

CENTRAL EUROPEAN MEDIA ENTERPRISES LTD.

RŮSTOVÝ KANÁL STŘEDOEVROPSKÝCH MÉDIÍ NALADĚN

Ondřej Moravanský
analytik
moravansky@cyrrus.cz

Obnovené pokrytí

Cílová cena: **81 USD**
1490 CZK
Doporučení: **buy / koupit**

Základní informace

Datum	13.10.2008
Posled. záv. kurz	32,27 USD
Vydaných akcií	42,332 tis. ks
Tržní kapitalizace	1,4 mld. USD
Free-float	36%
52 týdenní max.	126,53 USD
52 týdenní min.	25,89 USD
Beta vs. SPX	1,48
Podíl v PX	2,9%
Bloomberg	CETV:US
Reuters	CETV.O

Zdroj: Bloomberg, Reuters

Akcionářská struktura (hlasovací práva)

R.Lauder, Apax Partners	64%
Free-float	36%

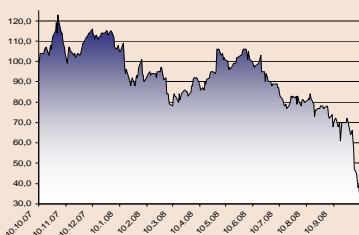
Zdroj: CETV

Poměrové ukazatele (2007)

ROA	9,9%
ROE	7,3%
P/E	18,9
P/BV	1,2
Dluh/vl. kapitál	43%
EPS	4,0 USD
Dividenda	-

Zdroj: CETV

Roční vývoj kurzu akcie (USD)



Zdroj: Bloomberg

Shrnutí analýzy

Společnost Central European Media Enterprises Ltd. je americká mediální společnost, která provozuje v 6 zemích střední a východní Evropy cca 15 televizních kanálů. Své zastoupení má v současné době v České republice, Rumunsku (tyto dva jsou její nejvýznamnější trhy), dále na Ukrajině, v Chorvatsku, Slovinsku a na Slovensku. Po zveřejnění posledních čtvrtletních výsledků (za 2Q) oznámila společnost svůj záměr vstoupit také na trh v Bulharsku. K hlavním zdrojům příjmů společnosti patří tržby z televizní reklamy, do portfolia mediální skupiny však patří i internetové portály. Příjmy z těchto druhů médií tvoří ovšem jen nevýznamnou část tržeb.

Společnost vydala dva druhy akcií, veřejně obchodovatelné jsou akcie třídy A (Class A Stocks), druhou formou jsou akcie třídy B (Class B), které nejsou veřejně obchodovány. Akcie třídy A mají celkem 64% hlasovacích práv, akcie třídy B zbývajících 36%. Společnost prozatím v historii nevyplácela dividendu, ani v současné době do budoucna takové kroky nechystá.

Strategií CETV na mediálních trzích je tzv. multikanálová, tzn. záměrem společnosti je mít v zemích, kde je činná, více než jeden kanál. Obvyklý model je takový, že CETV provozuje jeden hlavní komerční kanál, který patří k nejvíce sledovaným televizím v zemi a k tomu jeden nebo několik menších kanálů se specializovaným obsahem, zejména se zaměřením na sport, filmy nebo dokumenty. K největším zadavatelům reklamy, na všech trzích kde CETV působí, patří zejména společnosti vyrábějící spotřební kosmetiku nebo prostředky pro domácnost, dále výrobci potravin a telekomunikační operátoři.

Vývoj tržeb v budoucnu bude podléhat zejména dvěma základním faktorům. Prvním z nich (a tím důležitějším) je zvyšování příjmů z reklamy na jednotlivých trzích v příslušných národních měnách. Druhým faktorem jsou kurzové změny národních měn vzhledem k dolaru. V porovnání se zeměmi západní Evropy stále spatřujeme v ohledu výdajů na reklamu v zemích východní Evropy růstový potenciál. Vedle možnosti expanze na další trhy je strategií CETV také případné spouštění či akvizice již existujících kanálů na trzích, kde již působí. Mezi hlavní faktory ovlivňující hospodaření CETV patří zejména ekonomický vývoj regionu, zejména v podobě výdajů zadavatelů na televizní reklamu. Mediální trh v současné době prodělavá postupný přechod k digitalizaci, která má vliv na počet konkurenčních subjektů, podobný vliv má i rozvoj kabelové televize a satelitního vysílání.

Na základě naší fundamentální analýzy společnosti Central European Media Enterprises Ltd., stanovujeme cílovou cenu pro akcie této společnosti ve výši **81 USD**, při současném kurzu 18,4 CZK/USD tato cílová cena činí **1490 Kč**. Při posledním závěrečném kurzu 32,27 USD znamená naše cílová cena 151% prémii, proto akcie společnosti doporučujeme „**koupit**“. Cena akcie však v současné době podléhá více než čemukoliv jinému zejména negativnímu tržnímu sentimentu.

Tab.č.1: Základní ukazatele CETV

v mil. USD	2007	2008e	2009f	2010f
Tržby	839,99	1 042,16	1 221,12	1 402,08
EBITDA	333,45	429,99	499,61	579,83
Čistý zisk	88,57	168,19	213,18	262,21
P/E	18,9	9,9	7,8	6,4
EV/EBITDA	6,4	5,0	4,3	3,7
ROA	9,9%	10,3%	9,9%	9,8%

Zdroj: CETV, odhad Cyrrus

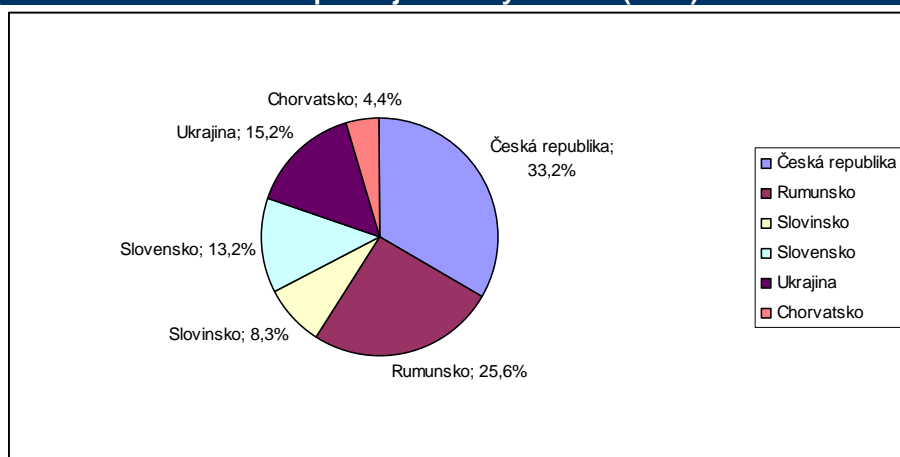
CETV působí na 6 trzích, na sedmý trh vstupuje...

Díky rozdělení vydaných akcií nemají drobní akcionáři ani institucionální investoři manažerskou kontrolu nad společností.

Profil společnosti

Mediační společnost Central European Media Enterprises Ltd. je americká společnost, která provozuje v 6 zemích střední a východní Evropy cca 15 televizních kanálů. Svě zastoupení má v současné době v České republice, Rumunsku (tyto dva jsou její nejvýznamnější trhy), dále na Ukrajině, v Chorvatsku, Slovinsku a na Slovensku. Po zveřejnění posledních čtvrtletních výsledků (za 2Q) oznámila společnost svůj záměr vstoupit také na trh v Bulharsku. K hlavním zdrojům příjmů společnosti patří tržby z televizní reklamy, do portfolia mediální skupiny však patří i internetové portály. Příjmy z těchto druhů médií tvoří ovšem jen nevýznamnou část tržeb.

Graf č.1: Struktura tržeb podle jednotlivých zemí (2007)



Zdroj: CETV

Společnost vydala dva druhy akcií, veřejně obchodovatelné jsou akcie třídy A (Class A Stocks), druhou formou jsou akcie třídy B (Class B), které nejsou veřejně obchodovány. Celkem společnost vydala 36,0 mil. akcií Class A (třídy A), a 6,3 mil. akcií Class B. Akcie Class A jsou obchodovány na americkém trhu Nasdaq (ticker CETV:US, zastoupení v indexu 0,1%) a na pražské Burze cenných papírů (CETV:CP, 3,8%). Každá akcie třídy B má při hlasování 10 hlasů, celkové rozložení hlasovacích práv je tedy 36% pro akcie Class A a 64% pro akcie Class B. Akcie Class B vlastní Ronald Lauder a jeho rodina (50,3%) a investiční společnost Apax Partners (49,7%). Z akcionářů držících akcie Class A nemá žádný akcionář společnosti CETV podíl více než 10%, akcie drží zejména investiční banky a fondy. Společnost prozatím v historii nevyplácela dividendu, ani v současné době do budoucna takové kroky nechystá. Tržní kapitalizace CETV k datu vydání analýzy je celkem 1,4 mld. USD. Přehled základních údajů o jednotlivých trzích přináší následující graf. Z něho je patrné, že nejvýznamnějšími trhy jsou pro CETV Rumunsko a Česká republika. V České republice je také nejvyšší míra sledovanosti kanálů CETV, jen mírně nižší je ve Slovinsku a na Slovensku. Trhem s velkým růstovým potenciálem je Ukrajina, zejména z důvodu vysokého počtu obyvatel ovšem relativně nízkého objemu reklamního trhu.

Tab. č. 2: Přehled základních údajů jednotlivých zemí (2007)

Země	Počet obyvatel (mil.)	Podíl na tržbách CETV	Sledovanost kanálů CETV	Velikost TV reklamního trhu (mil. USD)
Česká republika	10,3	33,2%	39,90%	390-400
Rumunsko	20,2	25,6%	24,40%	375-385
Slovinsko	2,0	8,3%	37,40%	85-90
Slovensko	5,4	13,2%	35,40%	165-170
Ukrajina	46,4	15,2%	18,90%	390-400
Chorvatsko	4,6	4,4%	18,70%	140-150
Bulharsko	7,6	-	-	165-170

Zdroj: CETV

CETV se téměř nikde nespokojí pouze s jedním kanálem..

..Česká republika tuto strategii potvrzuje, je také pro CETV jedním z hlavních trhů,..

..Chorvatsko k hlavním trhům nepatří, hospodaření na tamním trhu se zlepšuje,..

..dalším významným trhem co do velikosti populace je Rumunsko, v přepočtu na obyvatele však má co dohánět..

.. podobně je na tom i Ukrajina, největší počtem obyvatel, zdaleka však ne objemem trhu.

Přehled trhů v jednotlivých zemích

Strategií CETV na mediálních trzích je tzv. multikanálová, tzn. záměrem společnosti je mít v zemích, kde je činná, více než jeden kanál. Obvyklý model je takový, že CETV provozuje jeden hlavní komerční kanál, který patří k nejvíce sledovaným televizím v zemi a k tomu jeden nebo několik menších kanálů se specializovaným obsahem, zejména se zaměřením na sport, filmy nebo dokumenty.

Česká republika

Hlavním zdrojem tržeb na českém trhu je televizní kanál TV NOVA, CETV provozuje také dva menší kanály, filmový Nova Cinema a sportovní Nova Sport (dřívější Galaxie Sport). Podle před několika týdny uzavřené dohody má v první polovině roku být v ČR v rámci skupiny CETV spuštěna česká mutace zábavního hudebního kanálu MTV. TV NOVA dosahuje podílu na sledovanosti cca 40%, což tuto činí nejsledovanější mezi českými televizními kanály. Následuje veřejnoprávní ČT1, druhá komerční televize Prima a druhý veřejnoprávní kanál ČT2. Objem trhu s televizní reklamou se odhaduje na cca 390-400 mil. USD (2007). Kromě televizních stanic pak provozuje CETV také zpravodajský internetový portál tn.cz, dále stránky blog.cz a vyhledávač jyxo.cz. Podle včerejších zpráv CETV plánuje také nové zaměření portálu nova.cz, s větším zaměřením na zábavu a video.

Chorvatsko

Chorvatsko patří, měřeno počtem obyvatel, k menším trhům CETV. Zde společnost provozuje svůj kanál NOVA TV, tento kanál má podíl na sledovanosti cca 19%, čímž se řadí na 3. místo. Hlavními dalšími konkurenty na chorvatském trhu jsou národní televize HRT, která provozuje dva kanály (HRT1, HRT2) a soukromý kanál RTL. Vysílání NOVA TV je obdobné ostatním komerčním televizím, zahrnuje zejména seriály, sitcomy, filmy a sportovní přenosy. Objem chorvatského trhu s TV reklamou se odhaduje na 140 – 150 mil. USD. I v Chorvatsku provozuje CETV blogové stránky – blog.hr. Výdaje na televizní reklamu v Chorvatsku činí přibližně 44% celkových výdajů na reklamu (za rok 2007). Chorvatsko je jedinou zemí CETV, kde hospodaření prozatím dosahuje záporných hodnot EBITDA (na celoroční úrovni), nicméně ke kladným hodnotám rychle směřuje.

Rumunsko

Měřeno počtem obyvatel je Rumunsko přibližně dvojnásobnou zemí oproti ČR, ovšem jeho trh s televizní reklamou je v absolutních číslech o něco menší než ten český, 375 – 385 mil. USD. Na rumunském trhu provozuje CETV celkem 6 televizních kanálů – Pro TV, Acasa, Pro Cinema, Sport.Ro, MTV Romania a Pro TV International. Konkuruje jim stanicemi jsou jednak národní televize TVR (provozuje 2 kanály) a soukromý kanál Antena 1. Pro TV (obsahem běžná komerční televize) je se svými cca 14% nejsledovanější televizí v Rumunsku. Celkový podíl na celodenní sledovanosti všech kanálů pod křídly CETV činí cca 24,5%. Kanál Acasa vysílá zejména pro dámské publikum, Pro Cinema se orientuje na filmy a dokumentární filmy, Sport.Ro je sportovní kanál, MTV Romania je rumunskou lokalizací známého kanálu MTV a Pro TV International vysílá přes satelit rumunské vysílání do jiných zemí. Největšími konkurenty Pro TV jsou veřejnoprávní kanál TVR1 a soukromá Antena 1.

Ukrajina

Ukrajina je se svým počtem 46,4 mil. obyvatel jednoznačně největším trhem na kterém je CETV přítomna, podobně jako ostatní trhy geograficky vzdálenější od západní Evropy není objem trhu s TV reklamou v přepočtu na obyvatele velký, v agregátním vyjádření se objem odhaduje na 390 – 400 mil. tj. objem srovnatelný s ČR, která má však čtvrtinovou populaci. Do tohoto čísla pro Ukrajinu se však nezahrnují propagační výdaje politických stran. V ukrajinském éteru provozuje CETV celkem 3 stanice, ovšem pouze jednu s celostátní působností – Studio 1+1, ta se těší cca 16% sledovanosti, zaujímá tak druhé místo za jinou soukromou televizí Inter. Obsah vysílání Studio 1+1 je opět zaměřen hlavně na seriály, filmy, zábavná show atd. Další dva kanály Kino a Citi nemají dosah na celé území Ukrajiny, Kino se orientuje spíše na zábavné vysílání, Citi pak na zpravodajství, zejména lokální, kulturu a obchodní vysílání. Problémem u ukrajinských stanic je absence místních studií a možnosti výroby lokální produkce.

Na Slovensku provozuje CETV pouze jeden televizní kanál, ten se však těší vysoké sledovanosti.

Malé populací, avšak s vyspělým trhem – to je Slovinsko.

Na podrobnější informace o aktivitách v Bulharsku si budeme muset ještě počkat.

Struktura zadavatelů reklamy na trzích ve východní Evropě je od západní Evropy odlišná..

..významnými zadavateli reklamy jsou zejména defenzivní odvětví.

Slovensko

Slovensko je trhem s přibližně polovičním počtem obyvatel oproti ČR, méně než poloviční je pak velikost jeho televizního reklamního trhu, cca 165-170 mil. USD. Na Slovensku má CETV jediný TV kanál – televizi Markíza. Celodenní sledovanost tohoto kanálu se pohybuje kolem 36%, svou povahou jde také o běžný komerční kanál, zaměřený na vysílání seriálů, filmů, sitcomů atd. Markíza se svým více než třetinovým podílem na sledovanosti vede celkový žebříček v tomto ohledu, následována prvním kanálem veřejnoprávní STV1 a další soukromou televizí Joj.

Slovinsko

Slovinsko se svými 2 mil. obyvatel je pro CETV nejmenším trhem, tomu také odpovídá nejmenší objem reklamního trhu, cca 85-90 mil. USD, který je však po přepočtu na osobu objemnější než například trh český. CETV má ve Slovinsku dva kanály, Pop TV a Kanal A, i na tomto trhu jsou přítomny dva veřejnoprávní kanály, SLO1 a SLO2 a jedna soukromá televize TV3. Pop TV je nejsledovanějším kanálem v zemi (cca 26%), následován veřejnoprávní televizí SLO1 a druhým kanálem CETV – Kanal A (cca 11%). Kanál Pop TV je opět klasickým komerčním kanálem, Kanal A vysílá obdobný program, který doplňuje obsah hlavního kanálu Pop TV.

Bulharsko

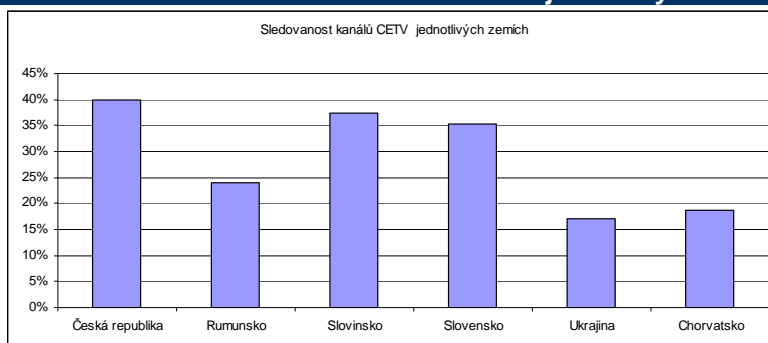
Vstup na bulharský trh oznámila společnost CETV na konci července t.r. s tím, že se dohodla na koupi 80% podílu ve dvou bulharských TV kanálech TV2 a Ring TV. Jde tak o vstup na nový trh po třech letech. TV2 je komerčním kanálem, Ring TV se orientuje na sportovní přenosy. Objem bulharského trhu s TV reklamou se odhaduje na cca 170 mil. USD, s populací 7,6 mil. Vedle dalších dvou komerčních stanic existuje v Bulharsku jeden veřejnoprávní kanál. CETV si vytkla neskromný cíl být do 5 let leaderem na trhu.

Trh s televizní reklamou

K největším zadavatelům reklamy, na všech trzích kde CETV působí, patří zejména společnosti vyrábějící spotřební kosmetiku nebo prostředky pro domácnost (Procter & Gamble, Reckitt Benckiser, Henkel, L'Oreal, Johnson&Johnson atd.), dále výrobci potravin (Nestlé, Coca Cola, Kraft Foods..) a telekomunikační operátoři (Telefónica, T-Mobile, Vodafone, Orange..). Reklamní trhy ve východní Evropě se tak skladbou inzerentů odlišují od vyspělých evropských trhů, kde mezi hlavní zadavatele reklamy patří společnosti ze sektoru financí, výrobci automobilů, poskytovatelé zábavy nebo dopravních služeb. V současné situaci, kdy je očekáváno zpomalení ekonomického růstu zejména v USA a západní Evropě, ale i ve východní Evropě je tato orientace na zadavatele reklamy ze sektorů méně náchylných na ekonomický cyklus pro CETV výhodná. I když samozřejmě ani tyto sektory ve zmiňovaných zemích jistého útlumu ušetřeny nebudou.

Cena za reklamní prostor se odvíjí zejména od sledovanosti jednotlivých kanálů, a to jak dlouhodobé, tak krátkodobé, v souvislosti s aktuálními přenosy. CETV používá v zásadě dvě metody stanovení ceny za televizní reklamní prostor. Používanější metodou je stanovení nákladu podle GRP („Gross Rating Point“), což je ukazatel, který zohledňuje množství diváků, kteří sledují televizi v čase vysílání reklamy a počet opakování reklamy. Druhou, méně používanou, metodou je tzv. rate-card pricing, které zohledňuje čas vysílání a délku reklamy.

Graf č. 2: Podíl kanálů CETV na sledovanosti v jednotlivých zemích



Zdroj: CETV

Tržby každoročně rostoucí o desítky procent dělají investorům radost..

..z části za nimi stojí oslabující dolar.

I mimo měnové záležitosti skýtají trhy východní Evropy výrazný růstový potenciál, v porovnání se západními trhy.

CETV téměř nevyužívá klasické dlouhodobé úvěry, většina cizích zdrojů má formu dluhopisů..

Přehled a výhled hospodaření společnosti

Poslední fiskální rok (2007) byl pro společnost CETV velmi úspěšným. Při tržbách ve výši 840 mil. USD (+39% y/y) dosáhla CETV provozního zisku 206 mil. USD (+46% y/y), čímž dosáhla provozní marže 24,5% (tj. +1,2 proc.b. y/y). Celkový zisk činil 88,6 mil. USD (+334% y/y), zisk se zahrnutím kurzových přepočtů dosáhl 247 mil. USD (+38% y/y). Tržby rostou každoročně o desítky procent (za rok 2006 o 50,4%), je to způsobeno jednak růstem na jednotlivých trzích, jednak poklesem dolaru v minulých letech. Do budoucna předpokládáme zastavení poklesu kurzu dolaru a jeho mírný růst, proto bude vliv „fundamentálních“ faktorů v peněžním vyjádření omezen. Podle našich předpokladů dojde k růstu tržeb za rok 2008 o 24,1%, za rok následující o 17,2%.

Vývoj tržeb v budoucnu bude podléhat zejména dvěma základním faktorům. Prvním z nich (a tím důležitějším) je zvyšování příjmů z reklamy na jednotlivých trzích v příslušných národních měnách. Druhým faktorem jsou kurzové změny národních měn vzhledem k dolaru. V porovnání se zeměmi západní Evropy stále spatřujeme v ohledu výdajů na reklamu v zemích východní Evropy růstový potenciál. Vedle možnosti expanze na další trhy je strategií CETV také případné spouštění či akvizice již existujících kanálů na trzích, kde již působí. Ačkoliv aktivity mimo televizní vysílání (zejména provoz internetových stránek a portálů) nepatří k hlavním zdrojům tržeb, CETV plánuje tyto aktivity dále rozvíjet a v tomto oboru investovat. Předpokládáme však, že CETV se nepodaří na tomto trhu formou organického růstu stát se v dohledné době významným hráčem, pokud ano, tak pouze díky akvizicím.

Za rok 2007 se výdaje na televizní reklamu v přepočtu na jednoho obyvatele na vyspělejších trzích CETV pohybovaly od přibližně 30 USD (Chorvatsko, Slovensko) přes cca 38 USD v České republice až po 45 USD ve Slovinsku. Na méně vyspělém trhu v Rumunsku to bylo cca 19 USD a na Ukrajině 9 USD. Srovnatelné údaje za vyspělé země se pohybují znatelně výše, ve Velké Británii jde o ca 90 USD a v USA téměř 200 USD. Odtud vidíme, že růstový potenciál těch vyspělejších trhů, na kterých CETV působí k současné úrovni např. britského trhu je přinejmenším přibližně 100%. Při odhadovaném vyrovnání úrovně západních zemích v délce 10 let (na jejich současnou úroveň) to mají ty vyspělejší trhy růstový potenciál přibližně 7% ročně.

Na poli nákladů tvoří největší podíl výdaje na programovou tvorbu (cca 52% celkových nákladů), další významnou položkou jsou obecné provozní náklady (38%). Menšími položkami jsou odpisy hmotného majetku a odpisy vysílacích licencí. Provozní náklady za rok 2007 narostly přibližně stejným tempem jako tržby, do budoucna však předpokládáme růst tržeb pomalejší než růst nákladů, což se projeví poklesem marže provozního zisku (EBIT).

Charakteristikou společnosti je financování pomocí senior notes (dluhopisů). Ty jsou vydány ve dvou tranších, první v objemu 245 mil. eur s fixní úrokovou sazbou (8,25%), druhá 150 mil. eur s pohyblivou sazbou (6M Euribor +1,625%). Dále společnosti vydala Senior Convertible Notes (převoditelné dluhopisy) v celkové výši 475 mil. USD. Vedle toho má CETV zřízeny úvěrové facility s EBRD ve výši 150 mil. eur, které slouží k financování provozu společnosti a v současné chvíli nejsou čerpány. Dále CETV využívá další facility v některých dalších zemích, jejich podíl na celkovém zadlužení není významný. Nejbližší rok splatnosti významnějšího objemu dluhopisů je 2012. Finanční náklady plynoucí z těchto dluhů také nepovažujeme za znepokojující.

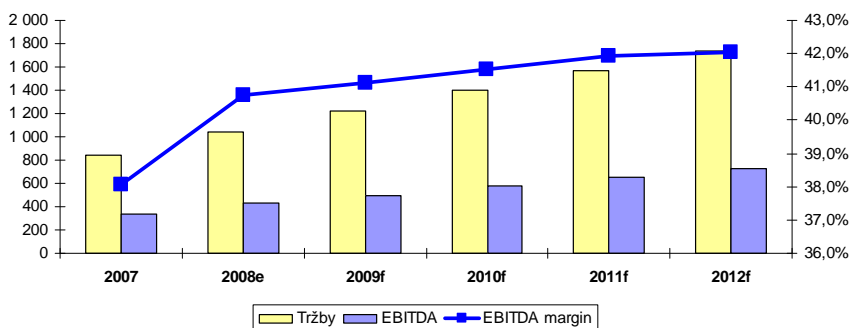
Jak uvedeno, dluhopisy jsou emitovány v eurech, společnost svůj dluh také aktivně řídí, kdy v roce 2007 přistoupila k jeho refinancování. V současné chvíli nespátřujeme ve výši zadlužení CETV větší riziko, Poměr Debt/Equity se pohybuje na bezpečné úrovni 43%. Rizikem by mohlo být zadlužení díky možným případným akvizicím v budoucnu, o nichž pojednáváme na jiném místě. Příliv cash-flow však považujeme v současné chvíli za dostatečný.

Hlavními cíli investic jsou v současné době jednak investice do programové tvorby, dále CETV pokračuje ve své strategii zvyšování podílu ve svých dceřiných společnostech v jednotlivých zemích do výše 100%. Aktuálně je to snaha navýšit podíl v ukrajinské televizi Studio 1+1, tento podíl může být splacen jak v hotovosti, tak v akciích.

Do budoucna očekáváme jak růst tržeb, tak ziskovosti..

Hlavním používaným ukazatelem ziskovosti pro CETV je EBITDA marže. Celková EBITDA marže CETV činí 38,1%, kdy na tomto ukazateli se nejvíce podílí (za rok 2007) největší trhy – Česká republika a Rumunsko (56,0%, resp. 43,2%). O něco menší EBITDA marže má Slovensko a Slovinsko (37,6%, resp. 32,7%). Zápornou EBITDA marži měly v posledních letech aktivity v Chorvatsku. Za druhý kvartál se však již chorvatské hospodaření dostalo do kladných hodnot (za celé první pololetí byla tato hodnota lehce záporná). Očekáváme, že za celý rok 2008 bude EBITDA marže v Chorvatsku lehce nad nulovou úrovní a pro další roky předpokládáme již kladné hodnoty (mezi 10-20%). Podobná situace (záporná hodnota EBITDA) je také u ukrajinských kanálů Kino a Citi. Na celkové úrovni ukrajinského hospodaření je však tato ztráta vyrovnávána hospodařením kanálu Studio 1+1. EBITDA marže ukrajinských aktivit je tak cca 15%. Do budoucna předpokládáme v celkovém vyjádření pokračování v růstu tohoto ukazatele. Největší růsty EBITDA marží očekáváme zejména v Rumunsku a na Ukrajině.

Graf č. 3: Očekávaný vývoj tržeb, EBITDA a EBITDA marže



Zdroj: CETV, odhad Cyrrus

Faktory a rizika ovlivňující hospodaření

Tržní faktory

Faktorů, které mohou negativně působit na sledovanost je samozřejmě několik. Kromě atraktivity programového vysílání CETV je to zejména kvalita a množství konkurenčních kanálů. Hlavním tržním faktorem pro CETV je zejména schopnost dosahovat atraktivní míry sledovanosti. Ta se odvíjí samozřejmě od atraktivity programové sklady kanálů CETV a její konkurence. Jednorázové výkyvy se vyskytují např. díky významným mediálním událostem, jako jsou světové sportovní události. (například v souvislosti s vysíláním Eura 2008 na konkurenčním kanálu klesla krátkodobě sledovanost TV Nova v ČR na dlouhodobá minima). CETV také může těžit ze svého zastoupení na více trzích, kdy televizní formáty úspěšné v jedné zemi může relativně jednoduše použít i v ostatních zemích.

Digitalizace

V současné době nastupuje jak v ČR tak v ostatních zemích vlna digitalizace televizního vysílání. Ta má za následek zvýšení kapacity „éteru“, tj. příliv dalších konkurenčních kanálů. Vstup dalších konkurentů do odvětví je omezen zejména díky regulaci množství a cen vysílacích licencí, vydávaných jednotlivými národními telekomunikačními orgány. Předpokládáme, že nově vzniklé a na trh vstoupivší kanály však (podobně jako v ČR, tak i v dalších zemích) nebudou svým formátem přímo konkurovat CETV, neboť nepůjde o klasické obecné „komerční“ televize, ale spíše o tematicky zaměřené kanály. Z těchto pak konkurenční největší riziko spatřujeme zejména u zpravodajských televizních kanálů, méně již u dokumentárních či kulturně zaměřených. Mezi země, které jsou s přechodem na digitální vysílání nejdále patří ČR, Slovensko a Slovinsko,

Zastoupení na více trzích přináší mnoho konkurentů..

..zároveň však i synergické efekty.

Technický pokrok konkurenční prostředí přirostuje..

..a to hned několika různými způsoby.

Vedle „éteru“ působí CETV i na internetu, ten však není v hospodaření společnosti až tak důležitý..

Hospodaření médií záleží například na ročním období...

..samozřejmě také na ekonomickém cyklu..

Média ovládají masy, i proto mohou zajímat politiky, východní Evropu však považujeme za stabilní oblast..

Při podnikání na 7 trzích se nelze vyhnout riziku směnných kurzů..

..médiá také podléhají regulaci ze stran příslušných orgánů, jak národních, tak evropských.

Kabelové televize a satelitní přenos signálu

Dalším faktorem, který ohrožuje sledovanost kanálů CETV je rozvoj kabelové televize a IP TV. S jejich rozvojem roste počet dostupných televizních kanálů, čímž se rozšiřuje pro diváky možnost sledovat konkurenční vysílání. Penetrace kabelovou televizí (procento domácností, které jsou jí vybaveny) a tedy největší konkurenční riziko ze strany kabelových televizí je ze současných trhů CETV nejvyšší v Rumunsku a Slovinsku (v obou zemích 63%), nejnižší v Chorvatsku a na Ukrajině (16%, resp. 19%). Podobný vliv na sledovanost televizních kanálů má také rostoucí počet lidí využívajících k příjmu TV signálu satelitní přijímače.

Internetové portály

CETV se pohybuje i na trhu internetových portálů, v ČR například tn.cz, nova.cz. Ohledně růstu tržeb z tohoto reklamního prostoru jsme do budoucna skeptičtí pokud jde o organický růst. Nově vzniklé portály podle našeho názoru neznamenaají a nebudou znamenat pro existující a zavedené subjekty na trhu větší hrozbu, zejména díky tomu, že v počátcích své existence nemohou poskytovat konkurenceschopné portfolio služeb. Změnu podle našeho názoru nepřinese ani očekávaná zvyšující se penetrace připojení k internetu ve střední a východní Evropě. Příležitost pro CETV posílit svoji pozici na trhu internetové reklamy tak vidíme pouze v případných akvizicích.

Sezónnost a cyklický vývoj

Poptávka po televizní reklamě podléhá sezónním výkyvům, tradičně nejslabší v tomto ohledu je 3. čtvrtletí kalendářního roku (zejména díky letním prázdninám), nejsilnější je naopak poslední čtvrtletí roku, díky rostoucí spotřebě před Vánoci.

Riziko vývoje hospodářství

Vývoj objemu prostředků vynaložených na reklamu je samozřejmě ovlivněn celkovou ekonomickou výkonností země. Jak již bylo řečeno trhy na kterých je CETV činná zatím nedosahují vyspělosti západních zemí (měřeno poměrem výdajů na reklamu vzhledem k HDP), proto mají růstový potenciál vyšší než země západní Evropy. Na druhou stranu, v současné chvíli kdy západoevropská ekonomika balancuje na hraně recese, očekáváme i ve východoevropských zemích zpomalení ekonomiky. I v současné době však televizní společnosti působící v regionu plánují zvyšovat ceny, CETV oznámila že pro příští rok v ČR plánuje zvýšit ceny reklamy v průměru o 20%, podobný krok oznámila i polská televizní skupina TVN.

Politické riziko

Nemůžeme nezmínit také riziko politické, ačkoliv většina trhů CETV je součástí EU (ČR, Slovensko, Slovinsko, Rumunsko, kandidátskou zemí je Chorvatsko), zejména ukrajinský trh vnímáme jako méně politicky stabilní, než zmíněné země. Obecně země východní Evropy jsou společností vnímány jako země více rizikové v porovnání se zeměmi západní Evropy popř. USA, my tento názor nesdílíme.

Riziko změn měnových kurzů

Jak již bylo několikrát naznačeno, díky přítomnosti na 6, resp., v blízké budoucnosti na 7 trzích je CETV do značné míry vystavena riziku změn měnových kurzů. Společnosti nahrává slabý dolar, posilování dolaru působí na hospodaření negativně.

Regulace mediálního trhu

Mediální podnikání také podléhá regulaci ze strany příslušných orgánů, tzv. „mediálních rad“. Například v ČR je to Rada pro rozhlasové a televizní vysílání, v ostatních zemích působí obdobné místní instituce. Trhy v rámci EU také podléhají evropské směrnici – Audio Visual Media Services Directive (AVMS Directive). Ta řídí zejména míru obsahu vysílání vzniklého v Evropě na celkovém vysílání, nebo poměrný objem prostředků investovaných do tzv. nezávislé tvorby. Dále existují směrnice ohledně možnosti přerušování pořadů reklamou nebo product-placementu, stejně jako předpisy omezující celkový čas, který během vysílání může zabrat reklama. Národní mediální rady také stanovují podmínky přidělování vysílacích licencí, a to jak technické (dané pokrytí v daném časovém úseku), tak finanční.

Pro CETV určitě není současný počet sedmi zemí konečným číslem..

..akcionář díky tomu může být svědkem zředění svého podílu.

Další akvizice

Společnost CETV se nijak netají svým záměrem dále rozšiřovat svoji působnost na další trhy ve střední a východní Evropě. Čistě z geografického se nabízí země jako Polsko, Maďarsko, Srbsko, nebo také pobaltské státy. Obvyklý postup při akvizicích CETV je takový, že CETV zakoupí většinový podíl v nějakém lokálním operátorovi, který následně navyšuje až na 100%. Cílem akvizice plných 100% je převzetí kompletní kontroly nad dceřinou společností. Nežádka také CETV využívá zkušeností místních mediálních odborníků, se kterými spolupracuje, např. Adrian Sarbu nebo Igor Kolomoisky. Nejsou vyloučeny (vedle zmiňovaného navyšování podílů) ani další akvizice na již obsazených trzích. Pro CETV jsou nejperspektivnějšími trhy co do budoucího objemu tržeb zejména Rumunsko a Ukrajina. Pro obě tyto země je společné to, že jejich mediálních trh ještě není dostatečně vyspělý a skýtá tak možnosti růstu, jde také o země s největším počtem obyvatel mezi zeměmi, kde je CETV zastoupena. Podle firemních vyjádření společnost neplánuje vyplácení dividend nebo program zpětného odkupu akcií, proto předpokládáme, že disponibilní hotovost bude použita právě k těmto účelům. Po nedávném vstupu na bulharský trh však nepředpokládáme, že by další podobné operace přišly v blízkých čtvrtletích či letech.

Emise nových akcií

Držitel akcií CETV čelí riziku toho, že CETV vydá další akcie. To se již se tak v minulosti několikrát stalo, emise nových akcií je jednou z používaných forem platby za podíly v získaných dceřiných společnostech. Emise dalších akcií by samozřejmě přispěla k zředění jejich hodnoty.

Ocenění akcie jsme provedli dvěma metodami..

Na základě metody volného cash-flow stanovujeme cílovou cenu akcie na 92,2 USD.

Ocenění akcie společnosti CETV

K ocenění akcie společnosti jsme použili model diskontovaného cash-flow FCFF (free cash-flow to firm) v kombinaci s oceněním pomocí EV/EBITDA ve srovnání s ostatními společnostmi v odvětví. Ve vzájemném poměru 0,8 pro FCFF a 0,2 pro EV/EBITDA). Tento poměr volíme z toho důvodu, že ukazatel tržního ocenění EV/EBITDA je v současné době silně ovlivněn tržním sentimentem a v menší míře fundamentem společnosti.

Základní nastavení modelu FCFF zobrazuje následující tabulka:

Stanovení hodnoty akcie metodou FCFF

Tab. č. 3 : Předpoklady modelu FCFF

Beta (vs. S&P500)	1,48
Bezriziková sazba	5,56%
Riziková prémie	6,73%

Růst reálného HDP	3,27%
Inflace	3,23%
Diskontní faktor	15,44%
WACC	13,59%

Při stanovování diskontního faktoru jsme vycházeli z bezrizikových sazeb a rizikových premií jednotlivých zemí, na kterých CETV operuje, vážených podle podílu jednotlivé země na celkových tržbách CETV. Stejný přístup jsme uplatnili při predikci dlouhodobého růstu HDP a inflace. Koeficient beta jsme vztáhli k indexu S&P500. Výstup modelu FCFF uvádí následující tabulka.

Tab. č. 4: Model FCFF (v USD na akcii)

	2008e	2009f	2010f	2011f	2012f	2013f+
EBIT * (1-t)	4,4	4,9	6,5	7,4	8,3	69,5
Odpisy	7,7	9,2	10,7	12,1	13,7	170,1
Capex	3,5	3,8	4,3	5,2	6,4	75,9
<u>Δ prac. kapitálu</u>	<u>5,4</u>	<u>6,2</u>	<u>7,1</u>	<u>7,9</u>	<u>8,8</u>	<u>28,5</u>
Volné CF	3,2	4,2	5,8	6,4	6,8	135,2
Diskont. volné CF	2,8	3,2	4,0	3,9	3,6	88,8
NPV	106,2					
Čistý dluh	14,0					
Cílová cena	92,2					

Při ocenění CETV metodou FCFF jsme dospěli k cílové ceně akcie ve výši **92,2 USD**.

Pomocí srovnání s dalšími společnostmi v odvětví..

..jsme pomocí ukazatele EV/EBITDA,..

Ocenění pomocí srovnání ukazatelů tržního ocenění

Druhou metodou ocenění, kterou jsme použili je srovnání dle ukazatelů tržního ohodnocení vzhledem k podobným společnostem v oboru médií. Srovnávanými společnostmi jsou skandinávská mediální skupina Modern Times Group (MTG) do jejíhož portfolia patří např. televize Prima, dále polská televizní společnost TVN a třetí srovnávanou společností je americká společnost CTC Media, která působí výhradně na ruském trhu. Srovnání ukazatelů tržního ocenění jsme provedli pomocí P/E, P/BV a EV/EBITDA, hodnoty ukazatelů jsou stanoveny na základě cen ze dne 9.10.2008.

Tab. č. 5: Srovnání podle P/E

	2007	2008e	2009e	2010e
CETV	18,9	9,9	7,8	6,4
TVN	24,6	15,4	14,0	11,4
CTC Media	11,9	8,2	6,6	5,3
MTG	5,1	6,0	5,2	4,5
Průměr	16,4	10,6	9,1	7,4

Zdroj: odhad Cyrrus, Bloomberg

Tab. č. 6: Srovnání podle P/BV

	2007	2008e	2009e	2010e
CETV	1,2	0,9	0,7	0,5
TVN	4,2	3,8	3,3	2,8
CTC Media	2,6	2,0	1,6	1,3
MTG	1,8	1,9	1,6	1,4
Průměr	2,6	2,3	2,0	1,7

Zdroj: odhad Cyrrus, Bloomberg

Podle ukazatele P/E se CETV obchoduje s diskontem oproti průměru skupiny. Tento diskont neodpovídá podle našeho názoru fundamentu společnosti, do jisté míry je ospravedlněn nižší rentabilitou CETV, avšak neodpovídá nadprůměrnému očekávanému zisku, ani víceméně průměrné míře zadlužení. Podprůměrné hodnoty P/BV u CETV jsou adekvátní podprůměrným hodnotám rentability.

Ocenění pomocí EV/EBITDA

Podle ukazatele EV/EBITDA, (který považujeme z důvodu povahy činnosti CETV za nejvhodnější) se akcie CETV obchodují s premií. Podle našeho názoru je tato premie opodstatněná a to zejména z důvodu nadprůměrného růstu budoucího zisku EBITDA. Premii by však měla snižovat mírně nadprůměrná hodnota zadlužení a podprůměrná rentabilita. Podle našeho názoru by se měla akcie CETV obchodovat nad průměrným EV/EBITDA 2008e skupiny s premií 10%, tedy při EV/EBITDA **4,4**.

Tab. č. 7: Srovnání podle EV/EBITDA

	2007	2008e	2009e	2010e
CETV	6,4	5,0	4,3	3,7
TVN	3,8	3,1	2,8	2,4
CTC Media	5,6	7,2	5,9	4,9
MTG	1,3	0,7	0,8	0,7
Průměr	4,3	4,0	3,4	2,9

Zdroj: odhad Cyrrus, Bloomberg

..při zohlednění adekvátních ukazatelů..

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

	ROA (%)	EBITDA margin	CAGR EBITDA (2008-2010)	Debt/Equity
CETV	6,8	39,7%	20,3%	43,04%
TVN	18,1	35,6%	16,6%	59,13%
CTC Media	32,7	81,3%	4,3%	36,61%
MTG	20,1	14,9%	20,9%	8,77%
Průměr	19,2	42,6%	15,6%	39,87%

Zdroj: jednotlivé společnosti, odhady Cyrrus za použití dat Bloomberg

Tab. č. 9: Ocenění pomocí EV/EBITDA

EV	1877
Čistý dluh	426
Mcap	1451
Počet akcií	42,3 mil.
Cílová cena akcie	35,3

Zdroj: CETV, odhad Cyrrus

..stanovili cílovou cenu na 35,3 USD.

Pomocí této metody stanovujeme cílovou cenu pro akcie CETV na **35,3 USD**, citlivost cílové ceny na zvolenou prémii k průměru skupiny zobrazuje následující tabulka

Tab.č.10: Citlivost cílové ceny na prémii EV/EBITDA

Prémie/ Diskont				
-10%	0%	10%	20%	30%
27,00	31,20	35,3	39,50	43,60

Akcie společnosti Central European Media Enterprises doporučujeme „koupit“, s cílovou cenou 81 USD.

I přes dlouhodobý růstový potenciál je však tato investice v těchto dnech značně nejistá.

Investiční doporučení

Na základě naší fundamentální analýzy společnosti Central European Media Enterprises, při použití metody FCFF v kombinaci ocenění pomocí srovnání EV/EBITDA, stanovujeme cílovou cenu pro akcie této společnosti ve výši **81 USD**, při současném kurzu dolaru k 18,4 CZK/USD tato cílová cena činí **1490 Kč**. Při posledním závěrečném kurzu ve výši 32,27 USD znamená naše cílová cena 151% prémii, proto akcie společnosti doporučujeme „koupit“.

V současné době však cena akcie podléhá silným prodejním tlakům způsobeným aktuálním tržním sentimentem a ztrácí se tedy tímto vazba mezi fundamentem společnosti a jejím tržním oceněním. Krátkodobý výhled proto považujeme za negativní, s přihlédnutím k enormní míře nejistoty ohledně vývoje trhů v následujících týdnech a měsících.

Výhledové finanční výkazy CETV

Tab. č. 10: Výhledový výkaz zisku a ztráty (mil. USD)

	2008e	2009f	2010f	2011f
Tržby	1 042,2	1 221,1	1 402,1	1 564,8
Provozní náklady	612,2	721,5	822,3	911,3
Ostatní náklady	166,0	200,4	235,5	261,5
Provozní zisk	264,0	299,2	344,3	392,0
Finanční náklady, net	-63,0	-52,0	-47,6	-47,6
Čistý zisk	168,2	213,2	262,2	310,4
Celkový zisk	413,6	447,8	508,7	409,3

Zdroj: odhad Cyrrus

Tab. č.11: Výhledová rozvaha (mil. USD)

	2008e	2009f	2010f	2011f
<i>Aktiva</i>				
Oběžná aktiva	669,3	861,3	1 106,4	1 464,6
Dlouhodobá aktiva	2 118,6	2 395,3	2 691,4	2 999,8
Celková aktiva	2 787,9	3 256,6	3 797,8	4 464,5
<i>Pasiva</i>				
Oběžná pasiva	293,9	348,4	398,6	446,1
Dlouhodobé závazky	551,6	413,4	272,9	275,2
Vlastní jmění	1 942,4	2 494,8	3 126,4	3 743,2
Celková pasiva	2 787,9	3 256,6	3 797,8	4 464,5

Zdroj: odhad Cyrrus

Tab. č. 12: Výhledový výkaz cash-flow (mil. USD)

	2008e	2009f	2010f	2011f
CF z provozní činnosti	198,0	294,2	349,1	420,2
CF z investiční činnosti	-223,2	-183,2	-208,8	-244,3
CF z finanční činnosti	48,7	-2,8	17,2	105,1
Celková změna CF	23,5	108,2	157,5	280,9
Stav hotovosti na konci období	166,4	274,5	432,1	713,0

Zdroj: odhad Cyrrus

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka
Jan Procházka
Karel Potměšil
Lucie Kundrátová
Ondřej Moravanský

Head of Research
Chief Analyst
Senior analytik
Analytik
Analytik

hatlapatka@cyrrus.cz
prochazka@cyrrus.cz
potmesil@cyrrus.cz
kundratova@cyrrus.cz
moravansky@cyrrus.cz

Banky, energetika, zahr. trhy
Energetika, letecká doprava
Farmacie, development
Petrochemie, spotřební zboží
Telekomunikace, IT, média

Trading & Sales:

Pavel Pikna
Kamil Kricner

Brno
Praha

pikna@cyrrus.cz
kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Peter Dömény
Jindřich Rovný

Brno
Praha

domeny@cyrrus.cz
rovny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický
Jan Michelfeit

Brno
Praha

kuncicky@cyrrus.cz
michelfeit@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 nenese 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
Veverí 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