Původní odhad	50	50	50	50	50	50
Nový odhad	50	50	40	40	40	40

Zdroj: odhad Cyrrus

Výhledy hospodaření společnosti vs. naše odhady

Telefónica O2 má (od zveřejnění výsledků za rok 2007 v únoru 2008) pro hospodaření roku 2008 stanoven cíl růstu tržeb ve výši 2 – 4% (bez zahrnutí výnosů z prodeje nemovitostí), a růst OIBDA (provozní zisk před odpisy) o 0 – 2%. Podle našich odhadů společnost Telefónica O2 na odhad na úrovni tržeb nedosáhne, kdy předpokládáme tempo růstu tržeb pouze 0,69%, odhad úrovně provozního zisku před odpisy a amortizací OIBDA naplněn bude, kdy předpokládáme růst tohoto ukazatele za rok 2008 o 0,79%. U ukazatele OIBDA cíl společnosti naplněn bude, mj. díky zmiňovanému výnosu z prodeje nemovitostí, u tohoto ukazatele předpokládáme tempo růstu ve výši 0,78%.

Tab. č. 15: Srovnání výhled Telefónica O2 a našich odhadů

	výsledky 2007 (mld. Kč)	odhad Cyrrus 2008 (mld. Kč)	odhad Cyrrus 2008 (%)	Výhledy Telefónica O2 (mld. Kč)
Výnosy z podnikání	63,196	63,63	0,68%	64,29-65,55
OIBDA	28,03	28,25	0,79%	28,03-28,59
Provozní zisk	13,60	15,76	15,88%	n.a.
Čistý zisk	10,39	12,75	22,71%	n.a.

Zdroj: Telefónica O2, odhad Cyrrus

Podle našich odhadů Telefónica O2 nedosáhne na své vlastní cíle růstu tržeb, u ukazatele OIBDA budou cíle naplněny pouze díky prodeji nemovitostí.

Změnili jsme také nastavení vstupů oceňovacího modelu, největší změnou je zahrnutí rizikové prémie zobrazující současnou nestabilní situaci.

Změny v parametrech oceňovacího modelu

Oceňovací model jako takový nebyl při této změně cílové ceny modifikován, došlo však ke změnám vstupních parametrů metod diskontovaného cash-flow FCFE a DDM, které měly vliv na výši cílové ceny. Na základě aktuálních ukazatelů byla snížena hodnota ukazatele volatility, koeficientu beta (dle agentury Bloomberg), dále bezrizikové sazby (15Y CZ vládní dluhopis) a snížen byl také výhled dlouhodobého růstu HDP a inflace. Vcelku zásadní změnou bylo zvýšení rizikové prémie ČR, dle aktuálních tabulek A. Damodarana. Tyto tabulky doznaly od naší poslední analýzy znatelných změn. Ke standardním rizikovým přírůzkům pro jednotlivé země byly přiřazeny tzv. default spready dané země (ukazatel vychází z porovnání na trhu dluhopisů), které jsou měřítkem rizikivosti a jako takové jsou odrazem současných velmi turbulentních tržních podmínek. Tyto přírůzky k rizikové prémii zvyšují diskontní míru, což má také vliv na snížení cílové ceny. Vliv změn základních vstupních parametrů na cílovou cenu ukazuje tabulka uvedená v závěru analýzy.

Tab. č. 16: Změny ve vstupních parametrech oceňovacích modelů

	Původní hodnota	Aktuální hodnota
Beta	0,82	0,68
Bezriziková sazba	4,97%	4,79%
Riziková přírůzka ČR	5,50%	7,10%
Dlouhodobý růst HDP (reálný)	3,50%	2,50%
Dlouhodobá míra inflace	2,50%	2,00%
Diskontní faktor	9,87%	9,62%

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 následující tabulka:

Tab. č. 17: Předpoklady modelů DDM a FCFE

Beta	0,68
Bezriziková sazba	4,79%
Riziková prémie	7,10%
Růst reálného HDP	2,50%
Růst inflace	2,00%
Diskontní faktor	9,62%

Zdroj: Bloomberg, A. Damodaran, odhad Cyrrus

Dividendový diskontní model (DDM)

V tomto modelu došlo ke změnám z důvodu výše diskutovaného očekávaného snížení dividendy v budoucích letech. Vedle toho se projeví také zmiňované změny ve vstupních parametrech modelu. Model DDM tedy oceňuje jednu akcii společnosti Telefónica O2 na 470 Kč.

Tab. č. 18: Dividendový diskontní model (v Kč na akcii)

	2009f	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f+
Dividenda	50,0	50,0	40,0	40,0	40,0	760,8
Diskontovaná div.	45,6	41,6	30,4	27,7	25,3	301,0
NPV na akcii	470					

Zdroj: odhad Cyrrus

Model volného cash-flow k vlastnímu kapitálu (FCFE)

Podle modelu metody volného cash-flow k vlastnímu kapitálu má akcie společnosti hodnotu 570 Kč.

Tab. č. 19: Model volného CF k vlastnímu kapitálu (v Kč na akcii)

	2009f	2010f	2011f	2012f+	2013f	2014f+
Čistý zisk	41,8	40,4	40,9	41,8	44,9	323,1
Odpisy	34,9	35,6	34,9	33,3	28,0	173,2
Δ prac. kapitálu	2,1	4,0	-5,1	-4,8	2,9	-45,8
Výdaje na investice	20,5	20,5	20,5	20,5	14,9	116,7
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	54,1	51,5	60,4	49,9	55,0	572,3
Diskontované volné CF	49,3	42,9	45,9	34,6	34,8	362,4
NPV na akcii	570					

Zdroj: odhad Cyrrus

Kombinací obou modelových cen dle výše zvoleného poměru, stanovujeme novou 12-měsíční cílovou cenu akcie společnosti Telefónica O2 na **530 Kč**.

Při použití modelu DDM je akcie oceněna na cílovou cenu 470 Kč.

Výstupem modelu FCFE je cílová cena ve výši 570 Kč.

Při kombinaci obou použitých metod činí cílová cena akcie společnosti Telefónica O2 530 Kč.

Stanovujeme novou cílovou cenu akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a.s. ve výši 530 Kč. Akcie společnosti doporučujeme „koupit“.

Investiční doporučení

Po zahrnutí všech výše popsaných fundamentálních vlivů a také díky změnám v našem modelu ocenění, při váženém průměru obou použitých metod (0,6 pro FCFE a 0,4 pro DDM) **snižujeme** naši 12 měsíční **cílovou cenu akcie** společnosti Telefónica O2 Czech Republic z původní hodnoty 635 Kč **na novou hodnotu 530 Kč**, což znamená snížení o přibližně 17%. Nová cílová cena znamená 27% prémii k poslednímu závěrečnému kurzu akcie, z čehož vyplývá, že **potvrzujeme naše původní investiční doporučení**, kdy akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a.s. doporučujeme „koupit“.

Analýza citlivosti

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

Tab. č. 20 : Analýza citlivosti cílové ceny na změny vstupních parametrů

	Diskontní míra				
Dlouhodobý růst	8,62%	9,12%	9,62%	10,12%	10,62%
0,8%	567	537	509	485	462
1,3%	582	549	519	493	470
1,8%	597	561	530	502	477
2,3%	618	579	544	514	488
2,8%	641	597	560	527	498

Zdroj: Cyrrus

Výhledové finanční výkazy společnosti

Tab. č. 21: Rozvaha (tis. Kč)

	2008f		2009f		2010f	
Stálá aktiva	78 894	79%	74 974	77%	69 990	71%
Hm. a nehm. majetek	77 940	78%	74 138	76%	69 151	71%
Ostatní	954	1%	836	1%	839	1%
Oběžná aktiva	20 685	21%	22 711	23%	25 217	26%
Peníze a ekvivalenty	9 395	9%	10 993	11%	12 406	13%
Pohledávky	9 700	10%	9 966	10%	10 846	11%
Zásoby	1 591	2%	1 751	2%	1 965	2%
Ostatní	321	0%	316	0%	310	0%
Aktiva	99 900	100%	98 001	100%	95 518	100,0%

Vlastní kapitál	79 432	80%	76 800	78%	73 708	75%
Základní kapitál	63 025	63%	63 025	64%	63 025	64%
Nerozdělený zisk	16 407	16%	13 775	14%	10 683	11%
Dlouhodobé závazky	9 270	9%	9 249	9%	9 904	10%
Úvěry a půjčky	2 934	3%	3 049	3%	3 049	3%
Ostatní	6 336	6%	6 200	6%	6 855	7%
Krátkodobé závazky	11 198	11%	11 952	12%	11 906	12%
Pasiva	99 900	100%	98 001	100%	95 518	100,0%

Zdroj: Cyrrus

Tabulka č.22: Výkaz zisku a ztráty (tis. Kč)

	2008f		2009f		2010f	
Tržby	63 627	100%	64 299	100%	64 558	100%
Provozní náklady	36 002	57%	36 557	57%	37 354	58%
Odpisy	12 380	19%	11 062	17%	11 328	18%
EBIT	15 630	25%	16 783	26%	15 958	25%
EBT	15 764	25%	16 987	26%	16 203	25%
Daň	3 419	5%	3 515	5%	3 191	5%
Čistý zisk	12 745	20%	13 472	21%	13 013	20%

Zdroj: Cyrrus

Tabulka č. 23: Výkaz peněžních toků (tis. Kč)

	2008f	2009f	2010f
Počáteční zůstatek	8 469	9 395	10 993
Provozní cash flow	25 549	24 079	23 898
Cash flow z investičních aktivit	-2 312	-6 376	-6 380
Cash flow z finančních aktivit	-22 311	-16 104	-16 104
Konečný stav	9 395	10 993	12 406

Zdroj: 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

Brno

kuncicky@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
Vevří 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