

## 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.

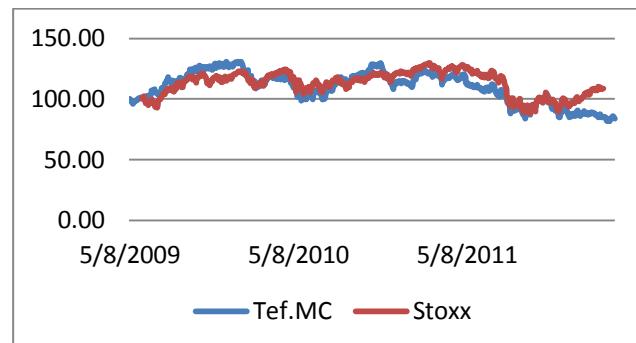
- Porast u svim kategorijama poslovanja osim u fiksnoj telefoniji.
- Pad dobiti po dionici uslijed pojave izvanrednih troškova.
- U 2011. godini je zabilježena rekordna razina slobodnog novčanog toka.
- Telefonica Latin America zadužna za 47% kompanijinih prihoda
- U 2012. godini Europski sud je iznio 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

<b>Ciljana cijena</b>	<b>13,65 €</b>
Cijena na dan 8/4/2012	11,9 €
<b>Potencijal za rast:</b>	<b>14,71%</b>
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



	<b>3G</b>	<b>1G</b>	<b>6M</b>	<b>1M</b>
^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 investitor)  
Tim za analizu poduzeća



**SADRŽAJ**

<b>1. OPIS PODUZEĆA.....</b>	<b>2</b>
1.1 Povijest poduzeća .....	2
1.2 Struktura dioničara .....	3
1.3 Menadžment poduzeća.....	3
1.4 Tržišni udjeli.....	3
<b>2. ANALIZA IZVJEŠTAJA O DOBITI.....</b>	<b>4</b>
2.1 Struktura konsolidiranih prihoda .....	4
2.2 Analiza prihoda po segmentima poslovanja.....	5
2.3 Telefonica Latin America .....	5
2.4 Telefonica Spain.....	6
2.5 Telefonica Europe .....	7
<b>3. ANALIZA BILANCE.....</b>	<b>8</b>
3.1 Analiza strukture duga .....	9
<b>4. ANALIZA IZVJEŠTAJA O NOVČANOM TOKU.....</b>	<b>9</b>
4.1 Investicije.....	10
<b>5. FINANCIJSKI POKAZATELJI.....</b>	<b>10</b>
5.1 Pokazatelji likvidnosti .....	10
5.2 Pokazatelji zaduženosti .....	11
5.3 Pokazatelji aktivnosti .....	11
5.4 Pokazatelji profitabilnosti .....	12
5.5 Pokazatelji investiranja .....	12
5.6 Cjenovni multiplikatori.....	12
<b>6. VREDNOVANJE .....</b>	<b>13</b>
6.1 DCFF .....	13
6.2 Multiplikatori .....	16
<b>7. DODACI .....</b>	<b>17</b>
7.1 Bilanca( 2005 - 2011).....	17
7.2 Izvještaj o dobiti( 2005 – 2011).....	18
7.3 Izvještaj o novčanom toku( 2005 – 2011) .....	18



Kompanija sa sjedištem u  
Madridu

Tri segmenta djelatnosti

1997. postaje dioničko  
društvo

2006. godine kupuju  
britanski O2 za 25.7  
milijardi eura

## 1. Opis poduzeća

Telefonica je španjolska telekomunikacijska kompanija sa sjedištem u Madridu, treća po veličini po broju pretplatnika. Pruža usluge fiksnih i mobilnih telekomunikacija, uključujući telefoniju, internet i televiziju za privatne i poslovne korisnike. Svoje poslovanje dijeli na tri segmenata:

- Telefonica Spain
- Telefonica Europe
- Telefonica Latin America

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

### 1.1. Povijest poduzeća

Telefonica, sa sjedištem u Madridu, osnovana je 19.4.1924. godine te zajedno sa svojim podružnicama posluje u sektoru telekomunikacija. 1997. godine povodom liberalizacije telekomunikacijskog tržišta u Španjolskoj vlada prodaje svoj udjel te kompanija izlazi na burzu. Telefonica i danas ima dominantan udjel na telekomunikacijskom tržištu u Španjolskoj.

Jedne od najvažnijih akvizicija Telefonice su sljedeće:

- 2005. godine kupuju Czech Telecom u Češkoj
- 2006. godine kupuju britanski O2
- 2009. godine sklapaju partnerstvo s China Unicorn te posljedično drže 9.7% udjela u China Unicorn, dok China Unicorn posjeduje 1.4% udjela Telefonice
- u 2010. godini najažnije akvizicije čine kupovine 50% udjela u brazilskoj kompaniji Vivo, kupovina Jajah Inc. te akvizicija 100% udjela u Hansenet Telekommunikation GmbH (telekomunikacijsko poduzeće u Njemačkoj) te



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

Ne postoji  
poduzeće sa  
znatnim udjelom

## 1.2. Struktura dioničara

Prema podacima poznatim kompaniji ne postoji pojedinac ili poduzeće koje direktno ili indirektno, samostalno ili u partnerstvu ima ili može preuzeti kontrolu nad Telefonicom.

Međutim, postoji nekoliko dioničara čiji se udjel može smatrati signifikantnim pa tako bankarska grupacija BBVA posjeduje 6.279% udjela, banka La Caix 5.05% te fond Blackrock 3.884%.

Upravni odbor od  
18 članova

## 1.3. Menadžment poduzeća

Poduzeće vodi upravni odbor od 18 članova (maksimalno 20) koje odabiru dioničari s obzirom na njihov udio u vlasništvu na skupštini dioničara. Od 10.5. 2007 predsjednik odbora je Cesar Alierta Izuel.

306 milijuna  
korisnika

Kada govorimo o udjelima u pojedinim uslugama Telefonica ima dominantne udjele u Argentini, Brazilu, Čileu, Kolumbiji, Peruu, Venezueli, Španjolskoj te sa znatnim udjelima u Češkoj, Njemačkoj, Ujedinjenom Kraljevstvu.

Telefonica je u 2011. godini prešla granicu od 306 milijuna korisnika što bi trebala biti baza za daljnje povećanje prihoda.

Broj mobilnih korisnika na kraju 2011. godine je iznóstio 238,7 milijuna što je godišnje povećanje za 8%. Od toga, broj preplatnika se povećao za 11% te sada čini trećinu mobilnih korisnika.

Broj korisnika širokopojasnog interneta na kraju 2011. godine iznosio je 18 milijuna što je godišnje povećanje od 5%.

Broj korisnika televizije na zahtjev povećao se za 19% u odnosu na 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. Analiza izvještaja o dobiti

### 2.1. Struktura konsolidiranih prihoda

(u milijunima €)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Neto prodaja</b>	37.383	52.901	56.441	57.946	56.731	60.737	62.837
<i>Promjena (%)</i>	42%	7%	3%	-2%	7%	3%	
<b>EBITDA</b>	15.056	19.126	22.825	22.918	22.603	25.777	20.210
<i>EBITDA marža (%)</i>	40%	36%	40%	40%	40%	42%	32%
Amortizacija	6.694	9.704	9.437	9.046	8.956	9.303	10.146
<i>marža amortizacije (%)</i>	18%	18%	17%	16%	16%	15%	16%
<b>EBIT</b>	8.362	9.422	13.388	13.872	13.647	16.474	10.064
<i>EBIT marža (%)</i>	22%	18%	24%	24%	24%	27%	16%
<b>Finansijski rezultat</b>	-1.756	-2.657	-2.704	-2.958	-3.260	-2.573	-3.575
<i>Financial result margin (%)</i>	5%	5%	5%	5%	6%	4%	6%
Porez na dobit	-1.904	-1.781	-1.565	-3.089	-2.450	-3.829	-301
<i>Efektivna porezna stopa (%)</i>	29%	26%	15%	28%	24%	28%	5%
Manjinski interesi	381	346	213	234	161	-95	784
<i>Margin (%)</i>	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%	-1%
<b>Neto dobit</b>	<b>4.321</b>	<b>4.638</b>	<b>8.906</b>	<b>7.591</b>	<b>7.776</b>	<b>10.167</b>	<b>5.404</b>
<i>Promjena (%)</i>		7%	92%	-15%	2%	31%	-47%
<i>Neto marža (%)</i>	12%	9%	16%	13%	14%	17%	9%
Zarada po dionicima (u €)	0,878	0,942	1,866	1,613	1,704	2,248	1,198

Konstantan rast  
prodaje

Unatoč lošem globalnom makroekonomskom stanju, a pogotovo u Španjolskoj gdje Telefonica ostvaruje većinu svojih prihoda prihodi kompanije u 2011. bilježe rast od 3% u odnosu na 2010. godinu te iznose 62.837 milijuna €. Poslovni rashodi su zabilježili osjetno 10% povećanje u odnosu na 2010. godinu. Razlog tome su troškovi restrukturiranja koji su iznosili skoro pa 4 milijarde eura. Zanemarivši te troškove poslovni rashodi su se povećali za 3,2%. EBITDA i EBIT su zabilježile pad u odnosu na 2010 godinu. Uz relativno stabilnu amortizaciju EBIT iznosi 16% što je dosad najslabiji zabilježen rezultat unazad par godina. Finansijski rezultat zabilježio je porast, no nije previše utjecao na samo poslovanje poduzeća.



Neto dobit je osjetno pala za 46,9% u odnosu na 2010. godinu, a rezultat takvog pada dobiti su sljedeće stavke:

- troškovi vezani za restrukturiranje
- otpis potraživanja u Kolumbiji
- nemogućnost odgađanja poreznih obveza u sklopu preuzimanja 50% udjela u Vivo-u

Najviše prihoda ostvaruje u Južnoj Americi

Revenue (€ million)	2010	2011	Change	Share
<b>Telefonica Spain</b>	18.711	17.284	-8%	27,86%
<b>Telefonica Latin America</b>	25.756	29.237	14%	47,12%
<b>Telefonica Europe</b>	15.724	15.524	-1%	25,02%
<b>TOTAL</b>	<b>60.191</b>	<b>62.045</b>	3%	100%

Najznačajniji segment poslovanja Telefonice je područje Latinske Amerike s 47,1% udjela u prihodima. Međutim, Telefonica Latin America i Telefonica Spain zabilježile su osjetan pad operativne dobiti za razliku od Telefonice Europe koja je zabilježila povećanje operativne dobiti od 27%.

Oko 95% prihoda iz primarnih djelatnosti: telefonije, interneta i televizije

### 2.3. Telefonica Latin America

Pad bilježi jedino fiksna telefonija

Telefonica Latin America (mil €)	2010	2011	Promjena
<b>Prihodi</b>	25.756	29.237	13,52%
<b>EBITDA</b>	13.713	10.941	-20,21%
<b>Marža EBITDA</b>	53,20%	37,40%	-29,70%
<b>D&amp;A</b>	-3.953	-4.783	21,00%
<b>EBIT</b>	9.760	6.158	-36,91%

Iz tablice je očito da je Telefonica Latin America zabilježila negativan rezultat u 2011. godini unatoč jako dobrim makroekonomskim pokazateljima i povećanju prihoda od 13,52%. Razlog padu EBITDA(dobiti prije poreza, amortizacije i deprecijacije) je puna konsolidacija VIVO-a u



iznosu od 3.797 milijuna eura te troškovi restrukturiranja u iznosu od 410 milijuna eura. Sve je to skupa utjecalo na maržu EBITDA.

Najznačajniji rast prihoda kompanija bilježi u segmentu mobilnih usluga radi agresivne marketinške kampanje, a Brazil je ojačao svoju poziciju glavnog tržišta u Latinskoj Americi na koji otpada 49% prihoda uz godišnje povećanje od 2%.

Unatoč smanjenju marže ona je i dalje na dobroj razini od 37,4%, što i dalje predstavlja dobru efikasnost Telefonica Latin America.

Zbog već spomenutih razloga Telefonica Latin America je zabilježila osjetan pad dobiti, ali u budućnosti se može očekivati vraćanje na stare staze zbog iznimno dobrih makroekonomskih uvjeta.

Malen pad Capexa

Capex je u 2011. iznosio 5.299 milijuna eura što predstavlja pad u iznosu od 2,9% naspram 2010. godine

## 2.4. Telefonica Spain

<b>Telefonica Spain (mil €)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>Promjena</b>
<b>Prihodi</b>	18.711	17.284	-7,63%
<b>EBITDA</b>	8.520	5.072	-40,47%
<b>Marža EBITDA</b>	45,50%	29,30%	-35,60%
<b>D &amp; A</b>	-2.009	-2.088	3,93%
<b>EBIT</b>	6.511	2.984	-54,17%

Konstantan broj korisnika

Poslovanje u Španjolskoj obilježili su jaka konkurenca te izrazito negativni makroekonomski uvjeti gdje je nezaposlenost dosegnula najvišu razinu u povijesti rezultirajući socijalnim nemirima. Unatoč tome Telefonica Spain uspjela je zadržati otprilike jednak broj korisnika sa malim godišnjim padom od 1%.

Prihodi su zabilježili pad od 7,63% radi jakog pritiska konkurencije što je utjecalo na smanjenje cijena usluga te slabije potražnje za mobilnim uslugama.

Rashodi su porasli za 20% i ukupno su iznosili 12.622 milijuna eura. Glavni razlog ovom povećanju su troškovi u vezi restrukturiranja i otpuštanja velikog broja radnika. Zanemarimo li ove troškove rashodi su pali 2,3% u odnosu na godinu ranije.



Troškovi restrukturiranja izrazito su utjecali na EBITDA-u i maržu EBITDA-e. Ako zanemarimo taj trošak EBITDA su pale za 11,6% što se može objasniti promjeni trendova u prihodima i smanjenjem potražnje radi slabe makroekonomske situacije.

Naposljetku, kompanija je nastavila intenzivno ulagat u poslovanje u Španjolskoj pa je Capex zabilježio povećanje od 44,2% u odnosu na godinu ranije.

## 2.5. Telefonica Europe

<b>Telefonica Europe</b> <i>(mil €)</i>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>Promjena</b>
<b>Prihodi</b>	15.724	15.524	-1,27%
<b>EBITDA</b>	4.080	4.233	3,75%
<i>Marža EBITDA</i>	25,90%	27,30%	5,41%
<b>D &amp; A</b>	-3.201	-3.117	-2,62%
<b>EBIT</b>	879	1.116	26,96%

Povećanje broja korisnika

Unatoč recesiji i jakoj konkurenciji Telefonica Europe je zabilježila porast broja korisnika za 3% na 58,1 milijun. Od toga najviše ima mobilnih korisnika koji broje 48 milijuna.

Izrazito povećanje operativne dobiti

Prihodi su se smanjili za 1,27% radi smanjenja mobilnih tarifa uzrokovanih snažnom konkurencijom. Međutim, veće postotno smanjenje rashoda od prihoda rezultiralo je porastom EBITDA-e za 3,75% i EBIT za impresivnih 26,96%.

Capex je u 2011. godini iznosio 1.705 milijuna eura što predstavlja pad od 45,9% u odnosu na 2010. godinu. Ako zanemarimo akvizicije u 2010. godini, pad Capexa iznosi 3,8%.



### 3. Analiza bilance

<b>BILANCA(mil €)</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Novac i novčani 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
<b>Ukupna kratkotrajna imovina</b>	<b>13.629</b>	<b>17.713</b>	<b>18.478</b>	<b>17.973</b>	<b>23.830</b>	<b>21.054</b>	<b>20.823</b>
<b>Ukupna dugotrajna imovina</b>	<b>59.545</b>	<b>91.270</b>	<b>87.395</b>	<b>81.923</b>	<b>84.311</b>	<b>108.721</b>	<b>108.800</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>73.174</b>	<b>108.983</b>	<b>105.873</b>	<b>99.896</b>	<b>108.141</b>	<b>129.775</b>	<b>129.623</b>
<hr/>							
Kratkoročni zajmovi	9.236	8.382	6.986	8.100	9.184	9.744	10.652
Ostale kratkoročne obveze	12.653	17.954	17.988	17.032	17.752	23.748	21.928
<b>Ukupne kratkoročne obveze</b>	<b>21.889</b>	<b>26.336</b>	<b>24.974</b>	<b>25.132</b>	<b>26.936</b>	<b>33.492</b>	<b>32.580</b>
Dugoročni zajmovi	25.168	50.675	46.942	45.088	47.607	51.356	55.659
Ostale dugoročne obveze	9.958	11.969	11.102	10.114	9.324	13.243	14.003
<b>Ukupne dugoročne obveze</b>	<b>35.126</b>	<b>62.644</b>	<b>58.044</b>	<b>55.202</b>	<b>56.931</b>	<b>64.599</b>	<b>69.662</b>
<b>Ukupni kapital</b>	<b>16.158</b>	<b>20.001</b>	<b>22.855</b>	<b>19.562</b>	<b>24.274</b>	<b>31.684</b>	<b>27.383</b>
<b>PASIVA</b>	<b>73.174</b>	<b>108.983</b>	<b>105.873</b>	<b>99.896</b>	<b>108.141</b>	<b>129.775</b>	<b>129.623</b>

Najznačajnije promjene u bilanci u 2006. i 2010. godini zbog akvizicija

Radni kapital negativan cijelo vrijeme

Horizontalnom analizom bilance primjećuje se izrazit porast aktive u 2006. i 2010. godini. Rezultat tih povećanja su definitivno velike akvizicije Telefonice u tim godinama. U siječnju 2006. godine Telefonica preuzima britanski 02 što joj omogućuje snažan ulaz na veliko tržište telekomunikacijskih usluga u Velikoj Britaniji a napisljektu i u Njemačkoj. U 2011. godini većina stavki bilance je stagnirala.

Vertikalnom analizom bilance zapaža se da glavninu imovine, što je uobičajeno kod telekomunikacijskih tvrtki, čini dugotrajna imovina, u najvećem dijelu nekretnine, oprema te goodwill. Radni kapital Telefonice kroz promatrano razdoblje je negativan te bi u skladu s time Telefonica trebala imati problema s likvidnost. Međutim, taj problem je riješen kvalitetnim kreditnim linijama te iz tog razloga ne postoje veći rizici likvidnosti.



### 3.1. Analiza strukture duga

Visok udio  
dugoročnih  
dugova

Najveći udio u strukturi duga Telefonice imaju dugoročni zajmovi, a sama kompanija se počela intenzivnije zaduživati za vrijeme velikih akvizicija. Upravo zato većina dugova je ugovorena s fiksnom kamatnom stopom da bi kompanija bila što manje izložena volatilnosti i kamatnom riziku.

Prosječan trošak duga na 31.12.2011. iznosio je 4,91%. što je manje od prosječnog troška u 2010. godini.

Kreditni rejting  
BBB+

21.12.2011 Standard & Poor je smanjio kreditni rejting Telefonici na BBB+ što znači da bi Telefonica usred turbulentnih makroekonomskih zbivanja mogla imati problema s otplatom svojih dugova.

<i>Struktura duga (mil €)</i>	<b>31.12.2011</b>	<b>% o/total</b>	<b>31.12.2010</b>	<b>% o/total</b>
<b>Dugoročni dugovi</b>	55.659	85,10%	51.356	82,82%
<b>Kratkoročni dugovi</b>	9.744	14,90%	10.652	17,18%
<b>Ukupni dug</b>	65.403	100.00%	62.008	100,00%

Konstantan rast  
operativnog  
novčanog toka

### 4. Analiza Izvještaja o novčanom toku

Iz izvještaja o novčanom toku zapaža se konstantan rast operativnog novčanog toka te porast investicijskog novčanog toka u godinama u kojima su bile aktivne akvizicije. Negativno povećanje financijskog novčanog toka bilo je pod utjecajem negativnih promjena u dugu te pojačane isplate dividendi što je u skladu s politikom poduzeća.

(milijuna €)	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Operativni novčani tok	11.172	15.428	15.578	16.366	16.148	16.672	17.496
Investicijski novčani tok	-4.310	-6.804	-7.076	-9.101	-9.300	-15.861	-8.274
Financijski novčani tok	-8.291	-23.530	-4.585	-8.053	-2.012	-5.704	-13.180
Promjene u novcu i novč. ekvivalentima	<b>-1.429</b>	<b>-14.906</b>	<b>3.917</b>	<b>-788</b>	<b>4.836</b>	<b>-4.893</b>	<b>-3.958</b>



## 4.1. Investicije

Najznačajnije akvizicije bile su 2006. i 2010.

Akvizicije su bile najintenzivnije u 2006. godini (25.000 mil €) i u 2010. (7.500 mil €), a financirane su uglavnom iz zaduživanja. Također se bilježi konstantan rast Capexa.

## 5. Financijski pokazatelji

Financijski pokazatelji stavljuju u odnos dvije ekonomski veličine te se računaju radi lakših donošenja investicijskih odluka. Iako su korisni za financijsku analizu prošlosti poduzeća imaju nedostatak u tome da vrlo malo govore o budućnosti i budućim predviđanjima te stoga ne zauzimaju veći značaj kod investitora radi njihove orijentiranosti na dugoročnu profitabilnost.

### 5.1. Pokazatelji likvidnosti

Koefficijent tekuće likvidnosti na najnižim je razinama u promtaranom razdoblju, a rezultat toga je dolazak na naplatu dugova koji su bili financirani za akvizicije. Po pravilu bi ovaj koefficijent trebao biti veći od 1, no kao što je spomenuto prije poduzeće se financira iz kreditnih linija pa stoga nema problema s likvidnošću.

Pad pokazatelja zbog dospjeća značajnijeg dijela dugoročnih zaduženja.

	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. tekuće likvidnosti	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

Koefficijent financijske stabilnosti konstantno je veći od 1 od 2005. godine (što znači da je dugotrajna imovina veća od sume kapitala i dugoročnih obveza), no u 2009. godini zapažamo promjenu trenda te pad vrijednosti koefficijenta da bi se u 2011. vratio na prijašnje razine. Po pravilu bi ovaj koefficijent trebao biti niži od 1 da bi se dio kratkotrajne imovine financirao iz dugoročnih obveza, no kod Telefonice to nije slučaj jer spada u telekomunikacijsku industriju u kojoj se većina dugoročnih obveza financira dugoročnom imovinom.



80% ukupne  
imovine čine  
obveze

## 5.2. Pokazatelji zaduženosti

Iz pokazatelja zaduženosti se primjećuje da se Telefonica u prosjeku 80% financira iz dugova, a 20% iz kapitala. Budući da se ne koristi previsoka finansijska poluga nego je konstantna, Telefonica je imala visok koeficijent pokrića kamata koji se povećavao do 2011. godine. U 2011. godini uslijed prepolavljanja dobiti došlo je i do smanjenja pokrića troškova kamata. Tako je u 2011. godini Telefonica bila sposobna 3,42 puta pokriti troškove kamata iz ostvarenog EBIT-a te je radi toga Telefonici u 2011. godini spušten kreditni rejting na BBB+ od strane S&P-a.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Koeficijent zaduženosti	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
Pokriće troškova 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 potraživanja	5,05	5,55	6,25	6,37	4,34	4,17	5,66
Naplate potraživanja (u danima)	72,35	65,74	58,38	57,31	84,02	87,44	64,54

Pokazatelji aktivnosti nam služe da vidimo koliko efikasno poduzeće raspolaže s resursima. Kao i pokazatelji likvidnosti, pokazatelji aktivnosti su na zadovoljavajućoj razini i vidimo da je poduzeću potrebno oko dvije godine da okrene svoju dugotrajnu imovinu dok kratkotrajnu imovinu može okrenuti 3 puta prema podacima iz 2011. Broj dana naplate potraživanja u 2010. godini je dosegnuo vrhunac od 87 dana ali je u 2011. pao na oko 65 dana te možemo zaključiti da ne postoje veći rizici od naplate potraživanja.



## 5.4. Pokazatelji profitabilnosti

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Pad pokazatelja u 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 kategoriju pokazatelja od presudnog značaja za investitora. Možemo vidjeti konstantan rast do 2010. godini da bi ove godine svi pokazatelji ubilježili značajan pad. Uzrok toga je već prije spomenuti velik pad dobiti uslijed izvanrednih 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. Međutim, kompanijina politika konstantne isplate dividende važna su značajka ovog poduzeća te vidimo izrazito povećanje isplate dividendi što čini dionicu poduzeća atraktivnom za ulaganja.

	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 ispl dividendi	112%	119%	62%	58%	62%	61%	147%

## 5.6. Cjenovni multiplikatori

Rast pokazatelja koji u nazivniku imaju zarade

Analizirajući cjenovne multiplikatore, uviđamo da je dionica bila najatraktivnija prošle godine, no uslijed pada dobiti došlo je i do rasta P/E omjera koji je unatoč tome na zadovoljavajućim razinama. Dividendni prinos bilježi konstantan rast te uzimajući u obzir pokazatelje P/BV i P/S može se reći da je ova dionica atraktivna za ulaganje.



	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. DCFF

Ciljana cijena iznosi  
16,35 €

Za vrednovanje Telefonice korišten je DCF model te je na osnovi tog vrednovanja dobivena ciljana cijena od 16,35 € što predstavlja 37% postotno povećanje u odnosu na tržišnu cijenu na dan 8.4.2012. godine.

Za izračun nerizične stope uzet je prinos na 10-godišnje državne obveznice Španjolske.

(u mil. €)	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%	<b>3,50%</b>
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%	<b>21%</b>
<b>EBIT(1-Porez)</b>	<b>6,942</b>	<b>11,427</b>	<b>9,946</b>	<b>10,428</b>	<b>11,936</b>	<b>9,597</b>	
<i>Promjena EBIT(1-Porez)</i>		65%	-13%	5%	14%	-20%	<b>6,69%</b>
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%	<b>-1,40%</b>
<b>Neto kapitalna ulaganja</b>	<b>-1,701</b>	<b>-1,410</b>	<b>-645</b>	<b>-1,699</b>	<b>1,541</b>	<b>78</b>	
Promjene u radnom kapitalu	0	0	0	0	0	0	0
<b>FCFF</b>	<b>8,643</b>	<b>12,837</b>	<b>10,591</b>	<b>12,127</b>	<b>10,395</b>	<b>9,519</b>	



Stopa rasta  
prodaje 1.5%

Prognoza budućih poslovnih rezultata temeljena je na EBIT marži koja je u 2011. godini pala na 16%, a u prijašnjim godinama je bila oko 23% pa je uzet prosjek tih postotaka. Prodaja je prognozirana preko stope rasta preuzete s Reutersa koja iznosi 1,5%. Iako Telefonica većinu svojih prihoda ostvaruje u Južnoj Americi( najveći udio u Brazilu), a zatim u Španjolskoj uzimanje ponderirane stope rasta Brazila i Španjolske nije se ispostavilo kao dobra opcija zbog prevelike ciljane cijene koja je bila viša za čak 250% u odnosu na tržišnu.

<b>Trošak glavnice</b>	
Prinos do dospijeća	5,65%
Premija rizika države	1,28%
Nerizična kamatna stopa	4,37%
Premija za zrela tržišta	6,00%
Premija rizika na indeks	7,28%
Beta	0,73
<b>Trošak glavnice</b>	<b>9,68%</b>

<b>Trošak duga</b>	
Premija rizika poduzeća	4,00%
Trošak duga prije poreza	7,57%
Porezna stopa na dobit	30,00%
<b>Trošak duga nakon poreza</b>	<b>5,86%</b>

<b>Prosječni ponderirani trošak kapitala</b>	
Tržišna vrijednost glavnice	53,680,900
Tržišna vrijednost duga	35,157,300
Udio glavnice	60%
Udio duga	40%
<b>WACC</b>	<b>8,17%</b>

<b>Stabilan rast</b>	
g	1,50%
Beta	1,00
Trošak kapitala	11,65%
<b>WACC</b>	<b>9,36%</b>
ROC	15,25%
Reinvestment rate	9,83%

WACC 8.17%

Trošak kapitala Telefonice izračunat je na temelju dospijeća 10-godišnjih državnih obveznica Španjolske preko kojih je izračunata nerizična kamatna stopa na koju je dodana premija rizika poduzeća na temelju pokrića troškova kamata. WACC Telefonice iznosi 8.17% te je na temelju ove stope izračunata sadašnja vrijednost budućih novčanih tokova.



	2012 P	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P	TV
<b>Neto prodaja</b>	<b>63.151</b>	<b>63.783</b>	<b>64.739</b>	<b>65.711</b>	<b>66.696</b>	<b>67.697</b>
EBITDA	22.734	22.962	22.659	22.999	24.011	24.371
Amortizacija	9.473	9.567	9.387	10.514	9.671	9.816
EBIT	11.999	12.119	12.300	12.485	12.672	12.862
<b>EBIT (1-Porez)</b>	<b>8.399</b>	<b>8.483</b>	<b>8.610</b>	<b>8.740</b>	<b>8.871</b>	<b>9.004</b>
Promjena EBIT(1-Porez)			2%	1%	1%	2%
CAPEX	8.841	9.248	9.711	9.857	10.004	10.154
Amortizacija	9.473	9.567	9.387	10.514	9.671	9.816
<b>Neto kapitalna ulaganja</b>	<b>-632</b>	<b>-319</b>	<b>324</b>	<b>-657</b>	<b>333</b>	<b>338</b>
<b>FCFF</b>	<b>9.031</b>	<b>8.802</b>	<b>8.287</b>	<b>9.397</b>	<b>8.537</b>	<b>8.665</b>
<b>Sadašnja vrijednost FCFF-a</b>	<b>8.349</b>	<b>7.523</b>	<b>6.547</b>	<b>6.863</b>	<b>5.765</b>	<b>70.501</b>
						<b>105.547</b>

Dobivena fer vrijednost dionice Telefonice u iznosu od 16.35 je za 37,4% viša od trenutačne tržišne vrijednosti što dionicu Telefonice čini podcijenjenom i povoljnom za ulaganje

<b>Vrijednost poduzeća</b>	
Sadašnja vrijednost FCFF-a	105.546.920
+ Novac na računu	4.135.000
- Tržišna vrijednost duga	35.157.300
- Manjinski interesi	-784.000
Fer vrijednost poduzeća	73.740.621
<b>Fer vrijednost poduzeća po dionici</b>	<b>16,35</b>
Trenutna tržišna cijena po dionici	11,90
<b>Potencijal rasta</b>	<b>37,4%</b>



## 6.2. Multiplikatori

U sljedećim tablicama prikazani su cjenovni multiplikatori industrije telekomunikacija te medijan na temelju čega se računa precijenjenost i podcijenjenost dionice u odnosu na industriju.

<i>Naziv poduzeća</i>	P/E	P/S	P/BV	P/CF
BELGACOM	9,98	1,25	2,46	5,23
DEUTSCHE TELEKOM	68,69	0,65	1,08	3,25
ELISA CORPORATION	12,32	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	12,16	0,29	1,05	1,21
PORTUGAL TELECOM	9,97	0,56	1,19	1,98
TELECOM ITALIA	144,80	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
<b>Peer Group Median</b>	<b>9,98</b>	<b>0,75</b>	<b>1,91</b>	<b>3,30</b>
<b>Peer Group Mean</b>	<b>27,59</b>	<b>0,83</b>	<b>2,31</b>	<b>3,59</b>

Na temelju medijana industrije dobiveno je odstupanje kompanije te na kraju pomoću tih odstupanja izračunata podcijenjenost/precijenjenost dionice. U našem slučaju, dionica je precijenjena za 8%. međutim ove indikatore ne treba uzimati olako jer je prema istim pokazateljima dionica Telecom Italie podcijenjena za 45% iako ima nevjerojatan P/E omjer od 144. U našem slučaju, rezultat je ipak vjerodostojniji jer dionica ne odstupa previše od industrije u svim kategorijama.



## 7. Dodaci

### 7.1. Bilanca( 2005 - 2011)

BILANCA - (ključne stavke)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Dugotrajna imovina</b>							
Ostala dugotr. 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
Finansijska imovina	6.346	6.183	9.007	10.153	10.924	12.618	13.743
<b>Ukupna dugotrajna imovina</b>	<b>59.545</b>	<b>91.270</b>	<b>87.395</b>	<b>81.923</b>	<b>84.311</b>	<b>108.721</b>	<b>108.800</b>
<b>Kratkotrajna imovina</b>							
Ostala potraživanja							
Ostala potraživanja	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
Potraživanja od kupaca	7.516	9.666	9.662	9.315	10.622	12.426	11.331
Finansijska 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
<b>Ukupna kratkotrajna imovina</b>	<b>13.629</b>	<b>17.713</b>	<b>18.478</b>	<b>17.973</b>	<b>23.830</b>	<b>21.054</b>	<b>20.823</b>
<b>UKUPNA IMOVINA</b>	<b>73.174</b>	<b>108.983</b>	<b>105.873</b>	<b>99.896</b>	<b>108.141</b>	<b>129.775</b>	<b>129.623</b>
<b>KAPITAL</b>							
Vlastiti kapital							
Vlastiti kapital	12.733	17.178	20.125	17.231	21.734	24.452	21.636
Manjinski interes u kapitalu	3.425	2.823	2.730	2.331	2.540	7.232	5.747
<b>Ukupni kapital</b>	<b>16.158</b>	<b>20.001</b>	<b>22.855</b>	<b>19.562</b>	<b>24.274</b>	<b>31.684</b>	<b>27.383</b>
<b>DUGOROČNE OBVEZE</b>							
Odgođene porezne obveze							
Odgođene porezne obveze	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
Ostali dugoročni dugovi	7.481	7.269	7.176	6.538	6.242	7.169	9.264
<b>Ukupne dugoročne obveze</b>	<b>35.126</b>	<b>62.644</b>	<b>58.044</b>	<b>55.202</b>	<b>56.931</b>	<b>64.599</b>	<b>69.662</b>
<b>KRATKOROČNE OBVEZE</b>							
Ostale obveze							
Ostale obveze	3.528	6.580	7.102	6.818	963	1.675	9.953
Finansijski 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
Dobavljači	6.933	8.533	8.729	7.939	14.023	19.251	9.406
<b>Ukupne kratkoročne obveze</b>	<b>21.889</b>	<b>26.336</b>	<b>24.974</b>	<b>25.132</b>	<b>26.936</b>	<b>33.492</b>	<b>32.580</b>
<b>UKUPNE OBVEZE</b>	<b>57.015</b>	<b>88.980</b>	<b>83.018</b>	<b>80.334</b>	<b>83.867</b>	<b>98.091</b>	<b>102.242</b>
<b>PASIVA</b>	<b>73.173</b>	<b>108.981</b>	<b>105.873</b>	<b>99.896</b>	<b>108.141</b>	<b>129.775</b>	<b>129.625</b>



## 7.2. Izvještaj o dobiti( 2005 – 2011)

IZVJEŠTAJ O DOBITI	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Prihodi od prodaje</b>	<b>37.383</b>	<b>52.901</b>	<b>56.441</b>	<b>57.946</b>	<b>56.731</b>	<b>60.737</b>	<b>62.837</b>
Rashodi prodanih proizvoda							
<b>Bruto marža</b>	<b>37.383</b>	<b>52.901</b>	<b>56.441</b>	<b>57.946</b>	<b>56.731</b>	<b>60.737</b>	<b>62.837</b>
Troškovi prodaje i administrativni troškovi	-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
Ostali troškovi	-23	-81	-17	-12	0	0	-5
<b>EBITDA</b>	<b>15.056</b>	<b>19.126</b>	<b>22.825</b>	<b>22.918</b>	<b>22.603</b>	<b>25.777</b>	<b>20.210</b>
Amortizacija i deprecijacija	-6.694	-9.704	-9.437	-9.046	-8.956	-9.303	-10.146
<b>EBIT</b>	<b>8.362</b>	<b>9.422</b>	<b>13.388</b>	<b>13.872</b>	<b>13.647</b>	<b>16.474</b>	<b>10.064</b>
Kamate	-1.628	-2.734	-2.844	-2.797	-3.307	-2.649	-2.941
Ostali finansijski prihod/rashod	0	0	0	0	0	0	1
Udjio u dobiti povezanih poduzeća	-128	77	140	-161	47	76	-635
<b>Dobit prije poreza</b>	<b>6.606</b>	<b>6.765</b>	<b>10.684</b>	<b>10.914</b>	<b>10.387</b>	<b>13.901</b>	<b>6.489</b>
Porez	-1.904	-1.781	-1.565	-3.089	-2.450	-3.829	-301
<b>Neto dobit iz redovnog poslovanja</b>	<b>4.702</b>	<b>4.984</b>	<b>9.119</b>	<b>7.825</b>	<b>7.937</b>	<b>10.072</b>	<b>6.188</b>
Manjinski interesi	-381	-346	-213	-234	-161	95	-784
<b>Neto dobit</b>	<b>4.321</b>	<b>4.638</b>	<b>8.906</b>	<b>7.591</b>	<b>7.776</b>	<b>10.167</b>	<b>5.404</b>
EPS basic (repored)	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



[www.finance.hr](http://www.finance.hr)

Financijski klub info@finance.hr  
Trg J.F. Kennedyja 6 10000 Zagreb Hrvatska

### 7.3. IZVJEŠTAJ O NOVČANOM TOKU

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
Plaćen porez	-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
<b>Operativni novčani tok</b>	<b>11.172</b>	<b>15.428</b>	<b>15.578</b>	<b>16.366</b>	<b>16.148</b>	<b>16.672</b>	<b>17.496</b>
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>Investicijski novčani tok</b>	<b>-5.359</b>	<b>-8.003</b>	<b>-8.027</b>	<b>-9.889</b>	<b>-9.206</b>	<b>-18.076</b>	<b>-10.224</b>
Promjene u dugu	-5.940	-21.574	2.383	3.693	2.330	9.189	-3.590
Isplaćene dividende	-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>Financijski novčani tok</b>	<b>-8.291</b>	<b>-23.530</b>	<b>-4.585</b>	<b>-8.053</b>	<b>-2.012</b>	<b>-5.704</b>	<b>-13.180</b>
<b>Promjene u novcu i novčanim ekviv.</b>	<b>-2.478</b>	<b>-16.105</b>	<b>2.966</b>	<b>-1.576</b>	<b>4.930</b>	<b>-7.108</b>	<b>-5.908</b>



[www.finance.hr](http://www.finance.hr)

Financijski klub □ info@finance.hr  
Trg J.F. Kennedyja 6 □ 10000 Zagreb □ Hrvatska