

Doporučení: držet
Cílová cena: 434 Kč

22.6.2011

Změna doporučení na DRŽET z KOUPIT

K dnešnímu dni měníme naše doporučení pro telekomunikační společnost Telefónica Czech Republic na DRŽET z předchozího AKUMULOVAT. Cílovou cenu akcií Telefónica ponecháme beze změny na hodnotě 434 Kč. Hlavním důvodem změny doporučení je růst ceny akcie společnosti Telefónica, která se přiblížila k naší cílové ceně 434,- Kč.

Následuje původní ocenění společnosti

24.3.2011

Aktualizace ocenění společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a.s

Nové doporučení – akumulovat

Předešlé doporučení – akumulovat

Nová cílová cena 434,- Kč

Předešlá cílová cena 483,- 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 - 128 513 mil. Kč

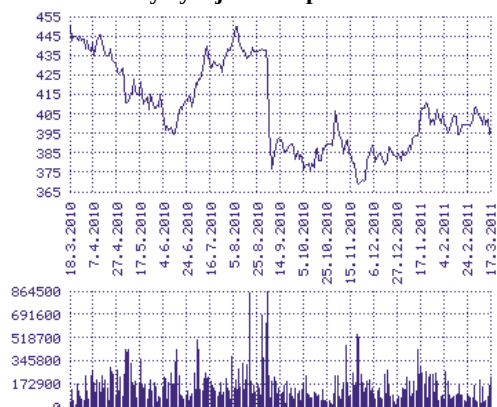
Uzavírací cena k 23.3.2011 - 407,9 Kč

Roční minimum - 369 Kč - 24.11.2010

Roční maximum - 450,5 Kč - 18.3.2011

Podíl v PX: 17,15 %

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



Zdroj: BCPP

Na základě hospodářských výsledků za 4Q 2010, následného výhledu managementu společnosti, regulatorních podmínek a intenzivnější konkurence snižujeme cílovou cenu společnosti Telefónica O2 na hodnotu 434,- Kč, přičemž ponecháváme naše investiční doporučení na stupni akumulovat.

Jedním z důvodů pro snížení cílové ceny oceňované společnosti je nepříznivý výhled managementu ohledně očekávaného hospodaření Telefónica O2 v roce 2011. Dále je třeba vzít v úvahu intenzivnější konkurenční boj, který se odehrává jak ve fixním, tak i v mobilním segmentu, přičemž ostatní mobilní operátoři získávají podíl na trhu pevných linek. Z důvodu hospodářské recese došlo v telekomunikačním odvětví k cenovým válkám, které pro firemní klientelu znamenaly velké úspory, na druhou stranu pro telekomunikační firmy znamenaly nižší dojednané ceny, které je budou tížit i v budoucnosti. Navíc změna hospodářské politiky současné vlády směřující k dlouhodobému vyrovnanému státnímu rozpočtu pravděpodobně povede k nižším výnosům společnosti Telefónica O2, která patří mezi silné dodavatele telekomunikačních služeb veřejnému sektoru. Představitelé společnosti Telefónica O2 očekávají pokles upraveného provozního zisku OIBDA o – 1 % až – 5 %, přičemž OIBDA v roce 2010 zahrnovala i jednorázový výnos v podobě zvýšení účetní hodnoty fixního segmentu o 4,3 mld. Kč, o který musí být OIBDA očištěna. V našem původním ocenění jsme odhadovali mírný nárůst provozního i čistého zisku v roce 2011, přičemž nyní očekáváme pokles výnosů v tomto roce o 3 % a pokles neočištěného provozního zisku OIBDA o 14 % a čistého zisku o více než 30 %. Navíc naše dlouhodobější prognóza nekonsolidovaného čistého zisku je ve srovnání s minulým oceněním konzervativnější i z důvodu blížících se aukcí na digitální dividentu (kmítotové spektrum, které se uvolnilo po vypnutí pozemního analogového televizního vysílání a půjde znovu přidělit na nové služby pravděpodobně se bude jednat o mobilní vysokorychlostní internet LTE), která může zvýšit konkurenci v mobilním segmentu a přilákat nové hráče do této oligopolní tržní struktury.

Výnosy ve fixním a mobilním segmentu

Předpokládáme, že trend poklesu počtu pevných linek ve fixním segmentu (segment pevných linek) bude v roce 2011 nadále přetrvávat, ovšem tempo poklesu se bude snižovat. Výnosy společnosti ve fixním segmentu v roce 2011 dle našich odhadů poklesnou o 4 % zejména z důvodu poklesu hovorného, které bude negativně ovlivněno klesajícím počtem pevných linek. Navíc nižší odhadované výnosy ve fixním segmentu v roce 2011 jsou ovlivněny i tím, že i ostatní mobilní operátoři nabízejí komplexní řešení pro firmy, zahrnující také fixní hlasové služby, přičemž jejich podíl na trhu se od roku 2008 postupně zvyšuje. Z důvodu hospodářské recese se poskytovatelé telekomunikačních služeb předháněly v nabídnutých slevách, což má za následek nižší vyjednané ceny i pro následující roky. Dále lze očekávat, že v roce 2011 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 plánuje investice do VDSL – do rychlejšího přenosu vysokorychlostního internetového přenosu přes pevnou linku, což je pozitivní, neboť Telefónica O2 by tak mohla lépe konkurovat nabídkám kabelových společností typu UPC, kteří se pyšní internetovým připojením s rychlostí až 50 MBit/s nebo 100 Mbit/s. V mobilním segmentu předpokládáme pokles výnosů v roce 2011, který bude způsoben zejména regulací terminačních poplatků. Navíc 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.

Tabulka č. 1: Analýza a odhad výnosů společnosti

	4Q2010	2010	1Q2011E	2011E
Konsolidované výnosy z podnikání za celou skupinu	13 913	55 655	13 307	53 925
VÝNOSY - Fixní segment v ČR	6 035	24 290	5 795	23 308
VÝNOSY - Mobilní segment v ČR	7 149	28 592	6 776	27 625

Zdroj: Telefónica O2

Zdroj: Fio banka, a.s.

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.

Struktura akcionářů:

Tabulka č. 2: Struktura akcionářů

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

Zdroj: Telefónica O2

Díky tomu tedy poklesnou výnosy v mobilním segmentu, na druhé straně se i sníží provozní náklady. Společnost Telefónica O2 dokáže úspěšně kontrolovat náklady, což je patrné z tabulek č. 3 až 4, přičemž naše nové odhady provozních nákladů v tabulce č. 3 pro rok 2011 jsou oproti původnímu ocenění na nižší úrovni.

Tabulka č. 3: Původní odhad konsolidovaných provozních nákladů

v mil. Kč	2008	2009	2010E	2011E
Celkem provozní náklady	37 565	33 965	32 114	31 227
Celkem provozní náklady meziroční změna	0,05	-0,1	-0,05	-0,03

Zdroj: Telefónica O2

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

Tabulka č. 4: Nový odhad konsolidovaných provozních nákladů

v mil. Kč	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Celkem provozní náklady	34 100	35 708	37 565	33 965	32 889	30 677	30 984	31 603	32 505	33 432
Celkem provozní náklady meziroční změna		0,05	0,05	-0,10	-0,03	-0,07	0,01	0,02	0,03	0,03

Zdroj: Telefónica O2

Zdroj: Fio banka, a.s.

V původním ocenění jsme počítali s nižším provozním ziskem OIBDA v roce 2010, ovšem v tomto roce došlo k jednorázovému výnosu v podobě zvýšení účetní hodnoty fixního segmentu o 4,3 mld. Kč, o kterou musí být OIBDA očištěna.

Tabulka č. 5: Původní odhad hospodaření společnosti

v mil. Kč	4Q 2009	2009	2010E	2010*
VÝNOSY - Mobilní segment v ČR	7608	31021	29245	28592
VÝNOSY - Fixní segment v ČR	6827	26872	24516	24290
VÝNOSY - mobilní segment v SR	610	1959	2898	2773
Konsolidované výnosy z podnikání za celou skupinu	15045	59852	56659	55655
OIBDA - provozní hosp. výsl. před odpisy	6605	27076	25502	27380
Provozní hospodářský výsledek (EBIT)	3619	15075	14506	15524
Hospodářský výsledek po zdanění	2770	11666	11353	12280
Hrubá dividenda na akcii		40	40	40

*Skutečné hospodaření vykázané za celý rok 2010

Zdroj: Telefónica O2

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

Naše původní ocenění provozního zisku OIBDA bylo tedy vůči skutečnosti za rok 2010 podhodnocené z důvodu výše popsané jednorázové položky ve výši 4,3 mld. Kč viz tabulka č. 5.

V novém ocenění předpokládáme pokles provozního zisku OIBDA o 2,5 % v roce 2011, přičemž management společnosti odhaduje pokles tohoto ukazatele v letošním roce o 1 až 5 %. Na nižším provozním zisku OIBDA v roce 2011 se projeví i nižší výnosy. Čistý zisk dle našich nových odhadů poklesne v roce 2011 o více než 30 %, což ale bude z velké části způsobené právě jednorázovou výnosovou položkou ve výši 4,3 mld. Kč v roce 2010.

Tabulka č. 6: Nový 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.

Pravděpodobně nejdůležitější informací pro investory je zpráva managementu, že společnost po schválení valnou hromadou vyplatí v roce 2011 dividendu ve výši 40,- Kč na akcii, přičemž 2. září 2011 připadá na poslední obchodní den na BCPP s nárokem na dividendu. 8. září 2011 připadá na ex-date, což je den, kdy se akcie bude poprvé obchodovat bez nároku na dividendu na BCPP a výplata dividendy je navrhována na 6. října 2011. Návrh na výplatu dividendy byl přezkoumán dozorčí radou společnosti a bude předložen řádné valné hromadě společnosti, která se bude konat 28. dubna 2011.

Oceňovací modely a jeho předpoklady

Společnost Telefónica vyplácí dividendu z celého nekonsolidovaného zisku z ČR, proto pro ocenění akcií této společnosti použijeme nekonsolidované výkazy. Oproti původnímu ocenění jsme přistoupili k podstatnému snížení očekávaného čistého zisku, což je patrné z tabulky č. 7.

Tabulka č. 7: Původní a nové odhady nekonsolidovaného hospodaření společnosti

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Původní odhady hrubé dividendy na akcii	50	40	40	39	40	44	47	
Nové odhady hrubé dividendy na akcii	50	40	40	35	30	30	30	30
Původní odhad čistého zisku	13 093	12 414	11 644	11 966	13 034	14 091	15 121	16 146
Nový odhad čistého zisku	13 093	12 414	12 696	9 729	9 612	9 672	9 663	9 772

Zdroj: Telefónica O2

Zdroj: Fio banka, a.s.

Oceňovací modely a jeho předpoklady

Dividendový diskontní model

Diskontní sazba byla oproti minulému ocenění snížena z 10,9 % na 8,8 %.

Tabulka č. 9: Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) použitý pro výpočet diskontní sazby

Desetiletý český státní dluhopis*	4,018
Beta**	0,59
Očekávaná tržní úroková míra***	12
Diskontní sazba	8,8

*Bezriziková úroková sazba je počítána z výnosu indexu desetiletého českého státního dluhopisu

**Beta je počítána z týdenních dat regresní metodou

***Očekávaná tržní úroková míra představuje očekávanou výnosnost indexu PX, která je počítána z odhadů analytiků vážených podle tržní kapitalizace pro jednotlivé akciové tituly
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 výši 8,8 % zejména z důvodu poklesu bety, která měří citlivost výnosnosti akcie Telefónica O2 na změny tržní výnosové míry v podobě indexu PX viz tabulka č. 9.

Ocenění společnosti provádíme opět pomocí dividendového diskontního modelu, přičemž jsme snížili očekávané dividendy vyplácené v následujících letech z důvodu nepříznivého výhledu managementu pro letošní provozní zisk OIBDA a i v následujících letech bude situace společnosti nelehká kvůli rostoucímu tlaku ze strany konkurence.

Tabulka č. 8: Nový dividendový diskontní model pro ocenění společnosti

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016 + ∞
v mil. Kč							
Hrubá dividendy na akcii	40	35	30	30	30	30	
Pokračující hodnota hrubé dividendy	0	0	0	0	0	0	474
Objem vyplacených dividend	12 884	11 371	9 612	9 672	9 663	9 772	10 166
Nekonsolidovaný čistý zisk	12696	9729	9612	9672	9663	9772	10166
Nerozdělený zisk k 31.12	14542						
Zůstatek finančních prostředků v nerozděleném a nekonsolidovaném zisku minulých let	1643						
Zůstatek finančních prostředků v nerozděleném a nekonsolidovaném zisku minulých let na akcii	5,1						
Čistý zisk na akcii (nekonsolidovaný)	39	30	30	30	30	30	32
Diskontované očekávané dividendy		32	25	23	21	20	312
Součet diskontovaných očekávaných dividend na akcii		434					

Zdroj: Telefónica O2

Zdroj: Fio banka, a.s.

Vnitřní hodnota akcie společnosti Telefónica O2 je stanovena pomocí nového dividendového diskontního modelu v tabulce č. 8 s časovým horizontem 12 měsíců na 434,- Kč, což je ve srovnání s minulým oceněním ve výši 483,- Kč pokles zhruba o 10 %. Odhad míry růstu společnosti Telefónica ve druhé fázi oceňovacího modelu předpokládáme ve výši 2,1 %, což je oproti minulé analýze zvýšení, neboť předpokládáme, že po roce 2016 bude slovenská pobočka vyplácet stabilní dividendy.

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
- 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
- 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 nezačala

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 fixního segmentu (segment pevných linek) či 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 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 banka, 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 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 neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenese 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 spoluvědoucím 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 22.6.2011 Fio banka, a.s. má platných 15 investičních doporučení. Z toho je 8 doporučení k nákupu, 3 držet a 2 doporučení akumulovat a 1 doporučení redukovat a 1 doporučení v revizi. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povinné prezentaci investičních doporučení §7.