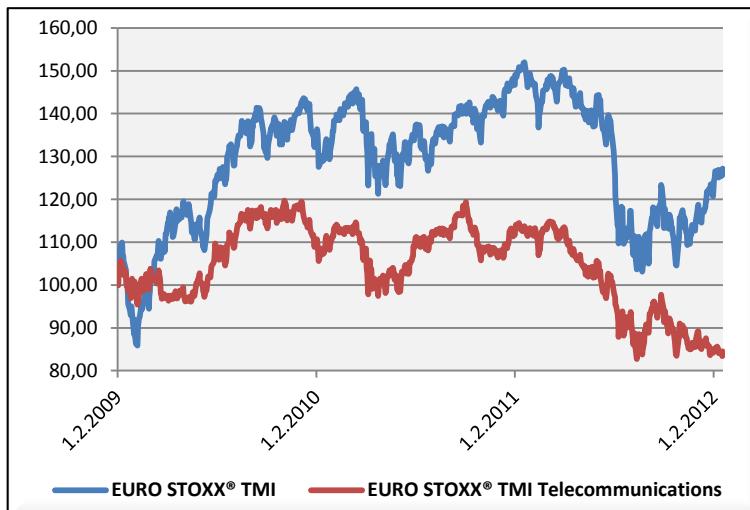


ANALIZA INDUSTRIJE TELEKOMUNIKACIJE [6000]

Makroekonomski nepovoljna situacija u eurozoni, globalni pad prihoda zrelijih segmenata kao što su fiksna i mobilna telefonija te potreba za većim kapitalnim ulaganjima u mrežu kako bi se izgradila snažnija baza za sve veću potražnju za broadband internetom, ni u kojem slučaju ne daju pozitivne prognoze za ovu industriju. No, zbog prilične stabilnosti poslovanja u vrijeme krize te atraktivnih marži, ova industrija ni u kojem slučaju nije za odbaciti te valja detaljnije analizirati poslovanje pojedinih poduzeća koja su počela bilježiti iznadprosječne rezultate.

- Konstantna korekcija industrijskog indeksa od početka recesije te indiciranje na konačno dostizanje dna ove industrije te nužan preokret trenda, odnosno, u najgorem slučaju, snažniji oporavak pojedinih poduzeća poput *Telefonica*-e i *Belgacom*-a koja su nastavila rast unatoč nepovoljnoj makroekonomskoj situaciji
- Pad prosječne potrošnje po potrošaču u prezaduženim zemljama poput Grčke, Španjolske, Portugala, Italije i Irske snažniji je od pada BDP-a te se i dalje očekuje daljnji pad prihoda u mobilnom segmentu



SADRŽAJ

1. Klasifikacija industrije
2. Performanse industrije
3. Utjecaji na industriju
4. Porter 5 sila
5. Pregled ciljanih kompanija
 - (1) ELISA CORPORATION
 - (2) TELEFONICA
 - (3) MOBISTAR
 - (4) PORTUGAL TELECOM
 - (5) BELGACOM

Osnovni podaci o ciljanoj industriji

| | |
|--------------------------------------|---|
| Referentni indeks portfelja | EURO STOXX® TMI ⁽¹⁾ |
| Simbol referentnog indeksa portfelja | BKXE |
| Indeks ciljane industrije | EURO STOXX® TMI Telecommunications |
| Simbol ciljane industrije | BTEE |
| Tržišna kapitalizacija free floata | 138,37 mld. EUR |
| Zadnja vrijednost | 317,83 |
| Promjena u zadnjih 52 tjedna | 25,03% |
| Promjena u 2012. | 2,45% |

Izvor: <http://www.stoxx.com>

(1) Referentni indeks pokriva 95% free float tržišne kapitalizacije Eurozone

Analitičari tima za analizu industrije:

Dragan Andrašec
dragan.andrasevic@gmail.com

Domagoj Vukojević
vukojevic.domagoj@gmail.com

Petar Šimunić
psimunic@gmail.com

Krešo Vugrinčić
kvugrincic@gmail.com



1. KLASIFIKACIJA INDUSTRIJE

Referentni indeks
sektora je
EURO STOXX® TMI
Telecommunications

Industriju telekomunikacija [6000] čini sektor fiksne telefonije [6530], koja uključuje kompanije koje pružaju usluge domaćih i internacionalnih poziva putem fiksne mreže, dok isključuje kompanije koje prvenstveno pružaju internet te sektor mobilne telefonije [6570], koji uključuje mobilno i satelitsku telefoniju.

PREGLED KOMPONENTI SEKTORA

| Kompanija | Sektor | Država | Reuters ticker |
|------------------------|--------------------|--------|----------------|
| 1. BELGACOM | Fiksna telefonija | BE | BCOM.BR |
| 2. DEUTSCHE TELEKOM | Mobilna telefonija | DE | DTEGn.DE |
| 3. ELISA CORPORATION | Fiksna telefonija | FI | ELI1V.HE |
| 4. FRANCE TELECOM | Fiksna telefonija | FR | FTE.PA |
| 5. FRENET | Mobilna telefonija | DE | FNTGn.DE |
| 6. KPN | Fiksna telefonija | NL | KPN.AS |
| 7. MOBISTAR | Mobilna telefonija | BE | MSTAR.BR |
| 8. OTE | Fiksna telefonija | GR | OTEr.AT |
| 9. PORTUGAL TELECOM | Fiksna telefonija | PT | PTC.LS |
| 10. TELECOM ITALIA | Fiksna telefonija | IT | TLIT.MI |
| 11. TELECOM ITALIA RNC | Fiksna telefonija | IT | TLITn.MI |
| 12. TELEFONICA | Fiksna telefonija | ES | TEF.MC |
| 13. TELEKOM AUSTRIA | Fiksna telefonija | AT | TELA.VI |

Izvor: http://www.stoxx.com/indices/index_information.html?symbol=BTEE

2. PERFORMANSE INDUSTRIJE

Nadprosječni prinosu
na vrhuncu ekspanzije
gospodarstva

Konstantna korekcija
od početka recesije,
unatoč oporavku
ostatka tržišta indicira
dostizanje dna ove
industrije te nužan
preokret

Uspoređujući kretanje EURO STOXX® TMI Telecommunications indeksa, koji uključuje 13 komponenti iz industrije telekomunikacija u odnosu na referentni EURO STOXX® TMI indeks, koji uključuje gotovo 600 najvećih kompanija Eurozone, može se zaključiti da sektorski indeks zadnje tri godine zaostaje za referentnim indeksom Eurozone. Povijesno gledajući, navedeni sektorski indeks imao je značajno više stope prinosa od referentnog indeksa neposredno prije početka globalne finansijske krize, dakle, u zadnjem stadiju ekspanzije gospodarstva, neposredno prije početka recesije. Kako je po prirodi poslovanja sektor telekomunikacija spada u

| Prinosi na indekse | 3G | 1G | 6M | 1M |
|---------------------------------------|---------|---------|--------|--------|
| EURO STOXX® TMI | 27,21% | -16,25% | 13,71% | 6,30% |
| EURO STOXX® TMI Telecommunications | -15,51% | -25,37% | -5,66% | -3,52% |

defanzivne industrije tokom recesije
sektorski indeks imao je znatno blaže
korekcije od ostatka tržišta. Logično je
za zaključiti da će nadprosječne prinose
ovaj sektor opet ostvarivati u zadnjim



ciklusima ekspanzije gospodarstva, no dosadašnje zaostajanje sektora telekomunikacija za ostatom tržišta je preveliko da bi se ignoriralo te konstantni pad prinosa zadnjih nekoliko godina, dok se referentni indeks već duže vrijeme oporavlja, upućuje na veliku vjerojatnost da je sektor telekomunikacija došao do dna te slijedi preokret i trend intenzivnijeg rasta.

KRETANJE SEKTORSKOG INDEKSA U ODNOSU NA REFERENTNI INDEKS EUROZONE

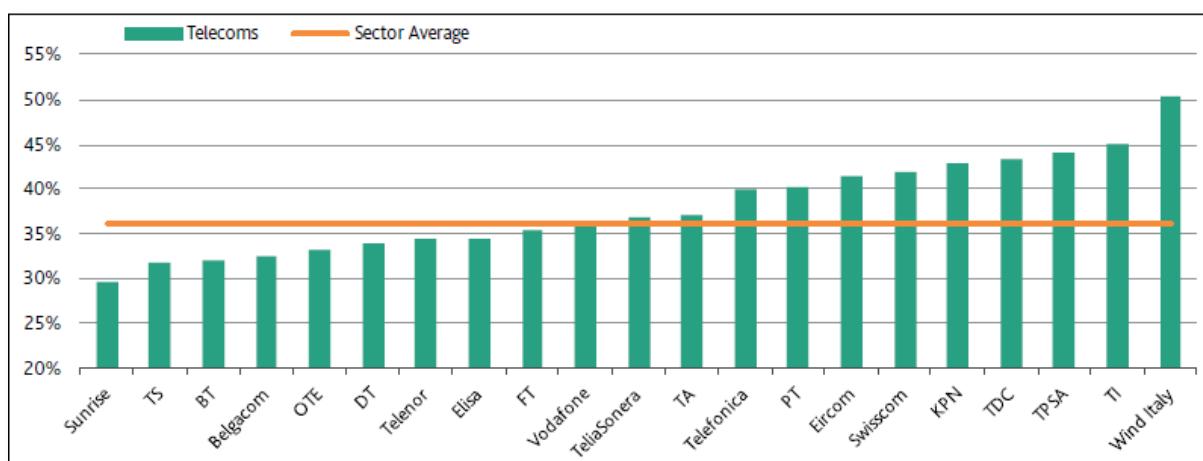


3. UTJECAJI NA INDUSTRIJU

Neutralizacija pritisaka
smanjenjem
operativnih troškova i
kapitalnih investicija

Pritisci na prihode industrije dolaze iz raznih smjerova – smanjene potrošnje, konkurenциje i regulacije. Ti pritisci postoje već nekoliko posljednjih godina, ali su ih tvrtke velikim dijelom neutralizirale smanjivanjem operativnih troškova i zaustavljanjem kapitalnih investicija. Međutim rezanje operativnih troškova nema prostora za nastavak što znači da industriju telekomunikacija čekaju teži dani.

PROCIJENJENA PRILAGOĐENA EBITDA MARŽA 2011.



Izvor: Moody's Investors Service



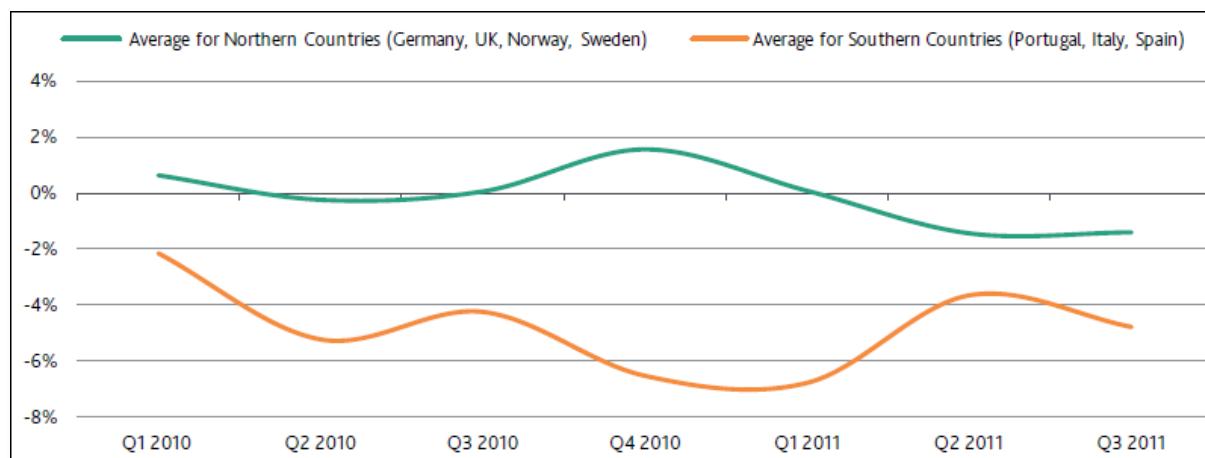
www.finance.hr

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

Utjecaj smanjene potrošnje na konkureniju i perspektive mobilne i fiksne telefonije, te širokopojasnog interneta

Konkurenca će se pojačati zbog smanjene kupovne moći potrošača što uzrokuje njegovu pojačanu osjetljivost na cijenu. To će se ponajviše očitovati u segmentima poslovanja u fazi rasta poput širokopojasnog pristupa internetu, dok će u segmentu fiksne telefonije pritisak vršiti kabelski operateri. Kabelski operateri nude potpunu uslugu (triple play – fiksni telefon, TV, internet) što ima ogroman utjecaj na tržišne udjele u segmentu fiksne telefonije. Sve češće zamjene fiksnog telefona mobilnim također predstavljaju utjecaj na prihode od fiksne telefonije. Ovaj utjecaj je najizraženiji u Nizozemskoj i Belgiji gdje su kabelski operateri dostupni u gotovo 100% kućanstava. Mobilni segment zadržava relativno stalne tržišne udjele, no jaka konkurenca potiče borbe cijenama. Jedino pravo područje rasta je u segmentu širokopojasnog pristupa internetu, kao što je već i navedeno, što znači da telekomi moraju biti izuzetno pažljivi i pokušati maksimalizirati prihode tog segmenta.

STOPE RASTA PRIHODA OTKRIVAJU RAZLIKE JUGA I SJEVERA



Izvor: Moody's Investors Service

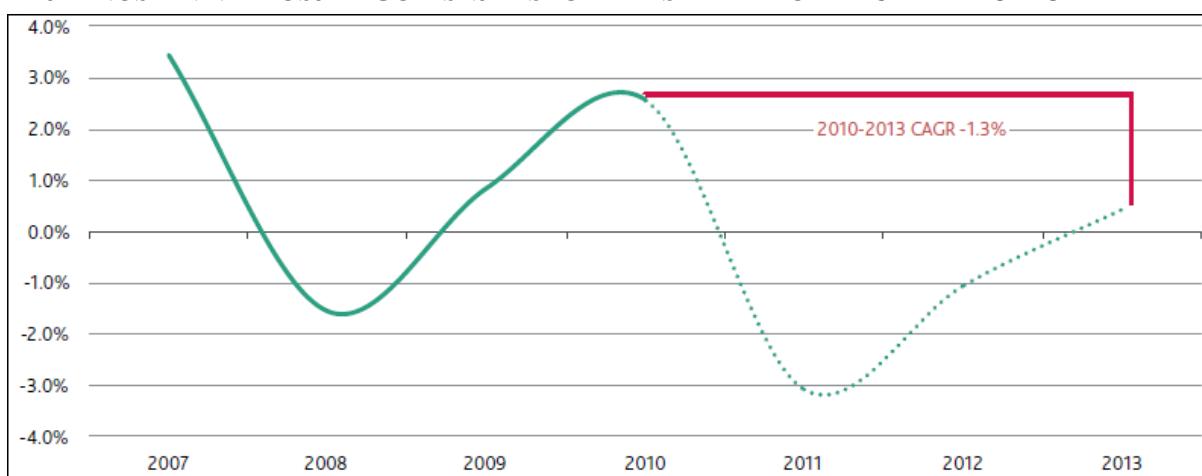
Kreditna kriza i razlike sjevera i juga

Volatilnost financijskog sektora, stalni naporci za smanjenjem kreditne opterećenosti javnog, a i privatnog sektora, visoke stope nezaposlenosti i nelikvidnost tržišta nekretnina imaju snažan utjecaj na smanjenje realnih investicija i generalnog rasta gospodarstva, a to se očekuje i u 2012. Takvi oslabljeni makroekonomski fundamenti imaju jaku korelaciju s rezultatima europskih telekom operatera. Iako je prosječna potrošnja za telekom usluge po kućanstvu rasla čak i za vrijeme recesije, prosječna potrošnja po potrošaču je pala u zemljama koje su osjetile krizu javnog duga poput Grčke, Španjolske, Portugala, Italije i Irske. Prihodi telekom operatera u tim zemljama pali su od 6% do 13% što je viša stopa od stope pada BDP-a. U tim zemljama se očekuje jači pad prihoda i u narednom razdoblju i to više u mobilnom segmentu nego u segmentu fiksne telefonije zbog veće volatilnosti mobilnog segmenta. S obzirom na spomenute razlike u makroekonomskim pokazateljima među zemljama Europe, najveći pad



prihoda se očekuje kod telekoma koji su slabo geografski diversificirani, a većinu poslovanja obavljaju u zemljama pogodjenima kreditnom krizom (75% EBITDA generirano u gospodarstvima najjače pogodjenih krizom), kod telekoma slabije finansijske moći i fleksibilnosti i kod telekoma s većinom poslovanja u zemljama čije vlade su donijele stroge mjere štednje.

JEDNOSTAVNI PROSJEK GODIŠNJIH STOPA RASTA PRIHODA EU TELEKOM OPERATERA



Izvor: Moody's Investors Service

Na primjer, Telefonica generira samo 31% prihoda i 33% EBITDA u Španjolskoj, dok Telecom Italia, OTE, Telekom Austria, TDC, TeliaSonera, Belgacom i KPN generiraju oko 70% prihoda i nešto više EBITDA na domaćem tržištu. Kad se uz to uzme u obzir i zaduženost kompanija dolazi do potrebe za refinanciranjem duga na tržištu gdje je teško to ostvariti što može dovesti do poteškoća s likvidnošću.

Europski telekomi podložni su zajedničkim zakonima koji su stabilni i predvidljivi nakon smanjenja cijena prekida poziva prema drugoj mreži (MTR – Mobile termination rate) od čak 65% u zadnjih 6 godina. Ipak u nekim zemljama možemo očekivati daljnji pad MTR-a. Iako su se zbog toga smanjile cijene, volumen je ostao isti što je dovelo do smanjenja prihoda ponajviše kod operatera s većim prihodom od mobilne telefonije. Manji utjecaj regulatora očekuje se oko pitanja naknade za korištenje infrastrukture drugog operatera, ali ipak bi propisana naknada trebala biti zadovoljavajuća vlasnicima infrastrukture.

Iako su telekomunikacijama u trendu rezanja troškova, konkurenca (kabelski operateri, koji su najveća konkurenca telekomima, već su nadogradili svoje mreže i pružaju brzine od 50 do 100 Mbps) će prisiliti na povećana kapitalna ulaganja u ekspanziju mreže u svrhu ostvarivanja konkurenčne prednosti u kvalitetu, kapacitetu, brzini i sigurnosti (Zahtjevi Europske unije također iziskuju kapitalna ulaganja u razvitak mreže). Tu će

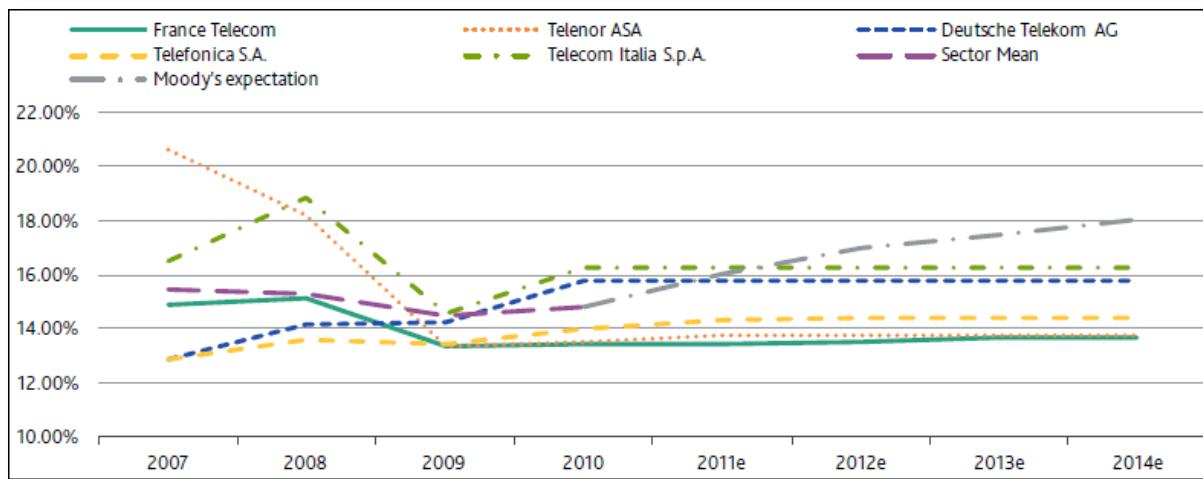
Stabilna i predvidljiva regulacija

Nužnost povećanja kapitalnih ulaganja u infrastrukturu



doći do jakog pritiska na tvrtke sa malim prostorom za financijski manevar zbog financiranja dugom što će dovesti do smanjenja dividendi za dioničare da bi se pokrili novonastali troškovi.

ODNOS KAPITALNIH INVESTICIJA I PRIHODA KROZ VRIJEME I PROCJENA ZA SEKTOR



Izvor: Moody's Investors Service

Zadržavanje EBITDA i kreditnog rejtinga

Usprkos težim danima za industriju zbog cjenovne borbe, nemogućnosti daljnog smanjivanja operativnih troškova i potrebe za dodatnim kapitalnim ulaganjima očekuju se pozitivne i dobre EBITDA marže, prvenstveno na nadolazećim tržištima (oko 30%) i zadržavanje kreditnih rejtinga.

4. PORTER 5 SILA

• Opasnost od novih ulazaka

Visoke barijere za nove operatere

Pošto je telekomunikacijska industrija jedna od kapitalno intenzivnih industrija ulasci u industriju su ograničeni zbog ove barijere. Iako su kamatne stope u pokušajima oživljavanja gospodarstava spuštane, trenutna ekonomska situacija u cijeloj Europi je nepogodna za investicije pogotovo s tako visokim početnim troškovima zbog povećavanja rizika od velikih gubitaka. Kako bi se zaštitili krajnji korisnici, odnosno potrošači te pooštala i osnažila konkurenca u telekomunikacijskoj industriji, EU je donijela nove zakone još 2009. godine, ali koji su morali biti usvojeni u pravnim sustavima zemalja članica do 25. svibnja 2011. godine. Nove zakonske regulative u jednu ruku potiču konkureniju određenim zakonima, dok u drugu ruku pojačanom zakonskom regulativom nameću veće troškove potencijalnim novim ulascima zbog većeg broja uvjeta koji se moraju ispuniti kako bi se pristupilo industriji. Njezin utjecaj je dvojak.

- **Moć dobavljača**

Postoji dovoljan broj opskrbljivača telekomunikacijskih operatera kako bi se njihov utjecaj razvodnio. Iako s povećanjem broja usluga koje se nude i koje su nužne kako bi se opstalo među postojećom konkurencijom povećava se intenzitet međuvisnosti između dobavljača i operatera, no i dalje ostaje na snazi početni zaključak kako je konkurenca među dobavljačima dovoljna kako oni ne bi imali potrebnu snagu za utjecaj na operatere.

- **Moć kupaca**

Porasla moć kupaca
zbog povećane ponude
proizvoda te lakoće
prebacivanja na jeftinije
operatere

Zbog trenutne ekonomske situacije koja zasigurno ugrožava zarade telekomunikacijskih operatera, trenutni potrošači kao i potencijalni potrošači su svakako dobili na značaju te je njihova moć porasla. Uz to treba dodati kako je povećana ponuda proizvoda i usluga utjecala na porast njihove moći. Potrošači pogotovo fizičke osobe imaju mogućnost puno jeftinijeg prebacivanja s operatera na operatera te prilagođavanja promjenama u ponudi i cijeni, dok pravne osobe (tu ciljam na velike kompanije) nisu tako fleksibilne što se toga tiče.

- **Supstituti**

Sve veći udio korištenja
alternativa preko
interneta

Zbog fleksibilnosti i novih opcija IP telefonija (Skype), mobilni telefoni, pojačana upotreba komuniciranja putem elektroničke pošte i ostale alternativne opcije s nižim troškovima od tradicionalnih fiksnih telefona predstavljaju ozbiljnu prijetnju industriji.

- **Konkurenca**

Sve veći pritisci
zakonodavstva na
povećanje konkurenca
te zabrana preuzimanja
i spajanja

Europska unija svojim zakonodavstvom se posebno brine o zaoštravanju konkurenca. Zemlje članice moraju primijeniti opća EU pravila o antitrustovskom ponašanju, državnim pomoćima koje bi ugrozile konkureniju i zabrani spajanja koja bi značajno utjecala na konkureniju na tržištu. Tržišna utakmica je intenzivirana smanjivanjem profita usred trenutne makroekonomske situacije, pojave mogućih supstituta te povećanja moći kupaca.



5. PREGLED CILJANIH PODUZEĆA

| | ELISA CORPORATION | TELEFONICA | MOBISTAR | PORTUGAL TELECOM | BELGACOM | Peer group median ¹ |
|--------------------------------------|-------------------|---------------|--------------|------------------|--------------|--------------------------------|
| P/E Ratio (TTM) | 13,77 | 10,57 | 10,03 | 9,37 | 10,22 | 10,71 |
| P/E High - Last 5 Yrs. | 16,97 | 11,88 | 13,59 | 58,21 | 11,78 | 16,68 |
| P/E Low - Last 5 Yrs. | 10,09 | 7,56 | 11,00 | 9,74 | 6,39 | 9,24 |
| Beta | 0,40 | 0,73 | 0,11 | 0,63 | 0,23 | 0,47 |
| Price to Sales (TTM) | 1,93 | 0,92 | 1,30 | 0,66 | 1,27 | 0,76 |
| Price to Book (MRQ) | 3,32 | 2,62 | 5,63 | 1,16 | 2,52 | 1,93 |
| Price to Tangible Book (MRQ) | -- | -- | 1.166,49 | -- | -- | 1.166,49 |
| Price to Cash Flow (TTM) | 7,17 | 3,54 | 5,39 | 1,68 | 5,33 | 3,44 |
| Price to Free Cash Flow (TTM) | 9.871,99 | 6,88 | -- | -- | 87,60 | 8,59 |
| Dividend Yield | 7,32 | 11,21 | 5,89 | 57,95 | 6,78 | 7,74 |
| Dividend Yield - 5 Year Avg. | 6,30 | -- | 5,74 | 9,60 | 7,96 | 6,35 |
| Dividend 5 Year Growth Rate | -2,82 | -- | -8,41 | 28,28 | 2,90 | 1,17 |
| Payout Ratio(TTM) | 100,89 | -- | 100,50 | 253,57 | 92,70 | 100,50 |
| Sales (MRQ) vs Qtr. 1 Yr. Ago | 4,65 | -1,77 | 0,10 | 83,48 | -2,47 | -1,88 |
| Sales (TTM) vs TTM 1 Yr. Ago | 4,60 | 3,46 | 0,11 | 42,94 | -2,97 | -1,03 |
| Sales - 5 Yr. Growth Rate | 0,11 | 3,30 | 1,54 | -10,14 | 1,04 | 0,58 |
| EPS (MRQ) vs Qtr. 1 Yr. Ago | 10,64 | 102,40 | -20,12 | 192,27 | -24,05 | 24,03 |
| EPS (TTM) vs TTM 1 Yr. Ago | 34,62 | -46,69 | -16,16 | 21,91 | -40,12 | -11,97 |
| EPS - 5 Yr. Growth Rate | 5,89 | 4,30 | -4,90 | -23,25 | -3,82 | -4,36 |
| Capital Spending - 5 Yr. Growth Rate | -1,76 | 5,56 | 4,29 | 8,26 | 2,29 | 2,29 |
| Quick Ratio (MRQ) | 0,73 | 0,60 | 0,49 | 1,31 | 0,88 | 0,73 |
| Current Ratio (MRQ) | 0,82 | 0,64 | 0,52 | 1,33 | 0,93 | 0,79 |
| LT Debt to Equity (MRQ) | 74,80 | 257,25 | 74,42 | 300,95 | 62,76 | 126,74 |
| Total Debt to Equity (MRQ) | 101,23 | 306,48 | 79,09 | 414,63 | 64,09 | 145,12 |
| Gross Margin (TTM) | 57,94 | 72,12 | 40,21 | 64,70 | 60,42 | 58,88 |
| Gross Margin - 5 Yr. Avg. | 57,48 | 71,27 | 43,47 | 60,01 | 63,44 | 58,13 |
| EBITD Margin (TTM) | 32,96 | 32,16 | 31,18 | 43,56 | 29,61 | 31,44 |
| EBITD - 5 Yr. Avg | 32,53 | 38,41 | 34,42 | 40,57 | 32,96 | 34,32 |
| Operating Margin (TTM) | 19,20 | 16,02 | 19,99 | 12,74 | 17,81 | 14,38 |
| Operating Margin - 5 Yr. Avg. | 18,58 | 22,66 | 24,25 | 15,53 | 20,75 | 18,66 |
| Pre-Tax Margin (TTM) | 17,27 | 10,32 | 19,35 | 11,75 | 16,15 | 11,04 |
| Pre-Tax Margin - 5 Yr. Avg. | 16,09 | 17,60 | 23,94 | 15,48 | 19,35 | 14,24 |
| Net Profit Margin (TTM) | 13,11 | 9,84 | 13,00 | 8,61 | 12,06 | 8,47 |
| Net Profit Margin - 5 Yr. Avg. | 12,32 | 13,82 | 16,21 | 12,74 | 15,19 | 10,80 |
| Effective Tax Rate (TTM) | 24,09 | 4,64 | 32,81 | 26,72 | 25,31 | 26,72 |
| Effective Tax Rate - 5 Yr. Avg. | 23,46 | 21,45 | 32,27 | 17,73 | 21,49 | 22,48 |
| Revenue/Employee (TTM) | 408.784,00 | -- | -- | 160.059,00 | -- | 278.674,00 |
| Net Income/Employee (TTM) | 53.607,00 | -- | -- | 13.787,00 | -- | 11.737,50 |
| Receivable Turnover (TTM) | 5,24 | 5,29 | 7,69 | 1,69 | 4,94 | 5,71 |
| Inventory Turnover (TTM) | 16,31 | 15,98 | 73,96 | 14,64 | 21,90 | 25,11 |
| Asset Turnover (TTM) | 0,77 | 0,48 | 1,27 | 0,28 | 0,76 | 0,56 |
| Return on Assets (TTM) | 10,14 | 4,77 | 16,46 | 2,37 | 9,19 | 4,40 |
| Return on Assets - 5 Yr. Avg. | 9,09 | 7,31 | 21,60 | 4,64 | 12,12 | 4,56 |
| Return on Investment (TTM) | 14,26 | 6,86 | 28,69 | 3,20 | 13,69 | 6,27 |
| Return on Investment - 5 Yr. Avg. | 11,91 | 10,19 | 39,57 | 7,00 | 17,03 | 6,74 |
| Return on Equity (TTM) | 24,18 | 23,44 | 53,56 | 8,82 | 24,45 | 13,11 |
| Return on Equity - 5 Yr. Avg. | 19,62 | 38,70 | 49,22 | 33,61 | 35,59 | 21,28 |

Izvor: <http://www.reuters.com>

¹ U median je uključeno 13 komponenti iz EURO STOXX® TMI Telecommunications indeksa



ELISA CORPORATION

| Income statement (IAS, EUR mn) | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|
| Net sales | 1.430,4 | 1.463,2 | 1.530,0 |
| EBITDA | 483,9 | 484,7 | 506,2 |
| Depreciation/Amortization | 216,4 | 216,7 | 211,4 |
| EBIT | 267,5 | 268,0 | 294,8 |
| Net profit | 176,3 | 149,7 | 201,5 |
| Balance Sheet (IAS, EUR mn) | 2009 | 2010 | 2011 |
| Total assets | 1.964,6 | 1.971,7 | 1.999,4 |
| Shareholders' equity incl minorities | 900,0 | 832,9 | 840,4 |
| Minority Interest | 0,8 | 3,1 | 3,5 |
| Shareholders' equity | 899,2 | 829,8 | 836,9 |
| Interest bearing debt | 749,5 | 808,1 | 847,1 |
| short-term | 157,2 | 362,3 | 221,2 |
| long-term | 592,3 | 445,8 | 625,9 |
| Cash and cash equivalents | 31,0 | 31,8 | 59,0 |
| Net debt | 718,5 | 776,3 | 788,0 |
| Cash Flow Statement (IAS, EUR mn) | 2009 | 2010 | 2011 |
| Cash flow from operating activities | 431,0 | 371,1 | 391,3 |
| Cash flow from investing activities | -179,1 | -199,0 | -183,9 |
| Cash flow from financing activities | -253,9 | -171,3 | -180,2 |
| Ratios | 2009 | 2010 | 2011 |
| Sales growth | -4,10% | 2,29% | 4,57% |
| EBITDA Margin | 33,8% | 33,1% | 33,1% |
| EBIT Margin | 18,7% | 18,3% | 19,3% |
| Gearing (Net debt/Equity) | 79,8% | 93,2% | 93,8% |
| Net debt/EBITDA (x) | 148,5% | 160,2% | 155,7% |
| Equity ratio (incl. minorities) | 45,8% | 42,2% | 42,0% |
| Equity ratio (excl. minorities) | 45,8% | 42,1% | 41,9% |

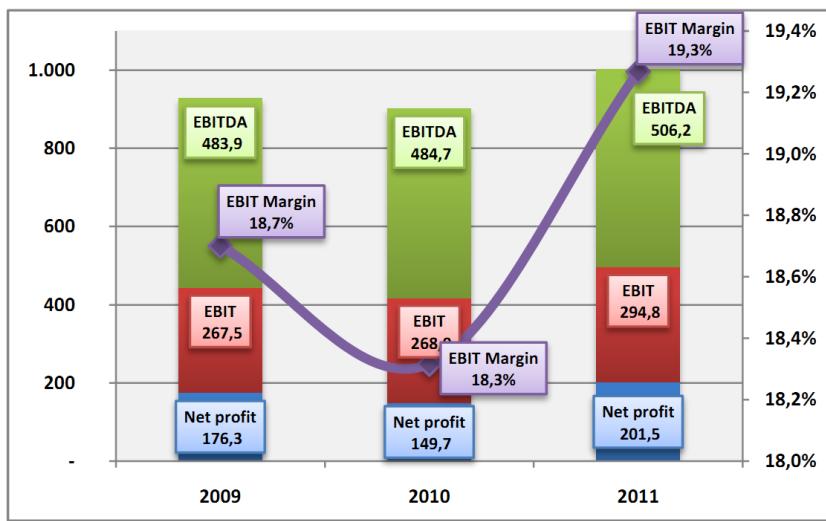
• Profil tvrtke

Elisa je finska tvrtka koja se bavi pružanjem informacijskih i telekomunikacijskih usluga (ICT) u Skandinaviji, Baltičkoj regiji i Rusiji i djeluje kroz nekoliko podružnica. Tvrta posluje u tri područja: privatni korisnici, poslovni korisnici i Elisa Estonija. Poslovanje u području privatnih korisnika uključuje mobilne i fiksne mreže te prijenos podataka, u području poslovnih korisnika mobilne i fiksne mreže, prijenos podataka, kontakt centar i druga ICT rješenja, dok Elisa Estonija obuhvaća tvrtkine aktivnosti bazirane na mobilnom internetu i telefoniji u Estoniji. Sve se usluge pružaju pod Elisa i Saunalahti nazivom. Najvažniji globalni partneri tvrtke su Vodafone i Telenor. 2010 godine društvo je steklo većinski udio

u Videra Oy i Appelsiini Finland Oy kojoj je bonitetna kuća Dun & Bradstreet dodijelila kreditni rejting AAA. Videra Oy je vodeća tvrtka s 20-godišnjim iskustvom specijalizirana za vizualne komunikacije posebno na području opreme za prijenos video konferencija.

• Ocjena razvoja i izgledi

Vodećoj finskoj telekomunikacijskoj tvrtci je dodijeljen rejting A3 od strane rejting agencije Moody's. Ključni čimbenik u procjeni rejtinga je uvjerenje da će Elisa ostati vodeći lokalni telekomunikacijski operator fiksne mreže za grad Helsinki te da će njezina podružnica Radiolinija nastaviti kao drugi najveći bežični operater u Finskoj. Isto tako Elisa će nastojati neutralizirati pad fiksne telefonije (očekivani pad 4%) povećanjem podatkovnog prometa u fiksnoj liniji i nastavkom ostvarivanja povećanog prihoda i dobiti od mobilne



telefonije. Bitno je također da Finska ima najveće stope rasta korisnika PC-a i za očekivati je da će nastavak rasta podatkovnog prometa nadmašiti smanjenje uzrokovano padom prihoda od fiksne telefonije.

TELEFONICA

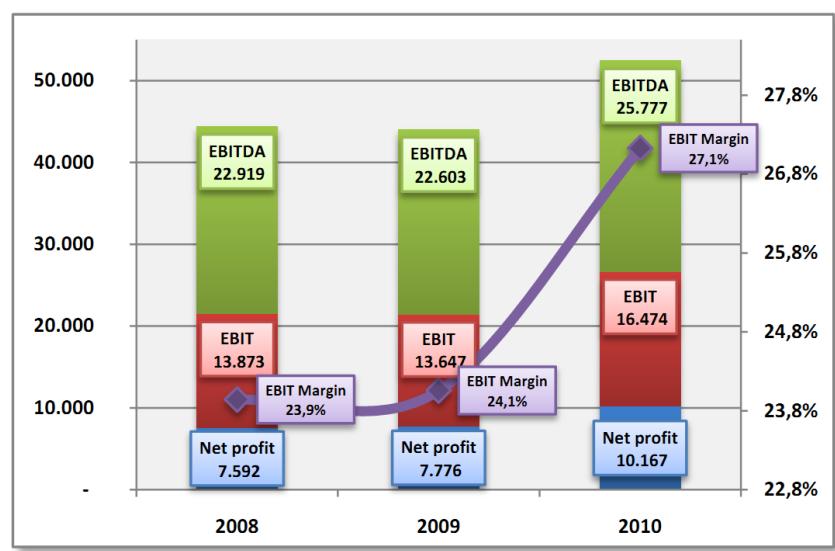
| Income statement (IAS, EUR mn) | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|--------|---------|---------|
| Net sales | 57.946 | 56.731 | 60.737 |
| EBITDA | 22.919 | 22.603 | 25.777 |
| Depreciation/Amortization | 9.046 | 8.956 | 9.303 |
| EBIT | 13.873 | 13.647 | 16.474 |
| Net profit | 7.592 | 7.776 | 10.167 |
| Balance Sheet (IAS, EUR mn) | 2008 | 2009 | 2010 |
| Total assets | 99.896 | 108.141 | 129.775 |
| Shareholders' equity incl minorities | 19.562 | 24.274 | 31.684 |
| Minority Interest | 2.331 | 2.540 | 7.232 |
| Shareholders' equity | 17.231 | 21.734 | 24.452 |
| Interest bearing debt | 53.188 | 56.791 | 61.100 |
| short-term | 8.100 | 9.184 | 9.744 |
| long-term | 45.088 | 47.607 | 51.356 |
| Cash and cash equivalents | 4.277 | 9.113 | 4.220 |
| Net debt | 48.911 | 47.678 | 56.880 |
| Cash Flow Statement (IAS, EUR mn) | 2008 | 2009 | 2010 |
| Cash flow from operating activities | 16.366 | 16.148 | 16.672 |
| Cash flow from investing activities | -9.101 | -9.300 | -15.861 |
| Cash flow from financing activities | -7.765 | -2.281 | -5.248 |
| Ratios | 2008 | 2009 | 2010 |
| Sales growth | 2,70% | -2,10% | 7,06% |
| EBITDA Margin | 39,6% | 39,8% | 42,4% |
| EBIT Margin | 23,9% | 24,1% | 27,1% |
| Gearing (Net debt/Equity) | 250,0% | 196,4% | 179,5% |
| Net debt/EBITDA (x) | 2,13 | 2,11 | 2,21 |
| Equity ratio (incl. minorities) | 19,6% | 22,4% | 24,4% |
| Equity ratio (excl. minorities) | 17,2% | 20,1% | 18,8% |

• Profil tvrtke

Telefónica je španjolska tvrtka, treća u svijetu prema broju pristupnih linija i peta prema tržišnoj kapitalizaciji. Prisutna je u Europi, Južnoj Americi i Kini te ukupno posluje u 25 zemalja. Više od 60% poslovanja tvrtke dolazi izvan domaćeg tržišta i to u pretežno španjolskom i portugalskom govornom području tržišta. U rujnu 2011. Telefónica je imala ukupno 299,7 milijuna klijenata, od čega njih 194 milijuna u Južnoj Americi. Tvrta je organizirana u tri divizije: Telefónica de Espana, Telefónica Latinoamerica i Telefónica Europe. Poznate marke grupe su: O2, Movistar, Vivo, Terra.

• Ocjena razvoja i izgledi

Grupi Telefónica je dodijeljen dugoročni rejting Ba1 od strane rejting agencije Moody's od prosinca 2005. Godine (izgled je smanjen s pozitivnog na stabilan 29. srpnja 2010). Grupni prihod Telefónice pokazao se relativno otporan na krizu (-2,1% u godini 2010. u odnosu na 2009). Poslovanje u Španjolskoj je unatoč pritisku slabog domaćeg gospodarstva i pojačane konkurenkcije nastavilo s relativno visokom profitabilnosti te uspjelo zadržati grupni nivo EBITDA marže od 39,8%. Dok su prihodi iz poslovanja u Europi (Velika Britanija, Njemačka, Irska, Češka i Španjolska) pali u 2009. godini, prihodi u Južnoj Americi su nastavili rasti. Likvidnost Telefónica grupe je zadovoljavajuća zahvaljujući snažnom slobodnom novčanom toku i dobrom pristupu tržištu kapitala. U svibnju 2010. Telefónica je



ponudila 5,7 milijardi eura za kupnju preostalih 50% udjela u Brasilcellu koji drži kontrolni udio u Vivu, brazilskom najvećem mobilnom operateru. Tijekom povećanja duga na 9 milijardi eura kao rezultata akvizicije, Moody's je smanjio rejting Telefónica s pozitivnog na stabilan u potpunosti priznajući stratešku vrijednost dogovora. Dividendni prinos u 2010. godini iznosio je 8,2 %, što je najveći povrat od najvećih svjetskih pedeset tvrtki prema tržišnoj kapitalizaciji dok ukupni dividendni prinos za posljednjih pet godina iznosi 77,1%.

MOBISTAR

| Income statement (IAS, EUR mn) | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---------|---------|---------|
| Net sales | 1.567,2 | 1.664,6 | 1.657,6 |
| EBITDA | 567,0 | 548,7 | 530,0 |
| Depreciation/Amortization | 164,3 | 170,7 | 190,3 |
| EBIT | 402,7 | 378,0 | 339,7 |
| Net profit | 260,3 | 263,6 | 221,0 |
| Balance Sheet (IAS, EUR mn) | | | |
| Total assets | 1.153,1 | 1.303,2 | 1.381,5 |
| Shareholders' equity incl minorities | 440,8 | 431,2 | 394,0 |
| Shareholders' equity | 440,8 | 431,2 | 394,0 |
| Interest bearing debt | 297,9 | 300,8 | 311,6 |
| short-term | 297,9 | 32,9 | 18,4 |
| long-term | 0,0 | 267,9 | 293,2 |
| Cash and cash equivalents | 10,0 | 13,0 | 7,1 |
| Net debt | 287,9 | 287,8 | 304,5 |
| Cash Flow Statement (IAS, EUR mn) | | | |
| Cash flow from operating activities | 443,5 | 507,2 | 436,0 |
| Cash flow from investing activities | -149,1 | -236,8 | -192,8 |
| Cash flow from financing activities | -291,1 | -267,4 | -249,1 |
| Ratios | | | |
| Sales growth | 2,3% | 6,2% | -0,4% |
| EBITDA Margin | 36,2% | 33,0% | 32,0% |
| EBIT Margin | 25,7% | 22,7% | 20,5% |
| Gearing (Net debt/Equity) | 65,3% | 66,7% | 77,3% |
| Net debt/EBITDA (x) | 0,51 | 0,52 | 0,57 |
| Equity ratio (incl. minorities) | 38,2% | 33,1% | 28,5% |
| Equity ratio (excl. minorities) | 38,2% | 33,1% | 28,5% |

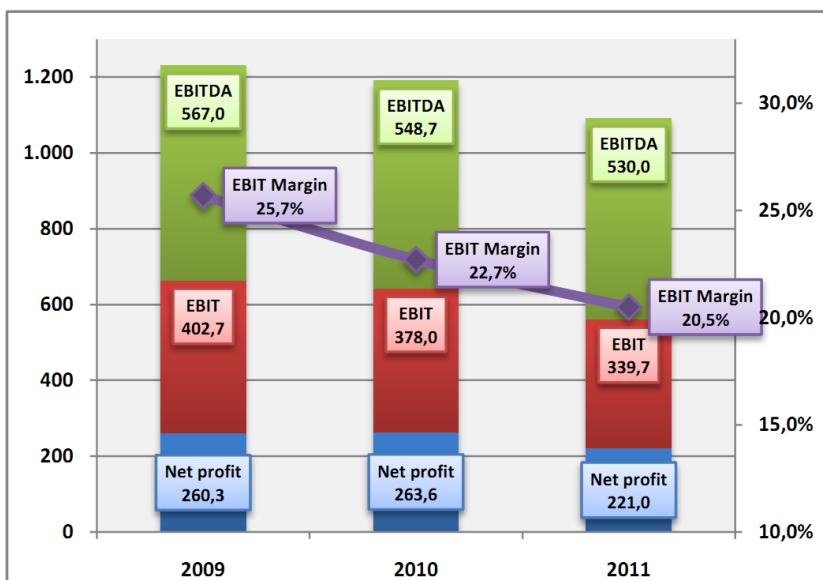
Mobistar tvrdi da je dobio 24.633 kupaca za svoje "Starpack" pakete koji kombiniraju mobilni i fiksni telefon, kao i širokopojasne i satelitske TV usluge. Potkraj trećeg kvartala Mobistar je smanjio cilj s 50.000 na 25.000 korisnika paketa.

• Profil tvrtke

Mobistar je jedan od glavnih aktera u svijetu telekoma u Belgiji i Luksemburgu, aktivan je u pokretnoj i fiksnoj telefoniji, ADSL –u i drugim uslugama s jakim potencijalom rasta. Tvrta razvija inovativne proizvode i usluge za stambena i poslovna tržišta. Mobistar kotira na burzi u Bruxellesu i dio je grupe France Telecom.

• Ocjena razvoja i izgledi

Grupa Mobistar očekuje pad prihoda u iznosu 2% u 2012 godini u odnosu na 2011 kao i nižu dobit tijekom godine. Kontinuirani pritisak regulatora i dominantni položaj pojedinih konkurenata imao je negativan utjecaj na rezultat.



PORUGAL TELECOM

| Income statement (IAS, EUR mn) | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|----------|----------|----------|
| Net sales | 6.720,9 | 3.733,4 | 3.742,2 |
| EBITDA | 2.325,0 | 1.408,8 | 1.172,4 |
| Depreciation/Amortization | 1.268,3 | 716,9 | 758,6 |
| EBIT | 1.056,7 | 691,9 | 413,8 |
| Net profit | 576,1 | 602,3 | 106,8 |
| Balance Sheet (IAS, EUR mn) | 2008 | 2009 | 2010 |
| Total assets | 13.721,2 | 14.840,5 | 15.169,9 |
| Shareholders' equity incl minorities | 1.196,2 | 2.387,4 | 4.609,2 |
| Minority Interest | 964,2 | 1.069,1 | 216,7 |
| Shareholders' equity | 232,0 | 1.318,3 | 4.392,5 |
| Interest bearing debt | 6.695,9 | 7.046,0 | 7.206,3 |
| short-term | 2.254,7 | 494,5 | 951,9 |
| long-term | 4.441,2 | 6.551,5 | 6.254,4 |
| Cash and cash equivalents | 1.010,7 | 1.449,5 | 4.764,7 |
| Net debt | 5.685,2 | 5.596,5 | 2.441,6 |
| Cash Flow Statement (IAS, EUR mn) | 2008 | 2009 | 2010 |
| Cash flow from operating activities | 1.828,9 | 1.927,5 | 1.124,4 |
| Cash flow from investing activities | 80,1 | -597,8 | 4.072,4 |
| Cash flow from financing activities | -1.472,6 | -997,3 | -1.929,1 |
| Ratios | 2008 | 2009 | 2010 |
| Sales growth | 9,3% | -44,5% | 0,2% |
| EBITDA Margin | 34,6% | 37,7% | 31,3% |
| EBIT Margin | 15,7% | 18,5% | 11,1% |
| Gearing (Net debt/Equity) | 475,3% | 234,4% | 53,0% |
| Net debt/EBITDA (x) | 2,45 | 3,97 | 2,08 |
| Equity ratio (incl. minorities) | 8,7% | 16,1% | 30,4% |
| Equity ratio (excl. minorities) | 1,7% | 8,9% | 29,0% |

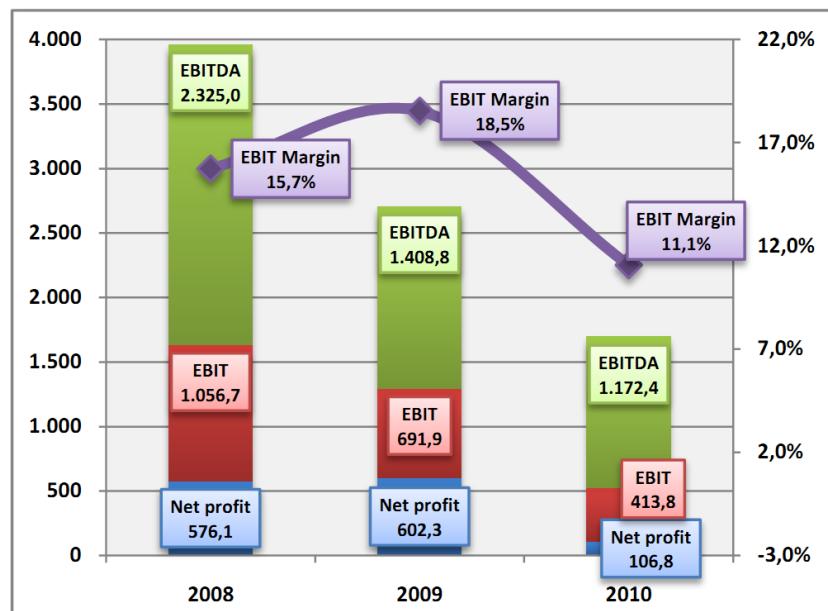
negativnim izgledima. Ocjena je rezultat očekivanja da će, unatoč sve izazovnijem domaćem makroekonomskom okruženju, pojačanoj regulaciji i konkurenciji, Portugal Telecom biti u mogućnosti održati svoje jake tržišne pozicije, s ciljem daljnje transformacije svog poslovnog modela i poboljšanja u operativnim aktivnostima. Očekuje se da će Portugal Telecom nastaviti poduzimati mjere kako bi održao svoju EBITDA maržu kroz daljnje smanjenje troškova, kako u fiksnoj tako i u mobilnoj telefoniji, te ograničiti kapitalne rashode ako je to potrebno za održavanje odgovarajuće razine slobodnog novčanog toka kao i poduzimati mјere za smanjenje zaduženosti. U suprotnom su mogući problemi s likvidnošću i srednjoročnim financiranjem. S obzirom da je u protekle dvije godine Portugal Telecom uložio u modernizaciju svoje mreže i IT sustava smatra se da tvrtka ima značajnu mogućnost smanjenja kapitalnih ulaganja.

• Profil tvrtke

Portugal Telecom najveći pružatelj telekomunikacijskih usluga u Portugalu. Iako djeluje uglavnom u Portugalu i Brazilu, također je i značajno zastupljen u zemljama u razvoju: Zelenortske otoci, Nambija, Mozambik, Angola, Kenija i Kini. Zbog velikog tržišnog udjela na domaćem tržištu Portugal Telecom smatra se monopolistom u fiksnoj telefoniji u Portugalu.

• Ocjena razvoja i izgledi

Ocjena rejtinga slijedi nedavno smanjenje rejtinga države Portugal sa Ba2 na Ba3 s



BELGACOM

| Income statement (IAS, EUR mn) | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|--------|--------|-------|
| Net sales | 5.911 | 5.922 | 6.552 |
| EBITDA | 1.904 | 1.966 | 2.428 |
| Depreciation/Amortization | 744 | 706 | 809 |
| EBIT | 1.160 | 1.260 | 1.619 |
| Net profit | 798 | 902 | 1.282 |
| | | | |
| Balance Sheet (IAS, EUR mn) | 2008 | 2009 | 2010 |
| Total assets | 7.782 | 7.450 | 8.511 |
| Shareholders' equity incl minorities | 2.276 | 2.528 | 3.342 |
| Minority Interest | 5 | 7 | 235 |
| Shareholders' equity | 2.271 | 2.521 | 3.107 |
| Interest bearing debt | 2.492 | 2.152 | 2.100 |
| short-term | 393 | 58 | 783 |
| long-term | 2.099 | 2.094 | 1.317 |
| Cash and cash equivalents | 199 | 66 | 195 |
| Net debt | 2.293 | 2.086 | 1.905 |
| | | | |
| Cash Flow Statement (IAS, EUR mn) | 2008 | 2009 | 2010 |
| Cash flow from operating activities | 1.554 | 1.407 | 1.669 |
| Cash flow from investing activities | -1.143 | -610 | -687 |
| Cash flow from financing activities | -570 | -1.031 | -729 |
| | | | |
| Ratios | 2008 | 2009 | 2010 |
| Sales growth | -1,3% | 0,2% | 10,6% |
| EBITDA Margin | 32,2% | 33,2% | 37,1% |
| EBIT Margin | 19,6% | 21,3% | 24,7% |
| Gearing (Net debt/Equity) | 100,7% | 82,5% | 57,0% |
| Net debt/EBITDA (x) | 1,20 | 1,06 | 0,78 |
| Equity ratio (incl. minorities) | 29,2% | 33,9% | 39,3% |
| Equity ratio (excl. minorities) | 29,2% | 33,8% | 36,5% |

više od miliyun TV pretplatnika , kao i više od 5,3 milijuna mobilnih klijenata. U prosincu 2010., tvrtka je ostvarila ukupne prihode od 6,5 milijardi eura, a EBITDA od 2,4 milijardi eura, što predstavlja rast u odnosu na prethodnu godinu.

- Profil tvrtke

Belgacom Group je najveća telekomunikacijska tvrtka u Belgiji, sa sjedištem u Bruxellesu. Tvrta je prvenstveno u državnom vlasništvu te belgijska vlada drži 53,3% +1 dionica. Belgacom Group ponuda uključuje fiksnu komunikaciju kroz Belgacom , mobilnu komunikaciju kroz Proximus i internetske usluge pod imenom Telindus.

- Ocjena razvoja i izgledi

Rejting Belgacom Group ostaje nepromijenjen A1 što znači da je tvrtka uspjela zadržati svoj kreditni profil. U rujnu 2011 tvrtka je imala

