

CME

Trh s televizní reklamou stále hledá své dno

Tomáš Menčík, CFA
Analytik
mencik@cyrrus.cz
+420 538 705 718

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: DRŽET
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: 6,6 USD

Datum vydání analýzy: 18. prosince 2012
Současná tržní cena: 5,8 USD
Potenciál k cílové ceně: 14%

Předchozí doporučení: Koupit
Předchozí cílová cena: 15,9 USD
Datum vydání předchozí analýzy: 27. ledna 2012

		2012E	2013F	2014F	2015F
Výnosy	(mil. USD)	768,7	783,7	839,2	918,5
EBITDA	(mil. USD)	135,1	182,5	215,1	255,0
Provozní zisk	(mil. USD)	37,5	87,8	125,6	180,4
Čistý zisk	(mil. USD)	-50,3	-40,7	-30,1	10,4
Zisk na akcii (EPS)	(USD)	-0,49	-0,39	-0,29	0,10
P/E	(x)	-11,4	-14,1	-19,0	55,3

Vývoj akcií CME - Nasdaq



Základní informace o akciích CME

Data ke dni: 17. prosince 2012
Cena akcie: 5,80 USD
Počet vydaných akcií: 77,2 mil.
Tržní kapitalizace USD: 0,45 mld.
Tržní kapitalizace CZK: 8,62 mld.
52-week max: 10,1 USD
52-week min: 4,53 USD
Průměrný denní objem: 0,68 mil. USD

Sídlo firmy:

O'Hara House
3 Bermudiana Road,
Hamilton, HM 08,
Bermuda

Web: www.CME-net.com

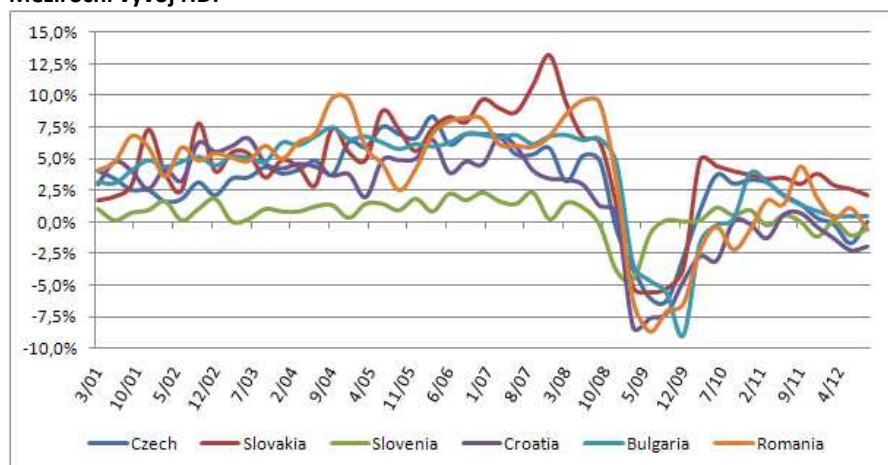
ISIN: BMG 200 452 024
WKN: 93 14 07
Bloomberg: CETV CP
Reuters: CMEsp.PR

- Cena akcií společnosti CME v letošním roce prošla několika vzestupy a pády zejména v reakci na kvartální výsledky a informace o dluhové pozici. Aktuální cena již podle našeho názoru dostatečně reflektuje možná budoucí rizika, a proto jsme titulu přiřadili investiční doporučení DRŽET s cílovou cenou 6,6 USD.
- Central European Media Enterprises prochází aktuálně nelehkým obdobím. Probíhající evropská dluhová krize sráží řadu firem na kolena a ty ostatní nutí výrazně šetřit. To se poté objevuje i na objemu zadávané reklamy, který celý letošní rok klesá a ani výhled na 4Q 2012 a rok 2013 není nijak zářivý.
- Velkým balvanem, který před sebou společnost CETV valí, je dluh. Objem vydaných dlouhodobých dluhopisů dosahuje výše 1,19 mld. USD, což je 1,1 násobek vlastního kapitálu. Taková výše je z dlouhodobého hlediska neudržitelná kvůli výši úroků, které musí společnost platit a které v roce 2012 dosáhnou přibližně 76 % provozního zisku EBITDA.
- I přes vše výše zmíněné problémy ale považujeme business, ve kterém společnost CETV podniká, za dlouhodobě perspektivní a konkurenční sílu společnosti považujeme za silnou. CME je vedoucí mediální firmou ve všech zemích, kde působí, jak ve sledovanosti, tak i v příjmech za reklamu. Největším trhem zůstává Česká republika, který je téměř dvojnásobně větší než druhý nejdůležitější trh Rumunsko. Konkurence v České republice je ale poměrně velká, nepředpokládáme proto, že by i přes spouštění nových menších televizních stanic byla CME schopna dále svou pozici posílit.
- Nutným předpokladem pro růst ceny akcie jsou známky oživení ekonomické aktivity ve střední a východní Evropě. Firmy v současnosti šetří na všech úrovních včetně výdajů na reklamu. Letos dokonce pozastavily ad hoc výdaje na reklamu v předvánočním období. Další nutnou podmínkou je řešení dluhové pozice. V tom by mohl výrazně pomoci největší akcionář Time Warner (TW), který aktuálně drží 49,9% podíl a v květnu 2013 by mohl dále navýšit podíl a stát se tak majoritním akcionářem. Snaha této firmy o navýšení podílu a finanční podporu byla zřejmě i v letošním roce, bylo by proto logické, kdyby TW v dohledné době svůj podíl navýšil nad 50%. To by mohlo pozitivně ovlivnit i výši nákladů na dluh.
- Situace na mediálním trhu ani v samotné firmě není v aktuální době zcela příznivá, nicméně se domníváme, že oživení v regionu přijde a dluh se bude postupně snižovat. Bude to ovšem běh na delší trať.

Vývoj reklamního trhu do roku 2011

Tržby z reklamy jsou velmi závislé na vývoji ekonomické aktivity a v případě CME jde zejména o region střední a východní Evropy, konkrétně o země Česká republika, Slovensko, Slovinsko, Chorvatsko, Bulharsko a Rumunsko. Růst HDP v těchto zemích dosahoval impozantních hodnot až do roku 2008, kdy vypukla světová finanční krize. Jak je vidět z grafu, většina zemí dosahovala ekonomického růstu o přibližně 5 – 8 % ročně, nicméně toto tempo se během roku 2009 dostalo do záporných hodnot. Tomu odpovídal i pokles tržeb společnosti CME, který byl ještě umocněn posílením dolaru vůči lokálním měnám.

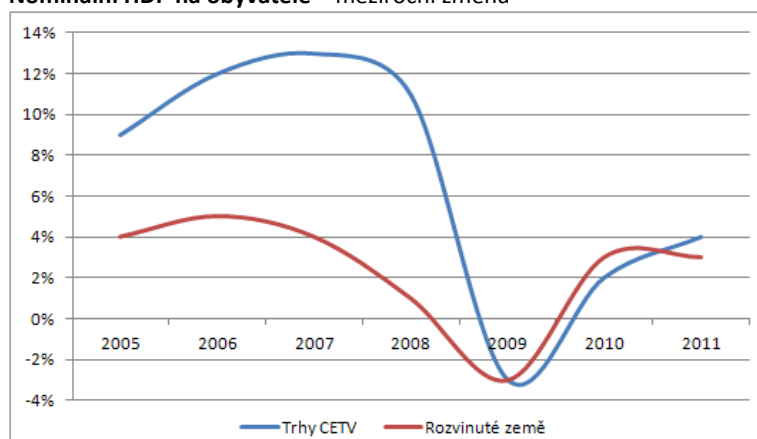
Meziroční vývoj HDP



Zdroj: Bloomberg, Cyrrus a.s.

Růstové roky lze také znázornit nominálním důchodem na obyvatele, který v letech 2005 – 2008 rostl ve střední a východní Evropě dvouciferným tempem. Zajímavé je i srovnání s rozvinutými trhy, když rozdíl ve vývoji tohoto ukazatele v porovnání s rozvojovými zeměmi je velmi výrazný. V následujícím grafu je patrné, jak se růst nominálního HDP v roce 2009 přehoupnul do poklesu, a to se muselo objevit i v hospodaření společnosti CME.

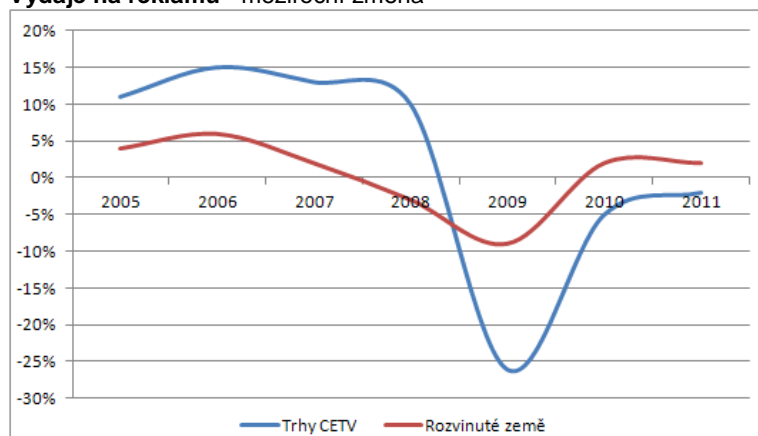
Nominální HDP na obyvatele – meziroční změna



Zdroj: CME, Cyrrus a.s.

Rok 2009 přinesl negativní obrát ve všech ekonomických ukazatelích a reklamní trh se na několik let ocitl v problémech. Podobný negativní trend lze sledovat i ve výdajích na reklamu. Trhy relevantní pro CME rostly do roku 2008 dvouciferným tempem, nicméně v roce 2009 propadly do hlubokých poklesů. Také u tohoto ukazatele je zajímavé srovnání s rozvinutými trhy, jak je vidět z následujícího grafu.

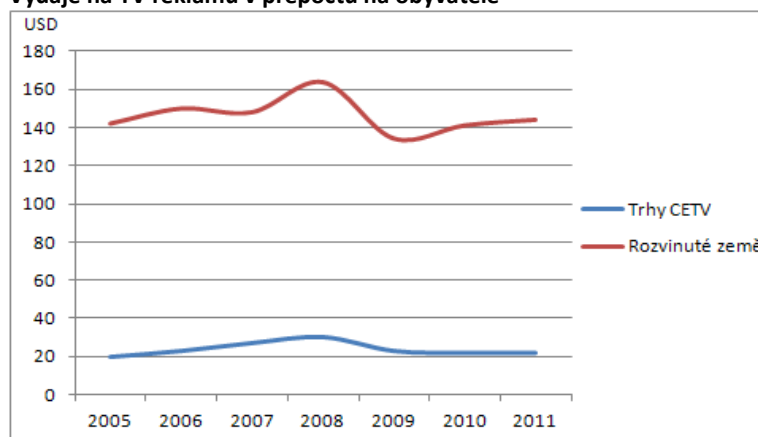
Výdaje na reklamu - meziroční změna



Zdroj: CME, Cyrrus a.s.

Vzhledem k tomu, že 85 % tržeb společnosti tvoří televizní reklama, přikládáme i vývoj výdajů na televizní reklamu vyjádřený v dolarech na obyvatele, který je obdobný jako u výše zmíněných ukazatelů. V roce 2009 nastal výrazný obrat a od té doby výdaje nevzrostly. Markantní je zejména absolutní rozdíl ve výdajích na televizní reklamu na osobu v porovnání s rozvinutými trhy. Za posledních 7 let se absolutní rozdíl ve výdajích na reklamu nezměnil, hlavním důvodem je rok 2009 a ekonomická krize, kdy výdaje na TV reklamu na osobu v CME relevantních trzích klesly o 24 % meziročně, zatímco v rozvinutých zemích jen o 8 %.

Výdaje na TV reklamu v přepočtu na obyvatele

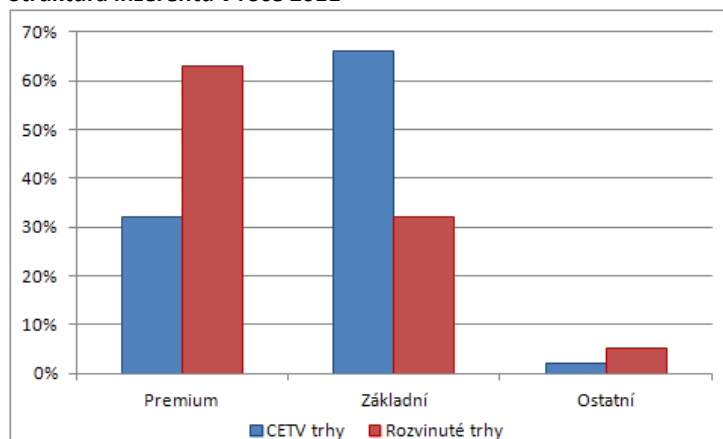


Zdroj: CME, Cyrrus a.s.

Bylo by nasnadě udělat závěr, že rozvojové trhy budou postupně ve výdajích na reklamu konvergovat k rozvinutým zemím, proces to ale bude podle našeho názoru extrémně zdlouhavý a bude probíhat pouze v případě ekonomického růstu. V případě dalších krizí budou pravděpodobně výdaje na reklamu v rozvojových zemích klesat více než v rozvinutých zemích, podobně jako v krizi 2008 – 2010. V našem modelu s postupnou konvergencí počítáme.

Další úroveň, která se pravděpodobně v budoucnu dočká konvergence, je struktura inzerentů. V rozvinutých zemích bylo v roce 2011 63 % z prémiových sektorů (banky, automobilky) a jen 32 % ze základních sektorů (potravinářství či spotřební zboží). Na trzích relevantních pro CME je tento poměr opačný: 32 % prémiový sektor vs. 66 % základní sektor. Vzhledem k tomu, že prémiové značky jsou obecně ochotny zaplatit za reklamu více, může postupná konvergence působit pozitivně na tržby CME, nicméně ta bude probíhat dle našeho názoru velmi pomalu vzhledem k zakořeněným návykům nejen českých spotřebitelů.

Struktura inzerentů v roce 2011



Zdroj: CME, Cyrrus a.s.

Výhled ukazatelů relevantních pro reklamní trh

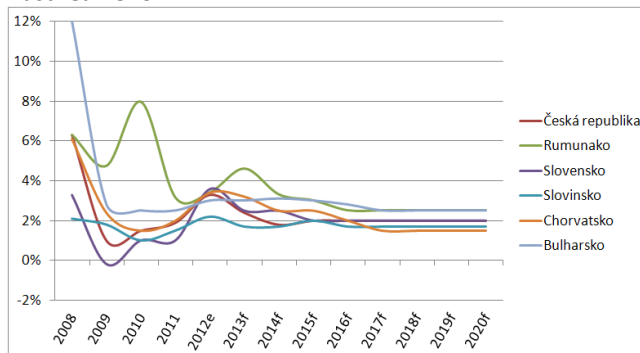
Rok 2012 měl pro středoevropské firmy jako zadavatele reklamy a následně i pro mediální společnosti znamenat obrát k lepšímu. Nicméně špatná ekonomická situace v regionu dále nutí firmy šetřit na všech úrovních, na reklamě nevyjímaje. Meziroční pokles tržeb z televizní reklamy činil ve 3Q 7 %. Navíc ani ve 4Q dle managementu nelze čekat výrazné zlepšení a pokles bude přibližně podobný. Problémů je hned několik a CME zatím nenašla způsob, jak je řešit.

Snižování firemních rozpočtů	Úzce souvisí s ekonomickými problémy jednotlivých zemí, když firmy musí šetřit a vynakládají tak méně peněz na reklamu
Slevy konkurenčních firem	Konkurence bojuje o klienty slevami, na což zatím nechce CME v plné míře přistoupit
Absence jednorázových předvánočních reklam	Firmy v letošním roce zastavily ad-hoc nákup vánočního reklamního prostoru

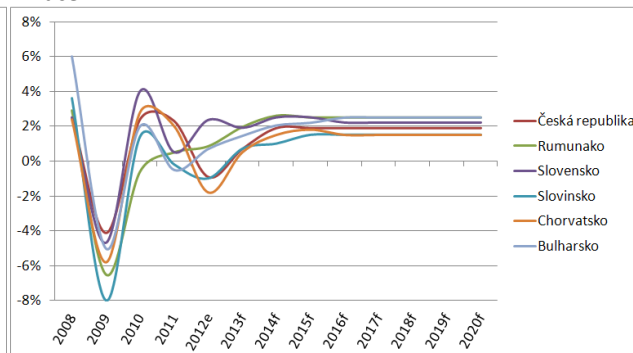
Při výsledcích za 1Q 2012 vedení očekávalo postupné zlepšení situace na reklamním trhu v druhé polovině roku. To se ukázalo jako příliš optimistické a proto byly výsledky za 2Q i 3Q a dvojnásobná negativní revize ukazatele OIBDA pro trhy velkým zklamáním.

Výrazné zlepšení neočekáváme ani v roce 2013. Pro odhady růstu reálného HDP a inflace jsme použili konsenzus analytiků sestavovaný agenturou Bloomberg. Dle těchto odhadů by mělo HDP vzrůst na všech trzích, zatímco u inflace se na jednotlivých trzích očekává smíšený vývoj. Nominální HDP, které vstupuje do výpočtu tržeb, by ve výsledku mělo v příštím roce vzrůst dle zmíněné agentury na všech pro CME relevantních trzích.

Růst reálného HDP



Inflace



Zdroj: Bloomberg, Cyrrus a.s.

Pozitivním faktorem, který by měl dlouhodobě působit na tržby společnosti CME, je vývoj směnných kurzů. Naše odhady vycházejí z odhadů agentury Bloomberg a jsou uvedeny v následující tabulce.

Odhad vývoje směnných kurzů

	2009	2010	2011	2012e	2013f	2014f	2015f	2016f
CZK/USD	18,3	18,7	18,8	19,5	20,2	19,1	18,0	17,5
RON/USD	3,0	3,2	3,2	3,5	3,6	3,5	3,6	3,5
EUR/USD	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
HRK/USD	5,1	5,5	5,6	5,8	5,8	5,9	5,8	5,8
BGN/USD	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus a.s.

Výhled tržeb – mírný růst v příštích letech

Na růst tržeb má kromě makroekonomických ukazatelů zmíněných v předchozí části práce vliv i podíl výdajů na televizní reklamu na nominálním HDP, tržní podíl sledovanosti televizních stanic v portfoliu CME v daných zemích a tzv. power ratio¹. Historické a námi predikované hodnoty jsou uvedeny v následující tabulce.

TV reklama jako % HDP

	2009	2010	2011	2012e	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Česká republika	0,20%	0,20%	0,19%	0,19%	0,19%	0,19%	0,20%	0,20%	0,21%	0,21%	0,22%	0,22%
Rumunsko	0,17%	0,15%	0,13%	0,16%	0,16%	0,16%	0,17%	0,17%	0,18%	0,18%	0,19%	0,19%
Slovensko	0,18%	0,17%	0,16%	0,16%	0,16%	0,16%	0,17%	0,17%	0,18%	0,18%	0,19%	0,19%
Slovinsko	0,16%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,19%	0,19%	0,20%	0,20%	0,21%	0,21%
Chorvatsko	0,20%	0,20%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,19%	0,19%	0,20%	0,20%	0,21%	0,21%
Bulharsko	0,22%	0,20%	0,18%	0,19%	0,19%	0,19%	0,20%	0,20%	0,21%	0,21%	0,22%	0,22%

Power Ratio

	2009	2010	2011	2012e	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Česká republika	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Rumunsko	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Slovensko	2,1	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Slovinsko	-	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Chorvatsko	1,5	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Bulharsko	0,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6

Tržní podíl sledovanosti CETV

	2009	2010	2011	2012e	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Česká republika	41,6%	39,8%	36,9%	33,4%	33,0%	32,5%	31,5%	30,5%	30,0%	29,0%	28,0%	28,0%
Rumunsko	27,4%	27,3%	27,0%	23,6%	23,0%	23,0%	22,5%	22,5%	22,0%	22,0%	21,5%	21,5%
Slovensko	31,2%	34,0%	34,6%	32,3%	31,5%	31,5%	30,0%	30,0%	29,5%	29,5%	29,0%	29,0%
Slovinsko	0,0%	39,7%	40,3%	40,7%	40,5%	40,0%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,0%	39,0%
Chorvatsko	24,6%	24,6%	27,7%	27,6%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,0%	27,0%
Bulharsko	2,0%	42,8%	42,6%	40,1%	39,5%	39,0%	38,5%	38,5%	38,0%	38,0%	37,0%	37,0%

Zdroj: CME, Cyrrus a.s.

Jak již bylo uvedeno v první části této analýzy, po úspěšných letech 2005-2008 přišel velký propad v souvislosti s nástupem finanční krize a jednotlivé trhy klesly v lokálních měnách od 13 % (Chorvatsko) až po 28 % (Rumunsko). Následné roky 2010 a 2011 byly smíšené, nicméně tržby v roce 2012 opět klesly napříč všemi regiony v lokálních měnách. V základním scénáři vývoje tržeb na následující roky vycházíme z kombinace výše zmíněných faktorů.

¹ Podíl tržního podílu dle tržeb k podílu sledovanosti

Tržby z televizní reklamy

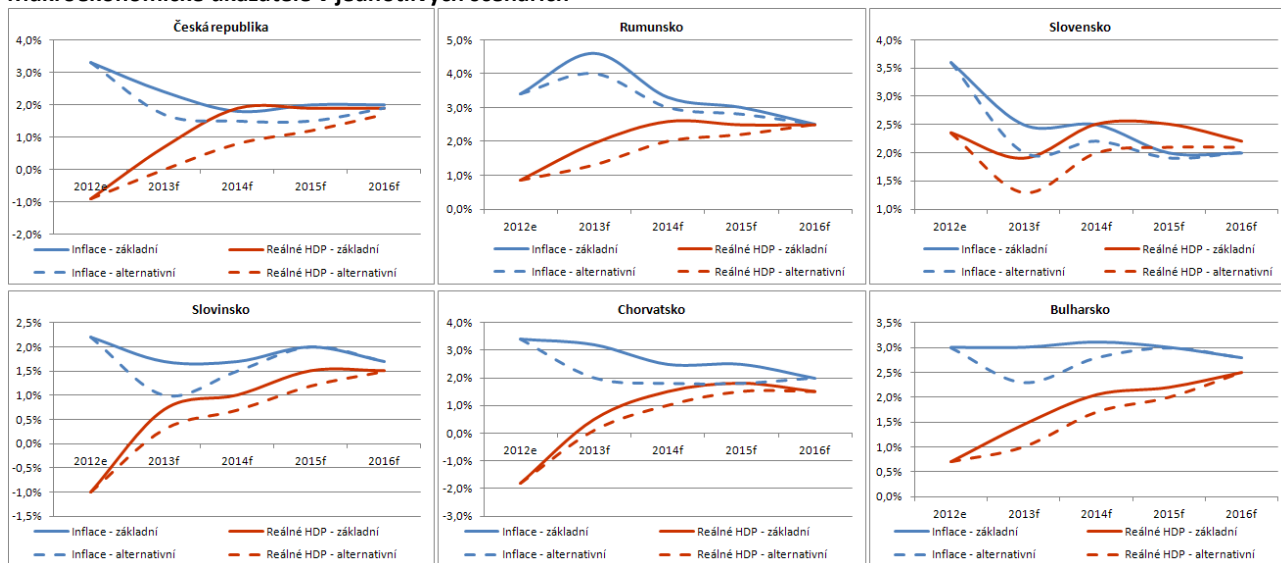
mil. USD	2009	2010	2011	2012e	2013f	2014f	2015f	2016f	
Czech Republic	271 733	265 018	285 865	236 544	231 223	235 844	264 861	278 412	
% growth		-28%	-2%	8%	-17%	-2%	2%	12%	5%
Romania	175 409	157 416	159 387	132 941	131 817	140 852	153 698	161 479	
% growth		-36%	-10%	1%	-17%	-1%	7%	9%	5%
Slovak Republic	106 479	90 391	101 973	87 187	88 263	92 535	97 118	100 053	
% growth		-20%	-15%	13%	-14%	1%	5%	5%	3%
Slovenia	63 385	64 799	72 519	63 163	65 058	67 399	70 256	71 672	
% growth		-21%	2%	12%	-13%	3%	4%	4%	2%
Croatia	48 543	51 350	61 502	53 862	54 806	58 373	64 293	67 139	
% growth		-11%	6%	20%	-12%	2%	7%	10%	4%
Bulgaria	3 517	61 753	93 732	83 130	82 918	88 650	98 614	105 701	
% growth		178%	1656%	52%	-11%	0%	7%	11%	7%
TOTAL BROADCAST	669 066	690 727	774 978	656 829	654 084	683 654	748 840	784 456	
% growth		-27%	3%	12%	-15%	0%	5%	10%	5%

Zdroj: CME, Cyrrus a.s.

Vzhledem k silnému propojení hospodaření společnosti CME a růstu relevantních ekonomik je třeba upozornit na rizika spojená s predikcí růstu tržeb. Naše odhady makroekonomických ukazatelů vycházejí z predikcí na Bloombergu, které počítají s mírným ekonomickým oživením počínaje rokem 2013, negativně bude ovšem působit nižší inflace. Podle našeho názoru firmy v prvním roce oživení nebudou ihned zlepšenou situaci reflektovat ve vyšší poptávce po reklamě a mírné oživení tržeb s TV reklamou bude vidět až v roce 2014.

Varianta růstu ekonomik dle Bloombergu je podle našeho názoru jen jedna z variant a z důvodu obezřetnosti jsme stanovili cílovou cenu jako kombinaci této základní varianty a konzervativnější varianty ekonomického oživení ve střední a východní Evropě. Alternativní (konzervativní) scénář počítá s prodloužením krize a tím pádem pomalejším tempem oživení.

Makroekonomické ukazatele v jednotlivých scénářích



Zdroj: Bloomberg, Cyrrus a.s.

Ač ostatní divize v rámci společnosti CME nejsou (prozatím) tak významné, přesto jejich důležitost v čase podle našeho názoru poroste. Růst nových médií, na které se management v poslední době velmi zaměřuje, podle nás poroste tempem mezi 10 -15 % ročně zejména díky video archívu Voyo. Růst divize Media Pro Entertainment predikujeme na úrovni kolem 10 % ročně s tím, že bude tažen zejména externími výnosy.

Celkově predikujeme mírný růst tržeb vyjádřený v USD o 2 % v roce 2013, o 7 % v roce 2014 a o 9 % v roce 2015. Stále ovšem platí předpoklad mírného oživení ekonomické aktivity v regionu již od příštího roku.

Celkové tržby

mil. USD	2009	2010	2011	2012e	2013f	2014f	2015f	2016f
TOTAL BROADCAST	669 066	690 727	774 978	656 829	654 084	683 654	748 840	784 456
% growth	-27%	3%	12%	-15%	0%	5%	10%	5%
New Media	9 935	11 193	15 764	18 326	20 511	23 532	27 073	30 823
% growth		13%	41%	16%	12%	15%	15%	14%
MediaPro Entertainment	107 683	140 797	187 224	203 045	218 273	240 101	259 309	274 867
% growth		31%	33%	8%	8%	10%	8%	6%
Eliminations	-104 739	-105 583	-113 184	-109 486	-109 137	-108 045	-116 689	-109 947
% growth		1%	7%	-3%	0%	-1%	8%	-6%
TOTAL	681 945	737 134	864 782	768 714	783 732	839 241	918 532	980 199
TOTAL growth		8%	17%	-11%	2%	7%	9%	7%

Zdroj: CME, Cyrrus a.s.

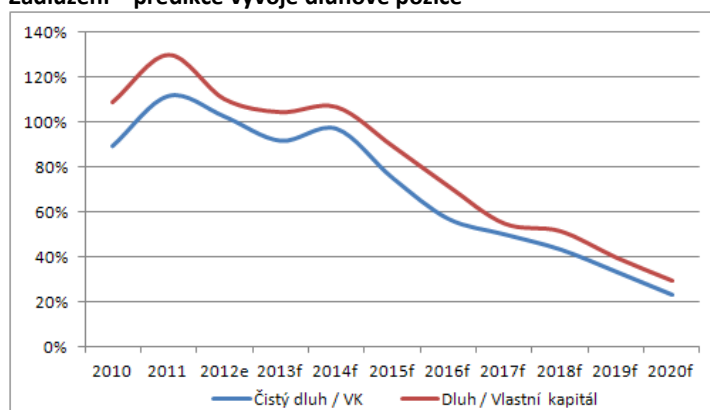
Dividendová politika

Vzhledem ke špatné finanční situaci, očekávaným emisím dluhu i akcií za účelem přefinancování dluhů a posílení provozního cash flow neočekáváme ve zvažovaném horizontu, že by management začal vyplácet akcionářům podíl ze zisku.

Zadlužení

Management kromě poklesu tržeb řeší i další zásadní problém: vysoké zadlužení. Celková výše dlouhodobého dluhu dosahovala v roce 2010 1,39 mld USD a v roce 2011 1,36 mld USD, to je 130 % vlastního kapitálu. Tuto výši jak my, tak trh i management považujeme za dlouhodobě neudržitelnou. CEO Adrian Sarbu proto při každých výsledcích komentuje dluhovou pozici firmy a trh tyto informace velmi pozorně sleduje.

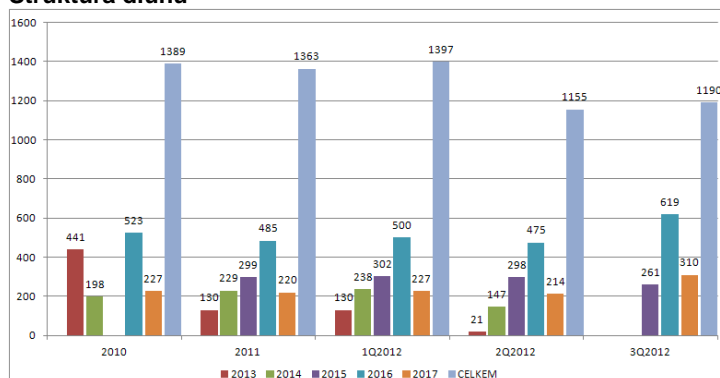
Zadlužení – predikce vývoje dluhové pozice



Zdroj: CME, Cyrrus a.s.

V roce 2012 společnost provedla několik transakcí, které vedly ke zlepšení dluhového profilu. Jednak společnost snížila dluh o cca 200 mil. USD, ale hlavně oddálila splatnost hlavní porce dluhu až za rok 2015. Ve 3Q CME emitovala 104 mil. EUR nominální hodnoty dluhopisu splatného v roce 2016 s fixním kupónem 11,6 % a výnosem do splatnosti 10,7 %. Dále pak byl emitován dluhopis v objemu 70 mil EUR se splatností 2017 s fixním kupónem 9 % a výnosem do splatnosti 7,1 %. Těmito emisemi byly splaceny emise se splatností v letech 2013 a 2014, nicméně negativem této konverze je vyšší úrokový náklad o přibližně 10 mil. USD ročně. Aktuálně nemá společnost splatné žádné dluhopisy před rokem 2015, to ovšem neznamená, že by dluh byl stabilizovaný. Aktuální emise čítají splatnosti 2015 (261 mil. USD ke konci 3Q), 2016 (619 mil. USD) a 2017 (310 mil. USD) a všechny jsou s pevným kupónem.

Struktura dluhu



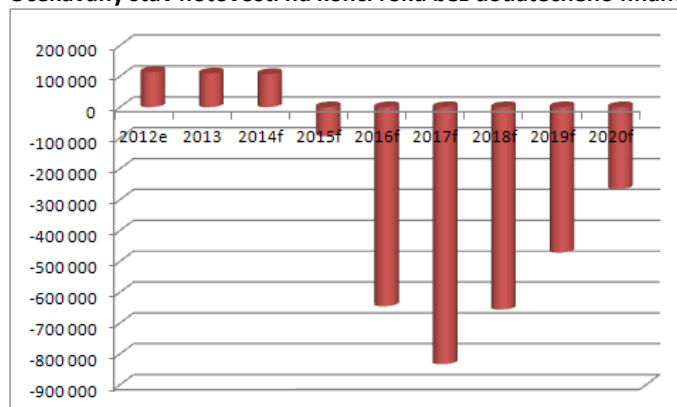
Zdroj: CME, Cyrrus a.s.

Náklady na dluh odpovídají vysokému zadlužení a jsou dlouhodobě neudržitelné. Úroky z dluhopisů podle našich výpočtů dosáhnou v letošním roce 103 mil. USD a v roce 2013 110 mil. USD. Právě vysoké úrokové náklady přimějí podle našeho názoru společnost k tomu, aby výši dluhu začala snižovat i před rokem 2015.

Cash flow

Podle našeho modelu společnost nebude mít bez externího dodání hotovosti dostatek prostředků na splacení emise 5,0 % 2015. Za tímto účelem bude muset firma získat další zdroj financování. Na tiskové konferenci za 3Q 2012 management oznámil několik možností, jakým způsobem se vypořádá s vysokým dluhem a negativním vývojem cash flow. Může jít například o prodej aktiv, emisi akcií či dluhu nebo úspory v nákladech. Podle našeho názoru CME přistoupí ke kombinaci všech zmíněných opatření.

Očekávaný stav hotovosti na konci roku bez dodatečného financování



Zdroj: Cyrrus a.s.

Výše uvedený graf potvrzuje předešlé tvrzení, že společnost bude muset řešit externí financování již před rokem 2015.

a) Prodej aktiv

Již na začátku listopadu na veřejnost unikla spekulace, že firma zvažuje prodej 2 svých televizních stanic ve Slovinsku (POP TV) a v Chorvatsku (Nova TV). Celková výše transakce by měla být 150 – 200 mil. USD. Pokud by se tyto spekulace potvrdily, jednalo by se z našeho pohledu o krok správným směrem. Tyto 2 země jsou nejmenšími co do tržeb a v Chorvatsku CME dosahuje nízké sledovanosti (27.5 % v roce 2012 vs. 40 % ve Slovinsku a 33.5 % v České republice). V úvahu by ještě dle sledovanosti připadala v úvahu rumunská televize PRO TV (sledovanost 18.2 %), nicméně tento trh je se 17 % tržeb pro CME výrazně důležitější než Chorvatsko a Slovinsko, navíc Rumunsko je domovskou zemí CEO Adraina Sarbu. Proto

vsázíme spíše na prodej hlavní chorvatské a slovinské televize. Vzhledem k dosud nepotvrzené informaci a tedy nejasném načasování nezahrnujeme prodej těchto aktiv do našeho modelu.

Nicméně ani 200 mil. USD by nevyřešilo nedobrou dluhovou pozici, proto bude firma muset hledat i jiné formy financování.

b) Emise dluhopisů

Podle našeho názoru se společnost nevyhne další emisi dluhopisů a s touto variantou počítáme i v našem modelu. Objem emise bude do značné míry záviset na výši výnosů na dluhopisech CME na sekundárním trhu, o kterých by se odvíjela výše nákladů na novou emisi. Zlomový moment může nastat, pokud by již nyní největší akcionář Time Warner (49,9 %) dále navýšil svůj podíl nad aktuálních 49,9 %. Takový krok by mohl skokově snížit náklady financování a společnost by se mohla přefinancovat za výhodnějších podmínek. I přesto, že něco podobného nepovažujeme za nepravděpodobné, v našem modelu to zohledněno není. Je to čistě spekulativní domněnka založená na několika nepredikovatelných faktorech, proto s ní v modelu nepracujeme.

Do našich výpočtů jsme zapracovali 4 emise dluhopisů v letech 2014, 2015, 2017 a 2018 v objemech 200, 350, 100 a 400 mil. USD, nicméně jsme si vědomi toho, že načasování i objemy se mohou podstatně lišit v závislosti na tržních podmínkách, výkonnosti společnosti či akcionářské struktuře.

c) Emise akcií

Podle našeho názoru je emise akcií další způsob, jak CME získá dodatečnou hotovost. Je pravděpodobné, že (tak jako v minulosti) bude emise nových akcií spojená s posílením vlivu akcionáře Time Warner, nicméně dle smlouvy mezi R. Lauderem a Time Warner se tak nestane dříve než v květnu 2013. Považujeme za nepravděpodobné, že by se společnost rozhodla pro veřejnou emisi před tímto datem. Každá emise s sebou přináší efekt ředění a tedy tlak na cenu akcií, ale i přesto se domníváme, že k neveřejné emisi akcií dojde již v příštím roce v objemu 15 mil. kusů a tím Time Warner navýší svůj podíl na 58 %. Další emise akcií potom očekáváme v letech 2015 a 2016. Stejně jako v části o emisi dluhopisů, i zde je ale míra nejistoty v načasování i objemech značná.

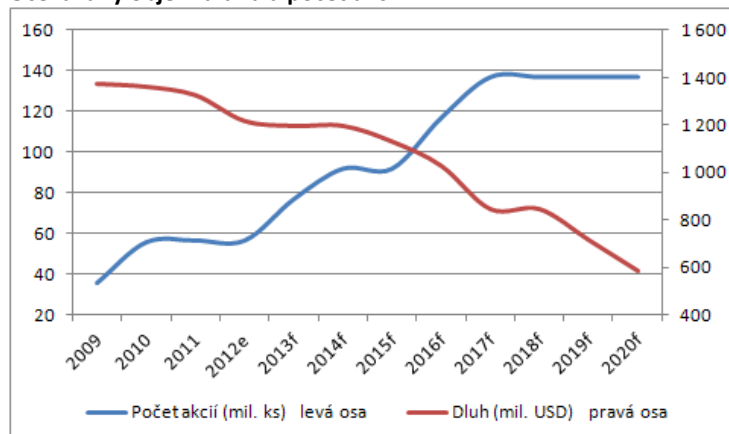
d) Restrukturalizace dluhopisů

Měla by souviset s odkupem dluhopisů před splatností, k čemuž management přistoupil i v roce 2012. Tento krok bychom očekávali, zejména pokud by Time Warner navýšil svůj majetkový podíl ve společnosti nad 50 %.

e) Úspora nákladů

Bude nedílnou součástí několikaletého ozdravného procesu. Úspory bude vedení hledat napříč všemi trhy i divizemi.

Očekávaný objem dluhu a počet akcií

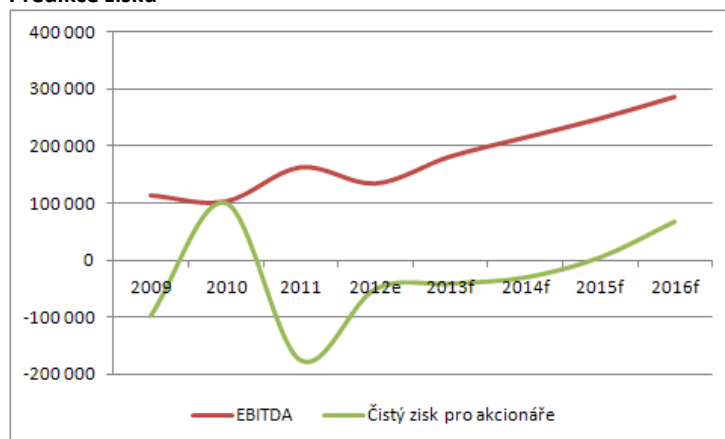


Zdroj: Cyrrus a.s.

Návrat k zisku v roce 2015

Návrat čistého zisku do kladných hodnot nečekáme dříve než v roce 2015 či 2016. Tento ukazatel je ovšem velmi závislý na úrokových nákladech, které jsou velmi obtížně predikovatelné. Proto pro názornost přikládáme i predikovaný vývoj hlavního provozního ukazatele EBITDA, který by dle našich výpočtů měl od příštího roku mírně růst.

Predikce zisku



Zdroj: Cyrrus a.s.

SWOT analýza

Strengths	Weaknesses
<ul style="list-style-type: none"> • Dominantní pozice na všech trzích • Dlouhodobé partnerství se silnými inzerenty • Silná vlastní tvorba • Silný akcionář v zádech 	<ul style="list-style-type: none"> • Vysoký dluh • Velká závislost na ekonomickém cyklu • Malý prostor pro organický růst
Opportunities	Threats
<ul style="list-style-type: none"> • Přefinancování dluhu → snížení nákladů • Snížení operativních nákladů • Rozvoj platformy Voyo • Nové specificky zaměřené kanály 	<ul style="list-style-type: none"> • Další pokračování ekonomické krize • Růst nákladů financování • Oslabování pozice na českém trhu • Odpis nehmotných aktiv při pokračování krize

Ocenění

Použitý model

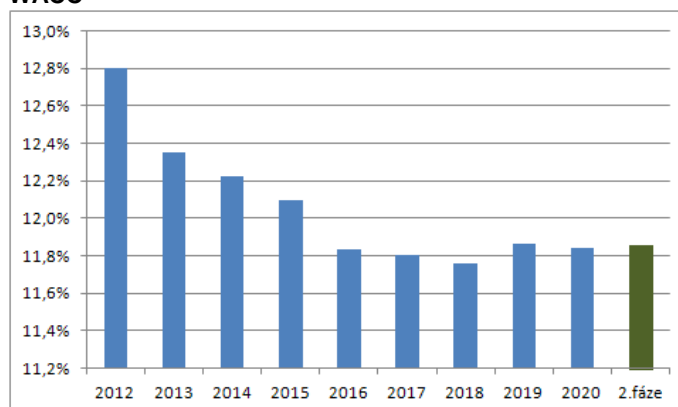
Pro výpočet férové ceny jsme použili dvoufázový model FCFF (free cash flow to firm). První období jsme stanovili do roku 2020, po kterém následuje stabilizovaná druhá fáze s růstem provozního zisku po dani o 2 %. Osmileté první období považujeme za adekvátně dlouhé pro dosažení normalizovaných hodnot hlavních ukazatelů.

Vzhledem k očekávané měnící se kapitálové struktuře společnosti jsme použili iterativní výpočet nákladů kapitálu, který nejlépe zohledňuje měnící se poměr cizího a vlastního kapitálu v průběhu času.

Náklady vlastního kapitálu jsme spočítali pomocí modelu CAPM. Rizikovou přírážku i bezrizikovou sazbu jsme určili jako vážený průměr těchto veličin pro jednotlivé relevantní trhy, kde vahami jsou podíly na tržbách společnosti v daném roce. Celkové průměrné vážené náklady kapitálu jsme počítali s proměnlivou kapitálovou strukturou pomocí iterací.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2.fáze
EQUITY RISK PREMIUM	7,87%	7,77%	7,74%	7,71%	7,67%	7,54%	7,54%	7,55%	7,58%	7,58%
BEZRIZIKOVÁ MÍRA	3,70%	3,83%	4,02%	4,14%	4,26%	4,41%	4,61%	4,77%	4,82%	4,82%
Prémie za nelikviditu	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
WACC	12,80%	12,35%	12,23%	12,10%	11,84%	11,80%	11,76%	11,86%	11,85%	11,85%

WACC



Zdroj: Cyrrus a.s.

Ocenění – základní scénář ²

mil. Kč	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT * (1-tax)	31 143	71 116	101 738	146 121	169 489	201 844	213 390	236 635	250 650
Depreciation	97 617	94 655	89 514	74 593	76 561	78 623	82 742	86 626	90 163
change in working capital	71 802	-26 549	10 103	1 112	10 329	16 486	283	14 364	4 744
CAPEX	52 060	64 881	74 118	80 219	82 571	88 017	90 627	92 759	94 365
Terminal value									2 080 958
FCFF	4 877	112 907	84 495	98 158	96 436	99 104	103 421	97 370	935 534
FCFF	1 632 300								
Cizí kapitál 12M	1 049 195								
FCFE	583 106								
FCFE 12M	701 211								
počet akcií 12M	103 130 000								
Cílová cena 12M dle FCFF USD									6,80 USD

Ocenění – alternativní scénář ³

mil. Kč	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT * (1-tax)	31 143	68 512	96 624	138 334	160 976	192 210	203 284	225 679	238 987
Depreciation	97 617	94 655	89 514	74 593	76 561	78 623	82 742	86 626	90 163
change in working capital	71 802	-28 041	8 822	203	10 004	15 990	246	13 940	4 574
CAPEX	52 060	64 881	74 118	80 219	82 571	88 017	90 627	92 759	94 365
Terminal value									2 024 636
FCFF	4 877	112 022	81 614	93 563	91 614	94 393	98 911	93 262	915 626
FCFF	1 585 881								
Cizí kapitál 12M	1 047 743								
FCFE	538 138								
FCFE 12M	649 106								
počet akcií 12M	103 130 000								
Cílová cena 12M dle FCFF USD									6,29 USD

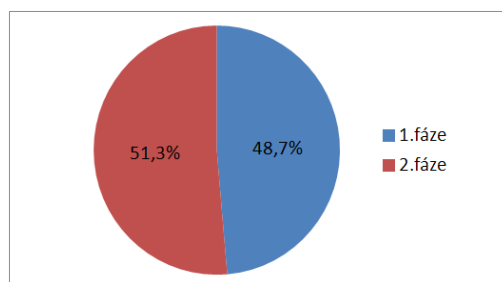
Pro finální ocenění jsme použili vážený průměr obou scénářů s tím, že základní scénář má váhu 60 % a alternativní 40 %. Cílová cena společnosti CME v horizontu 12M je podle našeho modelu 6,6 USD s doporučením DRŽET.

Výsledné ocenění

	Cílová cena 12M	váha
základní scénář	6,80	60%
alternativní scénář	6,29	40%

Cílová cena za 12M	6,6 USD
	126,5 CZK
Doporučení	Držet

Podíl na férové ceně společnosti CME



² HDP a inflace dle Bloomberg

³ Konzervativní odhad HDP a inflace dle Cyrrus

Citlivostní analýza

Pro lepší představu přikládáme citlivostní analýzu cílové ceny na dvě proměnné pro 2. fázi: ROIC (výnosnost investovaného kapitálu) a WACC (vážené náklady kapitálu).

WACC / ROIC	10%	11%	11,9%	12%	13%
7%	7,3	6,2	5,4	5,3	4,5
9%	8,2	7,0	6,1	6,0	5,2
11,0%	8,8	7,5	6,6	6,5	5,6
13%	9,2	7,9	6,9	6,8	5,9
15%	9,5	8,1	7,2	7,0	6,1

Zkrácené pro-forma finanční výkazy a ukazatele

Rozvaha	2010	2011	2012e	2013f	2014f	2015f	2016f
Stálá aktiva	2 328 465	2 143 480	2 137 399	2 133 316	2 143 268	2 152 494	2 184 476
Homtná aktiva	250 902	217 367	193 845	175 765	171 442	179 300	187 546
Nehmotná aktiva	2 045 798	1 899 605	1 919 991	1 933 528	1 946 102	1 945 039	1 966 884
Ostatní	31 765	26 508	23 563	24 024	25 725	28 156	30 046
Oběžná aktiva	612 085	538 289	497 585	548 112	555 538	674 355	758 951
Pohledávky	209 142	192 157	180 648	184 177	197 222	215 855	230 347
Peníze a peněžní ekvivalenty	244 050	186 386	115 846	179 039	156 383	248 953	307 283
Ostatní	158 893	159 746	201 091	184 895	201 933	209 547	221 320
AKTIVA CELKEM	2 940 550	2 681 769	2 634 984	2 681 428	2 698 806	2 826 850	2 943 427
Vlastní kapitál	1 247 752	1 017 942	1 101 462	1 142 943	1 118 840	1 262 198	1 437 090
Dlouhodobé závazky	1 449 722	1 408 252	1 292 738	1 273 553	1 018 104	1 118 853	813 020
Dlouhodobé úvěry	1 346 222	1 323 311	1 215 867	1 195 180	934 180	1 027 000	715 000
Ostatní	103 500	84 941	76 871	78 373	83 924	91 853	98 020
Krátkodobé závazky	243 076	255 575	240 784	264 931	561 862	445 799	693 317
PASIVA CELKEM	2 940 550	2 681 769	2 634 984	2 681 428	2 698 806	2 826 850	2 943 427

Zdroj: Telefónica CR, Cyrrus, a.s.

Výkaz zisků a ztrát	2010	2011	2012e	2013f	2014f	2015f	2016f
Výnosy	737 134	864 782	768 714	783 732	839 241	918 532	980 199
EBITDA	103 676	163 375	135 076	182 452	215 116	254 990	285 806
Odpisy	-80 402	-87 835	-97 617	-94 655	-89 514	-74 593	-76 561
EBIT	22 877	6 792	37 459	87 797	125 602	180 396	209 245
Čistý zisk	100 175	-174 611	-50 350	-40 719	-30 103	10 358	67 292

Zdroj: Telefónica CR, Cyrrus, a.s.

Výkaz peněžních toků	2010	2011	2012e	2013f	2014f	2015f	2016f
CF z provozní činnosti	-49 614	29 638	-66 549	81 011	51 971	109 304	135 836
CF z investiční činnosti	-456 770	-42 698	-52 060	-64 881	-74 118	-80 219	-82 571
CF z finanční činnosti	7 338	-38 168	39 830	54 313	0	59 000	-2 180
Celkové cash flow	-499 046	-51 228	-78 779	70 443	-22 147	88 085	51 085

Zdroj: Telefónica CR, Cyrrus, a.s.

Základní ukazatele hospodaření	2010	2011	2012e	2013f	2014f	2015f	2016f
EPS	0,97	-1,69	-0,49	-0,39	-0,29	0,10	0,65
Dividenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA marže	14,1%	18,9%	17,6%	23,3%	25,6%	27,8%	29,2%
EBIT marže	3,1%	0,8%	4,9%	11,2%	15,0%	19,6%	21,3%
NI marže	13,6%	-20,2%	-6,5%	-5,2%	-3,6%	1,1%	6,9%
ROE	8,3%	-15,4%	-4,8%	-3,6%	-2,7%	0,9%	5,0%
ROIC	0,8%	0,3%	1,3%	3,0%	4,4%	6,1%	6,9%
ROA	0,8%	0,2%	1,4%	3,3%	4,7%	6,5%	7,3%
Čistý dluh	1 115 734	1 137 983	1 130 060	1 049 195	1 087 293	950 830	819 327
Čistý dluh / VK	89,4%	111,8%	102,6%	91,8%	97,2%	75,3%	57,0%
Dluh / Vlastní kapitál	109,0%	130,1%	110,4%	104,6%	106,8%	89,5%	71,5%
P/E	5,7	-3,3	-11,4	-14,1	-19,0	55,3	8,5
P/S	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
P/BV	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	22,8	13,2	16,3	11,8	10,0	8,4	7,6

Zdroj: CETV, Cyrrus, a.s.

Informace dle vyhlášky 114/2006 Sb., o povtové prezentaci investičních doporučení

Informace dle § 7 odst. 3 vyhlášky

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **18.12.2012**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	11	34,4
Akumulovat	7	21,9
Držet	7	21,9
Prodat	5	15,6
V revizi	2	6,3

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:

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje aktuální tržní kurz akcie o 20%, upravených koeficientem beta (např. při koeficientu beta = 1,25x je požadovaná hranice $20 \times 1,25 = 25\%$ nad aktuálním kurzem). Koeficient beta je převzat z oceňovacího modelu založeného na diskontovaných peněžních tocích, pokud takový byl pro stanovení cílové ceny použit, přičemž se použije koeficient beta prvního diskontovaného roku. Pokud nebyl do výpočtu cílové ceny zapojen diskontní model, použije se aktuální koeficient beta dle agentury Bloomberg, vypočítaný standardním nastavením dle agentury Bloomberg (tj. dvouletá týdenní data vůči hlavnímu domácímu akciovému indexu).

Akumulovat:

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje aktuální tržní kurz akcie o 10%, upravených koeficientem beta (výpočet viz výše). Koeficient beta je převzat z oceňovacího modelu založeného na diskontovaných peněžních tocích, pokud takový byl pro stanovení cílové ceny použit, přičemž se použije koeficient beta prvního diskontovaného roku. Pokud nebyl do výpočtu cílové ceny zapojen diskontní model, použije se aktuální koeficient beta dle agentury Bloomberg, vypočítaný standardním nastavením dle agentury Bloomberg (tj. dvouletá týdenní data vůči hlavnímu domácímu akciovému indexu).

Držet

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje nebo je rovna aktuálnímu tržnímu kurzu akcie (a zároveň nesplňuje podmínky pro zařazení do investičních stupňů "akumulovat" resp. "koupit").

Prodat

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie je nižší než aktuální tržní kurz akcie.

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	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jiří Šimara	Brno	simara@cyrrus.cz	Automobilky, ocelárny, spotřební zboží
Tomáš Menčík, CFA	Brno	mencik@cyrrus.cz	Farmacie, přeprava, technologie, telekomy

Trading & Sales:

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

Portfolio management:

Tomáš Machalický	Brno	machalicky@cyrrus.cz
------------------	------	----------------------

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jiří Běhal	Brno	behal@cyrrus.cz

Výhrada

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a.s., obchodníkem 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

Společnost není tvůrcem trhu na žádné emise, nicméně nevylučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCCP. 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 uzavřeno 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 a vnitřní kontrolu, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Společnost, členové představenstva a dozorčí rady, ředitelé a zaměstnanci mohou provádět transakce s investičními nástroji jakékoliv společnosti nebo jakéhokoliv emitenta jehož se týkají informace uveřejněné v investičních doporučeních a/nebo nezaručují, že na základě zde uvedených informací s těmito investičními nástroji neobchodovaly na svůj vlastní účet, a/nebo dále nezaručují, že na základě informací uvedených v investičních doporučeních s předmětnými investičními nástroji neobchodovaly na svůj vlastní účet ještě před zveřejněním investičních doporučení společnosti. Makléři a ostatní zaměstnanci společnosti mohou poskytovat ústní nebo písemný komentář k trhu nebo obchodní strategie svým klientům, které odráží názory, jež jsou v rozporu s názory vyjádřenými v investičních doporučeních.

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