

ANALIZA PODUZEĆA

Telefonica, S.A.

Za vrednovanje Telefonice korišten je DCF (FCFF) model te vrednovanje pomoću multiplikatora i u skladu s time smo napravili ponderiranu vrijednost tih dviju cijena. Fer vrijednost poduzeća prema DCF modelu je 16,35 €, a prema multiplikatorima 10,95 €. U prosjeku fer vrijednost poduzeća iznosi 13,65 € što je 14,71% više od trenutne tržišne cijene. Na temelju toga izdajemo preporuku za držati radi velikih odstupanja između ovih dviju metoda.

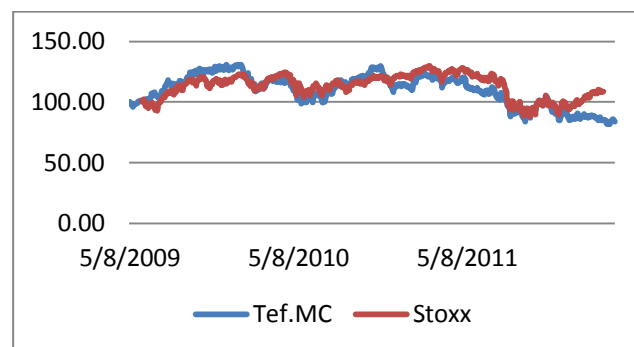
- Porast u svim kategorijama poslovanja osim u fiksnoj telefoniji.
- Pad dobiti po dionici uslijed pojave izvanrednih troškova.
- U 2011. godini je zabilježena rekordna razina slobodnog novčanog toka.
- Telefonica Latin America zadužna za 47% kompanijinih prihoda
- U 2012. godini Europski sud je iznio presudu da je Telefonica prekršila antitrustovske i antimonopolske zakone te sukladno tome mora platiti kaznu u iznosu od 152 milijuna €.
- Najznačajnije akvizicije dogodile su se u 2006. i 2010. godini dok je 2011. godinu obilježile rast investicija u skladu sa sve većom konkurentnosti unutar same industrije telekomunikacija.
- Za srednji rok predviđamo rast daljnji rast prihoda kompanije u Telefonica Latin America i Telefonica Europe, a pad u Telefonica Spain zbog slabih makroekonomskih uvjeta u kojima se nalazi Španjolska

PREPORUKA: DRŽATI

Ciljana cijena	13,65 €
Cijena na dan 8/4/2012	11,9 €
Potencijal za rast:	14,71%
Min./maks. cijena u 12 mjeseci	€10.76/€18.33

Podaci o dionici

Yahoo/Reuters	TEF.MC/TEF.MC
Prosječan dnevni volumen (3 mj.)	36,828,992
Tržišna kapitalizacija (mil €)	€50,477.80
Broj dionica (mil)	4,564.00
Sektor	Telekomunikacije
Država	Španjolska



	3G	1G	6M	1M
^STOXX	11.14%	-18.6%	4.49%	-8.73%
TEF.MC	-12,93%	-26.8%	-7.11%	-1.67%

Ključni pokazatelji	Telefonica	Industrija	Sektor
P/E (TTM)	9.25	12.69	16.14
P/S (TTM)	0.8	0.69	1.19
P/BV (MRQ)	2.29	0.99	1.28
P/CF (TTM)	3.09	2.98	7.69
Dividend Yield	11.57	4.09	3.11
EPS(TTM)	1.2	--	--
DPS (TTM)	1.766	--	--
ROA	4.77	3.31	4.5
ROE	23.45	7.04	8.28

Izvor: Reuters

Denis Mehić (Student investor)
Tim za analizu poduzeća

UCFT fi CL

1. OŠ ĸ ' ' \$ # ~ .)	2
1.1h	2
1.2o	3
1.3U	3
1.4u	3
2. ° " ° ž ĸ . ° ' ĸ . * DOBITI (.....#	4
2.1Struktura konsolidiranih prihoda.....	4
2.2Analiza prihoda po segmentima poslovanja.....	5
2.3Telefonica Latin America.....	5
2.4Telefonica Spain.....	6
2.5Telefonica Europe.....	7
3. ANALIZA BILANCE.....	8
3.1Analiza strukture duga.....	9
4. ° " ° ž ĸ . ° ' ĸ . * " # v € ° " # ! # (. # . Ž .)	9
4.1Investicije.....	10
5. FINANCIJSKI POKAZATE LJI.....	10
5.1Pokazateljlikvidnosti.....	10
5.2h	11
5.3Pokazatelji aktivnosti.....	11
5.4Pokazatelji profitabilnosti.....	12
5.5Pokazatelji investiranja.....	12
5.6Cjenovni multiplikatori.....	12
6. VREDNOVANJE.....	13
6.1DCFF.....	13
6.2Multiplikatori.....	16
7. DODACI.....	17
7.1 Bilanca(20092011).....	17
7.2@ 2011).....	18
7.3@ 2011).....	18



1. Q r k u " r q f w | g c

M

Madridu

Telefonica je – r c p telekomunikacijska m q o r c p k l c " u c " u l g f k – v g n g m q o w p k m c e k l c . " w m n l w w l w u Madridu . " v t g c " r q " x g n k Ø p R ' t w f ç ð w q h w l g ' t g o q d k n p k j " v g n g m q o w p k m c e k l c . " w m n l w w l w privatne i poslovne korisnike. Svoje poslovanje dijeli na tri segmenata:

Tri segmenta djelatno:

- < Telefonica Spain
- < Telefonica Europe
- < Telefonica Latin America

Dionice Telefonice izlistane su na burzama u Madridu, New Yorku, Londonu, Limi i Buenos Airesu.

1.1. R q x k l g u v " r q f w | g c

Telefonica, u c " u l g f k – v g n g m q o w p k m c e k l c . " w m n l w w l w je O. 4. 1924. godine osnovana u Madridu. Telefonica je telekomunikacijska tvrtka koja pruža usluge telekomunikacija u 213 zemalja. Telefonica je vodeći operater u 193 zemalja. Telefonica je vodeći operater u 193 zemalja. Telefonica i danas ima dominantan udjel na telekomunikacijskom tržištu u 193 zemalja.

L g f p g " q f " p c l x c f l p k l k j " c m x k | k e k l c " V g n g e

2006. godine kupu britanski O2 za 21 milijardi eura

- < 4 2 2 7 0 " i q f k p g " m w r w l w " E | g e j " V g n g e
- < 2006. godine kupuju britanski O2
- < 2009. godine sklapaju partnerstvo s China Unicorn te r q u n l g f k % udjela u China Unicorn dok China Unicorn posjeduje 1.4% udjela Telefonice
- < w " 4 2 3 2 0 " i q f k p k " p c l c f l p % udjela c m x k | k u brazilskoj kompaniji Vivo, kupovina Jajah Inc. te akvizicija 100% udjela u Hansenet Telekommunikation GmbH (v g n g m q o w p k m c e k l u m q " r q f w | g



zajedno s O2 od 1.4.2011. godine posluju pod imenom Telefonica Germany

1.2. U v t w m v w t c " f k q p k c t c

Ne postoji
znatnim udjelom

Prema podacima poznatim kompaniji ne postoji pojedinac ili r q f w | g g " m q l g " f k t g m v p q " k n k " k p f k t g m v p o q f l g " r t g w | g v k " m q p v t q n w " p c f " V g n g h q p k e q

O g w v k o . " r q u v q l k " p g m q n k m q " t i k q p k c signifikantnim pa tako bankarska grupacija BBVA posjeduje 6.279% udjela, banka La Caix 5.05% te fond Blackrock 3.884%.

1.3. O g p c f f l o g p v " r q f w | g c

Upravni odbor oc

R q f w | g g " x q f k " 18 r n c p q k č " q f 20) k t j e l l q d f c " n p o odabiru f k q p k " c q t d k | k t q o " p c " p l k j r c x "" u n f v k r q - " v k " p f k q p k c t c 0 " Q f " 3 2 0 7 0 " 4 2 2 9 " r t g f u l g f p k m "

1.4. V t f l k - p k " w f l g n k

306 milijuna
korisnika

Kada govorimo o udjelima u pojedinim uslugama Telefonica ima f q o k p c p v p g " w f l g n g " w " G u b i j i , P e r u , V e n e z u e l i , D t c | k n T M r c p l q n u m q l " v g " u c " | p c v p k o " w f l g n k o c " v Kraljevstvu.

V g n g h q p k e c " l g " w " 4 2 3 3 0 " i q f k p k " r t g m q t k u p k m c " - v q " d k " v t g d c n c " d k v k " d c | c " | c

Broj mobilnih korisnika na kraju 2011. godine je iznosio 238,7 milijuna - v q " l g " i q f k - p % l . O d ' t o g a b r o j p r e p l a t n i k a š e | c " : r q x g c q " | c " 3 3 ' " v g " u c f c " k p k " v t g k p w " o

D t q l " m q t k u p k m c " - k t q m q r q l c u p q i " k p v k | p q u k q " l g " 1 3 g : " i c q k f n g k - l p w p p g % " r - q v f q " 7

Broj korisnika televiz k l g " p c " | c j v l g % u o d n o s u n g c q " u g 2010. godinu te je na kraju 2011. godine iznosio 3,3 milijuna.



Te na kraju, broj korisnika fiksne telefonije smanjio se u odnosu na 2010. godinu za 3% te je iznosio 40,1 milijun.

2. C p c n k | c " k | x l g – v c l c " q " f q d k v k 2.1. Struktura konsolidiranih prihoda

* w " o k n k l w l	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Neto prodaja	37.383	52.901	56.441	57.946	56.731	60.737	62.837
Promjena (%)		42%	7%	3%	-2%	7%	3%
EBITDA	15.056	19.126	22.825	22.918	22.603	25.777	20.210
G D K V F C " o c t f l	40%	36%	40%	40%	40%	42%	32%
Amortizacija	6.694	9.704	9.437	9.046	8.956	9.303	10.146
o c t f l c " c o q t v	18%	18%	17%	16%	16%	15%	16%
EBIT	8.362	9.422	13.388	13.872	13.647	16.474	10.064
EBIT o c t f l c " * ' +	22%	18%	24%	24%	24%	27%	16%
Financijski rezultat	-1.756	-2.657	-2.704	-2.958	-3.260	-2.573	-3.575
Financial result margin (%)	5%	5%	5%	5%	6%	4%	6%
Porez na dobit	-1.904	-1.781	-1.565	-3.089	-2.450	-3.829	-301
Efektivna porezna stopa (%)	29%	26%	15%	28%	24%	28%	5%
Manjijski interesi	381	346	213	234	161	-95	784
Margin (%)	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%	-1%
Neto dobit	4.321	4.638	8.906	7.591	7.776	10.167	5.404
Promjena (%)		7%	92%	-15%	2%	31%	-47%
P g v q " o c t f l c "	12%	9%	16%	13%	14%	17%	9%
Zarada po f k q p k e k "	0,878	0,942	1,866	1,613	1,704	2,248	1,198

W p c v q " n q – g o " i n q d c n p q o , " a o p o g n a v a q g m q p q o u
 r c p l q n u m q l " i f l g " V g n g h q p k e c p i h o d i u v x c t w
 kompanije u 2011. d k n l g f l g " u t o d n o s u n a 2 0 1 0 . " g o d i n u t e i z n o s e
 62.837 o k n k . P o s l o v n i r a p u j q f k " u w " | c d k n l g f l k n g " r c f
 odnosu na 2010. godinu. T c | n q i " v q o g " u w " v t q – m q x k " t g
 k | p q u k n k " u m q t q " r c " 6 " o k n k p o s l o v n i r a p u j q f k " u w " u g " r q , 2 % g E B I T D A i E B I T " u w " | c d k n l g f l k n g " r c f
 2010 godinu. Uz relativno stabilnu amortizaciju EBIT iznosi 16% – v q " l g " dosad najslabiji | c d k n l g f l g p " t g | w n F i n a n c i j s k i r e z u l t a t c f " r c t
 | c d k n l g f l p q " p g l g d r e g x k – g " w v l g e c q " p c " u c

Konstantarast prodaje



Neto dobit je osjetno pala za 46,9% u odnosu na 2010. godinu, a
 < v t q - m q x k " x g | c p k " | c " t g u v t w m v w t k t
 < q v r k u " r q v t c f l k x c p l c " w " M q n w o d k l k
 < p g o q i w q p f q i u c v c p l c " o b v e z a t u g | s k l o p u j
 preuzimanja 50% udjela u Vivo-u

2.2. Analiza prihoda po segmentima poslovanja

T g x g p w g " * l	2010	2011	Change	Share
Telefonica Spain	18.711	17.284	-8%	27,86%
Telefonica Latin America	25.756	29.237	14%	47,12%
Telefonica Europe	15.724	15.524	-1%	25,02%
TOTAL	60.191	62.045	3%	100%

P c l | p c c l p k l k " Telefonice p g " r q f i n w x t g ' l N b
 Amerike s 47,1% udjela u prihodima 2011. godine. O g Telefonice Latin America i
 V g n g h q p k e c " U r c k p " | c d k n l g f l k n g " u w " q u l g
 V g n g h q p k e g " G w t q r g g m q p t g l g f g c d k k x g g k f i q

Oko 95% prihoda primarnih djelatnosti telefonije, interneta i televizije

2.3. Telefonica Latin America

Telefonica Latin America (mil)	2010	2011	Promjena
Prihodi	25756	29237	13,52%
EBITDA	13713	10941	-20,21%
U EBITDA	53,20%	37,40%	-29,70%
D&A	-3953	-4783	21,00%
EBIT	9760	6158	-36,91%

K | " v c d n k e g " l g " q N k e v v q k " p f c c " o t g k e v g " n g b
 p g i c v k x c p " t g | w n v c v " w " 4 2 3 3 0 " i q f k p k " w p
 r q m c | c v g n l k o c " k " r 5 2 % Razlog pada EBITDA (dobit
 prije poreza, amortizacije i deprecijacije) je puna konsolidacija VIVO-a u



iznosu od 3.799 " o k n k l w p c " g w t c " v g " v t q - m q x k " t g
o k n k l w p c " g w t c 0 " " U x g " E B I T D A v q " u m w r c " w v l g e

P e l | p c c l p k l k " t c u v " r t k j q f c " m q o r c p
usluga t c f k " c i t g u k x p g " o c t n D g t v c k | p k - n m ' g l " g m " c p l r c p
r q | k e k l w " i n c x s k p o j A m e r i c i r t a k o j i o t p a d a 4 9 % p r i n o d a v z
i q f k - p l g " r q x g c p l g " q f " 4

W p c v q " u o c p l g p d a l j e h a d o b r o j f r a g i n i o d 3 7, 4 %, l g " k
- v q " k " f c n l g u e f i k a s n g s t e l e f o n i c a h a t i n c A m e r i c a . d

\ d q i " x g " u r q o g p w v k j " t c | n q i c " V g n
| c d k n l g f l k n c ", q n k g w e p w f w f p d q u d k v k g " o q f l g "
stare staze zbog iznimno dobrih makroekonomskih uvjeta.

Malan pad Capexa

Capex je u 2011. iznosio 5.4 ; ; " o k n k l w p c " g w t c " - v q "
iznosu od 2,9% naspram 2010. godine

2.4. Telefonica Spain

Telefonica o	2010	2011	Promjena
Prihodi	18711	17.284	-7,63%
EBITDA	8520	5072	-40,47%
U EBITDA	4550%	2930%	-35,60%
D & A	-2009	-2088	3,93%
EBIT	6511	2984	-54,17%

Konstantan broj korisnika

R q u n q x c p l g " w " T M r c j a k k o n k u r e n c i j a t e l e z n a z i t o k n l g f l k
p g i c v k x p k " o c m t q g m q p q o u m k " w x l g v k " i f l g
t c | k p w " w " r q x k l g u v k " t g | w n v k t c l w k " u
Telefonica U r c k p " w u r l g n c " l g " | c f t f l a c a m k l i h q v r t k n
i q f k - p l k o % . r c f q o " q f " 3

R t k j q f k " u w " | 6 3 % k r a d i l a g o d p r i t i s k a k o n k u r e n c i j e q f " 9
- v q " l g " w v l g e c n q " p c " u o c p l g p l g " e k l g p c "
uslugama.

Rashodi su porasli za 20% i ukupno su iznosili 12.622 milijuna eura.
I n c x p k " t c | n q i " q x q o " r q x g c p l w " u w " v t o
q v r w - v c p l c " x g n k m q i " d t q l c " t c f p k m c 0 " \ c
pali 2,3% u odnosu na godinu ranije.

V t q – m q x k "anja gznazitots w unjecali na EBITDA-w " k " o c t f l w " EBITDA-g 0 " C m q " | c p g o EBITDA- q u" paleczal 11,6% t - q v - q m ũ g " o q f l g " q d l c u p k v k " r t q o l g p k " v t g p f q x c " w " r slabe makroekonomske situacije.

Naposljetku, kompanija je nastavila intenzivno ulagat u poslovanje u T M r c p l q n u m q l " r c " l g " E c r, 2% zu 'odnosudak gnding fl k q " r c ranije.

2.5. Telefonica Europe

Telefonica Europe	2010	2011	Promjena
Prihodi	15724	15524	-1,27%
EBITDA	4080	4233	3,75%
U EBITDA	2590%	2730%	5,41%
D & A	-3201	-3117	-2,62%
EBIT	879	1.116	26,96%

h W p c v q " t g e g u k l k " k " l c m q l " m q plan w t g p e l korisnika porast broja korisnika za 3% na 58.1 o k n k l w p 0 " Q f " v q i c " p c l x l korisnika koji broje 48 milijuna.

@ Prihodi su se smanjili za 1,27% radi smanjenja mobilnih tarifa w | t q m q x c p k j " u p c fl P g o w m k g p r g W tr g j u e v k q l v q p a q 0" "u o rashoda od prihoda rezultiralo je porastom EBITDA-e za 3,75% i EBIT za operativne dobit impresivnih 26,96%.

Capex je u 2011. godini iznosio 1.9 2 7 " o k n k l w p c " g w t c " – pad od 45,9% u odnosu na 2010. godinu. Ako zanemarimo akvizicije u 2010. godini, pad Capexa iznosi 3,8%.



3. Analiza bilance

V
bilanci u 2006. i 20
godini zbog akvizicij

D K N C P E C * o	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
P q x c e " k " p c ekvivalenti	2.213	3.792	5.065	4.277	9.113	4.220	4.135
Ostala kratkotrajna imovina	11.416	13.921	13.413	13.696	14.717	16.834	16.688
Ukupna kratkotrajna imovina	13.629	17.713	18.478	17.973	23.830	21.054	20.823
Ukupna dugotrajna imovina	59.545	91.270	87.395	81.923	84.311	108.721	108.800
AKTIVA	73.174	108.983	105.873	99.896	108.141	129.775	129.623
M t c v m q t q f Q u v c n g " m t c obveze	9.236	8.382	6.986	8.100	9.184	9.744	10.652
W m w r p g " m t c obveze	21.889	26.336	24.974	25.132	26.936	33.492	32.580
F w i q t q p k ' Q u v c n g " f w i obveze	25.168	50.675	46.942	45.088	47.607	51.356	55.659
W m w r p g " f w i obveze	35.126	62.644	58.044	55.202	56.931	64.599	69.662
Ukupni kapital	16.158	20.001	22.855	19.562	24.274	31.684	27.383
PASIVA	73.174	108.983	105.873	99.896	108.141	129.775	129.623

Radni kapital negativ:
cijelo vrijeme

Horizontalnom analizom d k n c p e g " r t k o l g w l g " u g " k
w " 4 2 2 8 0 " k " 4 2 3 2 0 " i q f k p k 0 " T g | w n v c v " v
akvizicije Telefonice u tim godinama. U sije p l w " 4 2 2 8 0 " T g | w n v c v " v
preuzima britanski 02 – vjaj " q o q i w w l g " u p e d f l x c g p n " k w n q d " | v t f
v g n g m q o w p k m c e k l u m k j " w u n w i c " w " X g n k m q l '
W " 4 2 3 3 0 " i q f k p k " x g k p c " u v c x m k " d k n c p e g "

Vertikalnom analizom bilance | c r c f l c " u g " f c ; i n q x p k p w
w q d k c l g p q " m q f " v g n g n q d w p f k w m i c q e v k t l i c u l m p k c j "" kv
p c l x g i j e l u g n o k f e t i n e , o p r e m a t e g o o d w i l l . R a d n i k a p i t a l T e l e f o n i c e
kroz promatrano razdoblje je negativan te bi u skladu s time Telefonica
trebala imati problema s likvidnost. O g w v t a j o p r o b l e m j e t k l g - g p
kvalitetnim kreditnim linijama te iz tog razloga ne p q u v q l g " x g k " t
likvidnosti.

3.1. Analiza strukture duga

Visok udio
dugova

Preključak "wfkq" w "uv twmvwtk" fwac "Vgn g
ucoc" mqorcplc "ug" rq gnc "kpvgp | kxp k
akvizicija. Wrtcxq " | cvq " xg kpc " fwiqxc " lg " wi c
stopom da bi mqorcplc " dknc " - vq " ocp lg " k | nq fl
riziku.

Rtqulgc p " vtq - c m iznsiw je 4,91%. c - " v 5q 3" 013g4" 0 4
ocp lg " qf " rtqulgc p q i " vtq - mc " w " 4 2 3 2 0 " i q

Kreditni rejting
BBB+

21.12.2011 Standard & Poor je smanjio kreditni rejting Telefonici
pc " DDD - " - vq " | pc k " fc " dk " Vgn ghqpkcc " w
zbivanja mogla imati problema s otplatom svojih dugova.

Struktura duga (mil p	31.12.2011	% o/total	31.12.2010	% o/total
Fwiqtqpk "	55.659	85,10%	51.356	82,82%
Mtcvm qdgovi p	9.744	14,90%	10.652	17,18%
Ukupni dug	65.403	100,00%	62.008	100,00%

4. Cpcnk | c " K | xlg - vclc " q " pqx c p

Konstantan ras
operativnog

K | " k | xlg - vclc " q " pqx cpqo " vqmw " | cr c
pqx cpqi " vqmc " vg " rqt cuv " kpxguvkek l um c
su bile aktivne akvizicije. P g i c v k x p q " r q x g c p l g " h k p c p e
bilo je pod utjecajem negativnih promjena w " fwiw " vg " rqlc cp
fkxkfgpfk " - vq " lg " w " umncfw " u " rqnkvkmq o

* oknk l	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Operativni pqx cp	11.172	15.428	15.578	16.366	16.148	16.672	17.496
Investicijski pqx cp	-4.310	-6.804	-7.076	-9.101	-9.300	-15.861	-8.274
Financijski pqx cp	-8.291	-23.530	-4.585	-8.053	-2.012	-5.704	-13.180
Promjene u pqxe w " ekvivalentima	-1.429	-14.906	3.917	-788	4.836	-4.893	-3.958



4.1. Investicije

V
bile su 2006. i 2010. (7.500 o k n " p + " k " w
2010. (7.500 o k n " p + " k " w
d k n k o n s t a n t n r a s t C a p e x a .

5. Financijski pokazatelji

Financijski pokazatelji u v c x n l c l w " w " q f p q u " f x k l g " v g " u g " t c w p c l w " t c f k " n c m - k j " k o e f i c i j e n t i q - g p l c | c " h k p c p e k l u m w " c p c n k | w " r t o m e n a q v r l o v k " r q f o c n q " i q x q t g " q " d w f w p q u e v t o g a n e z a u d i m a f u w k o " r x g k " | p c c l " m q f " k p x g u v k v q t c " t c f k " p i p r o f i t a b i l n o s t .

5.1. Pokazatelji likvidnosti

M q g h k e k l g p v " v g m w g " n k m x k f p q u v k " p r o m t a r a n o m r a z d o b l j u , a r e z u l t a t t o g a j e j e d o l a z a k n a n a p l a t u d u g o v a k o j i s u b i l i f i n a n c i r a n i z a a k v i z i c i j e . P o p r a v i l u b i o v a j k o e f i c i j e n t t r e b a o b i t i x g k , " p q f " m z c q " - v q " l g " u r q o g p w v q " r t k l g " r q l i n i j a p a s t o g a n e m a p r o b l e m a u " n k m x k f p q - w 0

Pad pokazatelja zbu

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Koef. ubrzane likvidnosti	0.44	0.51	0.59	0.54	0.73	0.50	0.47
Koef. t g m w g " n l	0.62	0.67	0.74	0.72	0.88	0.63	0.64
Koef. financijske stabilnosti	1.16	1.10	1.08	1.10	1.04	1.13	1.12

Koeficijent h k p c p e k l u m g " u v c d k n p q u v k " m q p u v i q f k p g " * - v q " | p c k " f c " l g " f w i q v t c l p c " f w i q t q p k n o u 2 0 0 9 0 g i q f k p k " | c r c f l c o q " r t q o l v r i j e d n o s t i k o e f i c i j e n t a f c " d k " u g " w " 4 2 3 r a z o n e . P o p r a v i l u k q " p c " d k " q x c l " m q g h k e k l g p v " v t g d c q " d k v k " p k f l k h k p c p e k t c q " k | , " p f q w " i m q t f q " v p g k n j g " h q q d p x k g e l g c " v q " p k u t e l e k o m u n i k a c i j s k u i n d u s t r i j u u k o j o j s e x g k f p v c i " q i l t q b v e z a h k p c p e k t o m i n f o v i n o i n q t q



5.2. R q m c | c v g n l k " | c f w f l g p q u v k

80% ukupne
obveze

K | " r q m c | c v g n l c " | c f w f l g p q u v k " u p r d s j e k u g " r t k o
80% financira iz dugova, a 20% iz kapitala. D w f w k " f c " u g " p g
previsoka financijska poluga nego je konstantna, Telefonica je imala visok
m q g h k e k l g p v " r q m t k c " m 2 0 1 1 . g o d i n e . " U n 2 0 1 1 . k " u g " r
i q f k p k " w u n k l g f " r t g r q n c x n l c p l c " f q d k v k "
kamata. Tako je u 2011. godini Telefonica bila sposobna 3.42 puta pokriti
v t q – m q x g ö s t a r e n o g E B E T " a t e j e r a d i t o g a T e l e f o n i c i u 2 0 1 1 .
i q f k p k " u r w – v g p " m t g f k v p k . " t g l v k p i " p c " D D

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Koeficijent c f w f l	0,78	0,82	0,78	0,80	0,78	0,76	0,79
Koeficijent vlastitog financiranja	0,22	0,18	0,22	0,20	0,22	0,24	0,21
Koeficijent financiranja	3,53	4,45	3,63	4,11	3,46	3,10	3,73
R q m t v t q – kamata	5,14	3,45	4,71	4,96	4,13	6,22	3,42

5.3. Pokazatelji aktivnosti

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Koef. obrta ukup imovine	0,52	0,49	0,57	0,59	0,43	0,40	0,49
Koef obrta kratkotrajne imovine	2,78	3,03	3,27	3,30	1,94	2,46	3,08
Koef obrta r q v t c f	5,05	5,55	6,25	6,37	4,34	4,17	5,66
Naplata r q v t c f l k danima)	72,35	65,74	58,38	57,31	84,02	87,44	64,54

R q m c | c v g n l k " c m v k x p q u v k " p c o " u n w f l g
r q f w | g g " t c u r . K a o c i p o k a z a t e l j i l i k v i d n o s t i , p o k a z a t e l j i
c m v k x p q u v k " u w o j r a z i n i i v i d n o d a j e r n q l f e w | c g l w w " r q v t g
oko dvije godine da okrene svoju dugotrajnu imovinu dok kratkotrajnu
k o q x k p w " o q f l g " p r e m a p o g l a p i m a v i z k 2 0 1 5 . B r o j d a n a n a p l a t e
r q v t c f l k o c p d i n i c i j e " d o s e g n u o v r h u n a c o d 8 7 d a n a a l i j e u 2 0 1 1 .
r c q " p c " q m q " 8 7 " f c p c " v g " o q f l g o q " | c m n l w k
r q v t c f l k x c p l c 0



5.4. Pokazatelji profitabilnosti

Pad pokazatelja u
2011.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EBITDA margin	40,3%	36,2%	40,4%	39,6%	39,8%	42,4%	32,2%
EBIT margin	22,4%	17,8%	23,7%	23,9%	24,1%	27,1%	16,0%
ROA	8,1%	6,8%	11,1%	10,4%	10,2%	9,9%	6,4%
ROE	26,7%	23,2%	39,0%	38,8%	32,0%	32,1%	19,7%

Pokazatelji profitabilnosti, uz pokazatelje investiranja, spadaju u mešovite pokazatelje. U 2011. godini pokazatelji profitabilnosti su općenito bili niži nego u 2010. godini, što je posljedica smanjenja prihoda po jedinici usluge i smanjenja troškova. U 2011. godini pokazatelj ROE je bio niži nego u 2010. godini, što je posljedica smanjenja prihoda po jedinici usluge i smanjenja troškova.

5.5. Pokazatelji investiranja

Konstantna isplata
dividendi

Pokazatelji investiranja imali su konstantan pozitivan trend sve do ove godine kada se dobit po dionici prepolovila. Ova je kompanijina politika konstantne isplate dividende. U 2011. godini pokazatelj EPS je bio niži nego u 2010. godini, što je posljedica smanjenja prihoda po jedinici usluge i smanjenja troškova.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EPS	0,88	0,94	1,87	1,61	1,70	2,25	1,20
DPS	0,98	1,13	1,15	0,94	1,06	1,38	1,77
Odnos isplate dividendi	112%	119%	62%	58%	62%	61%	147%

5.6. Cjenovni multiplikatori

Rast pokazatelja
koji u nazivniku
imaju zarade

Cjenovni multiplikatori su pokazatelji koji se koriste za procjenu vrijednosti kompanije. U 2011. godini pokazatelji cjenovni multiplikatori su bili niži nego u 2010. godini, što je posljedica smanjenja prihoda po jedinici usluge i smanjenja troškova.



	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dividend yield	6,4%	5,2%	3,5%	4,2%	3,7%	7,8%	10,3%
P/E (x)	17,36	23,02	17,42	13,89	16,64	7,84	14,35
P/BV (x)	4,64	5,34	6,79	5,39	5,33	2,51	2,83
P/S (x)	2,01	2,02	2,75	1,82	2,28	1,31	1,23
P/CF (x)	6,81	7,45	8,46	6,34	7,73	4,09	4,99
EV/EBITDA (x)	7,12	8,47	8,94	6,73	7,83	5,3	6,91

6. Vrednovanje

6.1. DCF

Ciljana cijena iznos:
16,35

\ c " x t g f p q x c p l g " V g n g h q p je magošn i q t k - v g tog vrednovanja dobivena ciljana cijena od 16,35 p " - v q " r 37-g f u v c x r postotno r q x g c p l g " w " q f p q u w 8,4 p 2012. godin e k - p w " e k l

\ c " k | t c w p " p g je l p r i n d s n a p l o - i q v k r g l g v " l g t f l c q d x g | p k e g " T M r c p l q n u m g 0

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Prosjek
Neto prodaja	52,901	56,441	57,946	56,731	60,737	62,837	
<i>Promjena neto prodaje</i>	--	7%	3%	-2%	7%	3%	3.50%
EBIT	9,422	13,388	13,872	13,647	16,474	10,064	
Efektivna porezna stopa	26.3%	14.6%	28.3%	23.6%	27.5%	4.6%	21%
EBIT(1-Porez)	6,942	11,427	9,946	10,428	11,936	9,597	
<i>Promjena EBIT(1-Porez)</i>		65%	-13%	5%	14%	-20%	6.69%
Kapitalna ulaganja	8,003	8,027	8,401	7,257	10,844	10,224	
Amortizacija	-9,704	-9,437	-9,046	-8,956	-9,303	-10,146	
<i>Promjena Amortizacije</i>		-3%	-4%	-1%	4%	9%	-1.40%
Neto kapitalna ulaganja	-1,701	-1,410	-645	-1,699	1,541	78	
Promjene u radnom kapitalu	0	0	0	0	0	0	0
FCFF	8,643	12,837	10,591	12,127	10,395	9,519	

Stopa rasta
prodaje 1.5%

Prognoza d w f w k j " r q u n q x p a k e j p " c t " g G | D w K n V v " c o v c e t " f l v
koja je u 2011. godini pala na 16%, a u pri l c – p l k o " i q f k p c o c " l
23% pa je uzet prosjek tih postotaka. Prodaja je prognozirana preko stope
rasta preuzete s Reutersa koja iznosi 1,5 ' 0 " K c m q " V g n g h q p k e c " x
prihoda ostvaruje u J w f l p q l " C p o c g l t x k g e k k * " " w f, k a q a f i n w u " D t c | k
™ r c p l q n u m q l " w | k o c p l g " r q p f g t k t c p g " u v q
ispostavilo kao dobra opcija zbog prevelike ciljane cijene p g " m q l c " l g " d k m
| c " c ' m ' w 4 ' 7 q 2 f p q u w " p c " v t f l k – p w 0

u	
h	5,65%
h	1,28%
v	4,37%
h	6,00%
Premija rizika na indeks	7,28%
Beta	0,73
u	9,68%

u	
h	4,00%
u	7,57%
Porezna stopa na dobit	3000%
u	5,86%

h	
u	53680900
u	35,157300
Udio glavnice	60%
Udio duga	40%
WACC	8,17%

Stabilan rast	
g	1,50%
Beta	1,00
u	11,65%
WACC	9,36%
ROC	15,25%
Reinvestment rate	9,83%

WACC 8.17%

V t k kapitala Telefonice k | t c w p c v " l g " p c - " v g o g n
i q f k – p l k j " f t f l c x p k j " q d x g | p k e c " ™ r c p l q n u
kmaatna stopa na koju je dodana premija t k | k m c " r q f w | g c " p
r q m t k c " v t q – m q x c " m c o c 8.17% t e j e u a f e l j u V g n g h q
ove u v q r g " k | t c w l p g c f v p c q " u u v c " f d c w – f p w l c k " j x " t p k q x c p k j



	2012 P	2013 F	2014 F	2015 F	2016 F	TV
Neto prodaja	63151	63783	64739	65711	66696	67697
EBITDA	22734	22962	22659	22999	24011	24371
Amortizacija	9.473	9.567	9.387	10514	9.671	9.816
EBIT	11.999	12119	12300	12485	12672	12862
EBIT (1Porez)	8399	8483	8610	8740	8871	9004
Promjena EBIT(1Porez)			2%	1%	1%	2%
CAPEX	8841	9.248	9.711	9.857	10004	10154
Amortizacija	9.473	9.567	9.387	10514	9.671	9.816
Netokapitalna ulaganja	-632	-319	324	-657	333	338
FCFF	9031	8802	8287	9.397	8537	8665
o -a	8349	7.523	6547	6863	5.765	70501 105547

Dobivena fer vrijednost dionice Telefonice u iznosu od 16.35 je za 37,4% x k q d " v t g p w v c p g " v t f l k - p g " x t k l g f p q u podcijenjenom i povoljnom za ulaganje

†	
Uæå æz } b æÁ ç ã-# ^ á } [• 105.546.920	
É Á Þ [ç æ& Á } æÁ ! æ ~ } ~	4.135.000
- V ! 0 ã z } æÁ ç ã b ^ á } [• 35.157.300	
- Manjinski interesi	-784.000
Ø ^ ! Á ç ã b ^ á } [• c Á] [á	73.740.621
: Y f ~ j f] ^ Y X b c g h ~ d	16,35
dionici	
V ! ^ } ~ c } æÁ c ! 0 ã z } æÁ &	11,90
Potencijal rasta	37,4%

6.2. Multiplikatori

W " u n l g f g k o " v c d n k e c o c " r t k m c | c p k " u w
v g n g m q o w p k m c e k l c " v g " o g f k l c p " p c " v g o g n
podcijenjenost dionice u odnosu na industriju.

V	P/E	P/S	P/BV	P/CF
BELGACOM	9,98	1,25	2,46	5,23
DEUTSCHE TELEKOM	6869	0,65	1,08	3,25
ELISA CORPORATION	1232	1,74	2,97	6,46
FRANCE TELECOM	7,40	0,62	1,01	2,68
FREENET	11,10	0,48	1,36	5,10
KPN	7,46	0,86	3,81	2,74
MOBISTAR	9,64	1,26	5,41	5,21
OTE	1216	0,29	1,05	1,21
PORTUGAL TELECOM	9,97	0,56	1,19	1,98
TELECOM ITALIA	14480	0,52	0,62	2,26
TELEFONICA	9,94	0,87	2,46	3,34
TELEKOM AUSTRIA	n,m,	0,84	4,28	3,63
Peer Group Media	9,98	0,75	1,91	3,30
Peer Group Mea	27,59	0,83	2,31	3,59

Na temelju medijana industrije dobiveno je odstupanje kompanije te
p c " m t c l w " r q o q w " v k podcijenjenost/precijenjenost " k | t c
f k q p k e g 0 " W ", dionica geoprecijenjena za 8% o g w v k o " q x g
indikatore ne treba uzimati olako jer je prema istim pokazateljima dionica
Telecom Italie podcijenjena za 45% iako ima nevjerojatan P/E omjer od
3 6 6 0 " W u " p v, rezultat je ipak vjerodostojniji jer dionica ne odstupa
r t g x k - g " q f " k p f w u v t k l g " w " u x k o " m c v g i q t k

7. Dodaci

7.1. Bilanca(2005 - 2011)

BILANCA - fl	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dugotrajna imovina							
Ostala dugotr. Imovina	8.385	8.702	7.829	6.980	5.971	5.693	6.417
Nematerijalna imovina	16.787	42.497	38.090	34.244	35.412	54.608	53.171
Materijalna imovina	28.027	33.888	32.469	30.546	32.004	35.802	35.469
Financijska imovina	6.346	6.183	9.007	10.153	10.924	12.618	13.743
Ukupna dugotrajna imovina	59.545	91.270	87.395	81.923	84.311	108.721	108.800
Kratkotrajna imovina							
Učestvovanje u poduzećima	1.462	1.564	1.142	977	1.255	1.806	1.568
Zalihe	920	1.012	987	1.188	934	1.028	1.164
Účestvovanje u poduzećima	7.516	9.666	9.662	9.315	10.622	12.426	11.331
Financijska imovina	1.518	1.679	1.622	2.216	1.906	1.574	2.625
Novac	2.213	3.792	5.065	4.277	9.113	4.220	4.135
Ukupna kratkotrajna imovina	13.629	17.713	18.478	17.973	23.830	21.054	20.823
UKUPNA IMOVINA	73.174	108.983	105.873	99.896	108.141	129.775	129.623
KAPITAL							
Vlastiti kapital	12.733	17.178	20.125	17.231	21.734	24.452	21.636
Manjinski interesi u kapitalu	3.425	2.823	2.730	2.331	2.540	7.232	5.747
Ukupni kapital	16.158	20.001	22.855	19.562	24.274	31.684	27.383
OBVEZE							
Učestvovanje u poduzećima	2.477	4.700	3.926	3.576	3.082	6.074	4.739
Zajmovi	25.168	50.675	46.942	45.088	47.607	51.356	55.659
Učestvovanje u poduzećima	7.481	7.269	7.176	6.538	6.242	7.169	9.264
Izdvajanja u čast obveza	35.126	62.644	58.044	55.202	56.931	64.599	69.662
OBVEZE IZVAN BILANCE							
Ostale obveze	3.528	6.580	7.102	6.818	963	1.675	9.953
Financijski instrumenti	0	0	0	0	0	0	1
Zajmovi	9.236	8.382	6.986	8.100	9.184	9.744	10.652
Porez na dobit	2.192	2.841	2.157	2.275	2.766	2.822	2.568
Öčuvane obveze	6.933	8.533	8.729	7.939	14.023	19.251	9.406
Izdvajanja u čast obveza	21.889	26.336	24.974	25.132	26.936	33.492	32.580
UKUPNE OBVEZE	57.015	88.980	83.018	80.334	83.867	98.091	102.242
PASIVA	73.173	108.981	105.873	99.896	108.141	129.775	129.625

7.2. Ključni pokazatelji (2011) u milijardama eura

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Prihodi od prodaje	37.383	52.901	56.441	57.946	56.731	60.737	62.837
Rashodi prodanih proizvoda							
6 f i h c ` a U f y U	37.383	52.901	56.441	57.946	56.731	60.737	62.837
V [z \ [ç ã Á] [å æ b ^ Á ã Á :	-22.969	-34.386	-37.431	-36.554	-23.492	-26.015	-44.501
Ostali prihod	665	692	3.832	1.538	-10.636	-8.945	1.879
U • c æ ã Á c [z \ [ç ã	-23	-81	-17	-12	0	0	-5
EBITDA	15.056	19.126	22.825	22.918	22.603	25.777	20.210
Amortizacija i deprecijacija	-6.694	-9.704	-9.437	-9.046	-8.956	-9.303	-10.146
EBIT	8.362	9.422	13.388	13.872	13.647	16.474	10.064
Kamate	-1.628	-2.734	-2.844	-2.797	-3.307	-2.649	-2.941
Ostali financijski prihod/rashod	0	0	0	0	0	0	1
Wã ã [Á ^ Á á [à ã c ã Á] [ç ^ : :	-128	77	140	-161	47	76	-635
Dobit prije poreza	6.606	6.765	10.684	10.914	10.387	13.901	6.489
Porez	-1.904	-1.781	-1.565	-3.089	-2.450	-3.829	-301
Neto dobit iz redovnog poslovanja	4.702	4.984	9.119	7.825	7.937	10.072	6.188
Manjinski interesi	-381	-346	-213	-234	-161	95	-784
Neto dobit	4.321	4.638	8.906	7.591	7.776	10.167	5.404
EPS basic (reporod)	0,91	1,30	1,87	1,63	1,71	2,25	1,20
EPS diluted (reported)	0,91	1,30	1,87	1,63	1,71	2,25	1,20

7.3. K \ X L G TM V C L " Q " P Q X C P Q O " V Q M W

CASH FLOW	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Zarade prije poreza	13.854	18.824	20.132	69.060	67.358	72.867	21.466
Ú æ ^ } Á] [! ^ :	-1.233	-1.100	-1.457	-1.413	-2.942	-2.616	-1.959
Ostale stavke	-1.449	-2.296	-3.097	-51.281	-48.268	-53.579	-2.011
C d Y f U h] j b] ^ b c j U b	11.172	15.428	15.578	16.366	16.148	16.672	17.496
CAPEX	-5.359	-8.003	-8.027	-8.401	-7.257	-10.844	-10.224
Akvizicije	0	0	0	-1.492	-14	-5.192	0
Ostale stavke	0	0	0	4	-1.935	-2.040	0
= b j Y g h] W] ^ g _] ^ b c j U	-5.359	-8.003	-8.027	-9.889	-9.206	-18.076	-10.224
Promjene u dugu	-5.940	-21.574	2.383	3.693	2.330	9.189	-3.590
Q •] æ ^ } ^ Á á ā ç ā á ^ } á ·	-4.823	-5.542	-5.496	-4.440	-4.838	-6.249	-7.966
Ostale promjene	2.472	3.586	-1.472	-7.306	496	-8.644	-1.624
:] b U b W] ^ g _] ^ b c j U	-8.291	-23.530	-4.585	-8.053	-2.012	-5.704	-13.180
D f c a ^ Y b Y ^ i ^ b c j W i ^]	-2.478	-16.105	2.966	-1.576	4.930	-7.108	-5.908

