



Fio banka, a.s.

Fio

Analýzy a doporučení

Telefónica Czech Republic, a.s.

**Doporučení: držet**  
**Cílová cena: 408 Kč**

4.5.2012

### Aktualizace ocenění společnosti Telefónica Czech Republic, a.s

#### Nové doporučení – držet

Předešlé doporučení – držet

**Nová cílová cena 408,- Kč**

Předešlá cílová cena 434,- 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 - 121,5 mld. Kč

Uzavírací cena k 3.5.2012 - 379 Kč

Roční minimum - 365,9 Kč - 16.2.2012

Roční maximum - 439,6 Kč - 4.7.2011

Podíl v PX: 16,2 %

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



Na základě hospodářských výsledků za rok 2011, intenzivní konkurence a očekávaných aukcí kmitočtů snižujeme cílovou cenu společnosti Telefónica ze 434,- Kč na 408 Kč, přičemž ponecháváme investiční doporučení na stupni držet. Přestože oproti minulému ocenění zvyšujeme očekávané hrubé dividendy na akcii v následujících letech z důvodu snižování nominální hodnoty akcie a možného zpětného odkupu akcií, předpokládáme nově, že telekomunikační odvětví se bude ve stávající podobě ztenčovat a oceňovaná společnost bude ztrácet tržní podíl rychleji. Očekáváme, že z aukcí digitální dividendy (aukce kmitočtů pro vybudování nové mobilní sítě LTE) vzejde nový konkurent, který zřejmě po vzoru z Polska spustí cenou válku v mobilním segmentu. V našem ocenění byla snížena diskontní sazba a zároveň byl ponížěn dlouhodobý očekávaný růst společnosti do nekonečna a to na méně než jedno procento, neboť se domníváme, že telekomunikační trh projde v budoucnosti restrukturalizací. Budou se zřejmě více využívat internetové služby a komunikace bude též probíhat přímo po síti s velmi nízkými náklady.

Rok 2011 byl pro Telefónicu velmi tvrdý, neboť při meziročním srovnání společnost vykázala tvrdý pokles výnosů a to jak v mobilním, tak i fixním segmentu v ČR a naopak silný růst na Slovensku. Za poklesem výnosů stojí zejména silná konkurence a šetrné chování jednotlivců.

#### Aukce kmitočtů

Shrnutí podmínek LTE aukce bylo převzato z internetových stránek GSMblog: *K dispozici jsou kmitočtové bloky ve třech pásmech, běžně označovaných jako 800, 1800 a 2600 MHz. Aukce je technologicky neutrální, tzn. není předepsaná technologie, která bude na vysoutěžených frekvencích nasazena. Nejzajímavější částí aukce bude rozhodně blok 30 MHz párového spektra v pásmu 800 MHz, kde se předpokládá nasazení technologie LTE. Pásmo bude nabídnuto v 5 MHz blocích, maximální příděl pro jednoho zájemce je 15 MHz. Je garantována spojitost vydražených bloků. (15 MHz strop umožňuje rozdělit celé pásmo mezi dva operátory. Vytvářecí cena jednoho bloku je 1,1 miliardy korun.*

*V pásmu 1800 MHz se nabízí nasazení GSM standardu, nicméně aukce je nastavena tak, aby stávající operátoři mohli dokoupit prostor pro jeden UMTS nebo LTE carrier. Nový zájemce dojde na to, že těch 5 MHz nezíská spojitě. Dále je definován požadavek, aby každý účastník aukce nabídl službu přístupu k internetu rychlostí alespoň 2 Mb/s, což vylučuje možnost, že by nějaký nový zájemce koupil pouze příděl v pásmu 1800 MHz a postavil na něm nízkonákladovou GSM síť.*

## Aukce digitální dividendy

*Posledním pásmem v aukci je 2600 MHz, určená opět pro LTE. Ve variantě FDD je k dispozici 14 bloků po 5 MHz, minimálně však 10 MHz, a maximálně 20 MHz na zájemce. Ve variantě TDD je k dispozici 10 bloků po 5 MHz, minimálně však 15 MHz. Maximum není stanoveno.*

*Do přidělu pro LTE 800 se dostala kontroverzní povinnost přednostního pokrývání venkovských okresů. Okresy ČR byly rozděleny do dvou skupin (viz mapka). Operátor nesmí v daném okamžiku pokrýt větší počet lukrativních okresů než okresů chudobných.*

*Pokrytí okresu je definováno jako pokrytí 95% obyvatel indoor signálem, který je v příloze 3 definován jako úroveň pilotního signálu (RSRP) -109 dBm v outdooru. Jestli operátor nebude na lukrativním nepovoleném okrese smět postavit jedinou základnovou stanici, nebo nebude smět jen dosáhnout 95% pokrytí, mi není z dokumentu jasné. S touto venkovskou šarádou musí být operátor hotov nejpozději 2 a půl roku od udělení kmitočtů, celou republiku musí pokrýt nejpozději do pěti let.*

*Pokud zájemce vysoutěží spolu s 800 MHz přidělem i frekvence v ostatních pásmech, bude se mu pokrytí realizované v těchto pásmech započítávat do limitu pokrytí. Pokud existující operátor umožní národní roaming v existující 3G síti, bude mu i tato započtena do limitu pokrytí. Pokud někdo ze stávajících operátorů vysoutěží alespoň 10 MHz pásma pro LTE 800, má povinnost poskytnout národní roaming ostatním výhercům aukce, pokud tito získají 15 MHz blok 1800, nebo 20 MHz FDD blok v 2600 pásmu, a zároveň nezískají žádný vlastní 800 přiděl. Národní roaming bude povinně poskytován jak na nově budované LTE 800 síti, tak na existující GSM síti. Volitelně může být nabídnuta i existující 3G síť výměnou za výše zmíněnou výhodu při počítání pokrytí. Povinnost spustit národní roaming nastává až v okamžiku, kdy žadatel dosáhne 20% pokrytí obyvatel na vlastní infrastruktuře.*

*Dále mají všichni výherci přidělu v aukci povinnost zpřístupnit svoji síť velkoobchodní nabídkou, tj. umožnit provoz virtuálních operátorů na své infrastruktuře. Tato povinnost platí jen pro síť na kmitočtech získaných v této aukci. Bohužel návrh podmínek aukce nedává žádné závazné cenové podmínky ani národního roamingu ani velkoobchodní nabídky, takže o efektivitě těchto ustanovení lze pochybovat.*

*Zdroj:*

*Podmínky LTE aukce*

*<http://www.gsmweb.cz/blog/2012/03/20/podminky-lte-aukce/>*

## Struktura akcionářů:

Tabulka č. 2: Struktura akcionářů

Vlastnická struktura	
69,40%	Telefónica, S.A.
30,60%	Free float

Zdroj: Telefónica O2

## FIXNÍ SEGMENT

Předpokládáme, že trend poklesu počtu pevných linek ve fixním segmentu (segment pevných linek) bude i v roce 2012 nadále přetrvávat, ovšem tempo poklesu se bude zřejmě snižovat.

Tabulka č. 1: VÝNOSY - Segment pevných linek ČR v mil. Kč

v mil. Kč	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Celkem výnosy z podnikání	24 290	22 607	21 751	21 099	20 466
Celkem výnosy z podnikání Y/Y	-0,10	-0,07	-0,04	-0,02	-0,02

Zdroj: Telefónica O2

Zdroj: Fio banka, a.s.

Výnosy společnosti ve fixním segmentu v roce 2012 a v následujících letech dle našich odhadů poklesnou a to zejména z důvodu poklesu hovorného, které bude negativně ovlivněno klesajícím počtem pevných linek. Navíc nižší odhadované výnosy ve fixním segmentu budou ovlivněny intenzivnější konkurencí ze strany ostatních mobilních operátorů, kteří již nabízejí komplexní řešení pro firmy, zahrnující také fixní hlasové služby, přičemž jejich podíl na trhu se od roku 2008 postupně zvyšuje. Dále lze očekávat, že v roce 2012 a dalších letech dojde k mírnému snížení výnosů z veřejného sektoru, z důvodu vysokých státních deficitů ČR, které se mají postupně snižovat.

Na druhé straně očekáváme nárůst počtu přípojek k internetu, přičemž společnost investovala do technologií VDSL – do rychlejšího vysokorychlostního internetového přenosu přes pevnou linku, což je pozitivní, neboť Telefónica tak může lépe konkurovat nabídkám kabelových společností typu UPC, kteří se pyšní internetovým připojením s rychlostí až 100 Mbit/s.

## MOBILNÍ SEGMENT

V mobilním segmentu předpokládáme pokles výnosů v roce 2012, který bude způsoben další regulací terminačních poplatků, intenzivní konkurencí a slabou poptávkou od mobilních uživatelů z důvodu poklesu reálných mezd. Český telekomunikační úřad 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. Předpokládáme mírný pokles hovorného z důvodu intenzivní konkurence, která oceňované společnosti pravděpodobně způsobí pokles počtu aktivních zákazníků. Na druhé straně očekáváme růst výnosů s přidanou hodnotou např. v podobě mobilních zákaznických řešení atd. V následujících letech odhadujeme příchod nového mobilního konkurenta, který sníží ceny pro retailovou skupinu zákazníků a spustí tak cenovou válku.

Tabulka č. 3: VÝNOSY - Mobilní segment v ČR

v mil. Kč	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Celkem výnosy z podnikání	28 592	26 127	22 524	21 623	20 759
Celkem výnosy meziroční změna	-0,08	-0,09	-0,14	-0,04	-0,04

Zdroj: Telefónica O2

Zdroj: Fio banka, a.s.

Nové odhady hospodaření společnosti vykazují klesající trend výnosů v mobilním i fixním segmentu v ČR a rostoucí trend výnosů v případě Slovenska, což je patrné z tabulky č. 4. Na konci roku 2011 měla slovenská pobočka zisk ve výši 1 mld. CZK, ovšem na výplatu dividendy je ještě příliš brzo, neboť má nakumulovanou velkou ztrátu z předešlých let, ze které musí nejdříve vyrůst. Naše odhady počítají se začátkem výplaty dividendy ze Slovenska v roce 2014 a dále.

**Tabulka č. 4: Nový odhad hospodaření společnosti**

v mil. Kč	2 010	2 011	2012E	2013E	2014E	2015E
VÝNOSY - Mobilní segment v ČR	28 592	26 127	22 524	21 623	20 759	19 928
VÝNOSY - Fixní segment v ČR	24 290	22 607	21 751	21 099	20 466	19 852
VÝNOSY - mobilní segment v SR	2 773	3 738	4 762	5 714	6 286	6 600
Konsolidované výnosy z podnikání za celou skupinu	55 655	52 471	49 038	48 437	47 510	46 380
OIBDA - provozní hosp. výsl. před odpisy	27 380	21 792	18 610	17 752	16 920	16 046
Provozní hospodářský výsledek (EBIT)	15 524	10 140	7 989	7 984	7 790	7 558
Hospodářský výsledek po zdanění	12 280	8 685	6 304	6 300	6 143	5 955

**Zdroj: Telefónica O2**

**Zdroj: Fio banka, a.s.**

Společnost Telefónica dokázala úspěšně kontrolovat náklady, přičemž odhadujeme, že i následujících letech z důvodu nižších výnosů dojde k poklesu provozních nákladů viz tabulka č. 5.

**Tabulka č. 5: Nový odhad provozních nákladů**

v mil. Kč	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>Celkem provozní náklady</b>	<b>32 889</b>	<b>31 533</b>	<b>31 282</b>	<b>31 126</b>	<b>30 970</b>	<b>30 660</b>
<b>Celkem provozní náklady meziroční změna</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,01</b>

**Zdroj: Telefónica O2**

**Zdroj: Fio banka, a.s.**

Ve srovnání s minulými odhady hospodaření společnosti lze spatřit u nového ocenění klesající hospodářský zisk po zdanění, což je způsobené nižšími fixními i mobilními výnosy v ČR a jen mírně nižšími provozními náklady, které nedokáží vykompenzovat propad výnosů.

**Tabulka č. 6: Původní odhad hospodaření společnosti**

v mil. Kč	2 010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
VÝNOSY - Mobilní segment v ČR	28 592	27 625	28 592	29 450	30 333	31 243
VÝNOSY - Fixní segment v ČR	24 290	23 308	23 775	24 250	24 735	25 230
VÝNOSY - mobilní segment v SR	2 773	2 992	3 176	3 343	3 514	3 691
Konsolidované výnosy z podnikání za celou skupinu	55 655	53 925	55 543	57 043	58 583	60 165
OIBDA - provozní hosp. výsl. před odpisy	27 380	23 515	24 520	25 238	25 816	26 341
Provozní hospodářský výsledek (EBIT)	15 524	10 370	11 177	11 629	11 935	12 183
Hospodářský výsledek po zdanění	12 280	8 114	8 867	9 233	9 481	9 682

**Zdroj: Telefónica O2**

**Zdroj: Fio banka, a.s.**

## Oceňovací modely a jeho předpoklady

### Dividendový diskontní model

Diskontní sazba byla oproti minulému ocenění snížena z 8,8 % na 7,3 %.

**Tabulka č. 8: Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) použitý pro výpočet diskontní sazby**

Desetiletý český státní dluhopis*	3,47
Beta**	0,73
Očekávaná tržní úroková míra***	8,77
Diskontní sazba	7,3

\*Bezriziková úroková sazba je počítána z výnosu indexu desetiletých českých státních dluhopisů

\*\*Beta je počítána z týdenních dat regresní metodou

\*\*\* Pro zmíněnou předpověď rizika trhu PX byl použit model dynamické stochastické simulace dle Broydena, který zahrnuje 3 rovnice, které jsou tvořeny endogenními a exogenními proměnnými, přičemž pro exogenní proměnné jsou použity odhady analytiků z agentury Bloomberg

Zdroj: Fio banka, a.s., Bloomberg

Pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Diskontní sazba byla oproti minulému ocenění snížena na hodnotu 7,3 %.

Ocenění společnosti provádíme opět pomocí dividendového diskontního modelu, přičemž jsme sice zvýšili očekávané dividendy vyplácené v následujících letech, ovšem v roce 2017 a dále odhadujeme nově prudký propad v dividendě, neboť společnost nebude mít kapacitu (provozní cash flow) k udržení vysoké hrubé dividendy. Z důvodu očekávané intenzivnější konkurence a to zejména v mobilním sektoru, kde mohou být časem mobilní přístroje nahrazeny brýlemi a předpokládané restrukturalizaci telekomunikačního sektoru jsme snížili očekávaný růst do budoucnosti jen na 0,6 %. Telekomunikační trh projde v budoucnosti řadou změn, což se zřejmě projeví ve výrazném poklesu ceny za telekomunikační služby.

**Tabulka č. 7: Nový dividendový diskontní model pro ocenění společnosti**

v mil. Kč	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017 + ∞
Hrubá dividendy na akcii	40	40	40	35	35	35	25
Pokračující hodnota hrubé dividendy							366
Celkový objem vyplacených dividend	12 884	12 884	12 884	11 312	11 312	11 312	8 003
Nekonsolidovaný čistý zisk	7648	5191	5077	4812	4552	4282	4003
Čistý zisk na akcii (nekonsolidovaný)	24	16	16	15	14	13	12
Diskontované očekávané dividendy		37	35	28	26	25	257
Součet diskontovaných očekávaných dividend na akcii		408					

Zdroj: Telefónica O2

Zdroj: Fio banka, a.s.

Telefónica reaguje na propad ziskovosti snížením nominální hodnoty akcie či v budoucnosti zpětným odkupem akcií, což ji umožní minimálně do roku 2013 udržet dividendu ve výši 40 Kč na akcii. Za předpokladu prudkého zadlužení si lze představit udržení dividendy ve výši 40 Kč na akcii až do roku 2016. Ovšem námi odhadovaný propad ziskovosti se časem promítne i do nižšího provozního cash flow a Telefónica, tak nebude mít munici pro případné snižování nominální hodnoty akcie či zpětný odkup. V našem modelu odhadujeme od roku 2014 pravidelnou výplatu dividendy ze slovenské pobočky operující v mobilním sektoru.

Vnitřní hodnota akcie společnosti Telefónica je stanovena pomocí nového dividendového diskontního modelu v tabulce č. 7 s časovým horizontem 12 měsíců na 408,- Kč, což je ve srovnání s minulým oceněním ve výši 434,- Kč pokles.

**Tabulka č. 9: Citlivostní analýza**

FCFE růst	Diskontní sazba				
	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%
0,2%	451	420	394	371	351
0,4%	460	428	401	377	356
0,6%	471	437	408	383	361
0,8%	482	446	416	390	367
1,0%	494	456	424	397	373

Zdroj: Fio banka, a.s.



## SWOT ANALÝZA

### SILNÉ STRÁNKY

- Dominantní podíl na domácím trhu pevných linek
- Společnost vlastní předního mobilního operátora O2
- Telefónica O2 je jedničkou ve vývoji a momentálně disponuje nejrozšířenější mobilní sítí 3G
- Nízká zadluženost společnosti umožní přerolovat splatný dluh v letošním roce a získat tak finanční prostředky pro digitální aukci
- 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
- Nízké pokrytí rychle rostoucích segmentů trhu ICT

### PŘÍLEŽITOSTI

- Získání nového kmitočtového spektra, které bude použito pro rychlý vysokorychlostní mobilní internet, tak aby společnost získala nejširší pokrytí v nejkratším časovém intervalu před svou konkurencí
- Možné akvizice převážně v oblasti rychle rostoucích segmentů ICT
- Účinnější propagace produktů s vysokou přidanou hodnotou (postavení call centra na klíč, web hosting outsourcing IT služeb apod.)
- Telefónica má vysílače pro multiplex 4 k dispozici od srpna roku 2008, vysílání zatím nezahájila

### HROZBY

- Neúspěšnost získání kmitočtového spektra v digitální aukci a následný pokles podílu na mobilním trhu
- Regulace ze strany orgánů EU a ČTÚ např. ohledně propojovacích nákladů v mobilním segmentu
- Vstup další konkurence do mobilního segmentu

Výše uvedená rizika mohou mít v budoucnu negativní vliv na hospodaření firmy a mohou negativně ovlivnit hlavní předpoklady modelu. V případě nižších než predikovaných výnosů 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 bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu všech emisí zařazených ve SPAD.

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 vývoj na trhu a jiné skutečnosti se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné 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 spoluvědučím 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.

**Nákup – long:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

**Prodej - short:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

K dnešnímu datu 4.5.2012 má Fio banka, a.s. 16 platných investičních doporučení, z toho 7 na základě technické analýzy. Z celkového počtu je 6 doporučení koupit, 7 doporučení nákup-long, 0 prodej-short, 3 doporučení držet. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na [www.fio.cz](http://www.fio.cz)