

**INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ:** **KOUPIT**  
**12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA:** **15,9 USD**

Datum vydání analýzy: 27. ledna 2012  
Současná tržní cena: 7,03 USD  
Potenciál k cílové ceně: 126%

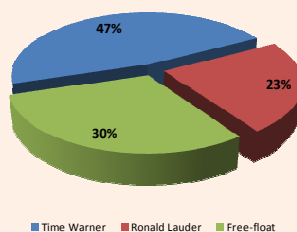
Předchozí doporučení: akumulovat  
Předchozí cílová cena: 23,10 USD  
Datum vydání předchozí analýzy: 16. prosince 2010

		2010	2011E	2012E	2013E
<b>Výnosy</b>	(mil. USD)	737,1	869,7	880,0	923,5
<b>EBITDA</b>	(mil. USD)	107,3	164,7	178,1	224,4
<b>Provozní zisk</b>	(mil. USD)	22,9	73,7	58,6	144,6
<b>Čistý zisk</b>	(mil. USD)	100,2	-67,4	-82,4	41,7
<b>Zisk na akcii (EPS)</b>	(USD)	1,56	-1,05	-1,28	0,65
<b>P/E</b>	(x)	4,5	neg.	neg.	10,9
<b>Dividendový výnos</b>	(%)	-	-	-	-

Vývoj akcií CME v Praze



Struktura akcionářů CME



### Základní informace o akcích CME

Data ke dni: 27.1.2012  
Cena akcie: 135,2 CZK  
Počet vydaných akcií: 64,4 mil.  
Tržní kapitalizace CZK: 8,69 mld.  
Tržní kapitalizace USD: 452,7 mil.  
52-week max: 395,0 CZK  
52-week min: 118,0 CZK  
Průměrný denní objem: 27,3 mil. CZK

#### Sídlo firmy:

Kříženeckého nám. 1078/5  
152 00 Praha 5  
Česká republika

Web: [www.cetv-net.com](http://www.cetv-net.com)

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

- Central European Media Enterprises je mediální společností, jejíž tržby pochází zejména z příjmů z televizní reklamy. Tento segment je výrazně cyklický, proto akcie citelně reagují na změny v makroekonomických predikcích. Za poslední měsíce jsme díky obavám o evropskou dluhovou krizi a její dopad na ekonomiku regionu byli svědky výrazných propadů v ceně akcie, které navíc byly násobeny zvýšenou rizikovostí akcie, díky vysokému zadlužení společnosti. Firma za uplynulý rok sice zlepšila svoji provozní výkonnost, schopnost generovat cash flow je však výrazně oslabena úrokovými náklady. Tržby firmy i provozní zisk OIBDA se sice za poslední rok zvýšily nad naše odhady, z části díky měnovým vlivům, nicméně náš dlouhodobý pohled na hospodaření firmy se zhoršil a toto je hlavním důvodem revize naší cílové ceny směrem dolů.
- Podstatným faktorem změn v našem modelu ocenění je tedy zejména přehodnocení objemu odhadovaných tržeb a ostatních ukazatelů hospodaření. Tržby nyní odhadujeme níže než v našich předchozích odhadech. Na většině trhů došlo k mírnému růstu nebo přinejhorším stagnaci podílu na sledovanosti stanic CME, výjimkami byly trhy v ČR a Rumunsku. Celkově se však reklamní trh vyvíjel hůře, než jsme předpokládali. V ČR si sice skupina stanic kolem TV Nova uchovává pozici tržního leadera, ale její podíl na sledovanosti klesá. V prime-timu si však TV Nova stále drží výsadní postavení.
- Společnost od naší poslední analýzy dále refinancovala své dluhy a opět tím posunula jejich splatnost dále do budoucnosti, ovšem za cenu mírně zvýšených úrokových nákladů. Celková výše čistého dluhu tak ke konci roku dosáhla cca \$1,1 mld. V příštím roce firmu čeká splátka \$130 mil. dluhu.
- Výrazným negativním faktorem v ocenění akcií CME je také vývoj výnosů z vládních dluhopisů a znatelně zvýšené rizikové přírážky zemí CEE oproti předchozí analýze, což souvisí také se zvýšením nervozity na finančních trzích v souvislosti s evropskou dluhovou krizí. Nicméně aktuální cena akcie na trhu je podle našeho názoru neadekvátně nízká.
- Po započtení výše shrnutých faktorů jsme dospěli ke stanovení **12-měsíční cílové ceny akcií Central European Media Enterprises ve výši 15,9 USD**, přepočteno očekávaným budoucím kurzem to znamená 291 CZK. Tato cena (v USD) převyšuje poslední závěrečný tržní kurz (7,03 USD, z 26.1.2012) o cca 126%, proto v souladu s metodikou uvedenou v závěru této analýzy **zvýšujeme naše investiční doporučení ze stupně „akumulovat“ na stupeň „KOUPIT“**. Naše předchozí cílová cena 23,1 USD/435 Kč (z 16.12.2010) tímto byla snížena o přibližně 31%.

## Poslední výsledky hospodaření

*Po většinu roku CME pomáhal měnový vývoj, potvrzené výhledy po 9M výsledcích však mírně zklamaly.*

Rok 2010 zakončila společnost s tržbami \$737,1 mil. a OIBDA ve výši \$107,3 mil. Obě tyto hodnoty vcelku jasně překonaly tržní očekávání, u tržeb znamenala tato hodnota růst o 8,1% y/y, u EBITDA však došlo k mírnému poklesu o 7,0%.

Výsledky za 1Q a 2Q 2011 převážně překonávaly očekávání na úrovni tržeb a dosáhly meziročních růstů o více než 20%, rozdíl OIBDA oproti odhadům pak byly ještě vyšší. Firmě během roku napomáhal měnový vývoj, kde oslabování dolaru napomáhalo tržbám vyjádřeným v této měně, oproti tržbám v lokálních měnách.

Zatím posledními výsledky hospodaření, které společnost zveřejnila, byly výsledky za 3Q resp. 9M 2011. Tyto výsledky výrazně překonaly odhady, ovšem společnost také potvrdila výhledy, které zveřejnila několik dní před nimi, kdy ještě byla očekávání ohledně 3Q nastavena níže, celkově jsme je tedy hodnotili jako zklamání. Za 9M společnost dosáhla tržeb \$587,9 mil. a OIBDA \$85,8 mil.

Před výsledky zveřejněné a po výsledcích potvrzené výhledy byly nastaveny na hodnotách tržeb \$850 mil. a \$166 mil. OIBDA. Z toho vyplývá, že pro 4. kvartál jsou relevantní očekávání tržeb ve výši \$263 mil., a OIBDA \$80 mil. Náš tehdejší odhad pro 4Q byl cca \$280 mil. tržeb a OIBDA 87 mil. Z toho vyplývá, že ačkoliv zveřejněné výsledky dopadly lépe než očekávání, potvrzení celoročních výhledů bylo v této situaci zklamáním.

Pokud se naplní roční výhledy společnosti, bude to znamenat růst tržeb o cca 15% a OIBDA o přibližně 55%, kdy obě tyto hodnoty budou znamenat výrazné zlepšení oproti roku 2010. Výsledky za celý rok 2011 budou zveřejněny 22. února.

### Přehled posledních výsledků Central European Media Enterprises

mil. USD	9M 2011	y/y	9M 2010e	FY 2010	y/y	FY 2010e
Tržby	587,9	22,60%	586,8	737,1	8,10%	718,4
OIBDA	85,8	102%	85,9	107,3	-7,00%	101,8
Čistý zisk	-20,2	n/a	-60,5	100,1	n/a	158,2

Zdroj: Central European Media Enterprises, odhady CYRRUS

## Hospodaření jednotlivých segmentů společnosti

Hlavním a nejdůležitějším zdrojem tržeb společnosti samozřejmě nadále zůstávají reklamní příjmy z vysílání. Za 9M 2011 činil podíl tržeb z vysílání celkem 90%, meziročně tak klesl o cca 3 proc. body, vzrostl naopak podíl výrobní části MediaPro, podíl nových médií zůstává velmi malý.

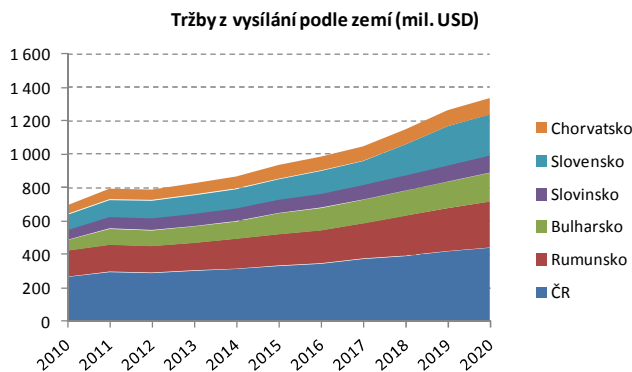
*CME je stále leaderem na svých trzích, vývoj v ČR však mírně kontrastuje s ostatními trhy.*

CME zůstává leaderem na všech svých trzích, na většině trhů sledovanost stanic CME roste nebo stagnuje, pouze v ČR a Rumunsku vidíme mírný pokles. Podle již dostupných informací za rok 2011 opět klesla sledovanost kanálů skupin kolem TV Nova. Sledovanost hlavního kanálu klesla výrazněji, tento propad však vyrovnává růst sledovanosti ostatních kanálů, zejména Nova Cinema. Sledovanost stanice Nova Sport a české mutace MTV je vcelku mizivá. Pozice tržního leadera dává CME dlouhodobě možnost silně participovat na růstu reklamního trhu.

Podle informací ATO-Mediaresearch činil podíl na celkové sledovanosti ve skupině 15+ u TV Nova 29,1% (32,9% roce 2010), Nova Cinema 4,8% (3,2% v roce 2010). Proces poklesu sledovanosti stanic CME tak pokračuje, zejména ve prospěch TV Prima a ostatních méně významných kanálů (zejména však TV Barrandov). TV Nova si však udržuje stabilní sledovanost v prime-timu, lehce nad 40%. Podíl na celkovém reklamním trhu dosahoval u CME 67%. Počínaje tímto rokem navíc očekáváme pro CME pozitivní efekt ukončení vysílání reklamy na kanálech ČT.

**Význam menších trhů patrně stále poroste.**

Během roku 2011 byl pozorovatelný jev stírajícího se rozdílu mezi českou částí CME a ostatními zeměmi. Tímto klesá významnost trhu v ČR ve prospěch ostatních trhů, stále si však zachovává svůj primát. Dlouhodobě tento jev vnímáme pozitivně, kdy snížení podílu ČR sníží závislost CME na tomto trhu a portfolio stanic CME bude vyváženější. Méně rozvinuté trhy také dlouhodobě skýtají větší potenciál růstu. Ke konci roku 2010 činil podíl tržeb z ČR celkem 38%, za 9M 2011 to bylo již 36%. Podíl Rumunska, dalšího v pořadí, klesl o cca 2% proc. body na 21%, naopak největší růst zaznamenalo Bulharsko, z 9% na 12%.

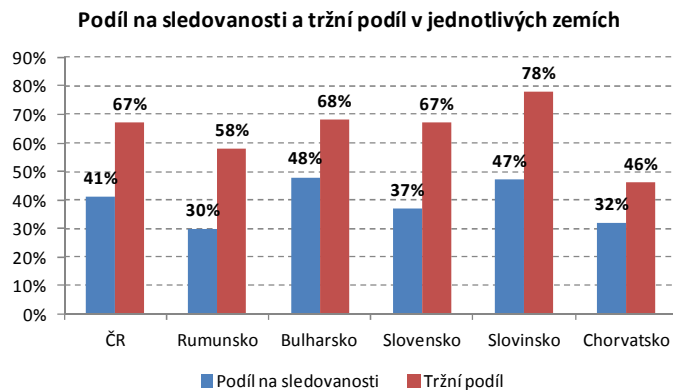


Zdroj: Central European Media Enterprises, odhady CYRRUS

**Nejvyšší tržní podíl má CME ve Slovinsku, následuje Bulharsko, Slovensko a ČR.**

Z trhů mimo ČR se nejvyšším růstem sledovanosti (v prime-time) může pochlubit Chorvatsko, kde se podíl na sledovanosti za 9M zvýšil z 27% na 32%. Téměř poloviční podíl má CME v Bulharsku a Slovinsku (48%, resp. 47%), podíl na sledovanosti na Slovensku narostl y/y z 36% na 37% a v Rumunsku klesl z 31% na 30%.

Pokud jde o zadavatele reklamy, stále si český, resp. východoevropský, trh udržuje odlišnost v tom smyslu, že mezi přední zadavatele nepatří zejména automobilky a finanční instituce, ale výrobci např. potravin nebo homecare produktů. Celkové reklamní výdaje v přepočtu na osobu se stále v regionu CEE pohybují hluboko pod průměrem západní Evropy.



Zdroj: Central European Media Enterprises, odhady CYRRUS

**Význam divize MediaPro a nových médií zůstává menší, ale roste.**

Produkční divize MediaPro zvýšila za 9M také své tržby na celkem \$126,6 mil., pozitivně pro CME vyznívá ovšem zejména zvyšování podílu tržeb této divize od externích subjektů (tj. mimo CME), ty dosáhly za 9M 2010 celkem \$47,5 mil., což je více než 35% tržeb této divize, za 9M předchozího roku byl tento podíl cca 25%. Meziročně narostly tržby této divize očištěné o mezisegmentové eliminace o více než 100%. Celkově však naše výhledy hospodaření této divize příliš neměníme.

Stále ne příliš výrazný, ale přeci jen čím dál větší podíl na tržbách, má divize nových médií. Tam spadá zejména videoportál Voyo, který již byl spuštěn na všech trzích, kde CME působí. Za 9M 2011 dosáhly výnosy z tohoto segmentu celkem \$10,5 mil. (+48% y/y), což znamená necelá 2% tržeb CME. Nová média jsou však stále na úrovni OIBDA ve ztrátě, za 9M 2011 celkem \$3,1 mil., což je zhruba poloviční hodnota oproti stejnému období předchozího

roku. V našich aktuálních odhadech, jsme zvýšili odhadované tempo růstu tržeb v tomto segmentu.

*Schopnost propojit televizní a internetový prostor vidíme v budoucnu jako klíčovou.*

Kromě klasického vysílání podle současného modelu plánuje CME nadále v jednotlivých zemích spouštět specializované kanály (např. pro muže, pro ženy atd.), zvažuje také zavedení placených kanálů. Prostředí, ve kterém CME a mediální společnosti obecně fungují se postupem času a s rozvojem informačních technologií a dostupných produktů mění. Postupně očekáváme, že budou stírány rozdíly mezi běžným TV vysíláním a internetovým vysíláním, poroste význam služeb, které umožní spotřebitelům sledovat obsah, který si budou moci vybrat na míru atd. Pro vývoj v tomto sektoru a pro prosazení se na měnícím se trhu bude podle našeho názoru nutné, skloubit právě klasické vysílání s možnostmi internetu. CME v této oblasti již činná je, nicméně v současné době nelze podle našeho názoru relevantně předpovědět, jaká bude v horizontu několika let vůbec podoba mediálního trhu, popř. jak významné změny nastanou a jakým tempem. Prozatím však hodnotíme kroky CME v této oblasti pozitivně, s potenciálem jejich dalšího rozvoje do budoucna. Je zřejmé, že hlavními kanály reklamního trhu budou právě TV a internet, významnost tištěných médií nebo rádií postupně klesá.

Pokud jde o vývoj reklamního trhu jako celku, podle informací CME během roku 2011 docházelo k postupnému zlepšování napříč trhy. V 3Q 2010 výrazněji rostl pouze trh ve Slovinsku, postupem času se stabilizací ekonomiky se během zejména druhé poloviny roku 2011 trh v regionu oživil a meziroční růst za 3Q vykázaly již všechny trhy kromě Rumunska (to je na tom obecně nejhůře) a Slovenska. Největší oživení zaznamenal trh v ČR (+7% y/y). Pro naše ocenění je stěžejní budoucí vývoj HDP a odtud reklamních trhů. V naší předchozí analýze jsme nepředpokládali scénář rozvinutí evropské dluhové krize a její dopad na ekonomiku, jak jsme uvedli, tento jev je primárním zdrojem zhoršení naší odhadů. Celkově pro příští roky předpokládáme další pokračování růstu reklamního trhu, ovšem nižším tempem, blízkým stagnaci.

## Po větších prodejkách a akvizicích nastal klidnější čas

*Po větších akvizicích a divesticích v předchozích letech firma své aktivity utlumila a převzala pouze menší Bontonfilm.*

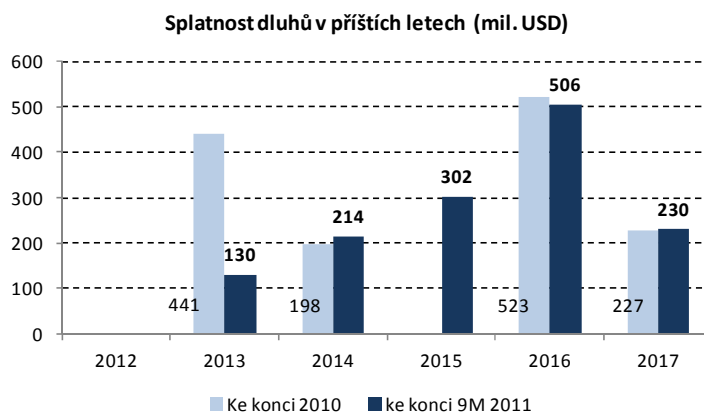
V roce 2010 přistoupila skupina CME k větším změnám ve svém portfoliu, zcela se zbavila aktivit na Ukrajině a ovládla nejsledovanější bulharskou televizi bTV. Toto je již podrobněji rozebráno v našich předchozích analýzách. CME sice pokračuje ve své akviziční politice, nicméně přebírá pouze menší společnosti, poslední takovou byla filmová a distribuční společnost Bontonfilm (transakce byla dokončena červnu 2011, v objemu mírně přes \$10 mil.). Na poli akvizic tak byl loňský rok klidnější a společnost se soustředila spíše na organický růst, v čemž hodlá i nadále pokračovat. V nedávném rozhovoru Adrian Sarbu potvrdil, že nevidí aktuálně v CEE příliš mnoho investičních příležitostí, které by byly pro CME vhodné, z čehož usuzujeme, že větší akvizice nelze v dohledné době očekávat, podle našeho názoru prioritou společnosti by mělo být užití hotovosti zejména ke snižování zadlužení, čehož je si vědoma také sama společnost.

## CME pokračuje v refinancování dluhů

*CME stále oddaluje splátky svého dluhu, pro nejbližší budoucnost disponuje dostatkem hotovosti.*

Firma stále čelí velmi vysokému zadlužení (Debt/Equity 2011e cca 100%), nadále uplatňuje politiku refinancování splatných dluhopisů emisí nových. Od naší poslední analýzy proto došlo opět k posunu splatnosti bondů dále do budoucnosti, tyto transakce se odehrávaly zejména počátkem roku 2011. Největší díl dluhu je splatný v roce 2016, celkem \$506 mil., pro příští 3 roky (2012-14) je to nyní \$646 mil., ke konci roku 2010 to bylo \$639 mil., nicméně původně nejvyšší splátka v těchto 3 letech (\$441 mil. v 2013) byla snížena na pouze \$130 mil. v uvedeném roce. V letošním roce nemá CME žádné splatné dluhopisy, hodnota hotovosti na účtech ke konci 9M 2011 činila celkem cca \$170 mil., dluhy splatné v roce 2013 by měla společnost bez větších problémů splatit. S oživením hospodaření v minulém roce se také zlepšily ukazatele zadluženosti, ke konci 2010 činil poměr dluh/OIBDA celkem 10,4x, ke konci roku 2011 odhadujeme tento podíl na 6,7x.

Vysoký dluh vnímáme také jako jeden z hlavních faktorů volatility titulu v současných tržních turbulencích. To se projevilo mj. tím, že v listopadu 2011 snížila agentura S&P výhled ratingu společnosti na negativní.



Zdroj: Central European Media Enterprises, odhady CYRRUS

## Prodeje a nákupy akcií členy managementu

*Ceně akcie neprospívá ani snižování podílu Adriana Sarbu.*

Po celý rok svědčily v neprospěch kurzu akcie opakované prodeje akcií Adrianem Sarbu, i když tyto prodeje probíhaly víceméně nezávisle na tržní ceně (i tehdy, pokud byly akcie blízko minimům), tak ze strany investorů byly vnímány jako negativní signál. A.Sarbu i nadále opakuje, že tyto prodeje uskutečňují společnosti s ním spojené pro své obchodní účely, a neznamenaají vyjádření jeho pohledu na společnost CME. Za rok 2011 A.Sarbu prodal cca 360 tis. akcií. Z nejvyššího managementu stojí za zmínku ještě naopak nákupy akcií CFO Davidem Sachem, avšak v menším objemu (za rok 2011 celkem 75 tis. akcií)

## Změny v odhadech hospodaření

*Jak výše uvedeno, přehodnocujeme naše ukazatele hospodaření směrem dolů.*

Hlavní změnou v našich odhadech hospodaření je samozřejmě výše odhadovaných tržeb a to zejména s ohledem na zhoršení makropredikce a odtud se zhoršující odhady spotřeby inzerentů a tedy nižší tržby společnosti na všech trzích. Mírně jsme upravili také naše odhady sledovanosti, jak výše uvedeno, na všech trzích mimo ČR a Rumunska, dochází ke stagnaci nebo mírnému růstu sledovanosti. Celkově však nepředpokládáme větší změny v současných hodnotách sledovanosti na jednotlivých trzích. Postupem času odhadujeme, že poroste významnost ostatních trhů ve skupině CME na úkor právě české TV Nova, i když ta si uchová své významné postavení. Toto vnímáme pro společnost pozitivně, neboť nebude závislá pouze na jednom významném trhu. Podobně předpokládáme postupný růst tržeb u výrobní divize MediaPro a výraznější růst u nových médií, která však stále co do významu nehrají větší roli. Změny v našich odhadech hospodaření zobrazují následující tabulky a grafy. Hospodaření roku 2011 by mělo být nakonec úspěšnější, než jsme odhadovali v naší předchozí analýze, pro rok 2012 ještě očekáváme mírně lepší tržby než původně, v dalších letech jsou již však naše odhady nižší než původní.

### Srovnání původních a nových odhadů výnosů

mil. USD	2010	2011e	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
aktuální odhad	737,1	869,7	880,0	923,5	971,0	1 050,3	1 110,2	1 184,4	1 300,0	1 429,8	1 522,3
původní odhad	722,1	784,8	846,5	941,0	1 019,5	1 101,6	1 197,9	1 336,0	1 444,2	1 551,1	1 683,0
% změna	2%	11%	4%	-2%	-5%	-5%	-7%	-11%	-10%	-8%	-10%

Zdroj: Central European Media Enterprises, odhady CYRRUS

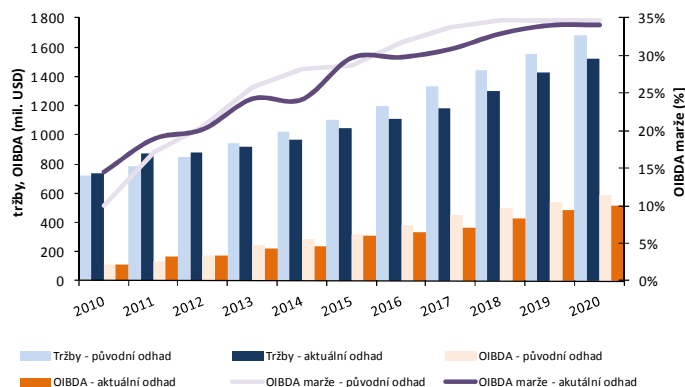
### Srovnání původních a nových odhadů OIBDA

mil. USD	2010	2011e	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
aktuální odhad	107,3	164,7	178,1	224,4	235,1	312,3	331,1	366,1	428,4	487,1	519,3
původní odhad	110,2	134,3	173,9	242,7	287,8	316,4	380,4	450,2	501,4	538,6	585,0
% změna	-3%	23%	2%	-8%	-18%	-1%	-13%	-19%	-15%	-10%	-11%

Zdroj: Central European Media Enterprises, odhady CYRRUS

Mírně přehodnocujeme také naše odhad OIBDA marží, nicméně odchylky od předchozích odhadů nejsou výrazné.

Srovnání vývoje tržeb, OIBDA a OIBDA marží



## Ocenění akcií CME

*K výraznějším změnám došlo také v parametrech ocenění, zejména růstem rizikových přírážek.*

K ocenění akcií Central European Media Enterprises používáme standardní model FCFF ve dvou fázích, první do roku 2020. Oproti předchozí analýze došlo především ke zvýšení vnímání tržního rizika, což se odráží ve zvýšeném nastavení bezrizikových sazeb (vážený průměr dlouhodobých vládních bondů jednotlivých zemí), tak v rizikové přírážce dle A.Damodarana. Oproti předchozí analýze se tak zvýšila hodnota WACC, mírně vyšší nyní odhadujeme ukazatel ROIC, míra dlouhodobého růstu zůstává na 3%.

### Nastavení parametrů modelu ocenění

	Původní hodnoty		Nové hodnoty	
	I. Fáze	II. Fáze	I. Fáze	II. Fáze
Bezriziková sazba	4,62%	4,50%	6,16%	5,50%
Riziková přírážka	7,03%	5,50%	9,02%	8,00%
Beta	1,65	1,2	1,4	1,2
Disk. Sazba	16,2%	11,1%	18,8%	15,1%
Náklady dluhu	7,0%	6,5%	10,0%	7,0%
WACC	13,46%	9,72%	16,15%	11,05%
Dlouhodobý růst		3,0%		3,0%
ROIC		10,5%		14,0%

Zdroj: odhady CYRRUS, A.Damodaran, Bloomberg

Hodnoty modelu ocenění zobrazuje následující tabulka:

### Ocenění akcií Central European Media Enterprises modelem DCF

	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
EBIT po zdanění	46 871	115 660	121 497	184 596	197 056	222 023	269 716	311 570	333 625
Odpisy	56 959	54 862	57 796	56 340	59 430	63 268	65 984	72 366	
Kapitálové výdaje	48 746	51 671	54 771	58 058	61 541	65 233	69 147	73 296	
Δ prac. kapitálu	-35 264	1 286	-8 413	5 223	8 721	-10 062	7 048	10 985	
Terminal Value									3 256 546
Volné CF	90 348	117 565	132 935	177 656	186 224	230 120	259 505	299 655	
Disk. souč. hodnota	77 786	87 146	84 839	97 616	88 097	93 727	91 001	1 358 385	1 267 915
Současná hodnota	1 978 597								
Čistý dluh	1 096 213								
Minoritní podíly	20 972								
Čistá současná hodnota	861 412								
Čistá současná hodnota na akcii	13,4								
Cílová cena akcie USD		15,9							
Cílová cena akcie CZK		291							

Zdroj: odhady CYRRUS

*Pro akcie CME stanovujeme cílovou cenu 15,9 USD a investiční doporučení "KOUPIIT".*

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že náš model ocenění implikuje férovou cenu akcie společnosti Central European Media Enterprises na 13,4 USD, z toho vyplývá naše 12-měsíční cílová cena ve výši **15,9 USD**, přepočteno odhadovaným budoucím kurzem 18,3 USD/CZK z toho vyplývá cílová cena ve výši 291 CZK. Cílová cena je o 126 % vyšší, než je poslední závěrečná cena akcie na burze Nasdaq, která činí 7,03 USD. Odtud stanovujeme dle metodiky uvedené v závěru pro akcie společnosti Central European Media Enterprises investiční doporučení na stupni „**KOUPIIT**“, čímž zvyšujeme naše předchozí doporučení na stupni „akumulovat“.

## Citlivostní analýza

Tabulka zobrazuje citlivost cílové ceny na ROIC a WACC v druhé fázi.

Analýzu citlivosti cílové ceny na změny v parametrech modelu ocenění přináší následující tabulka srovnání alternativních cílových cen při nastavení různých ROIC a WACC v druhé fázi modelu ocenění.

### Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů v druhé fázi ocenění

		ROIC				
		10,0%	12,0%	14,0%	16,0%	18,0%
WACC	9,1%	25,2	27,5	29,1	30,4	31,4
	10,1%	18,3	20,2	21,5	22,5	23,2
	11,1%	13,3	14,8	15,9	16,7	17,3
	12,1%	9,6	10,8	11,7	12,3	12,9
	13,1%	6,7	7,7	8,5	9,0	9,4

Zdroj: odhady CYRRUS



## Zkrácené pro-forma finanční výkazy a ukazatele

### Výhledový výkaz zisku a ztráty (mil. USD)

	2010	2011e	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Tržby	737 134	869 703	879 988	923 506	970 985	1 050 266	1 110 183	1 184 373	1 300 004	1 429 828	1 522 294
Provozní náklady	594 044	673 734	695 776	640 406	673 466	661 980	697 336	729 188	767 858	825 891	876 919
Ostatní provozní náklady	119 419	123 160	125 623	138 526	145 648	157 540	166 527	177 656	195 001	214 474	228 344
Provozní zisk	22 877	73 705	58 589	144 575	151 871	230 745	246 320	277 529	337 145	389 463	417 031
Finanční náklady, net	-134 776	-136 271	-136 000	-93 753	-102 253	-109 212	-85 884	-65 000	-40 000	-15 000	0
Zisk před zdaněním	-111 899	-62 566	-77 411	50 822	49 618	121 533	160 436	212 529	297 145	374 463	417 031
Čistý zisk	100 175	-67 447	-82 364	41 674	40 687	99 657	131 557	174 274	243 659	307 060	341 965

Zdroj: CME, odhad Cyrrus

### Výhledová rozvaha (mil. USD)

	2010	2011e	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Dlouhodobá aktiva	2 328 465	2 255 706	2 237 526	2 207 567	2 193 134	2 192 213	2 147 568	2 142 829	2 148 236	2 154 551	2 152 501
Oběžná aktiva	612 085	563 652	522 762	517 840	568 401	545 404	588 629	558 557	583 986	693 693	946 266
Aktiva celkem	2 940 550	2 819 358	2 760 288	2 725 407	2 761 534	2 737 617	2 736 197	2 701 386	2 732 222	2 848 245	3 098 767
Dlouhodobé závazky	1 449 722	1 277 034	1 141 093	1 176 903	972 106	622 614	740 332	739 740	490 215	240 096	90 017
Krátkodobé závazky	243 076	362 085	521 320	408 955	609 192	835 109	584 414	375 922	412 623	471 706	530 342
Vlastní kapitál	1 247 752	1 180 239	1 097 875	1 139 549	1 180 236	1 279 893	1 411 451	1 585 724	1 829 384	2 136 443	2 478 409
Vlastní kapitál a závazky celkem	2 940 550	2 819 358	2 760 288	2 725 407	2 761 534	2 737 617	2 736 197	2 701 386	2 732 222	2 848 245	3 098 767

Zdroj: CME, odhad Cyrrus

### Výhledový výkaz cash-flow (mil. USD)

	2010e	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Cash-flow z provozních operací	-49 614	43 523	4 597	124 591	126 634	181 959	218 285	263 870	333 392	402 264	444 124
Cash-flow z investičních operací	-456 770	-16 847	-48 746	-51 671	-54 771	-58 058	-61 541	-65 233	-69 147	-73 296	-77 694
Cash-flow z finančních operací	7 338	-85 394	-1 216	-82 919	-118 461	-152 262	-153 030	-233 370	-251 289	-251 299	-151 306
Finanční prostředky na konci období	244 050	185 332	139 967	129 967	83 369	55 008	58 722	23 988	36 943	114 613	329 737

Zdroj: CME, odhad Cyrrus

### Výhledové ukazatele hospodaření a ocenění

	2010e	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
P/E	4,5	neg.	neg.	10,9	11,1	4,5	3,4	2,6	1,9	1,5	1,3
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	13,1	8,9	8,4	6,3	6,6	4,6	3,9	2,9	1,9	1,0	0,2
P/S	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
EBITDA marže	14,6%	18,9%	20,2%	24,3%	24,2%	29,7%	29,8%	30,9%	33,0%	34,1%	34,1%
EBIT marže	3,1%	8,5%	6,7%	15,7%	15,6%	22,0%	22,2%	23,4%	25,9%	27,2%	27,4%
Marže čistého zisku	13,6%	-7,8%	-9,4%	4,5%	4,2%	9,5%	11,9%	14,7%	18,7%	21,5%	22,5%
ROE	8,28%	-5,56%	-7,23%	3,73%	3,51%	8,10%	9,78%	11,63%	14,27%	15,49%	14,82%
ROA	0,8%	2,6%	2,1%	5,3%	5,5%	8,4%	9,0%	10,2%	12,4%	14,0%	14,0%
ROIC	0,7%	2,3%	1,9%	4,9%	5,3%	8,1%	8,8%	10,1%	12,3%	13,8%	13,8%
Debt/Equity	109,0%	101,3%	107,6%	96,5%	100,4%	80,8%	62,5%	41,0%	21,9%	7,0%	0,0%

Zdroj: CME, odhad Cyrrus

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

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **27.1.2012**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	8	53,3
Akumulovat	3	20,0
Držet	1	6,7
Prodat	3	20,0

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

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

### Stupně investičních doporučení CYRRUS, a.s.

#### **Koupit:**

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

#### **Akumulovat:**

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

#### **Držet**

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

#### **Prodat**

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

#### **Časové rozlišení:**

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

**Analytické oddělení:**

Marek Hatlapatka	Brno	<a href="mailto:hatlapatka@cyrrus.cz">hatlapatka@cyrrus.cz</a>	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	<a href="mailto:prochazka@cyrrus.cz">prochazka@cyrrus.cz</a>	Energetika, letecká doprava
Ondřej Moravanský	Brno	<a href="mailto:moravansky@cyrrus.cz">moravansky@cyrrus.cz</a>	Telekomunikace, IT, textilní průmysl, média
Jiří Šimara	Brno	<a href="mailto:simara@cyrrus.cz">simara@cyrrus.cz</a>	Ocelářenský a automobilový průmysl

**Trading & Sales:**

Pavel Pikna	Brno	<a href="mailto:pikna@cyrrus.cz">pikna@cyrrus.cz</a>
Kamil Kricner	Praha	<a href="mailto:kricner@cyrrus.cz">kricner@cyrrus.cz</a>

**Portfolio management:**

Tomáš Machalický	Brno	<a href="mailto:machalicky@cyrrus.cz">machalicky@cyrrus.cz</a>
Jindřich Rovný	Praha	<a href="mailto:rovny@cyrrus.cz">rovny@cyrrus.cz</a>

**Corporate finance:**

Tomáš Kuncický	Brno	<a href="mailto:kuncicky@cyrrus.cz">kuncicky@cyrrus.cz</a>
Jiří Běhal	Brno	<a href="mailto:behal@cyrrus.cz">behal@cyrrus.cz</a>

**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 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 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. 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