

CME

Nový management shání peníze a otáčí firmu vzhůru

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

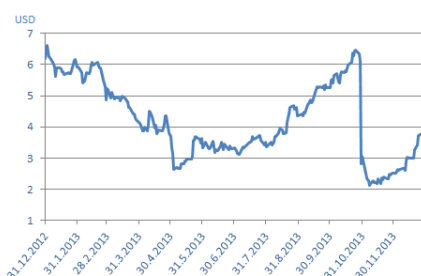
INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: **KOUPIT**
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: **5,5 USD**

Datum vydání analýzy: 30. prosince 2013
Současná tržní cena: 3,8 USD
Potenciál k cílové ceně: 46%

Předchozí doporučení: Držet
Předchozí cílová cena: 3,6 USD
Datum vydání předchozí analýzy: 6. května 2013

		2013e	2014F	2015F	2016F	2017F
Výnosy	(mil. USD)	656,6	749,4	801,9	809,1	872,1
EBITDA	(mil. USD)	-30,0	81,7	127,5	121,3	155,8
Provozní zisk	(mil. USD)	-83,4	28,2	76,7	70,4	103,8
Čistý zisk	(mil. USD)	-201,7	-55,9	-31,5	-56,2	-20,9
Zisk na akcii (EPS)	(USD)	-1,50	-0,42	-0,23	-0,42	-0,16
P/E	(x)	-2,5	-9,1	-16,1	-9,0	-24,3

Vývoj akcií CME - Nasdaq



Základní informace o akciích CME

Data ke dni: 30. prosince 2013
Cena akcie: 3,77 USD
Počet vydaných akcií: 134,5 mil.
Tržní kapitalizace USD: 0,51 mld.
Tržní kapitalizace CZK: 10,1 mld.
52-week max: 6,85 USD
52-week min: 2,03 USD
Průměrný denní objem: 3,0 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

- Mediální společnosti CME se stále nedaří dostat z krize. Napomoci by jim v tom měl obměněný management v čele se dvěma řediteli. Jedním z jejich hlavních úkolů je a bude obnovit poškozené vztahy s inzerenty v České republice a docílit růstu tržeb na tamním trhu. Podle našeho názoru v tomto úsilí budou úspěšní, a proto přiřazujeme titulu doporučení „koupit“ s cílovou cenou 5,5 USD.
- V naší cílové ceně počítáme s postupným růstem hospodaření počínaje příštím rokem a absencí veřejné emise akcií s ředícím účinkem (případně pouze s relativně malou emisí). Je třeba upozornit, že investici do akcií CME vnímáme jako velmi rizikovou s významným „tail rizikem“ – rizikem extrémního scénáře.
- K dosažení naší cílové ceny musí vedení co nejdříve stabilizovat hotovostní pozici. Management totiž při konferenčním hovoru za 3Q oznámil, že pokud nesežene dodatečnou hotovost, pak firma nebude v horizontu 12 měsíců schopna splácet závazky. Tento extrémní scénář nepovažujeme za pravděpodobný zejména s ohledem na to, jak velký podíl drží v CME společnost Time Warner.
- Podle našeho názoru jim (již po několikáté) pomůže jejich nejvýznamnější 49,9% akcionář – společnost Time Warner. Očekáváme, že spíše než veřejnou emisí akcií získá CME prostředky prodejem preferenčních akcií tak, jak to udělali již v květnu 2013. Veřejná emise sice přichází také v úvahu, ale podle našeho názoru (pokud k ní dojde) nebude tvořit významný podíl na celkové sumě nových peněz.
- Celkově očekáváme objem nové hotovosti přibližně 200 mil. USD ve formě emise akcií (kloníme se k preferenčním konvertibilním pro Time Warner) a prodejem majetku. Emisi dluhopisů nepovažujeme za pravděpodobnou.
- Rok 2013 podle našeho názoru znamenal pro hospodaření společnosti pomyslné dno. Od roku 2014 očekáváme obrat a posupný náběh na rostoucí trajektorii. V roce 2014 by se na meziročním růstu měly podílet zejména příjmy z České republiky, Rumunska a Bulharska.

Poslední výsledky hospodaření

Výsledky hospodaření za 3Q zveřejnila společnost na konci října, poprvé pod novým vedením. V průběhu 3Q byla vyměněna většina managementu společně s CEO Adrianem Sarbu. Nové vedení výrazně snížilo očekávání hlavních provozních ukazatelů na celý rok 2013.

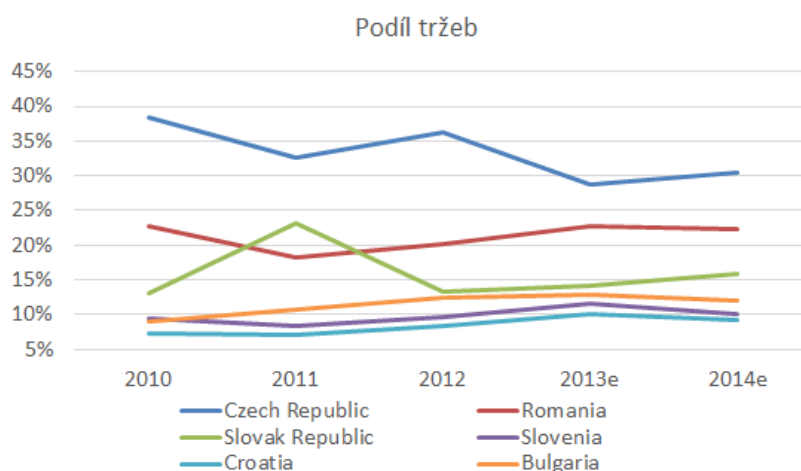
Původní odhady tržeb ve výši 700 – 720 mil. USD byly revidovány na 640 – 650 mil. USD a odhad provozního zisku před odpisy byl snížen z 50 – 70 mil. USD na -40 až -30 mil. USD. Tuto výraznou změnu přičítáme střízlivějšímu a konzervativnějšímu pohledu nového vedení v porovnání s minulým vedením společnosti a rychlejšímu průběhu restrukturalizace.

Další negativní informací bylo oznámení, že pokud CME nesežene dodatečnou hotovost, tak v horizontu 12 měsíců nebudou schopni splácet své závazky. Na základě této informace reagoval titul poklesem na pražské i americké burze o přibližně 50 % v očekávání emise nových akcií. Tuto variantu považujeme jako jednu z možných, ale méně pravděpodobnou.

Ne všechny informace zveřejněné ve výsledcích za 3Q ale byly znepokojivé. V roce 2014 lze očekávat náběh vyšších carriage fees v Bulharsku a Rumunsku, se kterými se počítalo již do roku 2013, ale vyjednávání probíhá déle, než se očekávalo. Situace s prodejem reklamy v České republice sice ještě není pod kontrolou, ale odhodlání nového managementu a čísla o rostoucí sledovanosti (hlavní vysílací čas 41 % vs. 36,2 % v roce 2012) dávají dobrý podklad, aby tržby v roce 2014 meziročně výrazně vzrostly.

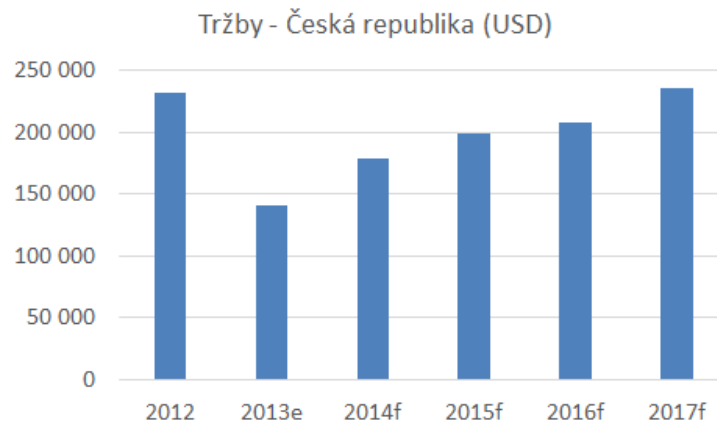
Situace v České republice

Tržby v České republice dosáhly v roce 2012 36 % tržeb z televizní reklamy v rámci skupiny CME. Naše očekávání pro rok 2013 je pokles na 29 %. Pokles je způsoben obchodní politikou původního vedení, které v roce 2013 jednorázově zvýšilo ceny reklamy v České republice o přibližně 20 %. To mělo za následek odliv inzerentů a jejich přechod na jiné televizní stanice. Část inzerentů také úplně odešla, což způsobilo pokles objemu zadávané reklamy v České republice.



Zdroj CME, Cyrrus, a.s.

Management CME avizoval, že již zahájil jednání s nejdůležitějšími českými klienty a vypadá to, že úspěšně. Očekávání na rok 2014 jsou totiž taková, že by mělo dojít k výraznému meziročnímu růstu tržeb z televizní reklamy v České republice, avšak nebude pravděpodobně dosažena úroveň z roku 2012. My očekáváme, že tržby v České republice budou v roce 2014 zhruba 20 % pod úrovní roku 2012, ale 27 % nad tržbami roku 2013.



Zdroj CME, Cyrrus, a.s.

Situaci v České republice i nadále vnímáme jako kritickou a jako jedno ze 2 nejdůležitějších témat pro rok 2014. Vzhledem k tomu, jakou váhu přikládá management tomuto trhu (s klienty vyjednává osobně jeden z dvojice CEO s velkým časovým předstihem), jsme mírní optimisti a může to být jedním z pozitivních překvapení v roce 2014. Výsledky za 4Q2013 by měly vnést více světla do očekávaných tržeb v roce 2014.

Likviditní problémy → shánění hotovosti

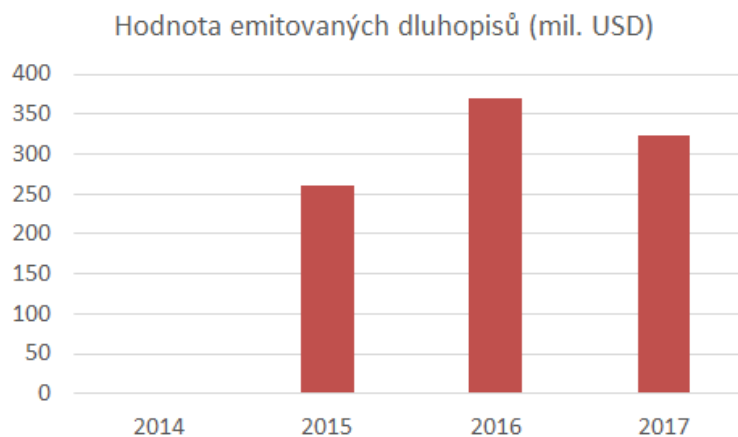
Podle oznámení managementu bude na konci roku 2013 mít CME hotovostní pozici přibližně 60 mil. USD. To považujeme za kritickou úroveň a nejpozději při oznámení výsledků za 4Q 2013 očekáváme, že management představí řešení. To by mělo vzniknout z variant:

- prodej majetku
- nový dluh
- emise akcií
- přejednání dodavatelsko-odběratelských podmínek
- půjčka od CME (tuto variantu přidáváme my, management ji nezmínil)

Podle našeho názoru je nejpravděpodobnější kombinace prodeje majetku a emise akcií, nezavrhujeme ani půjčku od Time Warner (opakovala by se tak situace z roku 2012). Přejednání dodavatelsko-odběratelských podmínek nepovažujeme za

jednorázovou akcií na získání likvidity, jedná se spíše o dlouhodobý faktor. Ale akutní likviditní problémy nelze tímto způsobem vyřešit.

Emise nového dluhu není podle našeho názoru pravděpodobná. Při urputné snaze snížit, nebo alespoň optimalizovat zadlužení není pravděpodobné, že by šel management tímto směrem. Navíc kovenanty (omezující podmínky v emisních podmínkách) stávajících dluhopisových emisí podle našeho názoru ani neumožňují standardní emisi nového dluhu zejména kvůli zápornému ukazateli OIBDA.



Zdroj CME, Cyrrus, a.s.

Prodej aktiv už naznačil management při konferenčním hovoru za 3Q. Mělo by se jednat o prodeji některých „non-core“ aktiv. V minulosti se také spekovalo o prodeji některého trhu, objevila se například informace o zvažovaném prodeji aktiv ve Slovinsku, nicméně k tomu management aktuálně nic neřekl. Nepovažujeme za pravděpodobné, že by se našel kupec všech aktiv na nějakém trhu za rozumnou cenu v době, kdy je tento business v celém regionu střední a východní Evropy pod tlakem. Ač je prodej některých „non-core“ aktiv pravděpodobný, neočekáváme od něj významný podíl na nově získané hotovosti.

Největší část hotovosti tak bude pravděpodobně získána z emise akcií. Hlavní otázkou je, jestli půjde o veřejnou nabídku, nebo o privátní transakci s největším akcionářem: Time Warner.

Vzhledem k nejistému vývoji hospodaření v roce 2014 a negativnímu vývoji free cash flow (2013e: -140 mil. USD, 2014f -50 mil USD) považujeme za dostatečnou potřebu hotovosti v objemu cca 200 mil. USD. Pokud by se jednalo o veřejnou emisi, pak by efekt ředění byl pravděpodobně velmi výrazný - minimálně 40 % (varianty v následující tabulce). Navíc podle našeho názoru za cenu výrazně pod cenou tržní.

Variantní počet nových akcií

	150	200	250
2,5	60 000 000	80 000 000	100 000 000
2,75	54 545 455	72 727 273	90 909 091
3	50 000 000	66 666 667	83 333 333

Variantní podíl ředění

	150	200	250
2,5	45%	60%	74%
2,75	41%	54%	68%
3	37%	50%	62%

Zdroj: Cyrrus, a.s.

My považujeme za pravděpodobnější, že dojde k dohodě s Time Warner. Tato firma aktuálně drží 49,8% podíl a není pravděpodobné, že by jej chtěli navýšit nad 50 %. To by znamenalo, že by museli prodělečnou CME zanést do svého účetnictví, což si nemyslíme, že je v jejich zájmu udělat.

Již v květnu 2013 dodal Time Warner hotovost v objemu 200 mil. USD výměnou za konvertibilní preferenční akcie. Ty nezpůsobují okamžitý ředící efekt, nicméně mohou jej způsobit v budoucnosti. Navíc podle květnové dohody nemusí CME platit každý rok kupón (úrok) z preferenčních akcií – platba kupónu je v čase odsunuta na rok 2015. Od Time Warner to byl vstřícný krok, který měl za účel dodat hotovost zadlužené firmě bez tlaku na pravidelnou výplatu kupónu v době, kdy má firma likviditní problémy. Ale také to byla sázka Time Warner na to, že CME „přežije“, proto dodali hotovost oni a nemuselo dojít k veřejnému úpisu, který by nařadil jejich podíl.

Tento způsob řešení likviditních problémů považujeme za nejpravděpodobnější a jako nejvhodnější jak pro CME, tak i pro Time Warner. A navíc by tak Time Warner dal jasný signál, že mají zájem dále CME podporovat a udržet na živu.

V reakci na oznámení potřeby nových peněz akcie reagovaly poklesem o 50 %. To byla evidentně reakce na obavu z veřejné emise. Cenu 50 CZK za akcii bychom považovali za adekvátní, pokud by došlo k veřejné emisi akcií za cenu pod aktuální tržní cenou v objemu 150 – 200 mil. USD. Růst ceny akcií z posledních dní začíná započítávat, že veřejná emise akcií nebude tak masivní. Podle našeho názoru nedojde k žádné veřejné emisi akcií a celá potřeba likvidity bude uspokojena ze zdrojů Time Warner bez ředícího efektu pro stávající akcionáře a prodejem některého nedůležitého majetku.

Důležité kroky a události v roce 2014

- Česká republika
 - Management musí vyjednat nové smlouvy s klíčovými zákazníky. Podle rétoriky stávajícího vedení a podle kroků, které již udělali (upustili od zvýšení cen, nevyžadují zálohou platbu předem), jsme přesvědčeni, že situace se výraznělepší.
- Realizace restrukturalizačního plánu
 - Management při konferenčním hovoru po výsledcích za 3Q2013 oznámil, že bude urychlovat a zintenzivňovat původní restrukturalizační plán, který by měl vést k roční úspoře nákladů ve výši 30 mil. USD. Součástí bude i propuštění 1000 zaměstnanců. To sice mělo a ještě omezeně bude mít negativní jednorázový vliv do hospodaření (2013: 20 mil. USD restrukturalizační náklady, 7 mil. USD náklady na snížení počtu zaměstnanců), ale dlouhodobý efekt bude pozitivní.
- Získání dodatečné hotovosti
- Úspěšné ukončení vyjednávání o carriage fees v Bulharsku a Rumunsku

Predikce hospodaření na roky 2013 a 2014

2013

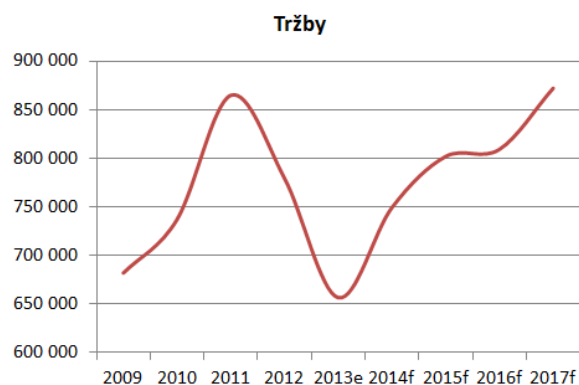
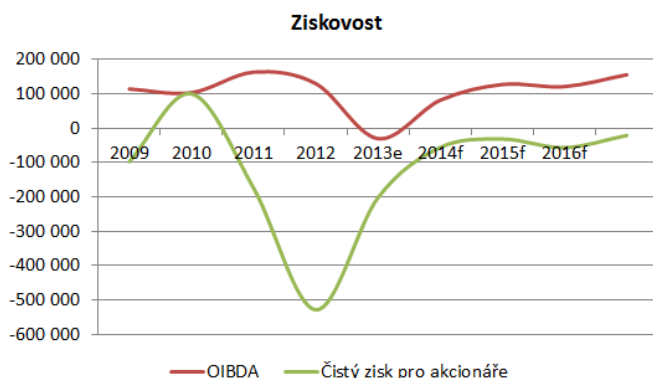
Pro 4Q2013 jsme mírně optimističtější než management. Podle našeho názoru je vcelku logické, že po opakovaně nepřiměřeně optimistických odhadech minulého vedení se noví šéfové budou snažit držet spíše při zdi. My očekáváme tržby ve výši 656,6 mil. USD (est. CME 640 – 650 mil. USD) a OIBDA -30 mil. USD (est. CME -40 až -30 mil. USD). Očekávaná zlepšená situace v ČR ale ještě nenastane, tu čekáme až v roce 2014.

(mil. USD)	2013e	očekávání CETV	2012	y/y
Tržby	656,6	640-650	772,0	-14,9%
OIBDA	-30,0	-30 až -40	129,9	n/a
OIBDA marže	-4,6%		16,8%	n/a
EBIT	-83,4		-480,9	n/a
Zisk z pokrač.operací	-203,4		-539,1	n/a
Čistý zisk pro akcionáře	-201,7		-528,4	n/a

2014 a dále

V našem modelu předpokládáme, že rok 2013 byl pomyslným dnem hospodaření CME. I podle indikací managementu by se mělo hospodaření vylepšit, ovšem ne až na úroveň roku 2012. Výrazně pomoci by mělo zlepšení hospodaření v České republice (nutná podmínka pro oživení firmy) a carriage fees. Tržby v roce 2014 očekáváme na úrovni 749 mil. USD (3 % pod tržbami roku 2012, resp. 23 mil. USD). Překonání tržeb z roku 2012 očekáváme až v roce 2015.

V roce 2014 očekáváme výrazné zlepšení ziskovosti. Jednak odpadnou jednorázové náklady související s restrukturalizací, ale také díky nim klesnou náklady. To by se mělo projevit již v roce 2014. Globální ekonomické oživení by se v omezené míře mělo projevit i na trzích, kde působí CME.



Zdroj: CME, Cyrrus, a.s.

	2012	2013e	2014f	2015f	2016f	2017f
Total Broadcast	628 559	491 450	575 384	624 400	628 114	687 486
Carriage + Subscription fee	42 700	57 695	58 626	59 799	60 995	62 215
Other	108 100	115 356	115 356	117 663	120 017	122 417

Zdroj: CME, Cyrrus, a.s.

Ocenění

Použitý model

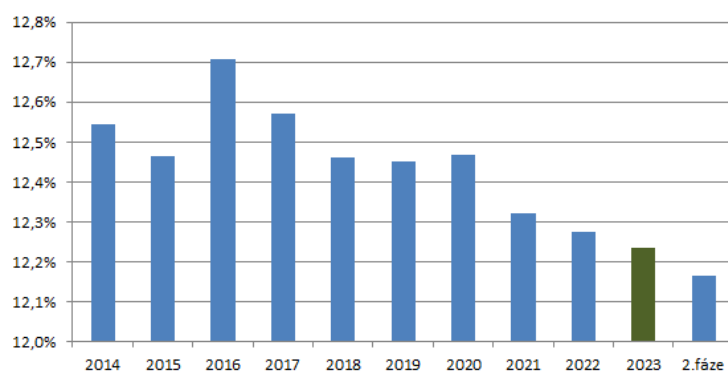
Pro výpočet férové ceny jsme použili dvoufázový model FCFF (free cash flow to firm). První období jsme stanovili do roku 2023, po kterém následuje stabilizovaná druhá fáze s růstem provozního zisku po dani o 2 %. Desetileté první období považujeme za adekvátně dlouhé pro dosažení normalizovaných hodnot 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.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2.fáze
EQUITY RISK PREMIUM	6,13%	6,11%	6,13%	6,07%	6,04%	6,11%	6,20%	6,23%	6,31%	6,40%	6,40%
BEZRIZIKOVÁ MÍRA	2,66%	2,86%	3,04%	3,13%	3,31%	3,57%	3,76%	3,93%	4,00%	4,07%	4,11%
Diskont za negativní sentiment	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
WACC	12,54%	12,46%	12,71%	12,57%	12,46%	12,45%	12,47%	12,32%	12,28%	12,23%	12,16%

WACC



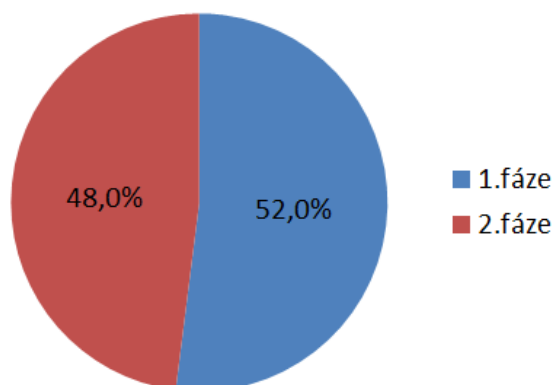
Zdroj: Cyrrus a.s.

Ocenění (metoda FCFF)

mil. Kč	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2.fáze
EBIT * (1-tax)	30 149	82 085	75 331	111 051	149 571	186 860	194 957	205 183	219 323	236 707	
Depreciation	53 501	50 781	50 869	52 035	51 893	52 793	54 430	56 890	59 524	62 341	
change in working capital	8 762	-1 155	-160	-1 386	-1 690	-1 776	-1 254	-1 381	-1 535	-1 680	
CAPEX	26 020	27 782	30 809	34 001	39 344	44 120	50 093	53 464	57 066	60 921	
Terminal value											1 889 436
FCFF	43 407	83 909	66 959	81 218	90 674	97 124	87 775	81 826	77 503	74 154	584 259
FCFF		1 368 811									
Cizí kapitál 12M		879 715									
FCFE 12M		740 666									
počet akcií 12M (mil.)		134									
Cílová cena 12M dle FCFF USD											5,51 USD

Cílovou cenu s ročním horizontem podle našeho modelu stanovujeme na **5,51 USD** s doporučením „koupit“. Investici nicméně považujeme za velmi rizikovou a významnými „tail risks“ (rizika extrémních scénářů oběma směry).

Podíl na férové ceně společnosti CME



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

SWOT analýza

Strenghts	Weaknesses
<ul style="list-style-type: none"> • Stále dominantní pozice na všech trzích • Dlouhodobé partnerství se silnými inzerenty – pokud se obnoví • 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 • Poškozené vztahy s hlavními inzerenty
Opportunities	Threats
<ul style="list-style-type: none"> • Přefinancování dluhu → snížení nákladů • Snížení operativních nákladů • Rozvoj platformy Voyo • Nové specificky zaměřené kanály • Prodej non-core aktiv 	<ul style="list-style-type: none"> • Změna vlastníka největšího akcionáře Time Warner • Proběhne veřejná emise akcií • Další pokračování ekonomické krize • Růst nákladů financování • Oslabování pozice na českém trhu • Odpis nehmotných aktiv při pokračování krize

Zkrácené pro-forma finanční výkazy a ukazatele

Rozvaha	2011	2012	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f
Stálá aktiva	2 143 480	1 656 164	1 652 063	1 625 142	1 626 731	1 610 062	1 621 337
Homtná aktiva	217 367	206 706	198 728	189 971	185 458	182 884	182 138
Nehmotná aktiva	1 899 605	1 425 187	1 433 209	1 412 202	1 416 694	1 402 376	1 412 467
Ostatní	26 508	24 271	20 127	22 970	24 579	24 802	26 733
Oběžná aktiva	538 289	518 551	448 735	489 107	510 135	580 825	607 283
Pohledávky	192 157	184 494	141 169	164 861	176 410	178 008	191 866
Peníze a peněžní ekvivalenty	186 386	140 393	102 435	126 129	126 407	198 192	189 344
Ostatní	159 746	193 664	205 130	198 117	207 319	204 626	226 073
AKTIVA CELKEM	2 681 769	2 174 715	2 100 798	2 114 249	2 136 867	2 190 888	2 228 620
Vlastní kapitál	1 017 942	631 267	802 758	752 855	727 381	677 156	662 278
Dlouhodobé závazky	1 408 252	1 252 084	960 840	709 117	653 186	745 213	87 212
Dlouhodobé úvěry	1 323 311	1 198 873	895 180	634 180	573 000	664 300	0
Ostatní	84 941	53 211	65 660	74 937	80 186	80 913	87 212
Krátkodobé závazky	255 575	291 364	337 199	652 278	756 299	768 519	1 479 130
PASIVA CELKEM	2 681 769	2 174 715	2 100 798	2 114 249	2 136 867	2 190 888	2 228 620

Zdroj: CME, Cyrrus, a.s.

Výkaz zisků a ztrát	2011	2012	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f
Výnosy	864 782	779 359	656 601	749 367	801 862	809 126	872 118
EBITDA	163 375	129 930	-29 980	81 678	127 496	121 272	155 821
Odpisy	-87 835	-88 359	-53 401	-53 501	-50 781	-50 869	-52 035
EBIT	6 792	-480 919	-83 380	28 177	76 715	70 403	103 786
Čistý zisk	-174 611	-528 406	-201 720	-55 904	-31 474	-56 225	-20 878

Zdroj: CME, Cyrrus, a.s.

Základní ukazatele hospodaření	2011	2012	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f
EPS	-1,30	-3,93	-1,50	-0,42	-0,23	-0,42	-0,16
Dividenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA marže	18,9%	16,7%	-4,6%	10,9%	15,9%	15,0%	17,9%
EBIT marže	0,8%	-61,7%	-12,7%	3,8%	9,6%	8,7%	11,9%
NI marže	-20,2%	-67,8%	-30,7%	-7,5%	-3,9%	-6,9%	-2,4%
ROE	-15,4%	-64,1%	-28,1%	-7,2%	-4,3%	-8,0%	-3,1%
ROIC	0,3%	-26,6%	-5,3%	1,8%	5,1%	4,6%	6,8%
ROA	0,2%	-19,8%	-3,9%	1,4%	3,7%	3,4%	5,0%
Čistý dluh	1 137 983	1 080 398	838 627	879 715	907 380	1 019 849	1 037 316
Čistý dluh / VK	111,8%	171,1%	104,5%	116,9%	124,7%	150,6%	156,6%
Dluh / Vlastní kapitál	130,1%	193,4%	111,5%	118,9%	123,1%	144,2%	147,4%
P/E	-2,9	-1,0	-2,5	-9,1	-16,1	-9,0	-24,3
P/S	0,6	0,6	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
P/BV	0,5	0,8	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
EV/EBITDA	13,2	13,2	-54,2	19,4	12,3	13,2	10,2

Zdroj: CETV, Cyrrus, a.s.

Informace 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 **30.12.2013**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	12	38,7
Akumulovat	6	19,4
Držet	8	25,8
Prodat	3	9,7
V revizi	2	6,5

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 zvláště 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	Investiční strategie, ČEZ, NWR
Jiří Šimara	Brno	simara@cyrrus.cz	Utility, automobilky, ocelárny, těžba
Tomáš Menčík, CFA	Brno	mencik@cyrrus.cz	Banky, technologie, telekomy, komodity

Trading & Sales:

Dušan Jilčík	Brno	jilcik@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Corporate finance:

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

Výhrada (disclaimer):

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 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. 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