

| Telekomunikace | Aktualizace | Česká republika |

O2 Czech Republic

Nově stanovujeme doporučení „koupit“ s cílovou cenou 251 Kč na akcii

Koupit

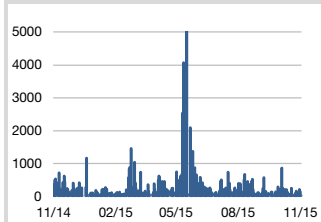
Cena 12.11.15	230,0 CZK
12m cíl	251 CZK
Pot. růst ceny	9,1%
Dividenda	17 CZK
Celkový výnos	16,5%

Sektorové doporučení
 Neutrální

Typ investice
 Vysoký dividendový výnos ✓

Roční vývoj ceny akcií


Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)


Zdroj: Bloomberg

Fakta/dopad: Před oddělením infrastruktury klesaly konsolidované tržby O2 šest let v řadě, v průměru téměř o 6 % ročně. Letos tempo poklesu tržeb prudce zpomalilo (za 9M 2015 jen na 0,1% y/y), zejména díky stabilizaci výnosů v českém mobilním segmentu. Příští rok sice čekáme další menší pokles tržeb o 1 % kvůli nepříznivým vlivům na Slovensku (tlak na ceny mobilních služeb po vstupu čtvrtého operátora a námi očekávané posílení koruny vůči euru), naprostá většina poklesu konsolidovaných tržeb se ale již zdá být minulostí. Díky tomu přináší ovoce aktivity managementu v oblasti snižování nákladů a čistý zisk tak letos podle našich odhadů vyletí o 47 % y/y. V horizontu naší prognózy pak čekáme další pozvolný růst zisků. Pozitivní zprávou pro předvídatelnost toků hotovosti k akcionářům jsou pak nově stanovené cíle O2 (výplatní poměr 90-110 % ze zisku, zpětný odkup až 10 % akcií a zadlužení 1,5x čistý dluh/EBITDA).

Investiční příběh: Ačkoli v následujících letech očekáváme jen nepatrně rostoucí zisky, akcie O2 vidíme jako atraktivní. Podle našeho názoru současná cena ještě plně nezohledňuje několik faktorů, a to především: 1) Mnohaletý trend poklesu tržeb se pravděpodobně již blíží ke konci, což zvyšuje udržitelnost letošních silných zisků. 2) Akcie O2 jsou v rámci svého odvětví podle většiny ukazatelů relativně levné. 3) Firma má obrovský prostor pro přesun hotovosti akcionářům díky plánovanému růstu zadlužení. Vedle zpětného odkupu akcií očekáváme v následujících letech běžné dividendy v rozmezí 17-20 CZK na akcii (velmi atraktivní dividendový výnos okolo 8 % ročně) i jednu mimořádnou dividendu, kterou odhadujeme na 22 CZK na akcii. Přes tyto všechny platby by zadlužení O2 podle našich odhadů zůstalo pod průměrným zadlužením západoevropského telekomunikačního sektoru (2,5x čistý dluh vůči EBITDA).

Cílová cena a doporučení: Roční cílovou cenu stanovujeme na **251 CZK na akcii** na základě modelů diskontovaných toků hotovosti a dividend. Společně s odhadovanou dividendou 17 Kč z letošního zisku přesahuje námi očekávaný celkový výnos pro akcionáře 15 %, a proto **doporučujeme koupit**. Naše prognózy byly od rozdělení firmy v revizi. Mezi hlavní rizika proti našemu doporučení patří tlak na ceny telekomunikačních služeb, vývoj ziskovosti na Slovensku a méně štedrá dividendová politika, než nyní očekáváme.

Očekávané události: Výsledky hospodaření za Q4 15 by měly být zveřejněny v únoru 2016.

Data o akciích	
RIC SPTTsp.PR Bloom TELEC CP	
52týdenní rozmezí	49,4 - 239,5
Tržní kap. (CZK mld.)	71,4
Tržní kap. (EUR mil.)	2640
Volně obchod. (%)	28
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	2,9 53,3 224
Relativně k PX	3,5 59,4 218

Zdroj: Bloomberg

Finanční údaje	2015e	2016e	2017e	2018e	Ukazatele	2015e	2016e	2017e	2018e
Tržby (mld. CZK)	37,3	37,0	37,0	37,2	P/E (x)	13,8	13,7	13,6	13,0
Provozní marže (%)	27,5	27,5	27,3	27,5	Cena/volný cash flow	15,4	12,3	11,0	10,7
Čistý zisk (mld. CZK)	5,2	5,1	5,1	5,2	Dividendový výnos (%)	7,4	17,4	7,8	8,3
Zisk na akcii (CZK)	16,6	16,8	17,0	17,7	P/účetní hodnota (x)	3,8	4,1	8,3	10,2
Dividenda na akcii (CZK)	17,0	40,0	18,0	19,0	P/tržby (x)	2,0	2,0	2,2	2,1
Úrokové krytí (x)	40,1	60,1	33,2	27,8	EV/EBITDA (x)	7,2	7,3	7,9	7,8
Výplatní poměr (%)	102,2	238,8	106,1	107,3	EV/EBIT (x)	11,0	11,1	12,0	11,6
Čistý dluh/vl.kapitál (%)	10,6	18,9	131,3	178,4	EV/IC (x)	3,6	3,7	4,3	4,4

Poslední analýza a komentář:
<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=12536>
<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=12969>

 SOCIETE
 GENERALE
 GROUP

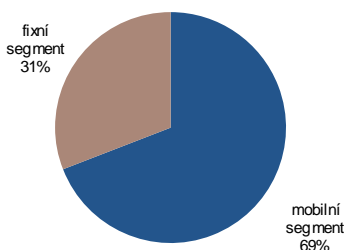
Josef Němý, CFA
 (420) 222 008 560
 josef_nemy@kb.cz

Čtěte, prosím, důležité upozornění na poslední straně

Základní údaje o O2

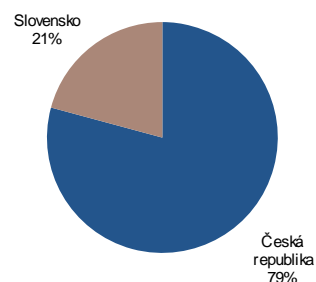
Po oddělení infrastruktury stoupl podíl mobilního segmentu i Slovenska na konsolidovaných výsledcích.

Provozní výnosy (9M 2015)



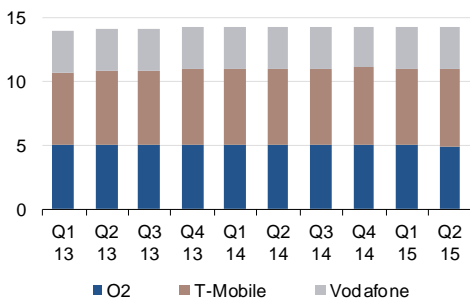
Zdroj: O2

EBITDA (9M 2015)



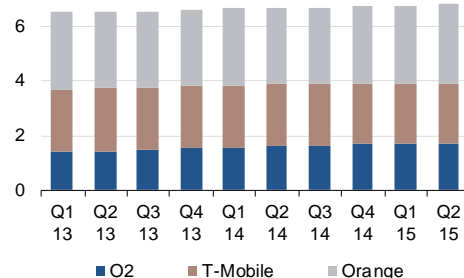
Počet mobilních zákazníků O2 v ČR je stabilní, na Slovensku postupně roste.

Zákazníci mobilních operátorů v ČR (v mil.)



Zdroj: O2, Deutsche Telekom, Vodafone

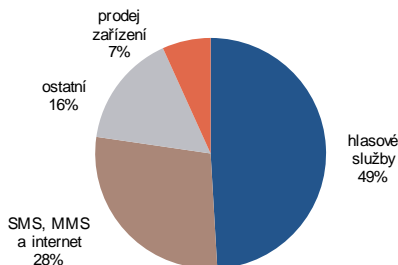
Zákazníci mobilních operátorů na Slovensku



Zdroj: O2, Deutsche Telekom, Orange

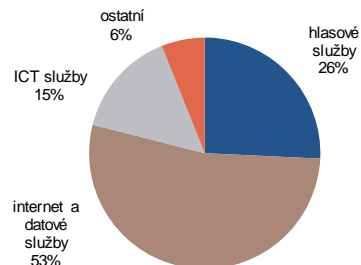
V mobilním segmentu jsou klíčové výnosy z hlasových služeb, v segmentu pevných linek internet a datové služby.

Výnosy v mobilním segmentu (9M 2015)



Zdroj: O2

Výnosy ve fixním segmentu (9M 2015)



Letošní hospodaření O2

Výsledky hospodaření za Q3 15

Výsledky za Q3 15 mírně překonaly odhady na úrovni provozního i čistého zisku.

Výsledky O2 za Q3 15, zveřejněné 19. října, **mírně překonaly odhady na úrovni provozního i čistého zisku**. Firma nečekaně oznámila výhled na celý rok i plánované rozmezí pro dividendu. Největším překvapením pak z našeho pohledu byl plán spuštění zpětného odkupu akcií v příštím roce. Za prvních devět měsíců letošního roku stoupla EBITDA o 29,7 % y/y a čistý zisk dokonce o 49 % y/y.

Konsolidované tržby v souladu s odhady nepatrně poklesly, když pokles výnosů fixního segmentu (v Q3 15 meziročně o 4,2 %) kompenzoval růst na Slovensku. Z jednotlivých položek nás pozitivně překvapily kvartální výnosy z ICT služeb (+10% y/y), za našimi odhady naopak zaostaly celkové mobilní výnosy v ČR. **Opět potěšil výrazný pokles provozních nákladů** (-7,2 % y/y), díky němuž byla ziskovost firmy nad očekáváním. Oproti našim předpokladům se firmě tentokrát povedlo ušetřit zejména v oblasti nákladů na prodej (např. nákup mobilního hardwaru), zatímco osobní náklady nečekaně vzrostly o 8 % y/y. To však kompenzovaly úspory v položce nákladů na údržbu sítí. Z dalších položek jsme nečekali 8% zvýšení odpisů dlouhodobých aktiv, čistý zisk ale přesto mírně překonal všechny odhady na trhu.

Výsledky O2 za Q3 15

mld. CZK	Q3 14	Q3 15	změna	odhad KB	konsensus
Tržby	9,36	9,33	-0,3%	9,31	9,31
EBITDA	2,16	2,69	24,8%	2,54	2,50
provozní zisk	1,28	1,79	39,6%	1,74	1,66
čistý zisk	0,99	1,40	40,9%	1,33	1,29

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, O2 Czech Republic, konsensus ThomsonReuters

Výhled pro celý rok 2015

Očekáváme celoroční výsledky v blízkosti horní hrany předpovědi managementu.

Management O2 za celý letošní rok očekává EBITDA na úrovni 9,9 až 10,2 mld. CZK a čistý zisk v rozmezí 4,85 až 5,2 mld. CZK. Tento výhled je v souladu s trendy v dosavadním průběhu letošního roku, kdy EBITDA dosáhla 7,52 mld. CZK a čistý zisk 3,73 mld. CZK.

Očekáváme celoroční výsledky v blízkosti horní hrany předpovědi managementu. Také ve čtvrtém kvartálu by tak podle našich odhadů mohlo O2 zaznamenat značný růst ziskovosti, když EBITDA by se díky snížení nákladů mohla meziročně zvednout přibližně o 18 % a čistý zisk o 43 %. Výsledky za Q4 a celý rok 2015 budou pravděpodobně oznámeny v únoru 2016.

Výsledky O2 za rok 2015

mld. CZK	2014	2015 odhad KB	změna	výhled O2
tržby	37,48	37,32	-0,4%	
EBITDA	8,13	10,25	26,0%	9,90-10,20
EBIT	4,60	6,68	45,2%	
čistý zisk	3,52	5,16	46,7%	4,85-5,20

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

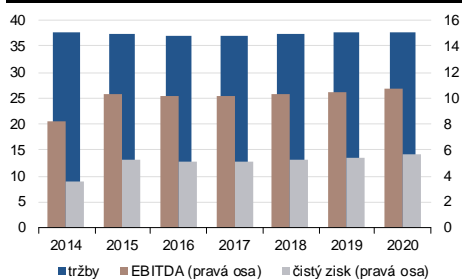
Dlouhodobé odhady

Na rozdíl od letošního roku čekáme dlouhodobě značné zpomalení tempa růstu zisků.

Prognózy výsledků hospodaření

V následujících letech čekáme značné zpomalení tempa růstu zisků oproti letošním mimořádným úrovním. Celkově nyní mezi lety 2015 a 2020 odhadujeme jen nepatrný růst tržeb o 0,2 % p.a., růst EBITDA o 0,7 % p.a. a růst čistého zisku o 1,3 % p.a..

Odhady výsledků O2 (mld. Kč)

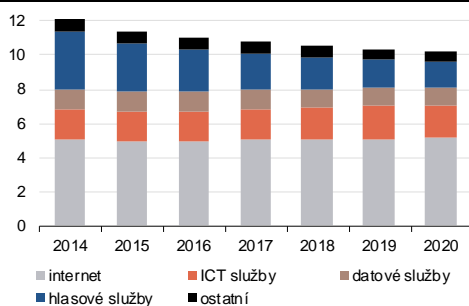


Zdroj: O2, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Následující grafy ukazují podrobnější pohled na hlavní faktory, které by měly ovlivňovat výsledky hospodaření O2.

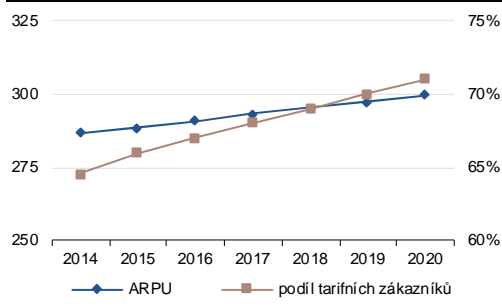
V segmentu pevných linek čekáme mírný pokles tržeb (v horizontu naší prognózy o 2,7 % p.a.), když pokračující růst výnosů z internetu nebo ICT služeb zřejmě nebude stačit na vykompenzování snižování výnosů ze hlasových služeb (-11 % p.a.). **Český mobilní segment by naopak mohl dlouhodobě mírně růst** (1 % p.a.), když rostoucí poměr tarifních zákazníků by měl mírně zvyšovat průměrnou útratu na jednoho zákazníka (ARPU).

Segment pevných linek (výnosy v mld. Kč)



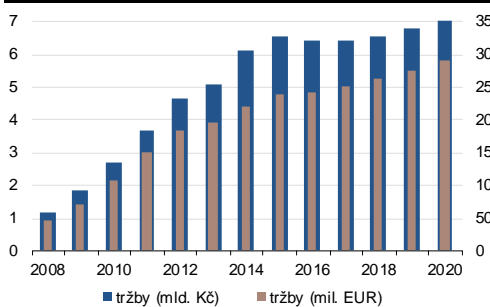
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Český mobilní segment



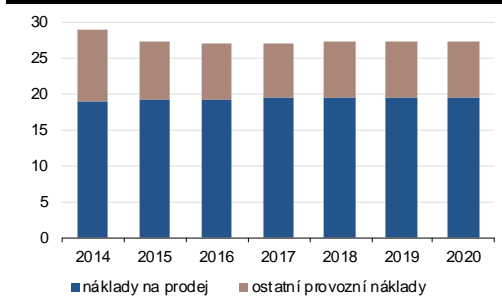
Růst tržeb na Slovensku podle našich odhadů prudce zpomalí. O2 již na trhu získalo významnou pozici a nyní firmě hrozí pokles tržního podílu po vstupu nového operátora (4ka), byť ten se soustředí na zákazníky předplacených služeb. Nepříznivě by mělo od příštího roku působit také obnovené posilování české koruny vůči euru. **Celkové provozní náklady by mohly dále mírně klesat** zejména díky snižování nákladů na externí služby. Tempo poklesu ale asi bude brzdit menší růst nákladů na prodej způsobený vyšší aktivitou mobilních zákazníků.

Slovenský mobilní segment



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Provozní náklady



Dividendová politika

O2 oznámilo novou dividendovou politiku, z letošního zisku čekáme výplatu 17 CZK na akcii.

Spolu s výsledky za Q3 15 oznámilo O2 novou dividendovou politiku vyplácet 90-110 % čistého zisku. Podle O2 je takový dividendový výplatní poměr udržitelný. Finanční ředitel O2 později prohlásil, že pro odhad výše dividendy by doporučil pracovat se středním bodem výhledu firmy pro čistý zisk s tím, že dividendy bude zaokrouhlena na celou korunu na akcii. Nejpravděpodobnějším návrhem dividendy tak je 16 CZK nebo 17 CZK na akcii. My se kloníme spíše ke druhé z těchto možností.

V následujících letech odhadujeme pozvolný růst dividend díky mírnému zvyšování účetních zisků. O2 by mělo být schopno vyplácet o něco více, než budou účetní zisky. Jedním z důvodů je ambice firmy snížit investiční výdaje na 5-6 % z tržeb (letos 8-9 %). Dividenda ze zisku roku 2020 by tak mohla činit 20 CZK na akcii a běžný dividendový výnos během následujících let by mohl být na mimořádně atraktivní úrovni okolo 8 % ročně.

Zpětný odkup akcií

Od příštího roku začne O2 kupovat vlastní akcie, během pěti let až 10 % celkového objemu.

V lednu 2016 pak O2 plánuje spustit pětiletý program zpětného odkupu akcií do výše 8 mld. CZK nebo 10 % celkového objemu akcií. Management O2 v této souvislosti připomněl dříve oznámený záměr vlastníka (PPF) neusilovat o stažení akcií O2 z burzy, a proto nevyloučil, že by O2 mohlo kupovat vlastní akcie i právě od PPF. Vzhledem k tomu, že zpětný odkup představuje zhruba dvě třetiny současného free-floatu, tak **podle našeho názoru lze očekávat významné zapojení PPF.** Skupina PPF navíc prohlásila, že nemá zájem zvyšovat svůj efektivní vlastnický podíl v O2, nebude usilovat o vytěsnění menších akcionářů, a naopak hodlá podporovat zvýšení likvidity a free-floatu.

Na konci října pak představenstvo O2 schválilo rozsah ceny pro odkup vlastních akcií v rozmezí 10-297 CZK za kus. Pokud by O2 využilo na nákup 10 % akcií maximálních 8 mld. CZK, průměrná nákupní cena by byla 256 CZK za kus. **V našich odhadech počítáme s postupným odkupem 10 % akcií,** což bude mít pozitivní vliv na růst zisku na akcii, a tím pádem i dividendy na akcii. Zatímco čistý zisk v absolutních číslech podle našich prognóz poroste o 1,3 % p.a., zisk na akcii díky snižování počtu akcií téměř o 3 % p.a.

Mimořádná dividendy

Navíc vidíme značný prostor pro výplatu mimořádné dividendy.

Předseda dozorčí rady O2 Martin Štefanko v srpnu uvedl, že O2 zvažuje vyplacení ážiového fondu ve výši 38 CZK na akcii v podobě mimořádné dividendy. Vzhledem k plánu zpětného odkupu a novému cíli pro míru zadlužení (čistý dluh/EBITDA až do výše 1,5x) neočekáváme mimořádnou dividendu ve výši celého ážiového fondu. Přesto **vidíme značný prostor pro výplatu mimořádné dividendy.** Naše odhady celkových dividend a míry zadlužení ukazuje tabulka níže.

Dividendy a zadlužení O2

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
dividenda ze zisku (Kč/akcii)	17,0	18,0	18,0	19,0	20,0	20,0
výplatní poměr	102%	107%	106%	107%	107%	101%
mimořádná dividendy (Kč/akcii)		22,0				
dividendový výnos	7,4%	17,4%	7,8%	8,3%	8,7%	8,7%
zpětný odkup (mld. Kč)		1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
čistý dluh (mld. Kč)	2,0	3,2	10,8	11,7	13,0	14,8
čistý dluh/EBITDA	0,2	0,3	1,1	1,1	1,2	1,4

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ocenění

Sektorové srovnání

Sektorové srovnání podle našeho názoru dává spíše pozitivní impulsy.

Zaměřili jsme se také na sektorové srovnání s telekomunikačními společnostmi v západní Evropě i v rámci regionu střední a východní Evropy. Z níže uvedené tabulky vidíme, že **akcie O2 jsou o něco levnější než většina sektoru podle ukazatele P/E a velmi atraktivní na základě očekávaného dividendového výnosu**, který by i v případě nevyplacení mimořádné dividendy patřil k nejvyšším v sektoru.

Na základě populárního ukazatele EV/EBITDA jsou naopak akcie O2 mírně dražší než zbytek sektoru, a to i kvůli očekávanému růstu zadlužení s ohledem na plán zpětného odkupu akcií a možnost mimořádné dividendy. Příznivější obrázek ovšem dává ukazatel EV/EBIT, který by měl mít v případě O2 větší vypovídající hodnotu. Firma totiž po oddělení infrastruktury počítá do provozních nákladů i poplatky CETIN, které byly dříve součástí odpisů. To při srovnání založeném na EBITDA znevýhodňuje O2 vůči konkurentům, které infrastrukturu oddělenou nemají. Celkově podle našeho názoru sektorové srovnání dává spíše pozitivní impulsy.

Sektorové srovnání

společnost	P/E			divid.výnos (%)			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2015e	2016e	2017e	2015e	2016e	2017e	2015e	2016e	2017e	2015e	2016e	2017e
BT GROUP PLC	15,6	14,8	14,1	2,9	3,3	3,6	7,4	6,7	6,5	12,4	11,1	10,7
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	22,1	19,4	16,9	3,2	3,6	3,9	7,1	6,7	6,4	16,8	15,0	13,6
KONINKLIJKE KPN NV	54,5	39,3	31,3	3,0	3,6	4,3	8,2	8,1	8,0	25,4	22,3	21,7
ORANGE	17,0	15,8	14,9	3,7	3,8	4,1	6,1	5,9	5,8	12,7	11,9	11,6
PROXIMUS	18,8	17,7	17,3	4,8	4,8	5,1	7,2	7,0	6,9	14,3	13,7	13,5
SWISSCOM AG-REG	17,3	16,1	16,0	4,3	4,4	4,5	8,3	8,0	8,0	16,0	15,3	15,5
TELECOM ITALIA SPA	22,1	20,2	18,6	0,3	0,9	1,2	7,1	7,0	6,9	14,7	14,3	13,9
TELEFONICA SA	15,0	16,5	14,5	6,2	6,3	6,3	8,5	8,2	7,9	19,3	17,8	16,6
TELEFONICA DEUTSCHLAND HOLDI	n.a.	n.a.	n.a.	4,6	4,8	5,2	10,8	9,7	8,7	n.a.	n.a.	237,0
TELEKOM AUSTRIA AG	12,0	12,6	11,6	1,0	2,9	3,8	4,6	4,6	4,5	11,9	12,0	11,3
TELENOR ASA	15,4	13,1	11,9	5,3	5,7	6,3	6,4	6,1	5,8	10,6	9,8	9,1
TELIASONERA AB	11,3	11,1	10,8	7,2	7,1	7,3	7,4	7,4	7,4	11,8	11,3	11,0
VODAFONE GROUP PLC	47,8	40,1	33,5	5,1	5,3	5,4	7,9	7,6	7,3	29,3	25,1	22,7
medián západní Evropa	17,1	16,3	15,4	4,3	4,4	4,5	7,4	7,0	6,9	14,5	14,0	13,6
HRVATSKI TELEKOM DD	11,4	11,6	13,8	5,9	6,1	4,2	3,3	3,3	3,4	7,0	7,2	7,8
MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA	16,7	13,3	12,0	3,8	5,8	6,5	4,9	4,7	4,8	12,0	10,9	10,4
MEGAFON PJSC	10,8	10,6	10,1	8,7	7,6	8,2	4,7	4,7	4,6	8,2	8,3	8,0
ORANGE POLSKA SA	28,8	54,1	39,0	5,7	5,4	5,7	3,9	4,1	4,1	19,6	24,9	22,1
O2 CZECH REPUBLIC (konsensus)	14,6	15,0	14,5	6,5	6,9	6,9	7,5	7,8	7,8	11,6	12,2	12,0
medián východní Evropa	14,6	13,3	13,8	5,9	6,1	6,5	4,7	4,7	4,6	11,6	10,9	10,4
O2 Czech Republic (odhad KB)	13,8	13,7	13,6	7,4	17,4	7,8	7,2	7,3	7,9	11,0	11,1	12,0
medián telekomunikační sektor	16,7	15,8	14,5	4,7	5,0	5,1	7,1	6,8	6,7	12,7	12,2	12,7
prémie (diskont)	-17%	-13%	-7%	-36%	-71%	-34%	0%	6%	18%	-13%	-8%	-6%

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili modely DCF a DDM. Cílovou cenu jsme stanovili na 251 CZK na akcii.

Vzhledem ke zvýšené předvídatelnosti dividend jsme pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti O2 použili jak model diskontovaného volného cash flow, tak model diskontovaných dividend do roku 2020. Vypočítaný volný cash flow jsme diskontovali ke konci Q3 15 za použití vážené ceny kapitálu (WACC, v průměru 7,11 %), očekávané dividendy jsme diskontovali za použití nákladů vlastního kapitálu (průměrně ve výši 7,64 %). V obou případech jsme použili dlouhodobou růstovou míru 0 %.

Fair value akcií společnosti jsme pomocí průměru výsledků obou modelů odhadli na 245 CZK na akcii. Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %. Za pomoci výše uvedených parametrů jsme **stanovili cílovou cenu pro akcie O2 na 251 CZK** (fair value plus 2,5 %, po zaokrouhlení).

- Sektorová atraktivita (0 %): SG nyní má pro telekomunikační sektor neutrální doporučení.

- Atraktivita společnosti (+2,5 %): Očekáváme stabilitu hospodářských výsledků a přesun většiny volné hotovosti k akcionářům. Menší nejistotou ale stále mohou být kroky majoritního vlastníka, které by nemusely být vždy ve prospěch menšinových akcionářů.
- Spekulativní potenciál (0 %): Srovnání se zbytkem evropského telekomunikačního sektoru poskytuje podle našeho názoru spíše pozitivní impulzy. Na druhou stranu se obáváme, že po raketovém růstu ceny akcií během letošního třetího čtvrtletí v následujících měsících stále ještě hrozí vybírání zisků spekulativními investory, což by mohlo vyvolávat tlak na pokles ceny akcií.

Výpočet cílové ceny O2

Kalkulace požadované výnosové míry	Q4 15F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
bezriziková sazba	0,6%	1,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
beta	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
riziková prémie	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
náklady vlastního kapitálu	6,08%	7,07%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%
průměrné náklady vlastního kapitálu						7,64%
váha dluhu	3%	4%	13%	14%	15%	17%
náklady dluhu (po dani)	1,7%	2,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
WACC (vážené náklady kapitálu)	5,97%	6,88%	7,54%	7,50%	7,44%	7,35%
průměrné WACC						7,11%
ocenění modelem DCF (mld.Kč)	Q4 15F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
provozní zisk	1,8	6,6	6,7	6,9	7,1	7,4
- daně	-0,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5
NOPLAT	1,5	5,3	5,3	5,5	5,7	5,9
+ odpisy	0,9	3,5	3,5	3,4	3,3	3,3
- kapitálové investice	-1,8	-3,0	-2,4	-2,4	-2,8	-3,3
+/- změna pracovního kapitálu	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
FCFF (volný cash flow)	0,5	5,7	6,3	6,3	6,1	5,8
současná hodnota volného cash flow	0,5	5,3	5,4	5,1	4,5	4,0
současná hodnota cash flow do r.2020	24,7					
Současná hodnota cash flow po r.2020	52,9					
čistý dluh	-3,1					
odhad hodnoty vlastního kapitálu	74,5					
počet akcií (mil.)	310,2					
fair value z DCF modelu (Kč na akcii)	240					
ocenění modelem DDM (Kč na akcii)	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
dividenda ze zisku roku	17,0	40,0	18,0	19,0	20,0	20,0
současná hodnota dividendy	16,5	36,3	15,1	14,7	14,3	13,2
současná hodnota dividend do r.2020	110,1					
Současná hodnota dividend po r.2020	149,8					
čistý dluh na akcii	-9,9					
fair value z DDM modelu	250					
průměr z DCF a DDM modelu	245					
sektorová atraktivita	0,0%					
atraktivita společnosti	2,5%					
spekulativní potenciál	0,0%					
cílová cena (Kč na akcii)	251					

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **Telekomunikační sektor je regulován.** Nemohou být vyloučena nepříznivá rozhodnutí ze strany telekomunikačního regulátora. Regulace v EU i v ČR může mít významný dopad na výsledky společnosti. Nedávné oddělení infrastruktury ovšem O2 zbavilo části těchto rizik.
- **O2 již nevlastní telekomunikační infrastrukturu, ale musí kupovat služby od CETIN.** O2 má uzavřený sedmiletý kontrakt s pevnou roční cenou. Budoucí zvýšení ceny je sice rizikem pro ziskovost firmy, na současné ocenění akcií by ale mělo mít kvůli delšímu časovému horizontu jen menší vliv.
- **Tlak na ceny na českém telekomunikačním trhu.** Tlak na ceny především v mobilním segmentu může přetrvávat a úspory v nákladech možná nebudou dostatečné na udržení vysokých marží. Budoucí zisky tak mohou být nižší, než v tuto chvíli očekáváme.
- **Konkurence na českém mobilním trhu.** Na trhu se pohybuje mnoho virtuálních operátorů. Operátoři spolupracující se TČR nyní mají na trhu téměř dvoutřetinový podíl, což se může v budoucnu zhoršit a mít nepříznivý dopad na zisky společnosti.
- **Vývoj mobilního byznysu na Slovensku** může být méně úspěšný, než očekáváme. Segment možná nevykáže v budoucnu takové zisky, jak nyní předpovídáme, např. kvůli tlakům na snížení cen. Rizikem rozhodně je případný úspěch tamního čtvrtého operátora.
- **Posílení české koruny vůči euru.** S rostoucím podílem Slovenska na konsolidovaných výsledcích roste expozice O2 vůči kurzovému riziku. Námí očekávané ukončení intervenčního režimu ČNB v Q3 2016 by mělo příští rok vést k podstatnému posílení koruny vůči euru, což by snížilo korunové zisky O2 na Slovensku.
- **Některé investory může odrazovat určitá nevyzpytatelnost většinového akcionáře.** Před rozdělením například cenu akcií O2 srazil požadavek PPF na poskytnutí finanční asistence, který byl ale později přesunut na CETIN. Dlouho také panovala nejistota ohledně ochoty PPF vyplácet dividendu menšinovým akcionářům. V současné době se zdá být pravděpodobnost nepříznivých zpráv tohoto typu již spíše nízká, riziko však zde stále existuje.

Finanční údaje a poměrové ukazatele

Ocenění	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
P/E (x)	13,8	13,7	13,6	13,0	12,3	11,6
Price/cash flow (x)	8,7	8,1	8,0	7,7	7,4	7,1
Price/free cash flow (x)	15,4	12,3	11,0	10,7	10,8	11,1
Price/book value (x)	3,8	4,1	8,3	10,2	13,6	20,6
EV/výnosy (x)	2,0	2,0	2,2	2,1	2,1	2,1
EV/EBITDA (x)	7,2	7,3	7,9	7,8	7,6	7,5
Dividendový výnos, brutto (%)	7,4	17,4	7,8	8,3	8,7	8,7
zisk na akcii (CZK)	16,6	16,8	17,0	17,7	18,7	19,7
Hrubá dividenda	17,0	40,0	18,0	19,0	20,0	20,0
Výkaz zisků a ztrát (CZK mil.)						
Výnosy	37 320	36 951	37 044	37 249	37 476	37 737
EBITDA	10 249	10 158	10 127	10 247	10 472	10 686
Depreciace a amortizace	-3 571	-3 536	-3 465	-3 396	-3 328	-3 261
Provozní výsledek	6 678	6 622	6 662	6 851	7 145	7 424
Čistý úrokový výnos	-149	-110	-200	-247	-326	-368
Vykázaný čistý zisk	5 160	5 144	5 105	5 218	5 387	5 574
Peněžní toky (CZK mil.)						
EBITDA	10 249	10 158	10 127	10 247	10 472	10 686
Změna pracovního kapitálu	-645	-101	-102	-103	-105	-106
Jiné provozní CF	0	10	10	12	12	12
Provozní CF	8 238	8 699	8 679	8 768	8 948	9 110
Čisté kapitálové výdaje	-3 604	-2 956	-2 408	-2 421	-2 811	-3 261
Investiční CF	-3 604	-2 956	-2 408	-2 421	-2 811	-3 261
CF z financování	-4 036	-4 843	-7 730	-6 930	-5 110	-7 278
Čistá změna hotovosti	598	899	-1 459	-583	1 027	-1 429
Rozvahové položky (CZK mil.)						
Dlouhodobá aktiva	20 807	20 227	19 170	18 196	17 679	17 679
Z toho nehmotná aktiva	4 358	3 778	2 721	1 747	1 230	1 230
Čistý pracovní kapitál	-25	76	178	281	386	492
Vlastní kapitál	18 585	16 885	8 260	6 547	4 824	3 121
Čistá hotovost (záporná čísla = zadlužení)	-1 978	-3 189	-10 849	-11 678	-12 977	-14 775
Ziskovost						
ROIC (%)	16,3	33,2	34,6	37,4	40,4	42,3
ROE (%)	14,2	29,0	40,6	70,5	94,7	140,3
Marže						
EBITDA marže (%)	27,5	27,5	27,3	27,5	27,9	28,3
Provozní marže (%)	17,9	17,9	18,0	18,4	19,1	19,7
Dynamika						
Růst výnosů (%)	-0,4	-1,0	0,2	0,6	0,6	0,7
Růst EBITDA (%)	26,0	-0,9	-0,3	1,2	2,2	2,0
Růst provozního zisku (%)	45,2	-0,8	0,6	2,8	4,3	3,9
Růst vykázaného čistého zisku (%)	46,7	-0,3	-0,8	2,2	3,2	3,5
Růst zisku na akcii (%)	46,8	0,7	1,3	4,4	5,5	5,8
Financování						
Čistý dluh/vlastní kapitál	10,6	18,9	131,3	178,4	269,0	473,5
Úrokové krytí (x)	40,1	60,1	33,2	27,8	21,9	20,2
Výplatní poměr (%)	102,2	238,8	106,1	107,3	107,1	101,3

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu
Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
 (420) 222 008 568
 jan_vejmelek@kb.cz

<p>Ekonomové Viktor Zeisel (420) 222 008 523 viktor_zeisel@kb.cz</p> <p>Akčioví analytici Josef Némý, CFA (420) 222 008 560 josef_nemy@kb.cz</p>	<p>Marek Dřimal (420) 222 008 598 marek_drimal@kb.cz</p> <p>Miroslav Frayer (420) 222 008 567 miroslav_frayer@kb.cz</p>	<p>David Kocourek (420) 222 008 569 david_kocourek@kb.cz</p>	<p>Jana Steckerová (420) 222 008 524 jana_steckerova@kb.cz</p>
--	---	---	---

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

<p>Hlavní ekonom SG Poland Jaroslav Janecki (48) 225 284 162 jaroslav.janecki@sgcib.com</p>	<p>Head of Research of Rosbank Evgeny Koshelev (7) 495 725 5637 ekoshelev@mx.rosbank.ru</p>	<p>Hlavní ekonom BRD-GSG Florian Libocor (40) 213 016 869 florian.libocor@brd.ro</p>
<p>Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG Carmen Lipara (40) 213 014 370 carmen.lipara@brd.ro</p>	<p>Ekonom Simona Tamas (40) 213 014 472 simona.tamas@brd.ro</p>	<p>Akčiový analytik Laura Simion, CFA (40) 213 014 370 laura.simion@brd.ro</p>

SG GLOBAL ECONOMICS RESEARCH

Head of Global Economics
Michala Marcussen
 (44) 20 7676 7813
 michala.marcussen@sgcib.com

<p>Euro area Anatoli Annenkov (44) 20 7762 4676 anatoli.annenkov@sgcib.com</p>	<p>North America Brian Jones (1) 212 278 69 55 brian.jones@sgcib.com</p>	<p>Asia Pacific Klaus Baader (852) 2166 4095 klaus.baader@sgcib.com</p>	<p>Korea Suktae Oh (82) 2195 7430 suktae.oh@sgcib.com</p>	<p>Michel Martinez (33) 1 4213 3421 michel.martinez@sgcib.com</p>	<p>Aneta Markowska (1) 212 278 66 53 aneta.markowska@sgcib.com</p>	<p>China Wei Yao (852) 2166 5437 wei.yao@sgcib.com</p>	<p>India Kunal Kumar Kundu (91) 80 6716 8266 kunal.kundu@sgcib.cz</p>	<p>Yacine Rouimi (33) 1 42 13 84 04 yacine.rouimi@sgcib.com</p>	<p>United Kingdom Brian Hilliard (44) 20 7676 7165 brian.hilliard@sgcib.com</p>	<p>Japan Takuji Aida (81) 3 5549 5187 takuji.aida@sgcib.com</p>	<p>Inflation Hervé Amourda (91) 80 2808 6779 herve.amourda@sgcib.com</p>	<p>Yvan Mamalet (44) 20 7762 5665 yvan.mamalet@sgcib.com</p>	<p>Latin America Dev Ashish (91) 80 2802 4381 dev.ashish@socgen.com</p>	<p>Kiyoko Katahira (81) 3 5549 5190 kiyoko.katahira@sgcib.com</p>
---	---	--	--	--	---	---	--	--	--	--	---	---	--	--

SG CROSS ASSET RESEARCH - FIXED INCOME & FOREX GROUPS

Global Head of Research
Patrick Legland
 (33) 1 42 13 97 79
 patrick.legland@sgcib.com

Head of Fixed Income & Forex Strategy
Vincent Chaigneau
 (44) 20 7676 7707
 vincent.chaigneau@sgcib.com

<p>Fixed Income Bruno Braizinha (1) 212 278 5296 bruno.braizinha@sgcib.com</p>	<p>Rahul Desai (44) 20 7676 7904 rahul.desai@sgcib.com</p>	<p>Adam Kurpiel (33) 1 42 13 63 42 adam.kurpiel@sgcib.com</p>	<p>Foreign Exchange Jason Daw (65) 63267890 jason.daw@sgcib.com</p>	<p>Frances Cheung, CFA (852) 2166 5437 frances.cheung@sgcib.com</p>	<p>Jorge Garayo (44) 20 7676 7404 jorge.garayo@sgcib.com</p>	<p>Head of US Rates Strategy Subadra Rajappa (1) 212 278 5241 subadra.rajappa@sgcib.com</p>	<p>Sébastien Galy (1) 212 278 7644 sebastien.galy@sgcib.com</p>	<p>Jean-David Cirotteau (33) 1 42 13 72 52 jean-david.cirotteau@sgcib.com</p>	<p>Ciaran O'Hagan (33) 1 42 13 58 60 ciaran.ohagan@sgcib.com</p>	<p>Jason Simpson (44) 2076767580 jason.simpson@sgcib.com</p>	<p>Olivier Korber (Derivatives) (33) 1 42 13 32 88 olivier.korber@sgcib.com</p>	<p>Cristina Costa (33) 1 58 98 51 71 cristina.costa@sgcib.com</p>	<p>Shakeeb Hulikatti (91) 80 2802 4380 shakeeb.hulikatti@sgcib.com</p>	<p>Marc-Henri Thoumin (44) 20 7676 7770 marc-henri.thoumin@sgcib.com</p>
<p>Head of Emerging Markets Strategy Guy Stear (33) 1 41 13 63 99 guy.stear@sgcib.com</p>	<p>Amit Agrawal (91) 80 6758 4096 amit.agrawal@sgcib.com</p>	<p>Roxana Hulea (44) 20 7676 7433 roxana.hulea@sgcib.com</p>	<p>Régis Chatellier (44) 20 7676 7354 regis.chatellier@sgcib.com</p>	<p>Phoenix Kalen (44) 20 7676 7305 phoenix.kalen@sgcib.com</p>	<p>Jason Daw (65) 6326 7890 jason.daw@sgcib.com</p>	<p>Frances Cheung, CFA (852) 2166 5437 frances.cheung@sgcib.com</p>	<p>David Hok (44) 20 7676 7970 david.hok@sgcib.com</p>	<p>Bernd Berg (44) 20 7676 7791 bernd.berg@sgcib.com</p>						

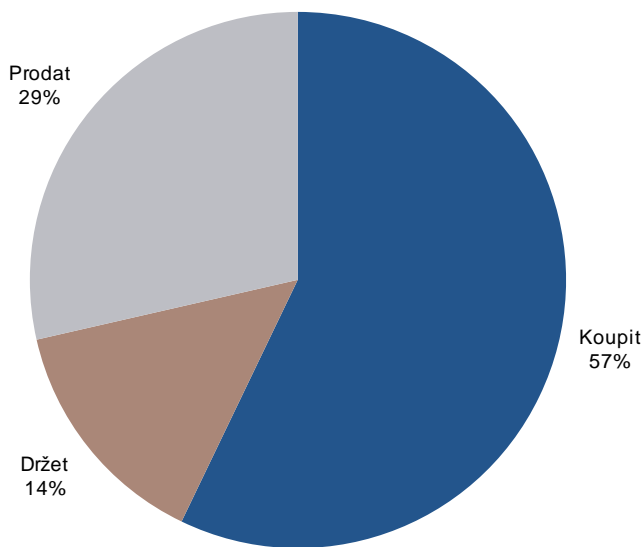
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

Toto doporučení není aktualizováno v pravidelných intervalech. Datum další aktualizace dosud nebylo stanoveno a bude ovlivněno relevantními změnami faktů podstatných pro toto doporučení tak, aby odrazilo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či prémie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení by mělo zohledňovat také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v daném období 3-6 měsíců, takže cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (7 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (k 12. listopadu 2015)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

	ČEZ	O2 CR	CME	Philip Morris CR	NWR	Pegas Nonwovens	Unipetrol	Fortuna	VIG
Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD*									
Doporučení	koupit	koupit	držet	koupit	prodat	prodat	konec pokrývání	koupit	konec pokrývání
Cílová cena	CZK 608	CZK 251	USD 2,5	CZK 11890	v revizi	CZK 819	n/a	CZK 79	n/a
Datum	18/9/15	12/11/15	12/8/15	2/9/15	13/5/15	11/9/15	23/4/15	28/8/15	16/4/15
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	v revizi	koupit	koupit	prodat	v revizi	držet	v revizi	koupit
Cílová cena	CZK 719	v revizi	USD 3,0	CZK 11342	CZK 0,60	v revizi	CZK 136	v revizi	EUR 42,3
Datum	25/3/15	1/6/15	18/11/14	1/9/14	2/9/14	27/8/15	28/11/14	27/8/15	21/1/15
Doporučení	držet	prodat				držet		prodat	
Cílová cena	CZK 635	-				CZK 792		CZK 90	
Datum	22/9/14	26/3/15				21/5/15		22/5/15	
Doporučení		prodat						prodat	
Cílová cena		-						v revizi	
Datum		10/3/15						8/4/15	
Doporučení		držet						držet	
Cílová cena		CZK 265						CZK 130	
Datum		2/12/14						13/1/15	
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
významný finanční zájem osoby/osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ano	ne
Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty									
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem,	Komerční banka může mít s emitenty uzavřeno smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny,								
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making** pro tituly příslušného emitenta,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoli investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícím ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>