

CEE-Telekom-Sektor: Ein sicherer Hafen, wenn auch nicht ganz immun gegenüber der Rezession

Zurück

17.06.2009

- Nicht immun gegenüber der Rezession: Wachstum 2009e negativ, aber Ausmaß des Rückganges bleibt begrenzt
- Zunehmender Druck seitens der Regulierungsbehörden: Drastische Senkung von MTRs, Ausweitung des Eurotarifs
- Scharfer Wettbewerb: Sinkende Preise, gesättigter Mobilkommunikationsmarkt, langsames Wachstum im Breitbandbereich
- Attraktive Bewertung: Billiger als andere Sektoren bei besseren Fundamentaldaten
- T-Hrvatski Telekom als Top-Empfehlung: Niedriger Kurs trotz bester Margen und Dividendenrendite

„Die etablierten Unternehmen der Länder Zentral- und Osteuropas (CEE) sind im Vergleich zu ihren westeuropäischen Branchenkollegen nicht mehr günstiger bewertet: Auf Basis EV/EBITDA werden sie gegenüber den westeuropäischen Unternehmen zwar zu etwas günstigeren Kursen gehandelt, auf Basis KGV notieren sie allerdings mit einem Aufschlag von etwa 30%. Dennoch sind die CEE-Telekom-Aktien immer noch billiger als die Papiere anderer Sektoren. Außerdem bieten die CEE-Telekomunternehmen von EBITDA angefangen bis zum Nettoergebnis höhere Margen als die Firmen anderer Sektoren und generieren zudem auch hohe, stabile Cashflows. Dank dieser Faktoren sollten sie besonders im gegenwärtigen Wirtschaftsabschwung als defensives Investment attraktiv sein“, meint Vera Sutedja, CEE-Telekom-Analystin der Erste Group.

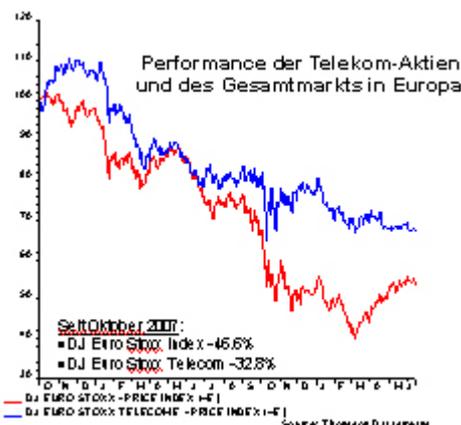
Overview of target price and recommendations

Companies	Currency	Current price	Target price	Potential upside	Recommendation
T-Hrvatski Telekom	HRK	214.0	300.0	40%	Buy
Telefónica O2 CR	CZK	424.0	550.0	30%	Buy
TP SA	PLN	17.6	20.5	16%	Accumulate
Telekom Austria	EUR	10.5	11.0	5%	Hold
Magyar Telekom	HUF	611.0	625.0	2%	Hold
Telekom Slovenije	EUR	172.1	160.0	-7%	Reduce

Source: Erste Group estimates

Telekom-Aktien mit besserer Performance als der Gesamtmarkt

Wie die folgenden Graphiken zeigen, haben sich die Telekom-Aktien in der aktuellen Rezessionsphase besser als der Gesamtmarkt geschlagen. Unserer Einschätzung nach setzte der Bärenmarkt im Oktober 2007 ein, als der DAX seinen Höchststand erreichte. Die Wertentwicklung der Telekom-Aktien ist seither besser verlaufen als jene von Zyklikern wie Bank-, Industrie-, Technologie- und Öl/Gas-Titeln: Der DJ Euro Stoxx Financials sackte um 57,8% ab, der DJ Euro Stoxx Technology um 52%, der DJ Euro Stoxx Industrials um 47,6% und der DJ Euro Oil/Gas um 36,2%. Gleichzeitig ging der DJ Eurostoxx Telecom nur um 32,8% zurück.



Etablierte Unternehmen zeigen sich widerstandsfähig, aber nicht immun gegenüber der Rezession

Die Telekom-Aktien mussten während der Rezession dank des stabilen und kräftigen freien Cashflows und der geringeren Verschuldung weniger starke Kursverluste als andere Sektoren hinnehmen. Zwar fiel auch ihr freier Cashflow während des Konjunkturabschwungs, doch blieb der Rückgang im einstelligen Bereich, da die Konsumenten auf Grund verschiedener Faktoren ihre Ausgaben nicht reduzierten: 1) Telekomdienste zählen zur Grundversorgung; 2) sinkende Preise trotz Verbesserungen bei Qualität und Leistung; 3) die Ausgaben für Telekomleistungen sind – in Prozent der Gesamtausgaben (3,3%) und der Gewinnen (1,5%) gerechnet – bereits niedrig; 4) neue Dienstleistungen und gebündelte Produkte erleichtern die Kundenbindung. Alle in unserem

Universum enthaltenen CEE-Telekomunternehmen erwarten für 2009 Rückgänge bei Umsatz und EBITDA.

„Insgesamt verhält sich der Telekom-Sektor unserer Einschätzung nach widerstandsfähiger als die anderen Sektoren. Dies ist auf die defensiven Eigenschaften von Umsätzen und Cashflow, die niedrige Verschuldung, die wichtige Rolle der Telekom-Dienste für Haushalte und Unternehmen, neue Dienstleistungen/Produkte zur Verringerung der Abwanderungsquote und ein für Endkunden bereits tiefes Preisniveau zurückzuführen“, so Sutedia.

Zunehmender Druck seitens der Regulierungsbehörden: Drastische Senkung von MTRs, Ausweitung des Eurotarifs

Unserer Ansicht nach sind die entscheidenden Maßnahmen seitens der Aufsichtsbehörden derzeit die Senkungen des Eurotarifs (der Roaminggebühren innerhalb der EU-Mitgliedsstaaten) und der Mobile Termination Rates (der von den Mobilfunkbetreibern untereinander verrechneten „Mobilfunk-Zustellungsentgelte“). „Wir erwarten, dass Behördenentscheidungen die Umsätze und Gewinne der Unternehmen in Zukunft noch weiter drücken werden. Die Roaming-Gebühren innerhalb der EU werden weiter gesenkt werden, was die Telekom Austria am stärksten treffen wird. Die flächendeckende MTR-Senkung wird die Umsätze im Mobilfunkbereich und, unserer Meinung nach, auch das EBITDA verringern. Sie wird des Weiteren eine neue Welle von Preissenkungen für Endverbraucher mit sich bringen“ ist Sutedia so gut wie sicher.

Eurotariff regulation

Euro cents	EU roaming rules 2007			New EU roaming rules 2009		
	30-Aug-07	30-Aug-08	30-Aug-09*	01-Jul-09	01-Jul-10	01-Jul-11
Calls made from abroad	49	46	43	43	39	35
Receive calls whilst abroad	24	22	19	19	15	11

Source: EU Commission

*) superseded by new EU roaming rules 2009

Hart umkämpfter Markt lässt Preise sinken

Die etablierten Unternehmen dominieren auch weiterhin den Festnetz- und Mobilfunkmarkt im jeweiligen Land. Die analysierten Unternehmen hatten 2008 in ihren jeweiligen Ländern im Durchschnitt mehr als 74% Marktanteil im Festnetzbereich, wobei das Spektrum von 35% (Telefónica O2 CR) bis 90% (T-Hrvatski Telekom) reichte. Im Mobilfunkgeschäft lag ihr Marktanteil zwischen 32,2% (TPSA) und 58,9% (Telekom Slovenije). Trotz ihrer Marktführerschaft stellt die Erzielung weiterer Umsatzzuwächse für die Etablierten eine echte Herausforderung dar. Dies ist durch den anhaltenden Umstieg vom Festnetz auf Mobilfunk und die sich verschärfende Konkurrenz durch Kabel, alternative Anbieter und Mobilfunkbetreiber zu erklären. Wholesale Line Rental (Zugang zur Teilnehmeranschlussleitung) und die Entbündelung des Teilnehmeranschlusses beschleunigen den Rückgang der Festnetznutzung, während Bitstream-Zugang und mobiles Breitband das Wachstum im Segment Festnetz-Breitband dämpfen. "Bei den Umsätzen aus dem Mobilfunkbereich erwarten wir wegen der Marktsättigung, sinkender Preise, rezessionsbedingter Rationalisierungsmaßnahmen von Nutzern zweier oder dreier SIM -Karten, der MTR-Senkung und der Kürzung der Roaminggebühren einen Rückgang. Daher bemühen sich die Unternehmen, Kunden durch gebündelte Produkte zu halten. Insgesamt bleibt der Telekom-Markt von scharfem Wettbewerb und fallenden Preisen gekennzeichnet“, prognostiziert Thomas Unger, CEE-Telekom-Analyst der Erste Group.

Vera Sutedia und Thomas Unger haben die folgenden Schlussfolgerungen gezogen:



[Download \[jpg; 428.6 KB\]](#)



[Download \[jpg; 726.5 KB\]](#)

- Wir behalten unsere Kursziele und Empfehlungen für T-Hrvatski Telekom („Kaufen“, Kursziel: HRK 300), Telefónica O2 CR („Kaufen“, Kursziel CZK 550) und Telekom Austria („Halten“, Kursziel: EUR 11) unverändert bei.
- Wir reduzieren unser Kursziel für TPSA unter Berücksichtigung des schwachen Ergebnisses des 1Q09 und des Preiskriegs im Mobilsegment von PLN 21,6 auf PLN 20,5. Selbst nach Senkung unserer Prognosen bietet das aktuelle Kursniveau ein ordentliches Kurspotenzial. Daher stufen wir TPSA von „Halten“ auf „Akkumulieren“ hinauf.
- Wir stufen Magyar Telekom von „Akkumulieren“ auf „Halten“ herab und senken unseren Zielkurs von HUF 635 auf HUF 625. Angesichts der sich in Ungarn verschlechternden Lage halten wir den vom Unternehmen für 2009 genannten Ausblick für unerreichbar und eine Revision des Ausblicks für wahrscheinlich.
- Wir stufen Telekom Slovenije von „Halten“ auf „Reduzieren“ herab und senken unser Kursziel von EUR 270 auf EUR 160. Wir reduzieren unsere Schätzung für den Gewinn je Aktie für 2009 um 36% auf EUR 9,91.

[Präsentation der Pressekonferenz \[ppt; 984.0 KB\]](#)

[CEE Telecoms Report \[pdf; 481.5 KB\]](#)

[Zurück](#)