

TELEKOMUNIKACJA POLSKA, S.A.

RŮST V MOBILECH PODKOPÁVÁN PROPADEN PEVNÝCH LINEK

Ondřej Moravanský
analytik
moravansky@cyrrus.cz

21. 2. 2008

Cílová cena: 25,5 PLN
Úvodní doporučení: DRŽET

Základní informace

Datum	21. 2. 2008
Poslední záv. kurz	23,4 PLN
Vydáných akcií	1 400 mil. ks
Tržní kapitalizace	33,25 mld. PLN
Free-float	42,24%
52 týdenní max.	25,26 PLN
52 týdenní min.	19,99 PLN
Beta vs. WIG20	0,92
Podíl v WIG20	11,2%

Zdroj: TPSA, Bloomberg

Akcionářská struktura

France Telecom	48,6%
GDR Bank of New York	5,1%
Polská vláda	4,0%
Free-float	42,2%

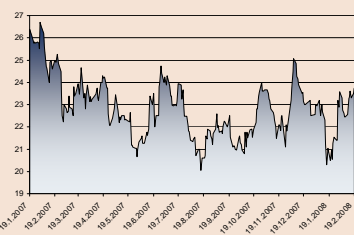
Zdroj: TPSA

Poměrové ukazatele 2007

ROA	10,1 %
ROE	12,7 %
Dluh/vl. kapitál	33,4 %
EPS	1,62 PLN
DPS	1,45 PLN
BVPS	12,98 PLN

Zdroj: TPSA, Cyrrus

Vývoj kurzu akcie



Zdroj: Bloomberg

Polský integrovaný telekomunikační operátor Telekomunikacja Polska, S.A. (dále TPSA, „společnost“), poskytuje na polském trhu standardní rozsah telekomunikačních služeb, tj. zejména hlasové služby pevných linek, hlasové služby mobilních telefonů, posílání SMS a MMS, a připojení k internetu jak přes pevnou linku tak z mobilu. Pevné linky společnost využívá také k šíření televizního signálu a s tím souvisejících služeb.

Hospodářské výsledky TPSA za poslední se roky nesou ve znamení stagnujících či mírně klesajících tržeb, kdy hlavním důvodem k tomuto jevu jsou neustále se snižující výnosy ze segmentu pevných linek, díky stále klesající popularitě fixních hlasových služeb. Výnosy naopak rostou v odvětví mobilní komunikace, tento nárůst však pokles ve fixním segmentu nevyrovnává. Ostatní výnosy z prodeje zařízení a radiokomunikací tvoří pouze nevýznamnou součást tržeb. K vyšší ziskovosti tak společnosti přispívá hlavně řízení nákladů. I přes rostoucí inflaci napříč střední Evropou se společnosti daří držet na uzdě mzdové náklady, díky kvalitnímu finančnímu řízení dluhu pak za rok 2007 došlo k poklesu finančních nákladů, které byly hlavním důvodem k překvapivému nárůstu zisku za tento rok.

Do budoucna předpokládáme v horizontu několika let postupné zpomalení až zastavení poklesu hlasových výnosů z fixního segmentu a další nárůst výnosů z mobilního segmentu, podobně jako nárůst výnosů z datových služeb. Vývoj TPSA kopíruje obecné trendy v telekomunikačních službách, jak je můžeme pozorovat u jiných operátorů.

Ukazatele ziskovosti na úrovni čistého zisku nevykazují a ani do budoucna nebudou vykazovat velké změny (oscilace kolem 12%), předpokládáme však pokles provozních ukazatelů EBITDA marže a EBIT marže. V posledních letech docházelo k výraznému navyšování dividendy, po dividendově „chudých“ letech tak TPSA dosahuje dividendového výnosu cca 6 % srovnatelného s průměrným dividendovým výnosem v telekomunikačním odvětví. Navíc v roce 2007 proběhl a v letošním roce pravděpodobně opět bude probíhat zpětný odkup akcií. Akcie společnosti jsou obchodovány na kapitálových trzích ve Varšavě a Londýně.

Z oborového srovnání s vybranými středoevropskými telekomunikačními operátory vychází TPSA jako společnost, která se na trzích obchoduje s diskontem oproti průměru peer-group, to zdůvodňujeme zejména již zmíněnými stagnujícími tržbami, popř. vývojem v segmentu pevných linek a mírně podprůměrnými ukazateli rentability. Na druhou stranu výše zadlužení nepředstavuje pro společnost či investory větší riziko.

Na základě naší fundamentální analýzy jsme za použití metod DDM a FCFE dospěli k cílovým cenám 23,6 PLN resp. 26,8 PLN. Váženým průměrem těchto dvou cen s váhami 0,4 pro metodu DDM a 0,6 pro metodu FCFE stanovujeme cílovou cenu akcie společnosti Telekomunikacja Polska, S.A. ve výši 25,5 PLN, což činí prémii k závěrečné ceně předchozího dne ve výši 8,99%, z čehož vyplývá naše investiční doporučení „držet“.

Telekomunikacja Polska je integrováný operátor poskytující všechny standardní telekomunikační služby,...

... patří do skupiny France Telecom...

...bojuje však spíše s domácím telekomunikačním úřadem.

Z pozice akcionáře vypadá tento boj jako úspěšný...

Profil společnosti

Skupina Telekomunikacja Polska, S.A je telekomunikačním, který se řadí do skupiny tzv. integrovaných operátorů, tj. provozuje jak pevnou, tak mobilní síť a všechny služby v těchto sítích obvyklé. Mobilní síť provozuje dceřiná společnost PTK-Centertel, pod obchodní značkou francouzského mateřského koncernu - Orange. Služby společnosti využívá cca 8,95 mil. zákazníků pevných linek, 14,2 mil. uživatelů mobilních telefonů, širokopásmové připojení k internetu využívá cca 2,2 mil. uživatelů.

Vlastníkem s rozhodující silou je v TPSA od roku 2000 francouzská skupina France Telecom (FT), která drží celkem 48,58% akcií, menší podíly pak drží klienti Bank of New York, která na akcie TPSA emitovala GDR¹, podíl kolem 4 % drží polská vláda, která má navíc právo veta k některým manažerským rozhodnutím. Vláda plánuje výhledově tento svůj podíl prodat, je to však do jisté míry politické rozhodnutí, mj. i proto se záměry vlády o prodeji mění zejména ohledně doby prodeje. Zbylý balík akcií je volně obchodován na finančních trzích, a to na burzách ve Varšavě a v Londýně. Zastoupení akcií TPSA v indexu WIG20 je 11,23%. Společnost vydala celkem 1 400 mil. kmenových akcií, po nedávném zpětném odkupu je jich na trzích obchodováno 1 369 mil., zbytek je v držení mateřské společnosti. Poslední závěrečná cena akcie na trhu ve Varšavě je 24,3 PLN, TPSA tak dosahuje tržní kapitalizace celkem 33,25 mld. PLN, což jí řadí na 3. místo mezi společnostmi obchodovanými na polské burze. Mateřské skupina France Telecom má v Evropě kromě Francie zastoupení v celkem 9 zemích (např. Slovensko, Velká Británie, Švýcarsko), své dceřiné společnosti má také v Africe, Asii či Severní Americe.

Pro polský trh je charakteristický velký vliv regulačních orgánů, a to jak úřadu pro ochranu konkurence a spotřebitelů – UOKiK (obdoba našeho ÚOHS), tak regulátora v oblasti telekomunikací – UKE (dříve URTiP, obdoba českého ČTÚ). Obzvláště druhý jmenovaný relativně často uděluje TPSA např. různé pokuty za zneužití monopolního postavení, dále také reguluje ceny tzv. propojovacích poplatků, poplatků za ukončení mobilních hovorů (MTR), stanovuje podmínky přístupu do sítě pro ostatní operátory atd. TPSA není aktivní na jiném než polském telekomunikačním trhu, do skupiny patří pouze dceřiné společnosti zajišťující financování, které sídlí v Nizozemí.

Za poslední tři roky docházelo k výraznému navýšování dividendy, z 0,33 PLN/akcie za rok 2004, na 1,00 PLN za rok 2005 až na 1,4 PLN za rok 2006. Tímto zvyšováním se TPSA dostala na dividendový výnos cca 6 %, podobný jako u ostatních evropských telekomunikačních společností. Celkem za rok 2007 TPSA vyplatila na dividendách 1.96 mld PLN. K dividendám nutno připočítat ještě 700 mil. PLN, které byly vydány během roku 2007 na zpětný odkup akcií, v přepočtu přibližně dalších 0,5 PLN na akcii. V polovině loňského roku byla představena nová strategie pro roky 2007 až 2010, jejímž obsahem byl jednak plán na odkup akcií, změny v organizační struktuře, jejichž cílem bylo odstranění jedné vrstvy managementu, nebo nový marketingový program. Po oznámení výsledků za rok 2007 byla navržena výplata dividendy ve výši přibližně 1,45 PLN na akcii a další pokračování programu zpětného odkupu akcií, opět v celkovém objemu 700 mil. PLN.

¹ GDR jsou global depository receipts, neboli depozitní stvrženky. Jde o finanční nástroj, kdy banka koupí cenné papíry a svým klientům na ně vydá tyto stvrženky. Původní akcie však zůstávají majetkem banky.

TPSA poskytuje všechny obvyklé telekomunikační služby...

...také díky tomu je vystaven velkému počtu tržních konkurentů...

.. situaci mu neulehčuje ani regulátor UKE.

Jak již bylo naznačeno, mezi služby poskytované skupinou TPSA patří zejména pevné a mobilní hlasové služby, zasílání SMS a MMS, dále připojení k internetu, jak přes pevnou linku tak přes mobilní telefony, dále poskytování televizního signálu po pevné lince, včetně doprovodných služeb jako je videobanka (půjčování filmů přes pevnou linku). Tyto služby nabízí TPSA v různých kombinovaných balíčcích, např. tzv. triple-play, neboli kombinace telefonní pevné linky, připojení k internetu a televize. V portfoliu nabízených služeb je TPSA zcela srovnatelná s ostatními evropskými integrovanými telekomunikačními operátory, těží tak ze svého členství ve skupině France Telecom.

Nástrahy tržní i netržní

Jak jsme uvedli výše, na polském telekomunikačním trhu hraje významnou roli polský telekomunikační regulační úřad UKE. TPSA je vystavena vlivu tohoto regulátora více než její konkurence, jelikož jde o bývalý státní monopol v pevných linkách. Tržní konkurencí skupiny TPSA jsou zbývající tři mobilní operátoři (Polkomtel, PTC, P4), TPSA však drží nejvyšší tržní podíl (34%). Další konkurencí jsou operátoři pevných linek (Netia, Telefonía Dialog, Multimedia Polska, a další), v oblasti přenosu dat jsou pro TPSA konkurenty společnosti poskytující připojení k internetu jako Netia, Exatel, GTS Energis, a další. Díky působení UKE pronajímá TPSA své kapacity jednak menším či lokálním operátorům pevných linek, jednak poskytovatelům připojení k internetu pomocí ADSL. Tito konkurenti sice platí TPSA za pronájem svých linek, ovšem tyto platby nestačí na pokrytí nerealizovaných výnosů, takže tyto pronájmy pro TPSA nejsou ekonomicky výhodné. Navzdory výraznému růstu polské ekonomiky narostl polský telekomunikační trh za rok 2007 o nevýrazných 1,4% (za rok 2006 to bylo o 5,2%), i to se pak promítlo do snížení tržeb TPSA (v roce 2007 meziročně o 2%), na druhou stranu management TPSA se s tímto jevem dokázal dobře vypořádat (viz dále). V segmentu připojení k internetu pomocí ADSL (kde přístup k ADSL má 98% pevných linek) není hlavní konkurenční výhodou TPSA cena, ale spíše kvalita připojení, společně s dalšími kombinovanými službami (např. nabídka připojení s dotovaným počítačem). Úspěchy této strategie lze vyčíst z toho, že nárůst počtu ADSL zákazníků TPSA (25,8%) je procentuálně vyšší než nárůst objemu trhu, který činil za rok 2007 celkem 20,6%. Při zvyšující se penetraci mobilních telefonů polskému operátorovi nahrává to, že v marketingových výzkumech je veřejností považován za operátora, který poskytuje nejlepší služby. TPSA má zároveň největší tržní podíl v mobilní komunikaci. Z materiálů společnosti nijak nevyplývá, že by TPSA těžila z relativně velkého počtu polských pracujících v západní Evropě prostřednictvím roamingových hovorů. Konkurenční výhodou PTK Centertel je spíše než cenová výhodnost jednoduchost a průhlednost nabízených tarifů a již zmíněná vysoce vnímaná kvalita poskytovaných služeb. V době nástupu mobilní telefonie byla penetrace pevnými linkami v Polsku nižší než bylo obvyklé v západní Evropě, tzn. že někteří uživatelé začali používat přímo mobilní telefony, aniž by „setrvačností“ zůstávali zákazníky pevných linek. Mobilní telefony jsou tak pro segment pevných linek TPSA větší konkurencí než v ostatních zemích.

Tržby ne a ne růst, problémy dělá zejména fixní segment,...

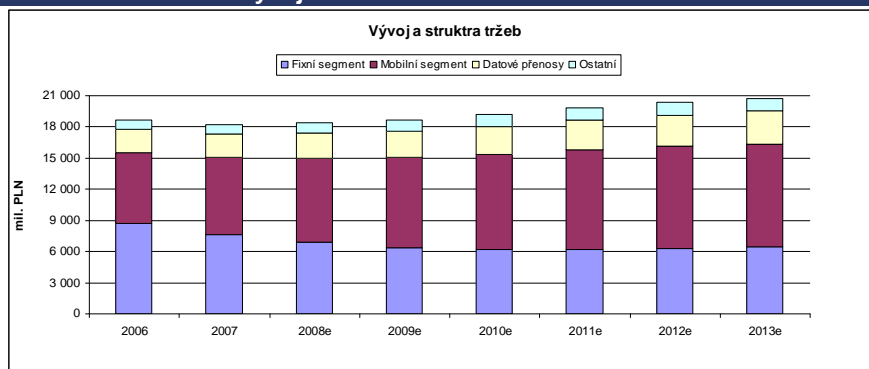
...na druhou stranu mobilní segment sice roste, ale zakrýt poklesy pevných linek nestačí,...

...alespoň trochu jistoty pak přináší datový segment.

Tržby ve znamení poklesu ve fixním segmentu

Problémem TPSA jsou zejména tržby, ty již několik let v řadě víceméně nepohybují, kdy jejich výše neustále osciluje mezi 18 a 19 miliardami zlotých. I na polském trhu se v posledních letech vyskytuje výrazný pokles počtu pevných linek, vypadá to ovšem, že na rozdíl např. od České republiky tento pokles prozatím neustává, spíše zrychluje. Nahrazování pevných linek mobilními telefony (fixed-to-mobile substitution) tak je pro TPSA nepříznivý jev, jelikož část zákazníků „ztracených“ díky rušení pevných linek přechází k jiným operátorům. Počet lidí, kteří nevlastní pevnou linku a používají pouze mobilní telefon je v Polsku druhý největší v Evropě, takže TPSA je tímto jevem zasaženo významně. Tržby ve fixním segmentu tak neustále klesaly minulých letech přibližně o 10 - 12 % ročně, do budoucna předpokládáme zpomalování tohoto poklesu, v souvislosti se zvyšováním atraktivity pevných linek díky širší nabídce linek spojených s pevnými linkami (internet, televize). Počet pevných linek však klesá rostoucím tempem, za rok 2007 jejich počet poklesl o 11,6% na 8 950 tis., kdy tempo poklesu je za poslední roky poprvé dvouciferné. Například v ČR již pokles počtu pevných linek po letech poklesu víceméně ustává, kdy současnému stavu předcházelo zpomalování poklesu, dá se tedy říci, že polský trh, vzhledem ke stále ještě zrychlujícímu tempu úbytku uživatelů pevných linek má „časovou ztrátu“ v řádu několika let.

Graf č.1: Struktura a vývoj tržeb



Zdroj: TPSA, Cyrrus

Výnosy naopak rostou v mobilním segmentu, za rok 2007 došlo k nárůstu výnosů o 9,0 % (za rok 2006 to bylo 18,6%). Výnosy z hlasových služeb narostly za rok 2007 o 13,5%, ze zaslání zpráv o 9,8%, K poklesu došlo u výnosů z propojení. Polsko stále nedosahuje penetrace mobilních telefonů obvyklé v ostatních zemích regionu (ke konci roku 2007 to bylo 109%, o rok dříve 96,5%), takže zde vidíme potenciál k dalšímu zvyšování, z údajů Mezinárodní telekomunikační unie pak vyplývá, že průměrné tempo nárůstu počtu uživatelů mobilních telefonů mezi roky 2001 a 2006 je ovšem mezi zeměmi regionu CEE s odstupem nejvyšší.

Tržby ze segmentu přenosu dat, který zahrnuje zejména výnosy pronajatých linek, z datových přenosů a z širokopásmového připojení k internetu sice mírně rostou, ale v roce 2007 pomalejším tempem než v letech předešlých (1,3% v roce 2007, 6,3% v roce 2006, 15,6% v roce 2005). Tento pokles tempa růstu lze jednoznačně přičíst poklesu počtu pevných linek a nárůstu konkurence ze strany ostatních poskytovatelů připojení k internetu. Výnosy z pronajatých linek se udržují víceméně v konstantní výši, tempem kolem 10% ročně rostou výnosy z datových přenosů, zpomalujícím se tempem rostou též výnosy z ADSL. Výnosy z vytáčeného připojení k internetu nyní tvoří již zcela marginální část tržeb v tomto segmentu. I přes téměř čtvrtinový nárůst počtu ADSL uživatelů došlo k nárůstu ADSL výnosů pouze o cca 5%, díky snižování cen služeb vlivem působení konkurence.

Managementu tedy nezbyvá než důsledně řídit náklady...

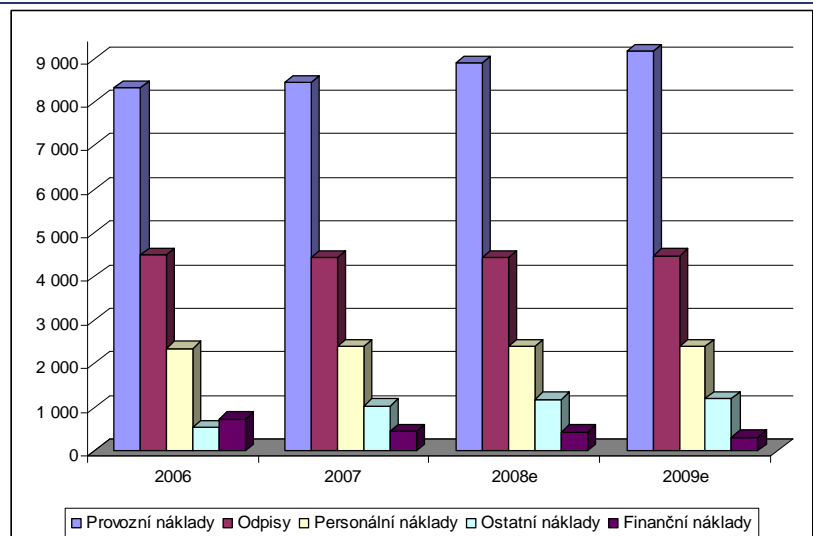
...v této snaze je úspěšný na všech frontách, v provozních, personálních a hlavně finančních nákladech.

V mobilním segmentu došlo k nárůstu tržeb v maloobchodním segmentu o 12,4%, ve velkoobchodním došlo k poklesu o 5,9%. Oba tyto segmenty zaznamenaly nárůst provozu, pokles tržeb ve velkoobchodním segmentu je zaviněn regulací MTR (mobile termination rates) ze strany UKE. Vliv regulace poplatků se ovšem promítá i ve snížených nákladech, a to regulace nejen ze strany UKE, ale například i snížení poplatků za roaming ze strany orgánů EU.

Náklady naštěstí pod kontrolou

Při stagnujících tržbách je jedinou cestou ke zvyšování zisku řízení nákladů, jak provozních, tak finančních. Finanční náklady se daří společnosti snižovat (meziročně o cca 40%), jednak díky snižování zadlužení, ale také pomocí refinancování stávajících dluhů, které zahrnuje i změny ve struktuře dluhů z hlediska měn ve kterých jsou čerpány úvěry nebo emitovány dluhopisy. Na poli personálních nákladů sice dochází k nárůstu, ovšem inflační tlaky na růst mezd jsou vyvažovány optimalizací počtu zaměstnanců skupiny, kdy za rok byl jejich počet snížen o 7%, takže nárůst personálních nákladů není výrazný. Celkem se za poslední roky zvyšují provozní náklady společnosti o přibližně 2% za rok, podobné tempo zvyšování předpokládáme i do dalších let. Náklady zvyšuje také tvorba rezerv (záloh) na případné postihy z vedených správních řízení ze strany regulačních orgánů.

Graf č. 2: Struktura a vývoj nákladů



Zdroj: TPSA, Cyrrus

Kapitálové výdaje jsou nutnost...

...i ony však podléhají kontrole efektivity.

V konečném důsledku je TPSA zisková společnost...

...která nezapomíná na své akcionáře.

Bez dalších investic to v telekomunikacích nejde

Kapitálové výdaje skupin TPSA vykazují za poslední roky hodnoty na úrovni kolem 16% tržeb, za rok 2007 pak narostly přibližně o jednu pětinu, na téměř 20% tržeb, na 3 667 mil. PLN. Jedním z důvodů zvýšení částky bylo uskutečnění části investic plánovaných pro rok 2008 již v roce 2007. Přibližně dvě třetiny částky kapitálových výdajů byly vynaloženy v pevném segmentu, zbývající v mobilním segmentu. V důsledku stagnujících tržeb pak i vynaložené kapitálové výdaje podléhají vnitřnímu řízení, kdy preferované oblasti do kterých investice směřují jsou ty projekty, ve kterých lze docílit nejlepší návratnosti investice v krátko- a střednědobém horizontu. Společnosti se také snaží investovat do obdobných projektů v různých součástech skupiny, opět s cílem tyto investice zefektivnit. V telekomunikačním odvětví je vždy významná část kapitálových výdajů věnována na zavádění nových technologií, koncem roku 2007 uzavřelo TPSA dohodu se zbývajícími polskými mobilními operátory o společném vývoji standardů pro technologie další generace mobilních služeb, což může opět přispět k zefektivnění vynaložených investic. Na druhou stranu, výstavba a rozšiřování stávajících sítí může být brzděna z důvodu povoleného přístupu ostatních operátorů do pevné sítě, kdy se pro TPSA stává nevýhodné to, že musí na vlastní náklady budovat sítě, do kterých pak budou mít přístup i ostatní operátoři.

Zisk a ukazatele ziskovosti

Jak vyplývá z předešlého pojednání, TPSA nemá mnoho způsobů jak v současné době zvyšovat zisk na příjmové stránce, zvláštní pozornost proto management společnosti věnuje řízení nákladů. Nárůst zisku za rok 2007 o 8,5% byl pro trhy překvapením, a bylo ho dosaženo právě díky snížení finančních nákladů. Pro roky 2008 – 2011 předpokládáme CAGR čistého zisku na úrovni cca 4,8 %. Důvodem k tomuto očekávání je zejména přepokládané převládnutí nárůstu výnosů z mobilního segmentu nad poklesy výnosů ve fixním segmentu, ovšem až v ke konci zmíněného období. Marže čistého zisku pohybující se dlouhodobě i výhledově kolem 11-12 % značí, že se TPSA těší ekonomické stabilitě. Na druhou stranu, díky vývoji ve výnosech a nákladech klesla za rok 2007 marže provozního zisku z předešlých 44,2 % na 42,3 %. Pokles marže provozního zisku v řádu kolem 1% ročně očekáváme ještě několik let do budoucna, do zastavení poklesu výnosů z fixního segmentu. Na valné hromadě akcionářů, kde se bude rozhodovat o rozdělení zisku za rok 2008, předloží management společnosti návrh na výplatu dividendy v celkové výši 2.053 mld. PLN (přibližně 1,45 PLN na akcii) a další program na zpětný odkup akcií v celkovém objemu 700 mil. PLN.

Tab. č. 1: Přehled změn ukazatelů zisku a ziskovosti 2006-2009

	2006	2007	2008e	2009e
Tržby	18 625	18 244	18 367	18 659
EBITDA	8 239	7 712	7 417	7 424
EBITDA marže	44,2%	42,3%	40,4%	39,8%
EBIT	3 367	3 282	2 989	2 944
EBIT marže	18,1%	18,0%	16,3%	15,8%
Čistý zisk	2 094	2 273	2 068	2 129
Marže čistého zisku	11,2%	12,5%	11,3%	11,4%

Zdroj: TPSA, Cyrrus

Budoucnost sice nelze předpovídat,...

...základní trendy však lze vysledovat poměrně jasně.

Důležitým faktorem rozvoje bude schopnost poskytovat nové služby,...

... které stále ještě může využívat více zákazníků.

Co očekáváme pro nadcházející roky?

Budoucnost skupiny TPSA závisí hlavně na vývoji mobilní komunikace a datových přenosů, hlasové služby pevných linek budou zřejmě časem z hlediska výnosů v tomto segmentu „odkloněny mimo hlavní kolej“, i když stále si udrží významnou pozici ve struktuře tržeb společnosti. Perspektivní se však jeví přenos televizního signálu pomocí fixní sítě. Co TPSA v současné době chybí je poskytování IT služeb a řešení, s jakým se můžeme setkat například u české Telefónicy O2, kde tento segment dosahuje velmi výrazných nárůstu tržeb.

Klíčovou věcí při stagnujících tržbách je snaha nabízet nové služby. TPSA je na tom stejně jako ostatní evropské telekomy, její hlavní devizou je zejména rozsáhlá datová (pevná i bezdrátová) síť, může tedy nabízet jakoukoliv službu spojenou s přenosem dat. S rozvojem internetové komunikace nejrůznějšími způsoby je tedy toto odvětví průmyslu dlouhodobě perspektivní, telekomunikační odvětví nepodléhá výraznějším sezónním či cyklickým výkyvům, lidé používají hlasové a datové služby jak v práci, tak ve volném čase, z tohoto hlediska lze telekomunikace přirovnat například k energetice. V oblasti získávání nových zákazníků pak je pro TPSA výhodou široká síť poboček a obecně dobře vnímaná kvalita zákaznických služeb.

Do budoucna lze také očekávat zejména ze strany soukromých uživatelů mobilní připojení k internetu, ze strany podniků očekáváme poptávku spíše po pevném připojení k internetu, k preferenci TPSA před ostatními poskytovateli by měla přispívat zejména známost značky a zkušenosti s provozem sítí.

Pravděpodobným trendem bude poskytování totožných služeb jak ve fixním tak v mobilním segmentu, vedle již existujících hlasových a datových služeb pak předpokládáme například televizi v mobilech atd. V této oblasti, náročné na výdaje na výzkum a vývoj by skupina TPSA měla těžit z členství ve skupině France Telecom, které by ji mělo umožnit rychlejší zavádění nových technologií popř. využívání zkušeností s novými technologiemi od ostatních podniků v mateřské skupině FT. Klíčová pro rozvoj dalších služeb by měla být spolupráce s výrobcem telekomunikačních zařízení, zejména tedy mobilních telefonů. Jasnými požadavky zákazníků v telekomunikačním odvětví jsou více dat, rychleji, spolehlivěji a za menší ceny. Odvětvím od kterého si nejeden evropský telecom slibuje ziskové příležitosti je podíl na výnosech z reklamních sdělení do mobilních telefonů. Snahou TPSA také je přesunout se do oblastí výnosů které nepodléhají regulaci ze strany UKE, například v oblasti médií či zábavy. Výhledovým trendem v oblasti požadavků zákazníků je poskytování neomezených služeb za paušální poplatek, a nabídka kombinovaných balíčků služeb.

Penetrace mobilními telefony dosahuje v Polsku cca 110 %, což je stále méně než ve srovnatelně vyspělých zemích, pořád tedy ještě vidíme prostor k dalšímu zvyšování, přibližně ke hranici 125%. Podíl nových zákazníků TPSA by vzhledem k výše uvedeným konkurenčním výhodám mohl růst vyšším tempem než počet nových uživatelů mobilních telefonů, nicméně vzhledem k charakteristikám polského trhu předpokládáme, že největší tempa nárůstu má polský mobilní trh již za sebou. Hlavní důvodem k dvoucifernému růstu výnosů z mobilního segmentu (který předpokládá TPSA) tak bude zejména nárůst provozu sítě. Navíc v květnu 2008 má opět dojít ke snížení propojovacích poplatků.

S největší pravděpodobností však zůstane zákaznická základna omezena pouze na Polsko.

Společnost neplánuje v nejbližší době žádné významnější akvizice, nebo vstup na jiný než polský trh, po obvyklé každoroční výplatě dividend ani nepředpokládáme, že by disponovala dostatečným množstvím volných finančních prostředků k případné větší akvizici. Na druhou stranu, společnost v poslední době snižovala své zadlužení na vcelku obvyklou míru nepředstavující výrazné riziko (Debt to Equity 33 %), což přispěje do budoucna k neodčerpávání potřebného cash-flow, a i po vyplácení dividend (popř. dalším zpětném odkupu akcií) by mohla společnost generovat dostatečné cash-flow aby se po případné akvizici mohla začít poohlížet v horizontu několika let.

Dlužno dodat, že ve východní Evropě v současné době nevidíme telekomunikační společnost, která by byla na prodej (právě probíhá tendr na prodej státního podílu operátora ve Slovinsku, TPSA se jej ovšem neúčastní) a která by byla pro TPSA ekonomicky atraktivní, i operátoři v okolních zemích se potýkají s obdobnými problémy jako TPSA, tedy stagnace tržeb v důsledku poklesu výnosů z pevného segmentu.

Ke konci roku 2007 pak byl oznámen zamýšlený prodej dceřiné společnosti Ditel, S.A., která měla ve skupině na starosti distribuci telefonních seznamů. Vzhledem k velikost Ditelu je však tato transakce nevýznamná.

Hrozby ekonomické i politické

Významným netržním faktorem, který velmi ovlivňuje hospodaření TPSA jsou rozhodnutí UKE, polského telekomunikačního regulátora. Společnost vyvíjí veškeré právní kroky proti jeho případným rozhodnutím, včetně podávání žalob u institucí EU (ta například vetovala požadavek UKE na regulaci maloobchodních cen připojení k internetu). Dle polské legislativy může UKE udělit jakékoli telekomunikační společnosti pokutu do výše 3% tržeb předcházejícího roku, v případě TPSA to činí přibližně 500 mil. PLN, tedy asi 25% ročního zisku. Polský antimonopolní úřad může za zneužití dominantního postavení udělit pokutu do výše 10% tržeb předchozího roku. TPSA byl vyhodnocen jako společnost s významným tržním podílem v oblasti pronájmu sítí a datových přenosů. Případné postihy by pro společnost znamenaly nutnost zvýšit kapitálové výdaje, ztrátu výnosů a pokles tržního podílu. TPSA činí všechny dostupné právní kroky (včetně odvolávání se k evropským úřadům) aby vliv UKE na svoje hospodaření eliminoval, nebo alespoň omezil.

Z tržního prostředí jsou pro TPSA největším výzvou další operátoři, během jara 2007 začal na trhu působit čtvrtý mobilní operátor P4. Již však probíhá další tendr na licence pro pátého a šestého mobilního operátora. Proti tomuto tendru však TPSA podala stížnost z důvodu nastavení takových podmínek, které nezaručují rovné příležitosti pro všechny účastníky tendru. Konkurence také hrozí ze strany tzv. MVNO, neboli mobilních virtuálních operátorů. Další existující hrozbou pro ochabující sektor fixní hlasové komunikace je také tzv. VoIP, neboli poskytování hlasových služeb přes internet.

Problémy by TPSA mohl způsobit oznámený úmysl UKE na funkční rozdělení TPSA na dvě části, na provoz sítí a poskytování hlasových služeb. V současné době probíhá analýza přínosů takového rozdělení, která by měla být hotova v druhém kvartále letošního roku. Poté hodlá UKE požádat EU o povolení takového rozdělení. Podle polského práva však k takovému rozdělení v Polsku chybí právní rámec a proti tomuto úmyslu se postavila i sama polská vláda.

Hodně do hospodaření TPSA může promluvit UKE,...

... i tržní konkurence se přiostrňuje.

Poslední návrh UKE by byl pro TPSA naprosto zásadním.

Ostatním rizikům čelí TPSA stejně jako společnosti v jiných oborech.

Z makroekonomických faktorů hrozí TPSA rizika zejména v podobně změn měnových kurzů, protože TPSA je financována úvěry či dluhopisy i v zahraničních měnách, na druhou stranu společnost již prokázala a prokazuje schopnost se proti těmto rizikům pomocí finančních derivátů zajistit. Dalším faktorem je relativně vysoká polská nezaměstnanost, která působí negativně na využívání hlasových a datových služeb. Riziko naopak TPSA nespátřuje v inflaci či v pohybu úrokových sazeb. V oblasti interních rizik je pro TPSA důležitá kvalita personálu, a to jednak ve styku se zákazníkem, jednak na straně technického zabezpečení sítí, z nichž některé zajišťují externí partneři.

Ke stanovení hodnoty akcie jsme použili metody DDM a FCFE,...

... a to při použití těchto předpokladů.

Podle DDM má akcie hodnotu 23,55 PLN...

...metoda FCFE vyznívá pro akcionáře poněkud příznivěji, s hodnotou 26,80 PLN.

Stanovení hodnoty akcie

Ke stanovení vnitřní hodnoty akcie společnosti Telekomunikacja Polska, S.A. jsme použili dvě metody, model Volných peněžních toků k vlastnímu kapitálu (Free Cash-Flow to Equity, FCFE) a Dividendový diskontní model (Dividend Discount Model, DDM). Jako bezriziková sazba byla použita sazba 30 letých amerických vládních dluhopisů. Rizikovou prémii jsme stanovili přírůžkou k výše zmíněné sazbě amerických dluhopisů dle aktuálního ratingu Polska.

Tab. č. 2: Předpoklady modelů DDM a FCFE

Beta	0,92
Bezriziková sazba	4,660%
Riziková premie	5,860%
Růst reálného HDP	2,0%
Inflace	2,0%
koeficient HDP	0,67
Diskontní faktor	10,1%

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg

Dividendový diskontní model (DDM)

Metodou DDM, která pracuje s předpokládanými budoucími dividendovými výnosy, jsme při zvážení všech okolností, které jsou pro výši dividendy relevantní (bez započtení vlivu zpětného odkupu akcií) stanovili cílovou cenu akcie na **23,55 PLN**.

Tab. č. 3: Dividendový diskontní model

	2008e	2009f	2010f	2011f	2012f	2013+f
Dividenda	1,50	1,50	1,60	1,85	2,00	27,81
Diskontovaná dividend	1,36	1,24	1,20	1,26	1,24	15,80
NPV na akcii	23,55					

Zdroj: Cyrrus

Model volného cash-flow k vlastnímu jmění (FCFE)

Na základě modelu volného cash-flow k vlastnímu kapitálu (FCFE), což je metoda která zohledňuje budoucí peněžní toky vztahující se k vlastnímu kapitálu společnosti (tedy k držitelům akcií), jsme s využitím předpokladů výše uvedených, stanovili cílovou cenu akcie TPSA na **26,8 PLN**.

Tab. č. 4: Model FCFE

Model FCFE	2008e	2009f	2010f	2011f	2012f	2013+f
Čistý zisk	1,51	1,56	1,71	2,00	2,24	2,46
Odpisy	3,27	3,37	3,29	3,21	3,15	2,25
Δ prac. kap.	0,82	0,37	-0,92	-0,31	-0,25	-0,21
Investice	2,56	2,56	2,56	2,56	2,56	2,56
Splátky dluhu	1,56	0,17	0,17	0,96	0,10	0,04
Nový dluh	0,73	0,73	0,91	0,00	0,00	0,00
Cash-flow	2,22	3,31	2,28	1,39	2,49	36,51
Diskontované CF	1,83	2,48	1,55	0,86	1,40	18,68
NPV na akcii	26,80					

Zdroj: Cyrrus

Pokud TPSA srovnáme s operátory v okolních zemích,...

... pak podle ukazatelů tržního ocenění...

... zjistíme, že se TPSA obchoduje s diskontem.

Oborové srovnání

Pro doplnění naší fundamentální analýzy uvádíme ještě oborové srovnání s ostatními integrovanými telekomunikačními operátory v regionu střední a východní Evropy. Vybrány byly společnosti působící v daném regionu, které provozují jak pevné linky, tak mobilní sítě a jejich akcie jsou obchodovány na trzích cenných papírů.

Tab. č. 5: Společnosti v peer-group

Název	Stát	Mcap (mil. EUR)	Free-float (%)	Počet zákazníků (mil.)	Tržby 2007 (mil. EUR)
Telekomunikacja Polska	POL	9 293	33,3	23,7	5 099
Magyar Telekom	HUN	3 387	40,8	7,8	2 547
Telefónica O2 Czech Rep.	CZE	6 673	30,6	7,8	2 508
Telekom Austria	AUT	8 285	72,6	14,5	4 918

Zdroj: Bloomberg, jednotlivé společnosti

Pro srovnání dle tržních ukazatelů byly použity hodnoty P/E, P/BV a EV/EBITDA. Vážené průměry uvedené u jednotlivých kategorií jsou váženy podle výše uvedené tržní kapitalizace. Za rok 2006 byly použity pro srovnání u všech společností skutečné hodnoty daných ukazatelů, pro rok 2007 u TPSA a Magyar Telekomu skutečné výsledky, u společnosti Telefónica O2 Czech Republic byly použity odhady Cyrrus, u Telekomu Austria tržní konsenzu agentury Bloomberg. Pro predikci hodnot ukazatelů pro roky 2008 byly pro společnosti TPSA a Telefónica O2 Czech Republic použity odhady Cyrrus, pro zbývající dvě společnosti opět konsenzu agentury Bloomberg. Srovnání pomocí tržních ukazatelů bylo provedeno po výrazných poklesech akciových trhů v lednu 2008 na ne zcela stabilizovaných trzích, může to být příčinou případného zkreslení jednotlivých ukazatelů. Na druhou stranu, nedá se říci, že by ten či onen trh byl náhlými poklesy zasažen ztlačně více či jich byl ušetřen.

Srovnání dle poměrových ukazatelů tržního ocenění

Ve srovnání podle ukazatele P/E se akcie TPSA obchodují s diskontem vůči průměru skupiny. Do budoucna však předpokládáme nárůst tohoto ukazatele nad průměr skupiny, což koresponduje s očekávanou nižší dynamikou růstu čistého zisku TPSA ve srovnání s porovnávanou skupinou. Podle ukazatele poměru tržní a účetní hodnoty vlastního jmění (P/BV) vychází TPSA opět s diskontem vůči odvětví, což přičítáme na vrub podprůměrné hodnoty rentability vlastního jmění ROE (TPSA 12,7%, průměr skupiny 14,1%). Podprůměrné hodnoty vidíme i u ukazatele EV/EBITDA, to lze zdůvodnit právě stagnujícími tržbami a provozním hospodářským výsledkem, a s tím související omezenou růstovou perspektivou. Jak vidíme, z porovnání zmíněných ukazatelů vyplývá, že se TPSA obchoduje s diskontem. Důvod k tomuto spatřujeme zejména v dosud neukončeném poklesu výnosů (a počtu uživatelů) v segmentu pevných linek. Zastavení tohoto poklesu předpokládáme přibližně kolem let 2009 až 2010. S přihlédnutím k provozním a finančním charakteristikám považuje diskont se kterým se akcie TPSA obchodují za opodstatněný.

Tab. č. 6: Poměrové ukazatele tržního ocenění

P/E	2006	2007	2008e	2009f
Telekomunikacja Polska	15,6	14,4	15,8	15,4
Magyar Telekom	12,3	13,0	11,4	10,7
Telefónica O2 Czech Rep.	20,8	17,4	13,9	11,8
Telekom Austria	17,8	17,0	14,5	12,2
Vážený průměr	17,1	15,7	14,4	13,0
<i>prémie/diskont</i>	-8,7%	-8,4%	10,0%	18,6%

P/BV	2006	2007	2008e	2009f
Telekomunikacja Polska	1,8	1,8	1,9	1,9
Magyar Telekom	1,5	1,5	1,8	1,8
Telefónica O2 Czech Rep.	2,7	2,1	2,1	2,1
Telekom Austria	2,8	3,0	2,8	2,8
Vážený průměr	2,3	2,2	2,2	2,2
<i>prémie/diskont</i>	-20,5%	-16,3%	-13,8%	-13,6%

EV/EBITDA	2006	2007	2008e	2009f
Telekomunikacja Polska	4,7	4,8	4,7	4,5
Magyar Telekom	4,5	5,0	4,4	4,4
Telefónica O2 Czech Rep.	5,9	6,1	6,0	5,8
Telekom Austria	5,2	6,1	5,8	5,7
Vážený průměr	5,1	5,5	5,3	5,1
<i>prémie/diskont</i>	-8,1%	-13,3%	-10,8%	-13,5%

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg

Srovnání dividendového výnosu

V tomto srovnání je sice TPSA nad průměrem skupiny, ale ten je významně ovlivňován rakouským Telekom Austria, jehož dividendový výnos je v porovnání s ostatními třemi společnostmi výrazně nižší. To lze přičíst vysokému zadlužení rakouského Telekomu (Debt to Equity přes 100%). TPSA však za poslední roky významně dividendu zvyšovala, a do budoucích let díky stále se lepšícímu stavu zadlužení a finančním nákladům předpokládáme setrvání na tomto stavu, popř. mírný nárůst. Za rok 2007 činil výplatní poměr dividendy 86% zisku, a pohyby tohoto ukazatele kolem úrovně 90% předpokládáme i nadále.

Tab. č. 7: Dividendový výnos

Dividendový výnos	2006	2007	2008e	2009f
Telekomunikacja Polska	5,9%	6,1%	6,3%	6,3%
Magyar Telekom	8,1%	8,5%	9,0%	9,7%
Telefónica O2 Czech Republic	9,5%	8,6%	7,1%	7,7%
Telekom Austria	4,2%	4,3%	4,5%	5,3%
Vážený průměr	6,5%	6,5%	6,3%	6,7%

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg

Podle dividendového výnosu existují i atraktivnější společnosti, nikoliv však výrazně.

Srovnání podle provozních ukazatelů

Tab. č. 8: Provozní ukazatele srovnávaných společností (2007)

Provozní ukazatele	ROA (%)	ROE (%)	NI margin (%)	CAGR EPS (2008-2011)	Debt to Equity (%)
Telekomunikacja Polska	10,1	12,7	12,5	4,8%	33,4
Magyar Telekom	11,3	12,8	11,2	0,4%	64,1
Telefónica O2 Czech Rep.	11,7	11,2	15,1	7,2%	11,0
Telekom Austria	9,9	18,4	10,5	16,7%	119,8
Vážený průměr	10,6	14,1	12,3	8,4%	57,6

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg

Měřeno provozními ukazateli efektivity nevyznívá hospodaření až tak špatně, do budoucna předpokládáme zlepšení.

Rentanilita vlastního kapitálu (ROE) je v současní době podprůměrná, díky horší provozní výkonnosti, zejména tedy nerostoucím tržbám. V souvislosti s předpokládaným budoucím zvýšením výnosů z mobilního segmentu do budoucna předpokládáme nárůst tohoto ukazatele (v roce 2011 předpokládáme hodnotu cca 15,5%). Podobný vývoj předpokládáme u ukazatele ROA). Ukazatel marže čistého zisku je srovnatelný s ostatními společnostmi v odvětví, mírně zvýšená hodnota u českého operátora Telefónica O2 je způsobena zejména v podstatě zastavením poklesů z pevných linek. Vzhledem ke stagnujícím tržbám a již omezeným možnostem snižovat náklady pokulhává také v ukazateli CAGR EPS pro následující roky, příznivé hodnoty ovšem vykazuje ukazatel zadlužení, kdy hodnota kolem 30% je považována za vcelku běžnou a pro investory nepředstavuje výraznější riziko, v posledních letech také došlo k poklesu zadlužení.

Akcie společnosti Telekomunikacja Polska S.A. doporučujeme „držet“, cílovou cenu stanovujeme na 25,5 PLN.

Investiční doporučení

Na základě naší fundamentální analýzy jsme za použití metod DDM a FCFE dospěli k cílovým cenám 23,6 PLN resp. 26,8 PLN. Váženým průměrem těchto dvou cen s váhami 0,4 pro metodu DDM a 0,6 pro metodu FCFE stanovujeme cílovou cenu akcie společnosti Telekomunikacja Polska, S.A. ve výši **25,5 PLN**, což činí prémii k závěrečné ceně předchozího dne ve výši 8,99%. **Z výše uvedeného vyplývá naše investiční doporučení „držet“.**

Výhledové finanční výkazy Telekomunikacja Polska, S.A.

Tab. č. 9: Výhledová rozvaha

	2008e		2009f		2010f	
Stálá aktiva	23 785	83%	21 636	77%	20 522	74%
Hm. a nehm. majetek	23 596	82%	21 447	76%	20 332	73%
Ostatní stálá aktiva	189	1%	189	1%	190	1%
Oběžná aktiva	4 340	15%	5 878	21%	6 876	25%
Peníze a ekvivalenty	1 579	6%	3 454	12%	4 035	14%
Pohledávky	1 653	6%	1 306	5%	1 725	6%
Zásoby	312	1%	317	1%	307	1%
Ostatní oběžná aktiva	795	3%	801	3%	810	3%
Ostatní aktiva	527	2%	554	2%	452	2%
Aktiva	28 651	100%	28 068	100%	27 850	100%
Vlastní kapitál	17 073	60%	17 149	61%	17 432	63%
Základní kapitál	3 582	13%	3 581	13%	3 579	13%
Nerozdělený zisk	13 492	47%	13 568	48%	13 852	50%
Dlouhodobé závazky	2 880	10%	2 836	10%	2 068	7%
Úvěry a půjčky	1 080	4%	1 081	4%	699	3%
Krátkodobé závazky	8 697	30%	8 083	29%	8 350	30%
Pasiva	28 651	100%	28 068	100%	27 850	100%

Zdroj: Cyrrus

Tab. č. 10: Výhledový výkaz zisku a ztráty

	2008e		2009f		2010f	
Tržby	18 367	100%	18 659	100%	19 165	100%
Provozní náklady	10 946	60%	11 232	60%	11 488	60%
Odpisy	4 431	24%	4 483	24%	4 614	24%
EBIT	2 989	16%	2 944	16%	3 062	16%
EBT	2 555	14%	2 631	14%	2 889	15%
Daň	486	3%	500	3%	549	3%
Čistý zisk	2 070	11%	2 131	11%	2 340	12%

Zdroj: Cyrrus

Tab. č. 11: Výhledový výkaz cash-flow

	2008e	2009f	2010f
Počáteční zůstatek	642	1 579	3 454
Provozní CF	8 210	7 710	6 286
CF z investičních aktivit	-3 538	-3 528	-3 397
CF z finančních aktivit	-3 735	-2 308	-2 308
Konečný zůstatek	1 579	3 454	4 035

Zdroj: Cyrrus

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka
Karel Potměšil
Lucie Kundrátová
Ondřej Moravanský
Jan Lojda

Head of research hatlapatka@cyrrus.cz
Senior analytik potmesil@cyrrus.cz
Analytik kundratova@cyrrus.cz
Analytik moravansky@cyrrus.cz
Analytik lojda@cyrrus.cz

Banky, energetika, zahr. trhy
Farmacie, development
Petrochemie, spotřební zboží
Telekomunikace, doprava
Textilní průmysl, média

Trading & Sales:

Pavel Píkna
Kamil Křicner

Brno pikna@cyrrus.cz
Praha kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Jindřich Rovný

Praha rovny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický

Brno kuncicky@cyrrus.cz

Výhrada (disclaimer):

Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. („BCPP“) a podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenesе odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):

Společnost není tvůrcem trhu na žádné emise, nicméně nevylučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCPP. Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické výstupy je možno nalézt na www.cyrrus.cz

BRNO

Veveří 111 (Platinum)
616 00 Brno
Tel.: +420 538 705 711

PRAHA

Radlická 14, Anděl Park
150 00 Praha 5, Smíchov
Tel.: +420 221 592 361