

Slovak Telekom

Představení společnosti

(I) Profil společnosti

Společnost Slovak Telekom, a.s. (dále také „Společnost“ nebo „ST“) je dle tržeb s podílem 40 % největším telekomunikačním operátorem na Slovensku. Společnost nabízí rozsáhlou škálu širokopásmového internetového připojení, služby pevných telefonních linek, placené televize, mobilních datových a hlasových služeb a komplexní sadu služeb informačních a telekomunikačních technologií (ICT). Společnost Slovak Telekom provozuje svou podnikatelskou činnost téměř výhradně na území Slovenské republiky. Majoritním vlastníkem s podílem 51 % na základním kapitálu a hlasovacích právech Společnosti je skupina Deutsche Telekom.

Dle dosahovaných tržeb je Společnost jednoznačným lídrem na trhu pevných hlasových služeb s podílem na trhu 84 %, největším poskytovatelem vysokorychlostního internetového připojení (s podílem na trhu 38 %) a služeb placené televize (cca 37 %). Tržbami i počtem zákazníků je ST po společnosti Orange Slovensko **druhým největším mobilním operátorem na území Slovenské republiky (s podílem na trhu 33 %).** Společnost se na slovenském trhu řadí také mezi přední poskytovatele služeb ICT.

Téměř 50 % celkových tržeb Společnosti vygeneroval v roce 2014 mobilní segment. Společnost prostřednictvím své mobilní divize nabízí úplnou škálu mobilních hlasových a datových služeb. Konkurenční výhodou společnosti je její telekomunikační infrastruktura. Společnost je vlastníkem a provozovatelem největší pevné a kvalitní mobilní komunikační sítě s pokrytím téměř na celém území Slovenské republiky. Datové služby používají technologii sítí 2G (GSM), 3G (UMTS) a 4G (LTE). Společnost je na slovenském trhu lídrem v 4G LTE technologii. ST byl prvním operátorem na Slovensku, který spustil komerční LTE služby a má nyní největší pokrytí 4G sítí (52 % území Slovenské republiky).

Služby pevné sítě s podílem na celkových tržbách Společnosti ve výši 37 % zahrnují zejména základní pevné hlasové služby a služby širokopásmového internetu. Společnost se považuje za lídra na slovenském trhu řešení ICT. Služby ICT generují cca 7 % celkových výnosů Společnosti. Řešení ICT jsou poskytovány prostřednictvím Společnosti a její dceřinou společností PosAm. Podnikání společnosti v oblasti ICT zahrnuje zejména cloudové služby (privátní a veřejné) a na míru vytvořené IT služby. Na slovenském telekomunikačním trhu je Společnost vedoucím poskytovatelem cloudových služeb. Společnost po celé Slovenské republice provozuje moderní datová centra.

Prostřednictvím svých služeb placené televize nabízí Společnost svým zákazníkům komplexní obsah. Služby placené televize se na celkových výnosech Společnosti podílejí z cca 6 %. Jako první multimediální operátor na Slovensku nabízí Společnost televizní služby po kabelu i přes satelit.

(II) Trendy v hospodaření Společnosti

Společnost je ve vztahu ke svým produktům a službám vystavena intenzivní konkurenci a přísnému regulatornímu prostředí. **Maloobchodní ceny většiny produktů a služeb nabízených zákazníkům na slovenském telekomunikačním trhu v posledních letech vykazují klesající trajektorii.** Negativní dopad na hospodaření společnosti nemají pouze tržní vlivy, telekomunikační operátoři na Slovensku čelí rovněž regulovanému snižování propojovacích poplatků (MTR). To se projevuje na pokračujícím poklesu průměrného ročního výnosů na uživatele (ARPU) ve fixním i mobilním segmentu. Na saturovaném slovenském telekomunikačním trhu v oblasti hlasových služeb může jen obtížně docházet k výraznějšímu nárůstu počtu zákazníků. Společnosti se daří přísnou nákladovou disciplínou kontrolovat provozní náklady. Ty však nedokáží, stejně jako rostoucí oblast mobilních datových služeb, kompenzovat propad výnosů Společnosti v jádrovém byznysu, **proto postupně dochází k poklesu provozního i čistého zisku Společnosti.**

Tabulka 1 Konsolidovaný výkaz zisku a ztrát

| Mil. EUR | 2012 | 2013 | 2014 | Mil. EUR | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Výnosy | 826,8 | 809,0 | 767,6 | Segment pevné sítě | 361,0 | 355,5 | 326,4 |
| Osobní náklady | 129,8 | 132,4 | 130,1 | Hlasové služby | 126,9 | 110,7 | 96,2 |
| Materiál | 92,6 | 104,5 | 101,2 | Širokopásmový internet a TV | 91,3 | 91,5 | 90,2 |
| Odpisy | 236,4 | 236,9 | 195,0 | ICT | 12,9 | 26,3 | 21,8 |
| Propojovací poplatky | 87,0 | 70,5 | 65,7 | Ostatní (včetně velkoobchodu) | 130,0 | 127,0 | 118,2 |
| Ostatní provozní výnosy | 10,5 | 10,9 | 12,6 | Mobilní segment | 437,4 | 414,4 | 372,8 |
| Ostatní provozní náklady | 181,0 | 206,2 | 218,9 | Hlasové služby | 239,1 | 205,9 | 181,3 |
| Provozní zisk | 110,5 | 69,3 | 69,3 | Data a posílání zpráv | 90,4 | 100,1 | 104,9 |
| Finanční výnosy | 4,9 | 2,6 | 2,9 | Ostatní (včetně velkoobchodu) | 108,0 | 108,4 | 86,5 |
| Finanční náklady | 1,8 | 1,8 | 1,2 | Ostatní | 28,4 | 39,1 | 68,4 |
| Finanční výsledek | 3,1 | 0,9 | 1,7 | DIGI | - | 9,1 | 27,7 |
| Zisk před zdaněním | 113,6 | 70,2 | 70,9 | PosAM | 22,8 | 24,2 | 34,5 |
| Daň z příjmů | 50,5 | 20,9 | 27,4 | Zoznam | 6,2 | 5,8 | 5,6 |
| Zisk za účetní období | 63,1 | 49,3 | 43,6 | SPOLEČNOST | 826,8 | 809,0 | 767,6 |

Zdroj: IPO Prospekt Slovak Telekom

K poklesu výnosů z hlasových služeb ve fixním segmentu dochází vlivem pokračující migrace zákazníků k mobilním službám. Růstovou tendencí se v minulém roce v rámci pevného segmentu neprezentovaly ani oblasti ICT služeb a placené televize. Výnosy z hlasových služeb v mobilním segmentu klesají v návaznosti na tlak na maloobchodní ceny produktů a služeb v rámci konkurenčního boje. Společnost v posledních letech čelí poklesu svého tržního podílu v mobilním segmentu ve prospěch společnosti O2 Slovakia. Negativní dopad na výnosy z mobilních hlasových služeb má také regulované snižování MTR ze strany národního regulátora. V posledních letech slovenský telekomunikační regulátor přistoupil k výraznému snížení ukončovacích poplatků a poklesy pevných a mobilních ukončovacích poplatků měly významný negativní dopad na tržby Společnosti. Společnost rovněž získává příjmy z maloobchodních a velkoobchodních mezinárodních hlasových a datových roamingových poplatků. Ty významně klesly v důsledku právních norem Evropské unie.

Růstový driver v mobilním segmentu představují mobilní datové služby. Podíl výnosů z mobilních datových služeb na celkových výnosech z mobilních služeb je ve Slovenské republice (22 %) pod úrovní mediánových hodnot ve střední a východní Evropě (28 %) a především v západní Evropě (29 %). Další rozšiřování technologie 4G LTE a vyšší penetrace smartphonů vytvářejí předpoklad pro vzestup růstu výnosů Společnosti z oblasti mobilních datových služeb.

Společnost vykazuje v porovnání s ostatními integrovanými středoevropskými operátory nadprůměrných hodnot EBITDA marže (40,5 %). Nadprůměrná profitabilita Společnosti odráží silné tržní postavení Společnosti na slovenském telekomunikačním trhu i efektivní řízení provozních nákladů Společnosti.

Pro účely udržení svého konkurenčního postavení na trhu a stabilizace výsledů hospodaření realizovala Společnost v minulosti řadu kroků ke snížení svých provozních nákladů a zvýšení provozní efektivity. Program redukce nákladů realizovaný Společností v letech 2010 – 2014 zahrnoval snížení počtu zaměstnanců, modernizaci technologií, zlepšení energetické efektivity, aj.

Ve střednědobém horizontu management Společnosti očekává, že dojde ke stabilizaci výnosů Společnosti, přičemž další pokles výnosů z hlasových služeb v pevné i mobilní síti by měl být do značné míry kompenzován růstem výnosů v oblasti mobilních datových služeb a ICT služeb. Očištěná EBITDA by se měla v průběhu následujících dvou let stabilizovat i za přispění nákladové disciplíny Společnosti. Pozitivní vliv na čistý zisk vykazovaný Společností by měly mít rovněž nižší odpisy spojené s historickými investicemi. Ve střednědobém horizontu management předpokládá, že kapitálové výdaje Společnosti se ustálí na průměrné hodnotě přibližně 110 – 130 mil. EUR a budou použity zejména na investice do sítí a obsahu.

Silnou stránkou Společnosti je její **silná rozvaha s nulovým zadlužením a silnou hotovostní pozicí**. Hotovost a hotovostní ekvivalenty Společnosti dosáhly ke konci roku 2014 **úrovně 670 mil. EUR, což představuje 33 % celkové bilanční sumy Společnosti**.

(III) Investiční výdaje a dividendová politika

Společnost podniká v kapitálově náročném odvětví, a pokud by nepokryla v budoucnu své investiční požadavky a neinvestovala do zlepšování svých sítí, ohrozila by tím svou konkurenceschopnost na trhu. Hlavním zaměřením kapitálových investic Společnosti v následujících letech bude nadále zejména rozvoj mobilních sítí. Dle managementu Společnosti by se investiční výdaje měly ustálit ve střednědobém investičním horizontu na průměrné hodnotě přibližně 110 – 130 mil EUR. To představuje zhruba polovinu provozního hotovostního toku (265 mil. EUR), který Společnost vygenerovala v roce 2014. Silné provozní cash flow a silná rozvaha Společnosti s přebytkem hotovosti by měly představovat zdroj pro budoucí výplaty dividendy akcionářům.

Přestože Společnost nepřijala žádnou oficiální dividendovou politiku, v rámci Memoranda o porozumění uzavřeném v únoru 2014 se slovenskou vládou se Společnost dohodla na tom, že po odprodeji akciového podílu slovenské vlády přes burzu bude **vyplácet dividendy ve výši 50 až 80 % zisku Společnosti určeného k rozdělení mezi akcionáře za bezprostředně předcházející rok**. Při předpokladech střední hodnoty cenového rozpětí pro uvedení akcií na trh 20 EUR, očekávaného zisku Společnosti za rok 2015 ve výši 0,75 EUR na akcii a výplatního dividendového poměru při horní hranici 80 % by hrubý dividendový výnos z akcií Společnosti představoval cca 3 %.

Na valné hromadě konané 31. března 2015 akcionáři schválili dividendu ve výši 80 % ze zisku Společnosti za rok 2014 určeného k rozdělení mezi akcionáře, která činí celkem 32,5 mil. EUR. Tyto dividendy by měly být vyplaceny na konci dubna 2015.

(IV) Sektorové srovnání

Tabulka 2 Sektorové srovnání

| Peer Group | P/E | P/BV | EV/tržby | EV/EBITDA | EV/EBIT | Divi. výnos |
|-------------------|-------|------|----------|-----------|---------|-------------|
| Magyar Telekom | 14,94 | 0,9 | 1,47 | 5,08 | 11,42 | 5,81 % |
| Hrvatski Telekom | 11,86 | 1,22 | 1,67 | 4,39 | 9,46 | 3,18 % |
| O2 Czech Republic | 18,89 | 1,28 | 1,64 | 4,52 | 13,42 | 6,57 % |
| Telekom Austria | 17,43 | 1,93 | 1,73 | 5,63 | 17,8 | 0,77 % |
| Orange Polska | 24,78 | 1,08 | 1,44 | 4,6 | 23,31 | 4,56 % |
| Netia | 11,85 | 0,9 | 1,27 | 3,57 | 12,55 | 7,36 % |
| Medián odvětví | 16,19 | 1,15 | 1,55 | 4,56 | 12,99 | 5,18 % |
| Průměr odvětví | 16,56 | 1,21 | 1,54 | 4,62 | 14,4 | 4,78 % |

Zdroj: Bloomberg

V rámci sektorového srovnání s telekomunikačními společnostmi v regionu střední a východní Evropy (CEE) se Společnost vyznačuje na úrovni EBITDA marže (40,5 %) nadprůměrnou profitabilitou. Rovněž rozvaha Společnosti se z pohledu ukazatele čistý dluh/EBITDA při hodnotě (-2,16) jeví silnější v porovnání se srovnatelnými telekomunikačními společnostmi v regionu CEE.

Tabulka 3 Sektorové srovnání profitability a zadlužení telekomunikačních operátorů v CEE

| Peer Group | EBITDA marže 2014 | Zisková marže 2014 | ROA 2014 | ROE 2014 | Dluh/EBITDA |
|-----------------------|-------------------|--------------------|---------------|--------------|--------------|
| Magyar Telekom | 28,93 % | 4,57 % | 2,51 % | 6,28 % | 0,92 |
| Hrvatski Telekom | 38,13 % | 16,55 % | 8,58 % | 10,48 % | -0,80 |
| O2 Czech Republic | 36,23 % | 8,95 % | 5,39 % | 7,28 % | 0,23 |
| Telekom Austria | 29,78 % | -5,25 % | -2,62 % | -11,48 % | 2,25 |
| Orange Polska | 31,35 % | 4,38 % | 2,38 % | 4,28 % | 1,09 |
| Netia | 35,42 % | 10,44 % | 6,00 % | 7,86 % | 0,16 |
| Medián odvětví | 33,39 % | 6,76 % | 3,95 % | 6,78 % | 0,58 |
| Slovak Telekom | 40,5 % | 5,7 % | 2,15 % | 2,7 % | -2,16 |

Zdroj: Bloomberg

Tabulka níže demonstruje obchodované násobky vůči vztahovým veličinám (čistý zisk, účetní hodnota VK, tržby, EBITDA, EBIT) dosažených Společností ke konci roku 2014 při různých úrovních upisovací ceny akcií. Z pohledu ukazatele P/E se akcie Společnosti mohou i při dolní hranici upisovacího rozpětí jevit jako drahé. Očištění čistého zisku dosaženého Společností v roce 2014 o jednorázové nákladové položky z titulu tvorby rezerv pro řešení právního sporu dává příznivější a z našeho pohledu reálnější obraz. Ostatní obchodované násobky vztahových veličin podporují ve světle mediánových hodnot v odvětví adekvátnost ocenění akcií Společnosti při dolní polovině upisovacího rozpětí.

Tabulka 4 Simulace obchodovaných násobků při různých hodnotách upisovací ceny akcií ST

| Upisovací cena | P/E | P/E 14 (oč. zisk) | P/BV | EV/tržby | EV/EBITDA | EV/EBIT |
|----------------|-------|-------------------|------|----------|-----------|---------|
| 17,7 EUR | 35,08 | 19,12 | 0,95 | 1,12 | 2,77 | 12,40 |
| 20 EUR | 39,64 | 21,60 | 1,07 | 1,38 | 3,41 | 15,27 |
| 23,6 EUR | 46,77 | 25,49 | 1,27 | 1,78 | 4,41 | 19,76 |

Zdroj: Bloomberg

(V) SWOT ANALÝZA

Následující analýza rekapituluje z našeho pohledu nejvýznamnější příležitosti a hrozby spojené se Společností. Shrnuje rovněž silné a slabé stránky Společnosti.

SILNÉ STRÁNKY:

- Silná rozvaha Společnosti s nulovým dluhem a silnou hotovostní pozicí
- Nadprůměrná profitabilita (EBITDA marže) ve srovnání s ostatními středoevropskými integrovanými telekomunikačními operátory
- Relativně vyšší poměr smluvních zákazníků mobilních telefonních služeb
- Silné tržní postavení Společnosti na slovenském telekomunikačním trhu

SLABÉ STRÁNKY:

- Saturovaný trh s malými příležitostmi pro organický růst Společnosti
- Klesající tržní podíl Společnosti v mobilním segmentu ve prospěch O2 Slovakia
- Nedostatek příležitostí pro zhodnocení přebytečné hotovosti

PŘÍLEŽITOSTI:

- Podíl výnosů z mobilních datových služeb na celkových výnosech z mobilních služeb je ve Slovenské republice (22 %) pod úrovní mediánových hodnot střední a východní Evropy (28 %) a zejména západní Evropy (29 %)
- Využití pozice ST jako integrovaného operátora při telekomunikačním trendu nabídky balíčků navzájem svázaných služeb

HROZBY:

- Vstup nových mobilních operátorů na trh (SWAN, BENESTRA) a pokračující tlak na marže Společnosti
- Soudní spory se Společností (305 mil. EUR s pravděpodobností plnění vyšší 5 %) by mohly vést k nařízení zaplacení náhrady škody, pokut nebo jiným trestů, které by mohly mít podstatný nepříznivý vliv na provozní výsledky ST
- Telekomunikační sektor je silně regulované odvětví. V budoucnu jsou možné další změny tržních podmínek ze strany národního i nadnárodního regulátora
- Rychlé a výrazné změny technologií v odvětví mohou vyústit v požadavek vyšších investičních výdajů

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukování šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných. Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích (dále jen „emitent“). Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na www.fio.cz