

**Doporučení: akumulovat**
Cílová cena: 483 Kč**9.3.2010****Aktualizace odhadů Telefónica O2****Nové doporučení – akumulovat**

Předešlé doporučení – koupit

Nová cílová cena – 483,- Kč

Předešlá cílová cena - 505,- Kč

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

Telefónica O2 Czech Republic, a.s.

Za Brumlovkou 266/2

140 22 Praha 4 - Michle

Czech Republic

<http://www.cz.o2.com/>

Ticker: BAATELEC (BCPP)

Odvětví: telekomunikace

Počet vydaných akcií – 322 089 tisíc

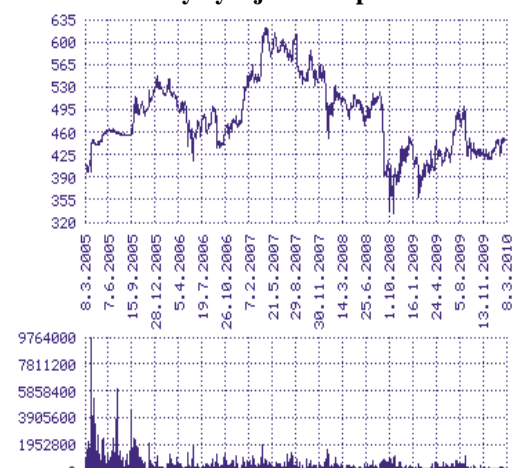
Tržní kapitalizace - 146 550 mil. Kč

Uzavírací cena k 8.3.2010 - 447,90 Kč

Roční minimum - 377 Kč - 27.2.2009

Roční maximum - 500 Kč - 1.9.2009

Podíl v PX: 17,32 %

Graf. č. 1: 5-letý vývoj kurzu společnosti

Zdroj: BCPP

Na základě zveřejněných hospodářských výsledků za rok 2009 aktualizujeme náš odhad budoucího hospodaření. Akcie společnosti Telefónica O2 doporučujeme akumulovat z předchozího doporučení koupit a s novou cílovou cenou ve výši 483,- z původních 505,- Kč.

Společnost Telefónica O2 vykázala ve 4Q 2009 lepší hospodářské výsledky oproti očekávání analytiků na úrovni provozního i čistého zisku, ovšem lehce zklamala na úrovni výnosů a hluboce zklamala očekávaným výhledem.

Management společnosti očekává negativní výhled hospodaření společnosti Telefónica, neboť předpokládá pokles provozního zisku před odpisy a amortizací OIBDA pro rok 2010 o 5 % až 9 % z důvodu slabého očekávaného hospodářského oživení a vysoké míry nezaměstnanosti.

Předpokládáme, že trendy ve fixním segmentu (segment pevných linek) budou přetrvávat po celý rok 2010, z čehož usuzujeme, že pokles počtu pevných linek bude pokračovat, avšak již nižším tempem. Na druhé straně očekáváme nárůst počtu přípojek k internetu a vyšší poptávku po IT službách, což se projeví růstem výnosů ve zmíněných výnosových položkách. Ovšem pokračující trend spočívající v poklesu počtu pevných linek způsobí výrazný propad výnosů, který nebude vykompenzován nárůstem výnosů z internetu a IT služeb, proto předpokládáme pokles výnosů ve fixním segmentu v roce 2010. Navíc lze odhadovat, že největší propad výnosů bude zaznamenán v první polovině roku, kdy lze predikovat pouze mírné hospodářské oživení.

Tabulka č. 1: Analýza a odhad výnosů společnosti

v mil. Kč	4Q2009	2009	1Q2010F	2010F
Konsolidované výnosy z podnikání za celou skupinu	15 045	59 852	14 245	56 659
VÝNOSY - Fixní segment v ČR	6 827	26 872	6 380	24 516
VÝNOSY - Mobilní segment v ČR	7 608	31 021	7 213	29 245

Zdroj: Telefónica O2

Zdroj: Odhad Fio, burzovní společnost, a.s.

Struktura akcionářů:

Tabulka č. 2: Struktura akcionářů

Vlastnická struktura

69,4% [Telefónica, S.A.](#)

30,6% Free float

Zdroj: Telefónica

V mobilním segmentu společnosti bude pokračovat nemilosrdná regulace Českého telekomunikačního úřadu, který nařizuje společnosti Telefónica O2 dramaticky snížit velkoobchodní terminační poplatky, což jsou poplatky, které operátoři mobilních sítí účtují jiným operátorům za spojování hovorů ve své síti. Navíc mobilní zákazníci společnosti více šetří, což se projevuje na nižších měsíčních účtech za mobilní telefon a nižších výnosech společnosti Telefónica. Ze zmíněných důvodů předpokládáme propad výnosů v mobilním segmentu v roce 2010, přičemž největší pokles výnosů pravděpodobně přijde v první polovině roku.

Lze odhadovat, že provozní náklady oceňované společnosti se i v letošním roce sníží, neboť zmíněná regulace terminačních poplatků sníží náklady na propojení a odhadujeme mírné snížení mzdových nákladů.

Tabulka č. 2: Analýza a odhad konsolidovaných provozních nákladů

v mil. Kč	2008	2009	4Q 2009	1Q 2010F	2010F	2011F
Celkem provozní náklady	37 565	33 965	8 728	8 183	32 114	31 227
Celkem provozní náklady meziroční změna	0,05	-0,10			-0,05	-0,03

Zdroj: Telefónica O2

Zdroj: Odhad Fio, burzovní společnost, a.s.

U provozního zisku před odpisy a amortizací odhadujeme v roce 2010 pokles o 6 %, což je způsobeno vyšším absolutním úbytkem výnosů ve srovnání s provozními náklady.

Tabulka č. 3: Analýza a odhad hospodaření společnosti

v mil. Kč	4Q 2009	2009	1Q2010F	2010F
VÝNOSY - Mobilní segment v ČR	7608	31021	7213	29245
VÝNOSY - Fixní segment v ČR	6827	26872	6805	24516
VÝNOSY - mobilní segment v SR	610	1959	653	2898
Konsolidované výnosy z podnikání za celou skupinu	15045	59852	14245	56659
OIBDA - provozní hosp. výsl. před odpisy	6605	27076	6301	25502
Provozní hospodářský výsledek (EBIT)	3619	15075	3552	14506
Hospodářský výsledek po zdanění	2770	11666	2779	11353
Hrubá dividenda na akcii		40		40

Zdroj: Telefónica O2

Zdroj: Odhad Fio, burzovní společnost, a.s.

Oceňovací modely a jeho předpoklady

Diskontní sazba byla ponechána oproti minulé analýze ve stejné výši 10,9 %.

Společnost Telefónica vyplácí dividendu z celého nekonsolidovaného zisku ČR, proto pro ocenění akcií této společnosti použijeme dividendový diskontní model.

Předpokládáme, že čistý zisk společnosti za celou skupinu se v roce 2010 sníží o 3 % i z důvodu, že společnost již odprodala většinu nemovitostí, které si v minulosti naplánovala. Pravděpodobně nejdůležitější informací pro investory je zpráva managementu, že společnost po schválení valnou hromadou vyplatí dividendu ve výši 40,- Kč na akcii. Pro rok 2010 odhadujeme dividendu opět ve výši 40,- Kč na akcii, přestože zisk společnosti poklesne, neboť očekáváme, že management navrhne vyplatit zhruba 4 Kč na akcii z nerozděleného zisku minulých let.

Pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Diskontní sazba byla ponechána oproti minulé analýze ve stejné výši 10,9 %.

Společnost Telefónica vyplácí dividendu z celého nekonsolidovaného zisku ČR, proto pro ocenění akcií této společnosti použijeme dividendový diskontní model.

Pro dividendový diskontní model společnosti Telefónica je nutné odhadnout výši dividendy, která je vyplácena z nekonsolidovaného výsledku hospodaření v ČR a nerozděleného zisku z minulých let. V první fázi dividendového diskontního modelu odhadujeme výši hrubé dividendy na akcii v rozmezí let 2009 – 2014 a ve druhé fázi odhadujeme pokračující hodnotu společnosti (od roku 2015 do nekonečna) viz tabulka č. 4. Odhad míry růstu společnosti Telefónica ve druhé fázi oceňovacího modelu předpokládáme ve výši 1,8 %, což je oproti minulé analýze zvýšení.

Dividendový diskontní model

Tabulka č. 4: Dividendový diskontní model pro ocenění společnosti

	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015 + ∞
Hrubá dividenda na akcii	50	40	40	39	40	44	47	
Pokračující hodnota hrubé dividendy								551
Objem vyplacených dividend	16104	12900	12 900	12 521	13 034	14 091	15 121	16 146
Čistý zisk	13 093	12 414	11644	11966	13034	14091	15121	16146
Nerozdělený zisk k 31.12	18401							
Zůstatek finančních prostředků v nerozděleném a nekonsolidovaném zisku minulých let	2 297	1 811	555,4	0	0	0	0	0
Zůstatek finančních prostředků v nerozděleném a nekonsolidovaném zisku minulých let na akcii	7	5,6	1,7	0	0	0	0	0
Čistý zisk na akcii (nekonsolidovaný)		38,5	36	37	40	44	47	50
Diskontované očekávané dividendy			36	32	30	29	28	328
Součet diskontovaných očekávaných dividend na akcii		483						

Zdroj: Telefónica O2

Zdroj: Odhad Fio, burzovní společnost, a.s.

Vnitřní hodnota akcie společnosti Telefónica je stanovena pomocí dividendového diskontního modelu s časovým horizontem 12 měsíců na 483,- Kč.

SWOT ANALÝZA

SILNÉ STRÁNKY

- Nižší kolísavost cen akcií ve srovnání s indexem PX
- Dominantní podíl na domácím trhu pevných linek
- Společnost vlastní předního mobilního operátora O2
- Společnost poskytuje balíčky služeb jak z oblasti pevných, tak i mobilních služeb
- Telefónica O2 je jedničkou ve vývoji a momentálně disponuje nejrozšířenější mobilní sítí 3G
- Nízká zadluženost společnosti
- Vysoký dividendový výplatní poměr

SLABÉ STRÁNKY

- Trend nahrazování pevných telefonních linek mobilním provozem a z toho vyplývající klesající výnosy ve fixním segmentu
- Regulace orgánů EU a ČTÚ a z toho vyplývající pokles výnosů v mobilním segmentu

PŘÍLEŽITOSTI

- Možné akvizice převážně v oblasti ICT
- Účinnější propagace produktů s vysokou přidanou hodnotou (postavení call centra na klíč, outsourcing IT služeb apod.)

HROZBY

- Trend nahrazování pevných linek mobilním provozem a z toho vyplývající klesající výnosy ve fixním segmentu
- Regulace ze strany orgánů EU a ČTÚ např. ohledně propojovacích nákladů v mobilním segmentu
- Pokles marže OIBDA z důvodu zintenzivnění konkurence v mobilním segmentu z důvodu příchodu nového mobilního virtuálního konkurenta
- Vstup další konkurence do fixního segmentu (segment pevných linek)

Výše uvedená rizika mohou mít v budoucnu negativní vliv na hospodaření firmy a mohou negativně ovlivnit hlavní předpoklady modelu. V případě nižších než predikovaných výnosech a celkové ziskovosti společnosti může být naše kalkulovaná vnitřní hodnota společnosti nadhodnocená.

Ing. Robin Koklar, MBA
Finanční analytik
www.fio.cz
robin.koklar@fio.cz

Dozor nad Fio, burzovní společností, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio, burzovní společností, a.s. (dále "Fio") Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu u 13 emisí zařazených v segmentu SPAD. Fio není tvůrcem trhu emise akcií Kit Digital, Inc.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny nebo s ohledem na jiné skutečnosti a vývoj na trhu, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako netříplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluledoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

Koupit – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Akumulovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

Redukovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

K dnešnímu datu 9.3.2010 Fio, burzovní společnost, a.s. má platných 12 investičních doporučení a 1 v revizi. Z toho je 7 doporučení k nákupu a 3 doporučení akumulovat a dvě doporučení držet. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.