

Ondřej Moravský
moravansky@cyrrus.cz

KAPITULACE NA UKRAJINĚ, ÚTOK V BULHARSKU: OČEKÁVÁME ÚSPĚCH

11.3.2010

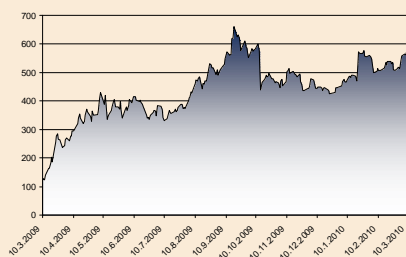
Central European Media Enterprises Ltd.
médiá

**Nové doporučení: Akumulovat
(Accumulate)**

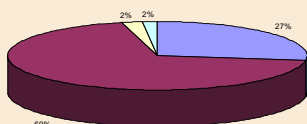
Předchozí doporučení: Držet (Hold)

Nová cílová cena: 32,7 USD / 612 CZK
Předchozí cílová cena: 19,2 USD / 376 CZK
Datum vydání předchozí analýzy: 16.6.2009

Roční vývoj akcií CME v Praze



Struktura akcionářů CME (12/2009)



Free-float R.Lauder + Time Warner Apax Partners Adrian Sarbu

Základní informace o akciích CME

Data ke dni:	10.3.2010
Cena akcie:	572,9 CZK
Počet vydaných akcií (A):	56,05 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	36,5 mld.
Tržní kapitalizace USD:	1,95 mld.
52-week max:	665,0 CZK
52-week min:	120,0 CZK
Průměrný denní objem:	75,9 mil. CZK

Sídlo firmy: Kříženeckého nám.
1078/5
152 00 Praha 5
Česká republika

Web: www.cetv-net.com

ISIN: BMG200452024
WKN: 931 407
Bloomberg: CETV:US, CETV:CP

Přehled základních ukazatelů CME Ltd. (tis. USD)

	2008	2009	2010f	2011f	2012f	2013f
Tržby	1 019 934	713 978	871 158	911 558	979 247	1 057 434
EBITDA	296 893	74 903	115 998	131 094	201 542	247 361
EBITDA marže	29,1%	10,5%	13,3%	14,4%	20,6%	23,4%
Provozní zisk	-120 359	-83 180	32 982	47 562	119 886	143 408
Čistý zisk	-248 106	-97 157	-46 842	-28 951	36 951	77 167
Výše dluhu (hrubá)	1 099 981	1 377 868	1 373 263	1 351 063	1 370 163	961 440
Debt/Equity	97%	117%	126%	125%	124%	82%
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	52,8	25,3
P/BV	1,78	1,66	1,81	1,83	1,80	1,69
P/Sales	1,91	2,73	2,24	2,14	1,99	1,84
EV/EBITDA	10,85	38,25	25,24	22,90	12,89	11,22

Zdroj: CME, odhady cyrrus

- Náš poslední update analýzy jsme vydali v červnu 2009, v době kdy již byla za námi první vlna krize, nicméně náš náhled na vývoj světové ekonomiky byl pesimističtější, než je tomu nyní. Ve vývoji reklamního trhu v regionu CEE však nenastaly výrazné zvraty, objem tržeb se stabilizoval oproti předkrizovým obdobím níže o cca 20-30%, ztelnější růst však prozatím není na dohled. Ten je očekáván až v druhé polovině roku 2010. Mediální trh je samozřejmě odkázán na stabilizaci trhů svých zadavatelů reklamy. Od našeho posledního reportu společnosti vydala několik kvartálních výsledků a výsledky za celý rok 2009.
- Mezi hlavní události od našeho předchozího doporučení patřily zejména akvizice a divestice, došlo také k dalšímu refinancování dluhu společnosti. Z kraje roku 2010 se společnost odhodlala k ráznému kroku na Ukrajině, kdy zcela opustila tento trh, naopak výrazně posílila svoji pozici na bulharském trhu, kde CME převzala tamní největší televizní skupinu bTV. Koncem minulého roku se také CME dohodla na koupi rumunské produkční společnosti MediaPro Entertainment, čímž zvýšila svoje možnosti v oblasti tvorby obsahu. Činnost CME na poli akvizic a divestic byly hlavními důvody k přehodnocení naší cílové ceny a investičního doporučení. Dalším faktorem byl makroekonomický výhled regionu CEE.
- Zejména na základě výše uvedených změn v hospodaření společnosti a našich odhadech budoucího hospodaření jsme přistoupili ke zvýšení cílové ceny pro akcie společnosti Central European Media Enterprises Ltd. z původní hodnoty 19,2 USD / 376 Kč a **stanovujeme novou roční cílovou cenu 32,7 USD / 612 Kč. Původní cílovou cenu jsme tedy zvýšili o 70%**. Nová cílová cena znamená prémii ve výši 6,1% k poslednímu závěrečnému kurzu na US trhu, a proto zvyšujeme naše investiční doporučení z původního „hold“/ „držet“ na nové „akumulovat“ / „accumulate“.

VÝSLEDKY HOSPODAŘENÍ BĚHEM ROKU 2009

*Výsledky za 2Q investory
zklamaly..*

Od našeho předchozího doporučení společnosti zveřejnila celkem trojí kvartální výsledky, naposledy celoroční výsledky za rok 2009. Na hospodaření za druhý kvartál roku 2009 se samozřejmě již projevil pokles cen reklamy, meziročně klesly tržby o téměř 40%. Tržby dosáhly za druhý kvartál 2009 výše 186,2 mil. eur, což byla hodnota mírně pod našimi odhady. Z důvodu menších než očekávaných úspor v nákladech dopadl i provozní zisk EBITDA pod naše odhady, a to již poněkud výrazněji, dosáhl \$29,6 mil.

*..krátce před 3Q výsledky vydala
společnost profit warning, reakce
na samotné výsledky tak již byla
neutrální.*

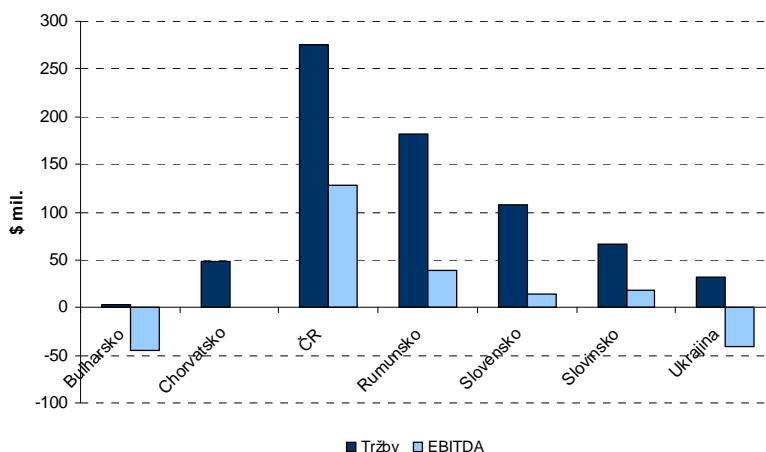
Výsledky společnosti za 3. kvartál nezanedbaly na ceně akcie výraznější dopad, a to zejména proto, že hlavní kurzotvorné informace přineslo setkání s investory několik dní před zveřejněním těchto výsledků. Firma pro rok 2009 odhadovala tržby ve výši \$702 mil. až \$710 mil., a EBITDA ve výši \$60 mil. a6 \$70 mil., to bylo v té době pro trhy negativním překvapením a akcie reagovala větším poklesem.

Ve třetím kvartále dosáhla CME tržeb ve výši \$134,5 mil. (3. kvartál je tradičně sezónně nejslabší) a počínaje provozním ziskem EBITDA i na všech dalších úrovních výsledovky dosáhl negativního výsledku. Provozní zisk EBITDA dosáhl -\$14,4 mil., kdy jedinými trhy s kladným EBITDA byly dva největší – ČR a Rumunsko.

*V týdnech před celoročními
výsledky firma oznámila
transakce na Ukrajině a
v Bulharsku, samotné výsledky
tak již nebyly v jádru pozornosti
investorů.*

Celoroční výsledky již díky před nimi oznámených transakcím na Ukrajině a v Bulharsku nebyly očekávány s takovým napětím a přinesly jen mírné pozitivní překvapení na úrovni tržeb i EBITDA. Tržby dosáhly \$713,9 mil. (-30,0% y/y) a EBITDA \$74,9 mil. (-75% y/y), tedy mírně nad výše uvedenými cílovými pásmy. Záporný provozní zisk EBITDA vykazaly Ukrajina a Bulharsko, kladný výsledek EBITDA i když velmi těsně se podařilo realizovat v Chorvatsku. Porovnání jednotlivých trhů přináší graf níže.

Přehled tržeb a EBITDA za rok 2009



Zdroj: CME

MAKROEKONOMICKÉ FAKTORY V HOSPODAŘENÍ SPOLEČNOSTI

Světová krize stále pokračuje i v regionu CEE, nicméně naše původní odhady ukázaly se být nadměrně skeptické.

Trh s televizní reklamou je cyklický a sezónní. Rok 2009 byl charakteristický poklesem cen reklamy na trzích CME cca v rozsahu 2009 okolo 20-30%. Pro rok 2010 očekáváme mírný růst, který by měl ovšem projevit až v druhé polovině roku. I když již některé ekonomiky regionu CEE vykazují stabilizaci poklesu HDP, reklamní trh je za růstem hrubého domácího produktu časově opožděn. Růstu reklamního trhu se dočkáme samozřejmě až s jasnějším a stabilnějším růstem ekonomiky, který prozatím přesvědčivě nenastává. Naše odhady růstu jednotlivých ekonomik přináší následující tabulka. Oproti předchozím odhadům jsme nyní mírně optimističtější.

Odhady růstu HDP v jednotlivých zemích CME

	2009	2010e	2011f	2012f	2009e	2010f	2011f	2012f
	aktuální odhady				původní odhady			
ČR	-4,3%	1,5%	2,0%	3,0%	-2,1%	1,5%	2,0%	2,5%
Rumunsko	-8,0%	2,0%	3,0%	3,5%	-2,5%	-0,5%	2,0%	1,5%
Slovensko	-4,7%	2,7%	2,9%	3,0%	-3,0%	-0,5%	0,5%	1,0%
Slovinsko	-7,9%	1,0%	1,5%	2,5%	-3,5%	0,2%	1,2%	1,5%
Chorvatsko	-5,8%	3,0%	3,0%	3,5%	-3,5%	0,5%	1,5%	2,5%
Bulharsko	-5,1%	1,5%	2,0%	2,5%	-4,5%	-0,5%	1,5%	2,5%

Zdroj: CME, odhady Cyrrus

ZMĚNY V OBCHODNÍM MODELU SPOLEČNOSTI

V souvislosti s akvizicí MediaPro posílila CME svoji pozici v oblasti tvorby obsahu, toto podnikání se tak zařadilo mezi hlavní pilíře tržeb CME.

Během uplynulého roku společnost představila změny ve svém business modelu. Nejdůležitějším zdrojem tržeb je samozřejmě stále poskytování **televizního reklamního prostoru**. Menší část, i když relativně dynamicky rostoucí, tvoří **výnosy z internetu**. V novém business modelu se jako třetí pilíř hospodaření CME objevuje **výroba televizního obsahu** (k tomuto účelu slouží získaná rumunská společnost MediaPro Entertainment, o níž je blíže pojednáno níže). V souvislosti s tímto schématem také nyní CME definuje 5 zdrojů tržeb: výnosy z televizní reklamy, výnosy z poplatků kabelových televizí, prodej produkce a obsahu, výnosy z internetu, prodej manažerských služeb. Posílení vlastní tvorby obsahu vnímáme proto pro společnost pozitivně, společnost jednak zefektivní výrobu programů, navíc mohou vyrobené programy být zdrojem dalších tržeb při jejich prodeji.

Oblast internetu, resp. nových médií v rámci skupiny CME na rozdíl od televizní reklamy (a to i v celosvětovém měřítku) stále vykazuje růstovou tendenci, a to měřeno jak počtem unikátních návštěvníků webů, tak např. počtem stahovaných videí. Internetové aktivity CME těží z rostoucího propojení s televizním vysíláním. Pro rok 2010 také společnost chystá spuštění většího množství internetových portálů, většinou tematicky zaměřených, a to na všech trzích kde působí. Výnosy z internetové činnosti však stále nejsou v porovnání s televizními výnosy vysoké, sledujeme ovšem také trend funkčního propojování a interakce televizního vysílání s internetovým prostorem.

CME NA TRHU BĚHEM POKRAČUJÍCÍ KRIZE

Na mediálním trhu jsou stále patrné dopady současné krize, ve svém „řemesle“ je však CME úspěšnou společností, na trzích kde je přítomna je tržním leaderem.

I když byl podle slov CEO Adriana Sarbu rok 2009 „plný bolesti“, v jedné důležité oblasti se však skupině CME podařilo zlepšit své výkony. Během krizového roku se na všech rozvinutých trzích podařilo zvýšit sledovanost, což ve světle nástupu konkurenčních digitálních kanálů hodnotíme ještě o to více pozitivně. Dává to tak dobrý předpoklad k udržení tržních pozic a tedy k silné pozici v oblasti cenotvorby i do budoucna. Lze tak říci, že se společnosti CME ve svém televizním „řemesle“ tj. aktivitách jako je zahajování činnosti nových kanálů, zvyšování sledovanosti, úspěch vyráběných pořadů atd. vcelku daří, jen jednoduše po finanční stránce doplácí na současnou hospodářskou krizi a propad reklamních výdajů inzerentů. V prostředí krize samozřejmě klesají výdaje na reklamu jak ve střední tak v západní Evropě, nicméně i před krizí platný jev, že objem reklamního trhu v přepočtu na osobu je stále v zemích západní Evropy několikanásobně vyšší než v zemích CEE kde působí CME (průměr západní Evropy cca \$250, v ČR \$80, průměr v zemích CME \$28, podle údajů CME). Na trendu očekávané budoucí konvergence k úrovním západní Evropy se tak krizí nic nezměnilo. Podobně v budoucnu dlouhodobě očekáváme růst objemu reklamy v televizi a na internetu, oproti zejména tištěným médiím a rádiu, tzn. CME se zaměřuje na oblasti reklamního trhu s největším růstovým potenciálem.

VÝVOJ NA JEDNOTLIVÝCH TRZÍCH, AKVIZICE A DIVESTICE

Během sledovaného období bylo zahájeno vysílání několika stanic, např. české MTV, nebo slovenské TV Doma.

Možná trochu paradoxně se nejvíce událostí odehrálo na těch pro CME nejmenších a tržbami nejméně významných trzích, tj. na Ukrajině a v Bulharsku. Z českého trhu upoutá jen zpráva o spuštění nového kanálu, české mutace hudební televize MTV, na Slovensku byla během podzimu spuštěna stanice Doma TV, zaměřená na vysílání pro ženy. K menším trhům jako Slovinsko, Chorvatsko a Slovensko větší zprávy nepřišly, kladně hodnotíme dosažení mírně kladného celoročního EBITDA v Chorvatsku, poprvé v historii tohoto trhu. Bulharsko je nejmladším trhem v portfoliu CME, v roce 2009 se drželo v provozní ztrátě, toto se však změnilo oznámenou akvizicí bTV.

V lednu 2010 se firma úspěšně zbavila svého podnikání na ukrajinském trhu, akcie na tento krok reagovaly prudkým růstem.

Během července 2009 došlo na Ukrajině k transakci s Igorem Kolomoiským. Ten se stal 49% akcionářem v televizi Studio 1+1, kam vložil \$100 mil. v hotovosti a svůj podíl v televizní stanici TET TV. Přibližně v půli ledna letošního roku však firma oznámila rázný krok se svým ukrajinským podnikáním, za cenu \$300 mil. se všech svých ukrajinských aktivit (tedy 51% podílu v televizních kanálech Studio 1+1 a Kino) zbavila. Stalo se tak prostřednictvím realizace put opce vydané v červenci 2009. Kupcem se stal právě Igor Kolomoisky, držitel zbývajících podílů v těchto stanicích. Dopad této transakce pro hospodaření společnosti je jednoznačně pozitivní (i akcie reagovaly výrazným růstem), za rok 2009 Ukrajina vykázala negativní EBITDA cca \$40,5 mil., a ze všech trhů CME čelila největším poklesům tržeb a neustále se pohybovala v provozní ztrátě. Prodej těchto aktivit tak firmě ulehčil jejímu hospodaření, navíc velmi pozitivně hodnotíme i realizovanou cenu 300 mil. dolarů. Transakce byla podrobena zkoumání antimonopolních orgánů na Ukrajině, podle informací z konferenčního hovoru s analytiky po celoročních výsledcích již byla ze strany orgánů transakce schválena a nic již nebrání jejímu zkompletování během druhé poloviny dubna 2010. Adrian Sarbu na konferenčním hovoru připustil možnost návratu na tento trh, nicméně zůstalo pouze u obecného vyjádření. Transakce v Ukrajině následně připravila půdu pro následnou akvizici v Bulharsku.

Nevýznamnou epizodou bez většího dopadu na hospodaření bylo převzetí tiskové agentury Mediafax za symbolickou cenu €1, kdy původním majitelem byl právě Adrian Sarbu. Tato transakce byla oznámena současně s prodejem aktiv na Ukrajině, její dopad na hospodaření CME je zanedbatelný.

Krátce po zbavení se Ukrajiny dostala CME dřívějším tržním spekulacím, a převzala vedoucí bulharskou televizi bTV.

Nedlouho po prodeji aktiv na Ukrajině následovala naopak významnější akvizice. Společnost 18. února 2010 oznámila koupi největší bulharské televizní skupiny bTV (zahrnuje největší bulharskou televizi bTV, dva menší kabelové kanály bTV Cinema, bTV Comedy a podíl v rádiové stanici Radio Company). Prodejcem byla mediální skupina News. Corp, objem transakce činil \$400 mil. (bez zahrnutí dluhů a hotovosti, s možnou změnou dle vývoje pracovního kapitálu do doby uzavření transakce). Tato cena je výrazně nižší, než byly předešlé tržní spekulace, které hovořily až o €500 mil., tj. \$700 mil. Cenu nižší než spekulovanou hodnotíme pozitivně, těžko však soudit cenu v poměru ke „kvalitě“ společnosti bTV, neboť k jejímu hospodaření není dostupných mnoho informací. Pozitivní přínos transakce hodnotíme zejména v dlouhodobém pohledu, CME se tak stává leaderem na dalším trhu kde působí, a na rozdíl od Ukrajinských aktivit a původních bulharských aktivit disponuje bTV pozitivním EBITDA.

Ocenění transakce v Bulharsku je nejasné, dlouhodobě ji však hodnotíme pozitivně.

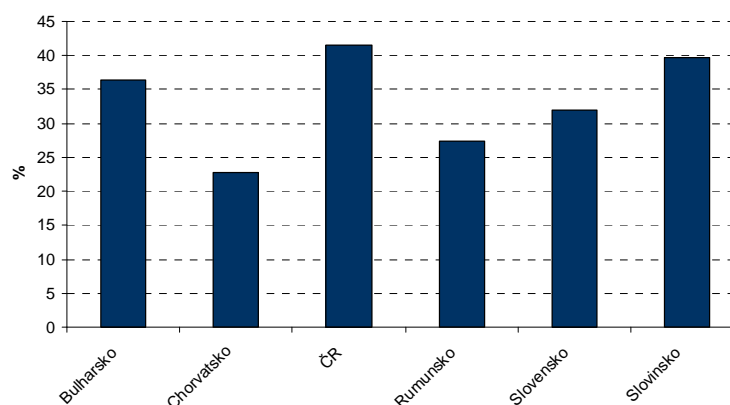
Do uzavření transakce není CME oprávněna jakkoliv komentovat hospodaření či výhledy bTV. Jsou však k dispozici historická čísla, za rok 2009 (fiskální rok končící červnem 2009) dosáhla společnost tržeb \$105 mil. a EBITDA \$45 mil., tj. dosáhla EBITDA marže cca 43%. EBITDA marží je tato společnost srovnatelná s aktivitami CME v ČR, objemem tržeb se Slovenskou částí CME. Výše uvedené ukazatele bTV indikují hodnotu transakce v porovnání s EBITDA na 8,9x, za srovnatelné období pro celou CME ukazatel EV/EBITDA (po očištění o prodej Ukrajiny) vykazuje hodnotu 15,5x. Tato metoda ocenění tak také indikuje relativně příznivou (nízkou) cenu za bTV, na druhou stranu, v konferenčním hovoru po ročních výsledcích uvedl A. Sarbu Bulharsko na jednom z posledních míst v měřítku tempa obnovy růstu reklamního trhu, nízký růstový potenciál v Bulharsku by byl dílčím vysvětlením relativně nízké kupní ceny.

Druhou významnou akvizicí za sledované období byla koupě společnosti MediaPro Entertainment, firmy specializující se na tvorbu obsahu.

V červenci minulého roku také CME oznámila převzetí rumunské produkční společnosti MediaPro Entertainment, kterou vlastnil současný CEO CME Adrian Sarbu (sám podnikatel v rumunských médiích). Tato firma se zaměřuje na produkci televizních pořadů a tvorbu televizního obsahu, tzn. je to jiný obor podnikání, než v CME převládající prodej reklamního prostoru. Tvorba pořadů v rámci CME jednak povede k úsporám v nákladech na jejich výrobu a umožní využití ve vysílání v ostatních zemích, bude také zdrojem tržeb formou prodeje pořadů externím společností. Tyto výnosy CME odhaduje na \$50 mil. ročně.

Zbavení se Ukrajiny a akvizice v Bulharsku a Rumunsku, stejně jako mírné zlepšení sledovanosti na ostatních trzích činí z CME silnou mediální společnost na mediálním trhu v rámci regionu CEE. Na všech trzích kde působí nyní zaujímá pozici tržního leadera, což společnosti zaručuje atraktivitu pro zadavatele reklamy a silnou pozici ve vyjednávání o cenách. Pro tento rok si dala CME za cíl dosáhnout pozitivního EBITDA na všech svých trzích, s bulharskou akvizicí, ukrajinskou divesticí a překročením break-even v Chorvatsku tomuto cíli podle našeho názoru nic nebrání.

Podíl na sledovanosti (all-day, 2009)



Zdroj: CME (Bulharsko včetně bTV)

ZADLUŽENÍ SPOLEČNOSTI A REFINANCOVÁNÍ DLUHŮ

Během podzimu 2009 CME ve dvou vlnách refinancovala svůj dluh, posunula tak splatnost finančních závazků dále do budoucnosti, avšak za cenu zvýšení úrokových nákladů.

Od našeho posledního reportu společnost restrukturalizovala svůj dluh, v září 2009 CME vydala dvě emise dluhopisů v celkové výši 440 mil. eur, s kupónem 11,625% a splatností v roce 2016 (tzv. 2016 Senior Notes). Z větší části byly dluhopisy použity ke splacení dříve vzniklých finančních závazků, celkové hrubé zadlužení společnosti ke konci 2009 vzrostlo na cca \$1,37 mld. Výše čistého dluhu se však ke konci roku 2009 meziročně víceméně nezměnila a dosáhla téměř přesně \$1 mld. Na účtech společnosti tak ke konci roku zůstalo přes \$480 mil. Transakce na Ukrajině a v Bulharsku se odehrály až v roce 2010 a v čistém vyjádření znamenají negativní hotovostní změnu ve výši cca \$100 mil., celková aktuální likviditní situace CME se tak příliš nezhoršila.

Podzimním refinancováním dluhů firma vylepšila svoji hotovostní pozici, i když se zvýšily celkové úrokové náklady dluhu (na \$115 mil. ročně, +69% y/y), pozitivně hodnotíme zejména oddálení splatnosti jednotlivých finančních závazků vyplývajících z několika předchozích emisí dluhů. Podle našich aktuálních odhadů bude ovšem i v budoucnu nutné dluhy společnosti refinancovat, nicméně již v menších objemech než tomu bylo v předchozím roce, při splacení dluhopisů v roce 2013 by byl zůstatek hotovosti cca \$-100 mil. Porováním splatnosti dluhů ukazuje následující tabulka:

(v mil. USD)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Splatnost před refinancováním		34,8	341,0	475,0	208,8		
Splatnost po refinancování				475,0	208,8		612,7

VÝHLEDY BUDOUCÍHO HOSPODAŘENÍ

I přes zlepšení makroekonomického výhledu, jsme nyní skeptičtější než v našich původních odhadech v oblasti tempa stabilizace růstu reklamního trhu.

V našich odhadech vývoje jednotlivých ekonomik jsme nyní optimističtější než v naší předchozí analýze, a to napříč všemi trhy. Méně optimističtí jsme však v tempu stabilizace reklamního trhu. Rok 2009 dopadl nakonec na úrovni tržeb hůře než jsme očekávali v našem předchozím reportu, proto i odhady tržeb v nejbližších letech jsou na většině trhů nižší než původně. Některé trhy se však vyvíjely nad rámec našich původních očekávání.

V České republice, která je stále hlavním tahounem CME, rok 2009 dopadl lépe než jsme odhadovali v červnu, tržby pro rok 2010 však z důvodu delšího trvání poklesu reklamního trhu odhadujeme mírně níže než dříve, od dalších let pak očekáváme pokračování růstu tohoto trhu nad rámec tempa našich původních odhadů.

Druhý největší trh, Rumunsko, se naopak vyvíjel hůře než naše odhady, a růst tržeb nyní odhadujeme méně dynamický než dříve. Podobná situace je i na slovenském trhu, kde naše odhady tržeb mírně snižujeme. Výnosy na dalších dvou menších trzích, v Chorvatsku a Slovinsku se v roce 2009 vyvíjely jen mírně odlišně od našich odhadů, pro další roky očekáváme na obou těchto trzích opět vyšší růst tržeb než v našem původním odhadu. Odhady na bulharském trhu samozřejmě nejsou díky akvizici srovnatelné s našimi původními odhady, v našem modelu již není po opuštění tohoto trhu započtena v dalších letech dříve ztrátová Ukrajina.

Mezi trhy s očekávanou největší dynamikou návratu na předkrizové úrovně řadí CME zejména Slovinsko, ČR a Rumunsko.

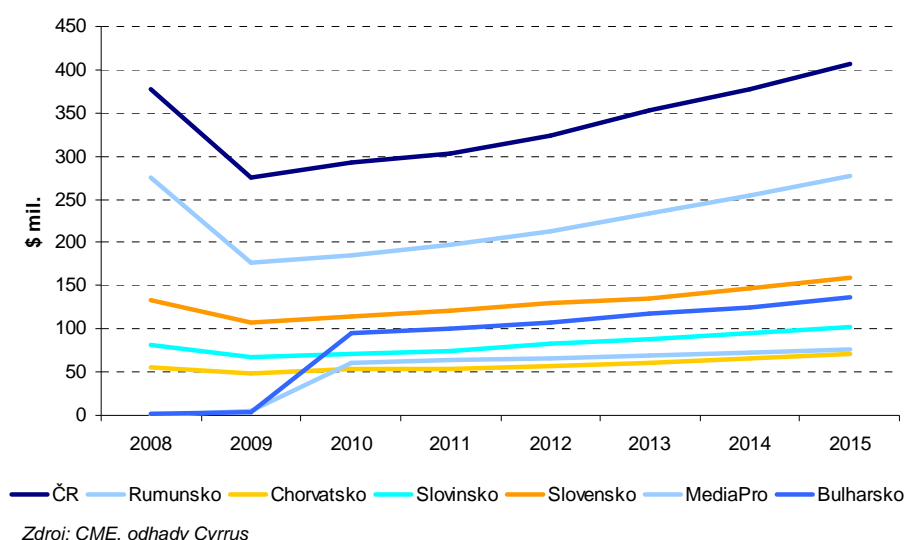
Pokud jde o výhledy pro rok 2010, nebyla společnost při celoročních výsledcích příliš konkrétní, oživení trhu očekává v 2. polovině roku, za celý rok firma očekává jednociferný růst, ovšem počátek roku může být podle společnosti bez větší meziroční změny a společnost nevyklučuje na některých trzích i pokles. V našich odhadech zůstáváme v souladu s tímto očekáváním společnost (pokud jde o růst bez zahrnutí akvizic v Bulharsku a výnosů z MediaPro), ani pro další blízké roky nepředpokládáme růst na jednotlivých trzích vyšším než jednociferným tempem.

Společnost očekává, že nejrychlejšího tempa obnovy růstu budeme svědky zejména v ČR, ve Slovinsku a v Rumunsku, naopak nejmenšího v Bulharsku a na Slovensku.

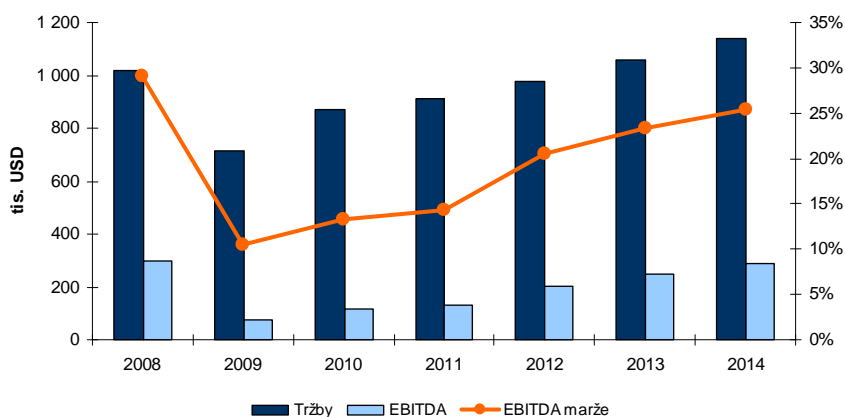
V oblasti nákladů se společnosti v uplynulém krizovém roce dařilo dosahovat úspor, pro příští rok společnosti plánuje pokračovat v tomto trendu snižování (v lokálních měnách), nicméně s očekávaným růstem tržeb očekáváme v dalších letech také větší výdaje na tvorbu pořadů a obsahu.

Do hospodaření společnosti promlouvají vedle tržního vývoje také měnové vlivy, kdy se většina tržeb společnosti realizuje v euru a v měnách regionu CEE, na tržbách se tedy negativně projevuje posílení dolaru a naopak. Posilování dolaru proti měnám CEE působí na hospodaření negativně, kdy snižuje dosažené výnosy, oproti našemu předchozímu reportu nyní očekáváme „silnější“ kurzy měn v regionu, tj. měnový vývoj působí v našich odhadech negativně.

Odhadovaný vývoj tržeb



Vývoj tržeb, EBITDA a EBITDA marže



STANOVENÍ CÍLOVÉ CENY AKCIE

Aktualizovali jsme také vstupní parametry modelu ocenění, změn doznaly zejména nižší náklady kapitálu.

Do našeho ocenění akcií CME se pozitivně také promítlo snížení rizikovosti situace na finančních trzích, kdy se snížily jak bezrizikové sazby vládních dluhopisů (pro účely našeho ocenění používáme sazby jednotlivých zemí vážené podle objemu tržeb které CME realizuje v těchto zemích), i rizikové přírážky jednotlivých zemí. Koeficient Beta (vs. PX) naopak zůstává téměř bez změn, mírně byly sníženy odhady dlouhodobého růstu HDP a inflace (opět váženo podílem jednotlivých trhů na tržbách. To celé vyústilo ve snížení nákladů kapitálu WACC.

Vstupní parametry modelu ocenění

	Aktuální hodnota	Původní hodnota
Bezriziková sazba	4,71%	6,01%
Riziková prémie	7,36%	8,36%
Beta vs. PX	1,66	1,68
Dlouhodobý růst HDP	2,36%	2,60%
Dlouhodobý růst inflace	2,32%	2,56%
WACC	12,67%	13,84%

Zdroj: Bloomberg, odhady Cyrrus

METODA FREE CASH-FLOW TO FIRM

Model FCFF indikuje následující hodnoty...

Ocenění pomocí metody FCFF je zobrazeno v následující tabulce, používáme stále dvoufázový model FCFF s první fází do roku 2015, s parametry diskontování dle výše uvedené tabulky.

Ocenění akcie CME metodou FCFF (v USD)

	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
EBIT po zdanění	26 385	38 050	95 909	114 726	145 114	168 735
Odpisy	272 365	277 766	270 784	291 652	310 909	334 644
Kapitálové výdaje	60 076	61 878	63 734	65 646	67 616	69 644
Δ prac. kapitálu	81 215	83 168	83 475	84 642	85 393	85 393
Terminal Value						8 470 122
Současná hodnota	157 460	170 770	219 483	256 089	303 014	8 818 464
Diskontovaná souč. hodnota	124 045	119 406	136 213	141 064	148 146	2 322 556
Současná hodnota	2 991 430					
Počet akcií	63,5 mil.					
Současná hodnota na akcii	47,1					
Minoritní podíly na akcii	-0,1					
Dluh na akcii (net)	14,5					
Cílová cena akcie USD						32,7
Cílová cena akcie CZK						612

..a cílovou cenu akcie ve výši 32,7USD, tj. 612 Kč na akcii.

Model FCFF implikuje vnitřní hodnotu akcie 32,7 USD, což přepočteno současným kurzem 18,7 Kč/USD implikuje hodnotu 612 Kč na akcii.

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ

Cílovou cenu akcie společnosti Central European Media Enterprises Ltd. stanovujeme na 32,7 USD / 612 Kč, kdy vzhledem k 6,1% prémii k polednímu závěrečnému kurzu doporučujeme akcie CME „akumulovat“.

Na základě ocenění pomocí modelu FCFF **stanovujeme roční cílovou cenu akcie společnosti Central European Media Enterprises Ltd. na 32,7 USD, tj. 612 Kč.** Při posledním závěrečném kurzu akcie na trhu Nasdaq 30,71 USD znamená naše cílová cena prémii k poslednímu závěrečnému kurzu akcie ve výši 6,1 %. Podle metodiky uvedené v závěru dokumentu proto stanovujeme pro akcie CME investiční doporučení „**akumulovat**“, čímž zvyšujeme doporučení z předchozího „držet“. Původní cílovou cenu z 16. června 2009 zvyšujeme o 70 %.

ANALÝZA CITLIVOSTI

Následující tabulka zobrazuje míru citlivosti cílové ceny na změny ve vybraných parametrech modelu ocenění, vážených nákladů kapitálu WACC a dlouhodobého růstu.

		WACC				
		11,67%	12,17%	12,67%	13,17%	13,67%
Dlouhodobý růst	2,27%	36,6	33,3	30,3	27,6	25,1
	2,77%	38,1	34,6	31,4	28,5	26,0
	3,27%	39,9	36,1	32,7	29,7	26,9
	3,77%	41,9	37,8	34,1	30,9	28,0
	4,27%	44,2	39,7	35,7	32,2	29,1

ZKRÁCENÉ VÝHLEDOVÉ FINANČNÍ VÝKAZY

Výhledový výkaz zisku a ztráty (mil. USD)

	2008	2009	2010e	2011f	2012f
Třížby	1 019,9	714,0	871,2	911,6	979,2
Provozní náklady	670,5	599,2	633,0	655,1	646,9
Ostatní náklady	-188,8	34,2	205,2	208,9	212,5
Provozní zisk	538,3	80,5	33,0	47,6	119,9
Finanční náklady, net	-87,4	-27,6	-84,1	-84,0	-88,8
Čistý zisk	-248,1	-97,2	-46,8	-29,0	37,0
Celkový zisk	-336,2	-214,4	-82,3	-40,6	13,4

Zdroj: CME, odhad Cyrus

Výhledová rozvaha (mil. USD)

	2008	2009	2010e	2011f	2012f
<i>Aktiva</i>					
Oběžná aktiva	495,4	829,8	715,2	674,6	689,3
Dlouhodobá aktiva	1 913,3	2 043,0	2 072,4	2 098,4	2 135,5
Celková aktiva	2 408,7	2 872,8	2 787,6	2 773,1	2 824,8
<i>Pasiva</i>					
Oběžná pasiva	228,7	349,7	382,4	392,1	410,8
Dlouhodobé závazky	1 175,7	1 351,2	1 330,3	1 314,3	1 327,9
Vlastní jmění	1 098,4	1 166,1	1 074,9	1 066,7	1 086,1
Celková pasiva	2 502,8	2 867,0	2 787,6	2 773,1	2 824,8

Zdroj: CME, odhad Cyrus

Výhledový výkaz cash flow (mil. USD)

	2008	2009	2010e	2011f	2012f
CF z provozní činnosti	135,6	-31,8	119,1	46,6	114,5
CF z investiční činnosti	-588,8	-99,2	-199,9	-96,7	-115,9
CF z finanční činnosti	444,6	474,9	-4,5	-4,5	-4,5
Celková změna CF	-35,4	351,1	-85,3	-54,6	-5,9
Stav hotovosti na konci období	107,4	458,5	373,2	318,6	312,7

Zdroj: CME, odhad Cyrus

Informace CYRRUS, a.s. dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení

Informace dle § 7 odst. 3 vyhlášky

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **25.2.2010**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	1	10,0
Akumulovat	2	20,0
Držet	6	60,0
Prodat	1	10,0

b) Podíl emitentů, jichž se týkala doporučení spadající do každého ze stupňů doporučení podle písmene a), kterým obchodník s cennými papíry CYRRUS, a.s. poskytl v uplynulých 12 měsících investiční služby významného rozsahu, a to zvlášť pro každý stupeň podle písmene a):

Společnost CYRRUS, a.s. neposkytla v uplynulých 12 měsících emitentům, kterých se týká některý ze stupňů investičních doporučení dle písmene a) investiční služby významného rozsahu.

Stupně investičních doporučení CYRRUS, a.s.

Koupit:

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota akcie je o 15% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 15% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Akumulovat:

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je o 5% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 5% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Držet

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je v rozmezí +/-5% vůči aktuálnímu kursu nebo existují speciální důvody, proč očekávat stagnaci kursu titulu (např. je stanovena cena povinného odkupu, očekávají se výsledky odkupu apod.).

Prodat

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je o více než 5% nižší než aktuální kurs nebo existují speciální důvody očekávat pokles kursu pod aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Časové rozlišení:

Běžně jsou doporučení poskytována jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů (maržové obchody, certifikáty, warranty...) na analyzované aktivum s minimální pákou 3, tzn. procentní hodnoty uvedené výše se dělí třemi.

Odhady budoucích výsledků hospodaření

Odhady budoucích výsledků hospodaření pro akciové tituly ze segmentu SPAD BCPP použité v investičních doporučeních CYRRUS, a.s. jsou vlastní odhady společnosti, není-li uvedeno jinak. Odhady budoucích výsledků hospodaření pro ostatní akciové tituly jsou převzaty z databází Bloomberg, příp. Reuters.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Analytik	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Analytik	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Analytik	potmesil@cyrrus.cz	Farmacie, development
Ondřej Moravanský	Analytik	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, média

Trading & Sales:

Pavel Pikna	Brno	pikna@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Peter Dömény	Brno	domeny@cyrrus.cz
Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Karel Potměšil	Praha	potmesil@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. a Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Společnost 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 nenesे odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure): 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 zpravodajství je možno nalézt na <http://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