



Odpovede na otázky k dlhopisovému programu Východoslovenskej vodárenskej spoločnosti (VVS) s názvom Voda spieva I.

1. Porovnanie výnosov z akcií a výnosov dlhopisov emitenta VVS pre mesto

Za 20-ročnú existenciu VVS boli dividendy vyplatené akcionárom celkovo 5-krát, v priemere menej ako 0,05 EUR na akciu ročne. Minulá výkonnosť samozrejme nie je ukazovateľom tej budúcej, no je racionálne predpokladať, že ani v budúcnosti nebude príjem akcionárov z dividend nijak relevantný. Prečo:

VVS nie je práve zisková firma. Má síce vysoký obrat a generuje aj slušnú EBITDA (zisk pred zdanením, úrokmi, znehodnotením a amortizáciou), ale čistý zisk negeneruje.

Nízka ziskovosť je spôsobená na jednej strane rastúcimi mzdovými nákladmi a vysokými odpismi a na strane druhej, charakterom biznisu. VVS má síce monopolné postavenie na trhu, avšak nemá možnosť trhovo určovať ceny. Ceny vodného a stočného určuje ÚRSO a podľa všetkého ich určuje tak, že akcionárom žiadny zisk nezostáva.

Keďže VVS má pomerne slušné ukazovatele zadlženosti (napr. čistý dlh / EBITDA, Podiel dlhu k vlastnému imaniu), ale ukazovatele rentability sú biedne (napr. návratnosť vlastného kapitálu, či návratnosť aktív), takáto situácia priam predurčuje investora byť radšej v pozícii veriteľa (držiteľa dlhopisov) ako v pozícii akcionára spoločnosti.

Výmena akcií za dlhopisy tak vyzerá ako zmysluplný krok.

Zatiaľ čo príjem z dividend môže byť nulový (kým ÚRSO nepustí ceny vodného a stočného) príjem z dlhopisov vychádza **ročne** na 59133 € v hrubom = $74214 * 13,28 * 6\%$ (Vychádzam z predpokladu, že vlastníte 74215 akcií a jednu si ponecháte)

2. Je vhodné alebo nevhodné vymeniť časť akcií VVS za dlhopisy Voda Spieva I. z investičného hľadiska

a) Vlastníctvo dlhopisu možno vo všeobecnosti považovať za menej rizikové ako vlastníctvo akcie.

b) Špecificky pre VVS platí uvedené v odpovedi na prvú otázku, že pre investora je v prípade VVS lepšie byť v pozícii držiteľa dlhopisov ako v pozícii akcionára spoločnosti.

Preto, z investičného hľadiska, je vhodné vymeniť časť akcií VVS za dlhopisy Voda Spieva I.

3. Je 6 % výnos adekvátny?

Férový výnos dlhopisu pre investora je súčtom "bezrizikového" výnosu a rizikovej prirážky, prípadne prirážky za nelikviditu.

Za bezrizikový výnos považujeme 20 ročné slovenské štátne dlhopisy. Tie sa aktuálne obchodujú s výnosom okolo **3,88%**

<https://www.boerse-frankfurt.de/bond/sk4000022547-slowakische-republik-4-23-43>

Určenie férovej rizikovej prirážky je pomerne náročné. Spoločnosť s finančnými ukazovateľmi ako má VVS a so strategickou dôležitosťou pre štát, by dostala rating niekde na prelome špekulatívneho a investičného pásma okolo BB+/BBB-

Riziková prirážka na dlhopisoch s BB ratingom pohybuje na úrovni **2,21%**

[ICE BofA BB US High Yield Index Option-Adjusted Spread](#)

Riziková prirážka na dlhopisoch s BB ratingom pohybuje na úrovni **1,26%**

[ICE BofA BBB US Corporate Index Option-Adjusted Spread](#)

Prirážka za nelikviditu je pomerne subjektívny koncept. Logika hovorí, že aktíva (aj dlhopisy), ktoré sú *likvidné, napríklad ak sú denne obchodované na burze, majú vyššiu hodnotu ako identické aktíva, ktoré sa na burze neobchodujú. Investori preto pri nákupe nelikvidných dlhopisov požadujú dodatočnú odmenu, vyšší výnos. Očakával by som dodatočných **0,5%**.

Čo je likvidita investície? Je to rýchlosť speňaženia investície za férovú cenu, teda, ako rýchlo môžete premeniť svoje investície na peniaze, keď ich potrebujete. Ak máte likvidnú investíciu, môžete ju ľahko predat' alebo zmeniť na peniaze bez toho, aby ste stratili veľa na jej hodnote. Na druhej strane, ak máte investíciu s nízkou likviditou, môže byť ťažké ju rýchlo predat'. Pretože likvidita znamená, ako rýchlo môžete získať peniaze zo svojich investícií, je to dôležitý faktor pre investorov.

Keby doli dlhopisy likvidné a mali rating BB (vyšší neinvestičný rating), investori by požadovali výnos aspoň 6,09%.

Keby doli dlhopisy likvidné a VVS by sme považovali za emitenta s ratingom BBB (nižší investičný rating), stačilo by investorom 5,14%.

Keďže dlhopisy Voda Spieva I nebudú likvidné, za predpokladu, že dlhopisy VVS by mali rating BB (vyšší neinvestičný rating), investori by požadovali výnos aspoň 6,59%.

Keďže dlhopisy Voda Spieva I nebudú likvidné a ak by sme VVS považovali za emitenta s ratingom BBB (nižší investičný rating), stačilo by investorom 5,64%.

Ak teda zhrniem odpoveď na otázku či "Je 6 % výnos adekvátny?" je **Áno** 6% p.a. je zhruba v strede odhadovaného férového výnosu. Za 6% tak dlhopisy VVS nie sú ani lacné ani drahé, ale férovo ocenené.

4. Ako riziková je investícia do dlhopisov Voda Spieva I.? Existuje nejaké poradie dlhopisov v SR z pohľadu rizika?

Samozrejme, s investovaním sú spojené riziká a relevantné porovnanie je na mieste.

V zmysle Scoringu dlhopisov korporátnych slovenských, ktorý do polovice novembra zverejňovala asociácia obchodníkov s cennými papiermi patria dlhopisy VVS k trojici najkvalitnejších slovenských domácich korporátnych dlhopisov. Výsledné score +10,5 bodu, je na slovenské pomery atraktívne. +10,5 bodu zaraďuje emisiu dlhopisov na hornú hranicu kategórie „stredne riziková investícia“.

<u>Scoring Emisie</u>	<u>Názov CP</u>	<u>Názov emitenta</u>
13.5 2022	EMG 4,90/2024	EMMA GAMMA FINANCE a.s.
11.0 2022	GEVORKYAN 4,70/2024	GEVORKYAN, s.r.o.
10.5 2022	P VVS - Voda Spieva I.	Východoslovenská Vodárenská Spoločnosť, a.s.
8.5 2022	P Penta EUR II/2022	Penta Funding II, a.s.
8.5 2021	P Penta EUR III/2022	Penta Funding II, a.s.
8.5 2021	P PENTA EUR V/2023	Penta Funding II, a.s.
8.5 2021	P Penta Public EUR I/2022	Penta Funding Public II, s.r.o.
8.0 2022	P JTFG XII 3,75/2025	J&T Global Finance XII, s.r.o.
8.0 2022	P JTFG XIV 5,00/2027	J&T Global Finance XIV, s.r.o.
8.0 2022	MEDEKO 4	MEDEKO CAST s.r.o.
7.5 2021	P PPD 1	Pro Partners Development, s.r.o.

Dodám však trochu subjektívneho názoru. Scoring je hodne technický, všeobecný a v prípade VVS nezachytí jeden podstatný detail. Tým je strategická dôležitosť VVS pre štát a spoločnosť. Vďaka tejto strategickej dôležitosti, je **kreditné riziko VVS o niečo nižšie**, ako by vyplývalo z uvedeného score a kategórie „stredne riziková investícia“.

5. Má nejakú konkrétnu hodnotu veľkosť našich hlasovacích práv ak máme vo VVS 1,07 % hlasov zo všetkých hlasov? Je rozdiel v hodnote akcii ak má niekto napr. 51 % všetkých hlasov a niekto 1 %?

Áno, kontrolný balík akcií 51% má väčšiu hodnotu ako minoritný podiel.

Práve preto dáva zmysel keď sa drobní akcionári spájajú do nejakých Účelových združení alebo klubov, aby koordinovali svoj postup.

Samozrejme, v závislosti od stanov spoločnosti, aj menší balík hlasovacích práv dáva akcionárovi možno zvolávať valné zhromaždenie menovať členov do orgánov spoločnosti. Už 10 percentný balík môžem mať potenciálne väčšiu hodnotu ako drobné vlastníctvo menšie ako 5%.

Vlastníctvo 1% akcií však nepredstavuje nejakú dodatočnú hodnotu.

6. Aký je vzťah medzi menovitou hodnotou akcie VVS 33 €, kúpnu cenou za ktorú VVS vykúpuje akcie na základe rozhodnutia VZ 13,28 €, menovitou hodnotou dlhopisu VVS 13,28 € a trhovou znaleckou hodnotou cca 8 €? Znamená to, že samotnou zámenou akcií za dlhopisy dosiahneme zisk alebo stratu?

Nie som daňový poradca takže sa nemôžem zodpovedne vyjadrovať k daňovým otázkam.

Dovolím si však konštatovať, že vzťah medzi jednotlivými hodnotami, ktoré Spomínate vo vašej otázke, by nemal mať vplyv na vaše rozhodovanie.

Ste vlastníkom akcií s ktorými môžete urobiť jednu z 3 vecí:

- môžete si ich ponechať,
- môžete ich odpredať, alebo
- môžete ich predať, nakúpiť dlhopisy so zachovaním práva späť nakúpiť akcie (čo je pomerne výnimočné)

Či dosiahnete zisk alebo stratu? Opäť nie som daňový poradca, no predpokladal by som, že závisí od vašej vstupnej ceny za ktorú ste ich nadobudli, prípadne vstupnej ceny upravenej o rozdiel z ocenenia, ak ste taký účtovali a predajnej ceny za ktorú ich predáte.

Keďže nepoznám zmluvu medzi mestom a VVS a vychádzam z verejne dostupných informácií, nemyslím si že by malo ísť o výmenu akcie za dlhopisy, myslím si že ide o predaj a kúpu ako dve oddelené transakcie. Každopádne odporúčam prejsť Vašu otázku s účtovníkom alebo daňovým poradcom.

7. Z pohľadu mesta je príjem z predaja akcií oslobodený od dane z príjmov, ak za ten príjem mesto kúpi dlhopisy?

Nie som daňový poradca takže sa nemôžem zodpovedne vyjadrovať k daňovým otázkam.

Napriek tom: pokiaľ sa jedná o dve oddelené transakcie, teda predaj akcií a kúpa dlhopisov, nevidím žiadny dôvod na nejaké oslobodenie od dane.

8. Aké je riziko pre mesto, keď dlhopisy sú nezabezpečené? Ak by boli zabezpečené malo by mesto väčšiu istotu?

Samozrejme, ak by bola Emisia dlhopisu zabezpečená nejakým dodatočným zabezpečením, predstavovala by taká emisia pre investora nižšie riziko. Zabezpečenie môže byť formou garancie, alebo zriadením záložného práva na aktíva v prospech držiteľov dlhopisov.

V prípade VVS je potrebné dodať, že:

- VVS je dostatočne bonitná firma, ktorá ručenie treťou osobou nepotrebuje. Pod pojmom "dostatočne bonitná" mám na mysli, že má pomerne slušné, rozumen nízke, ukazovatele zadlženosti (napr. čistý dlh / EBITDA, Podiel dlhu k vlastnému imaniu)
- Takisto, nie je bežné, aby dostatočne bonitná spoločnosť svoju emisiu zabezpečovala záložného práva na aktíva. Ak investori vidia cashflow a EBITDA dostatočné na pokrytie splácania dlhopisov, obvykle dodatočné zabezpečenie nepožadujú.

Roland Vizner

+421 902 229911

pepp.sk

Personalizované investičné stratégie pre Vašu úspešnú budúcnosť