

CME

Nejhorší scénář odvrácen za cenu budoucího masivního ředění

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

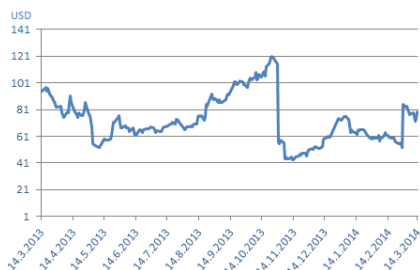
INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: **PRODAT**
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: **3,2 USD**

Datum vydání analýzy: 17. březen 2014
Současná tržní cena: 4,0 USD
Potenciál k cílové ceně: -20%

Předchozí doporučení: Koupit
Předchozí cílová cena: 5,5 USD
Datum vydání předchozí analýzy: 30. prosinec 2013

		2014e	2015F	2016F	2017F
Výnosy	(mil. USD)	737,2	787,5	823,2	880,9
EBITDA	(mil. USD)	56,2	102,8	124,8	167,0
Provozní zisk	(mil. USD)	7,7	56,6	83,0	126,4
Čistý zisk	(mil. USD)	-109,5	-45,3	-17,1	26,5
Zisk na akcii (EPS)	(USD)	-0,82	-0,32	-0,13	-0,05
P/E	(x)	-4,9	-12,4	-30,1	-79,7

Vývoj akcií CME - Praha



Základní informace o akciích CME

Data ke dni: 17. března 2014
Cena akcie: 3,99 USD
Počet vydaných akcií: 134,5 mil.
Tržní kapitalizace USD: 0,54 mld.
Tržní kapitalizace CZK: 10,6 mld.
52-week max: 6,65 USD
52-week min: 2,03 USD
Průměrný denní objem: 12,1 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: CME CP
Reuters: CMEsp.PR

- Mediální společnost CME představila na konci února několik operací na posílení likvidity, bez kterých by pravděpodobně nepřežila letošní rok. Následná krátkodobá pozitivní reakce akciových trhů tedy nebyla nijak zásadně překvapivá. Nicméně po detailnějším prostudování parametrů pomoci je velmi pravděpodobné, že nákladem bude masivní ředění akcií v budoucnu. To se odráží v našem prodejním doporučení s cílovou cenou 3,2 USD, ačkoli co se výhledu hospodaření týče, jsme spíše optimisti.
- Představená opatření též odsunula potřebu splatit dluh více do budoucna. Splatnost dluhu 873 mil. USD + nakumulovaného úroku z dluhopisů je koncentrováno do roku 2017. Nepovažujeme za možné, aby tento dluh firma byla sama schopna splatit, proto očekáváme v budoucnu buď nějaké velké refinancování, nebo změnu vlastnické struktury.
- Hospodaření společnosti zaznamenalo nejhorší výsledek v roce 2013, v aktuálním roce by se firma již měla zvedat. Očekáváme významné zlepšení zejména v České republice a na Slovensku.
- Kritickým bodem co se týče valuace je počet kmenových akcií. Aktuálně jich je 135 milionů. Pokud by ale byla uplatněna všechna práva plynoucí z konvertibilních preferenčních akcií a warrantů, pak by se výsledný počet akcií měl pohybovat kolem 340 milionů. To by samozřejmě znamenalo masivní ředící efekt s negativním dopadem na cenu akcie. Podmínky stanovené pro warranty podle našeho názoru ukazují na to, že výsledný počet akcií (kolem roku 2017) by měl být blízko tomuto číslu. V minulé analýze jsme s tak masivním ředícím efektem s tak vysokou pravděpodobností ředění nepočítali.
- Uplatnění všech práv by pravděpodobně znamenalo, že Time Warner by získal většinu. To si dovedeme představit ve chvíli, kdy se hospodaření CME významně vylepší – a roky 2016 a 2017 by tomu časově mohly odpovídat.
- V každém případě prodejní doporučení a snížená cílová cena odpovídá ne až tak výhledu hospodaření, jako spíše budoucímu očekávanému ředícímu efektu. Ve střednědobém horizontu nevidíme faktory, které by měly držet cenu dlouhodobě nad naší cílovou cenou.

Rekapitulace výsledků za 4Q

Management byl při výsledcích za 3Q dost opatrný a ukázalo se, že až přehnaně moc. Na to část trhu včetně nás spekulovala. OIBDA byla nižší, ale do toho se promítly nepeněžní položky ve formě odpisů. Takže **cíl stanovený novým managementem ve 3Q byl překonán, a to je dobrá zpráva.**

Indikace na rok 2014 jsou docela příznivé, ale CME se na výkonnost z dobrého roku 2012 dostane až v roce 2015. Rok 2014 bude rostoucím, bude vidět velké oživení v ČR a na Slovensku, ale na rekordy se firma nedostane.

Celkové vyznění samotných čísel je ale pozitivní a **od roku 2015 by firma měla dokonce generovat i pozitivní free cash flow**, což je i v souladu s naším odhadem. To znamená, že od roku 2015 by firma CME měla přestat „pálit cash“.

Zveřejněná očekávání budoucího vývoje hospodaření nejsou až tak překvapivá, ale základním předpokladem bylo, že firma dostane více času na zlepšení provozních ukazatelů. Ten čas dostala opatřeními z 27. 2. 2014, která jsou popsána níže.

Výsledky za 4Q a výhledy do budoucna hodnotíme pozitivně, nejdůležitější z pohledu dopadu na ceny jsou ale opatření, která firma připravila na posílení likvidity, neboli na záchranu firmy. Bez těchto opatření by se s největší pravděpodobností firma „nedožila“ roku 2015.

Jak vyřešila společnost CME problém s likviditou?

- 1) CME vydá 396,8 mil. USD nových dluhopisů se splatností v roce 2017 a úrokem 15 % p.a. Jsou to tzv. PIK dluhopisy, které neplatí v průběhu doby životnosti žádné úroky. Ty se přičítají k jistině a jsou tedy vyplaceny všechny až při maturitě. Jsou to rizikovější dluhopisy než standardní s pravidelnou platbou. To je vidět i na vysokém úroku 15 %. CME použije tyto prostředky na splacení celé emise dluhopisů se splatností 2016 a úrokem 11,625 %. Nový dluh bude tedy nákladnější, ale výhodnější co se týče cash flow. Za dluhopisy 2016 platí CME 44 mil. USD ročně úroků. Tato platba odpadne a tím se managementu výrazně ulehčí současný život (do doby, než bude v roce 2017 muset splatit dluh + kumulované úroky).
- 2) Majoritní akcionář Time Warner poskytne CME úvěr ve výši 30 mil. USD se splatností v roce 2017.
- 3) Majoritní akcionář Time Warner prodlouží CME revolvingový úvěr ve výši 115 mil. USD do roku 2017.

Celkově tedy nová hotovost čítá 541,8 mil. USD. Velká část prostředků bude použita na splacení emise dluhopisů 2016, zbytek pak bude požit na provoz.

- 4) Firma také pozdržela část plateb dodavatelům, což byla jedna z alternativ na posílení likvidity, které management představil již minulý rok. Toto opatření sice nepovažujeme za trvale udržitelné, nicméně v aktuální tíživé situaci je každý pokus o vylepšení likvidity vhodný.

Jak se opatření týkají stávajících akcionářů?

Stávající akcionář dostane za každých 62,5 kusů svých akcií 1 jednotku, která představuje právo na:

- 1) Nákup výše zmíněného dluhu s jistinou 100 USD (to bude muset akcionář zaplatit).
- 2) Obdržení 21,167 kusů warrantů, které opravňují majitele směnit tyto warranty v poměru 1:1 na akcie CME za cenu 1 USD/akcie (warranty obdrží akcionář zdarma).

Přeloženo do češtiny: akcionář vlastní více než 62 akcií CME → za každých 62,5 akcií má právo nakoupit dluh se splatností 2017 a kupónem 15 % v nominální hodnotě 100 USD a navíc dostane právo nakoupit v horizontu 2 – 4 roků 21,167 kusů akcií za cenu max. 1 USD.

Z výše popsaného tedy plyne, že nový dluh vlastně poskytnou stávající akcionáři. TW sám koupí 105 mil. USD, na 292 mil. USD mají právo ostatní akcionáři. Pokud neuplatní vše, na co mají právo, tak zbytek „dorovná“ Time Warner. Z tohoto pohledu je tedy neúspěch této akce nepravděpodobný a je důležité, že Time Warner opět hraje významnou roli.

Akcionář, který drží méně než 63 akcií CME, nebude do těchto operací jakkoli zapojen.

Časový harmonogram

21. 3. 2014 bude rozhodný den pro stanovení struktury akcionářů, kteří budou mít právo účastnit se celé této operace s warranty a dluhem.

Další časový harmonogram zatím není přesně popsán, ale mělo by se vše uskutečnit do 29. 5. 2014. Tedy do tohoto data by měla mít společnost peníze. To znamená, že veškeré přidělování warrantů, oznamovací povinnosti atd. by mělo proběhnout před tímto datem.

Jaký dopad budou mít operace na akcionářskou strukturu?

Aktuálně žádný, ale do budoucna pravděpodobně značný. Aktuální počet vydaných akcií a potenciálně emitované akcie jsou v následující tabulce:

Počet akcií (aktuální stav)	135 miliónů akcií	Hlasovací práva
Preferenční konvertibilní akcie série A (aktuální stav)	11 mil.	Hlasovací práva
Preferenční konvertibilní akcie série B (aktuální stav)	cca. 80 mil.	Bez hlasovacích práv
<i>Warranty pro TW</i>	<i>30 mil.</i>	
<i>Warranty pro veřejnost</i>	<i>84 mil.</i>	
CELKEM teoreticky v roce 2016, 2017	340 mil.	

Všechny ostatní řádky kromě toho prvního jsou zatím pouze na papíře a konverze do kmenových akcií nemusí proběhnout. Nicméně jak preferenční konvertibilní akcie, tak i warranty zakládají právo na konverzi a je to na rozhodnutí držitelů, nikoli managementu společnosti.

Potenciální dopad do akcionářské struktury je tedy značný. Pokud by došlo k uplatnění všech práv na konverze, Time Warner by nabyl většinu ve firmě a teoreticky by mohlo dojít i k dobrovolné nabídce odkupu podílů minoritních akcionářů a následně k pokusu o vytěsnění. To je ovšem na úrovni spekulací a navíc je to otázka budoucnosti – nejdříve roku 2016.

Jaká je pravděpodobnost, že budou konvertibilní série a warranty překlopeny do kmenových akcií?

Preferenční konvertibilní akcie série A - již nyní zakládají hlasovací právo, do výpočtu hodnoty firmy je tedy nutné je započítat.

Preferenční konvertibilní akcie série B – Zakládají právo na konverzi přibližně do 80 mil. kmenových akcií. Po 3 letech (2016) je může TW konvertovat do kmenových akcií, ale také je může CME svolat zpět. Ze všech možných způsobů ředění je tento nejméně pravděpodobný, ale to neznamená, že je nepravděpodobný. Uplatnění práva na konverzi bude také záviset na tom, jestli bude Time Warner ochotný získat ve firmě majoritu nebo ne. Vzhledem k tomu, že v letech 2016, 2017 by se mělo rozhodnout o budoucí angažovanosti Time Warner v CME a my se kloníme spíše k tomu, že firma CME bude většinově vlastněna firmou Time Warner (argumentem k tomu je, že v letech 2016 a 2017 by již CME mělo být ziskové a generovat kladné CF), tak odhadovaných 80 mil. kusů akcií počítáme do výpočtu hodnoty firmy. Utvrzuje nás v tom i nastavení parametrů pro nedávno oznámené warranty (vysoká pravděpodobnost, že budou uplatněny).

Warranty – s realizační cenou 1 USD je podle našeho názoru více než pravděpodobné, že budou uplatněny. Pokud se podaří přesvědčit akcionáře ve významném počtu a objemu, aby warranty obdrželi a následně uplatnili, naředil by se tím podíl TW a ti by tak mohli uplatnit i své warranty (nebo jen část), ale také preferenční konvertibilní akcie série B, aniž by získali většinu. Veškeré výpočty ale stojí na tom, kolik akcionářů se zapojí do akce „warranty a dluh“, resp. kolik bude muset nakoupit dluhu a obdržet warrantů akcionář Time Warner. To bude jasné asi až na konci května nebo v červnu. Nyní tedy počítáme s tím (zejména vzhledem k realizační ceně 1 USD), že warranty budou uplatněny buď minoritními akcionáři, nebo TW.

Podíl Time Warner

Aktuální podíl na hlasovacích právech Time Warner je 49,9 %. Všeobecný názor, ke kterému se také kloníme, je, že TW nechce tuto hranici překročit do doby, než bude CME stabilizovaná a zisková, aby nemusel začlenit ztrátové CME do svého účetnictví. Otázkou zůstává, jak dlouho bude tato rezistence trvat, pokud se CME dostane v příštích letech do černých čísel. Překážkou by mohl být obrovský dluh (přes 1 mld USD včetně kumulovaných PIK dluhopisů; Time Warner má dlouhodobý dluh 30 mld USD).

Pokud by se do upisování dluhu pustila velká část akcionářů (mající právo na celkem 84 mil. akcií), potom by ani po konverzi warrantů a preferenčních akcií na kmenové akcie nemusel za určitých okolností překročit podíl TW 50 %. To je ale spíše méně pravděpodobná varianta. Očekáváme, že pokud TW nebude chtít ani v příštích letech 50 % překročit, bude se muset vzdát práva na konverzi některých warrantů nebo preferenčních konvertibilních akcií.

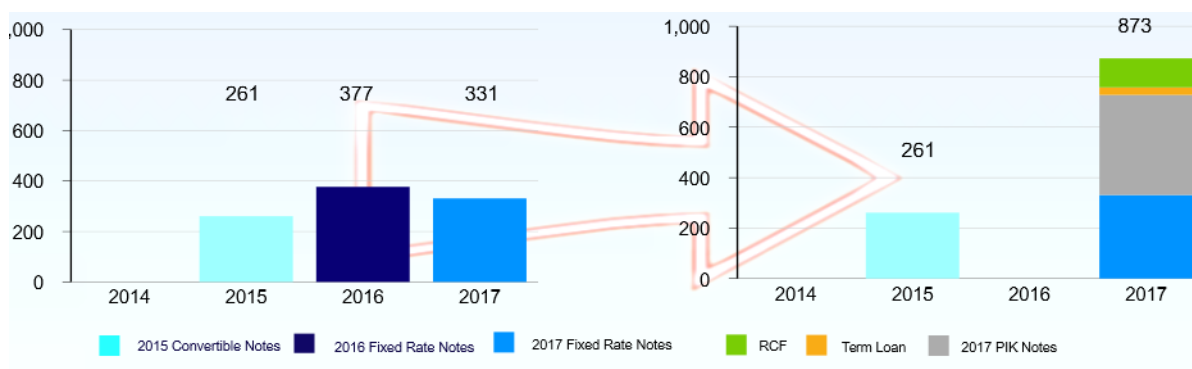
Jak naroste dluh?

Po úspěšně dokončeném procesu emise nového dluhu a odkupu toho stávajícího bude většina dluhu koncentrována do roku 2017. Všechny aktuálně oznámené metody pomoci totiž maturují v roce 2017. Z pohledu dluhu se tedy jedná pouze o odložení problému a management CME vsází na to, že se firma natolik ozdraví, že bude schopna i před rokem 2017 část dluhu předčasně splatit.

Vzhledem k tomu, že firma by měla být schopna generovat kladné cash flow již od roku 2015, tak je reálné, že by malá část dluhu mohla být splacena předčasně, ale pravděpodobně to nebude významný objem. Myslíme si, že firma bude v roce 2017 vystavena opět problému, jak se zbavit velkého a hlavně drahého dluhu. Náš model počítá s tím, že CME bude muset refinancovat nejméně 600 mil. USD.

Vysoké zadlužení firmy tedy považujeme za extrémní a vážné, ale podle našeho názoru neohrožuje princip going concern = pokračujícího fungování podniku. Zejména se opíráme o výraznou dlouhodobou pomoc Time Warner, která podle našeho názoru do značné míry ukazuje na to, že nenechá CME padnout. Bez další pomoci v budoucnu to ale nepůjde.

Zadlužení CME – původní stav a nový stav (použito z prezentace CME k výsledkům za 4Q 2013)



Zdroj: CME-net.com

Hlavní důvod změny cílové ceny

Na základě výsledků a komentářů managementu jsme mírně upravili očekávaný růst hlavních provozních ukazatelů, zejména v letech blížících se druhé fázi (navýšení). Stále jsme optimisti a ukončený rok 2013 považujeme za dno a letos by se zejména díky lepší situaci v ČR měla situace zlepšit. K tomu by měla pomáhat i rostoucí spotřeba GRP na trzích obecně.

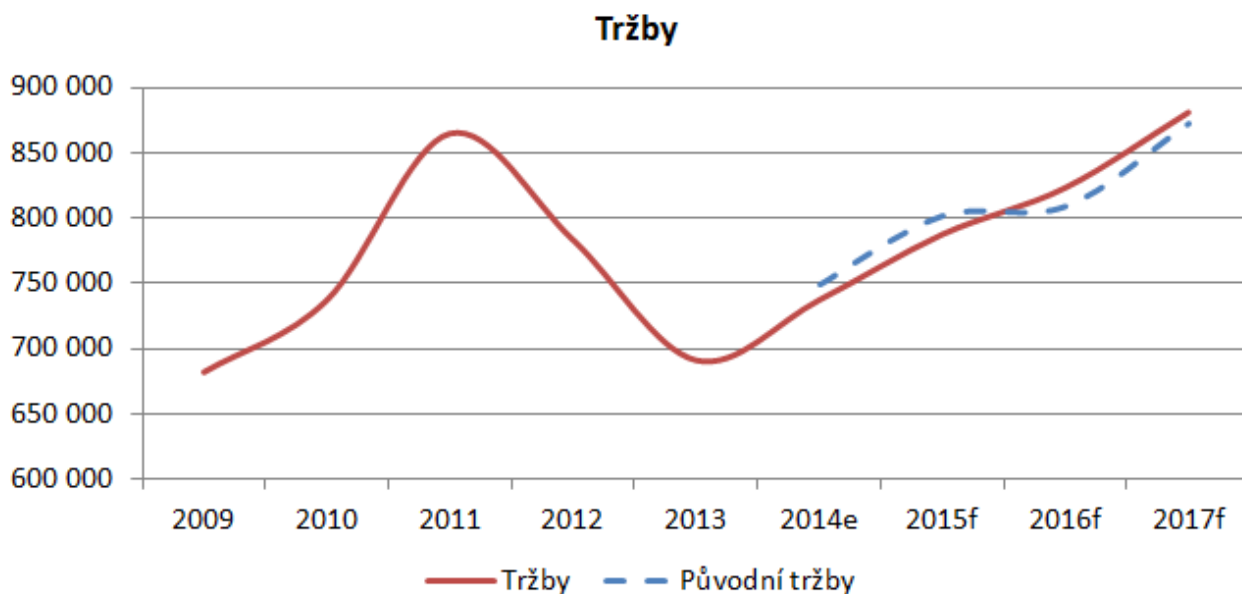
Nicméně cílová cena doznala značné změny. Nikoli však v důsledku výhledu hospodaření, ale v důsledku očekávaného ředícího efektu, který přinesou nová opatření v horizontu 2-4 let.

V minulé analýze jsme nepovažovali za pravděpodobné, že CME zveřejní takové podmínky opatření na záchranu firmy, jaké zveřejnila. Zejména realizační cena warrantů 1 USD je hluboko pod tržní cenu a indikuje vysokou pravděpodobnost, že warranty budou uplatněny a dojde tak k masivnímu ředění. Také koncentrace dluhu do jednoho roku pro nás signalizuje, že by TW mohl v té době převzít nad CME kontrolu, tedy uplatnit práva na kmenové akcie = naředit podíl a řešit dluh již v rámci struktury firmy Time Warner.

Očekávané tržby a ziskovost

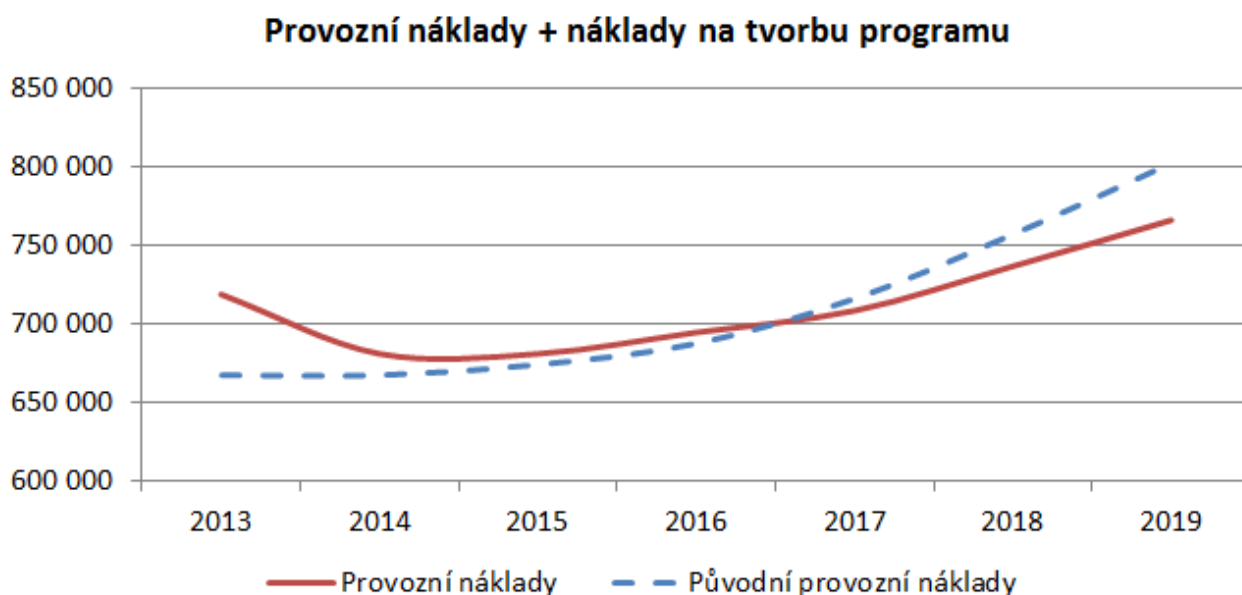
Tržby

Rok 2013 značil podle našeho názoru dno, co se tržeb týče. Zejména se opíráme o informace managementu, že se jim daří vracet do normálu situaci v České Republice (2014e +14 %) a na Slovensku (2014e +18 %).



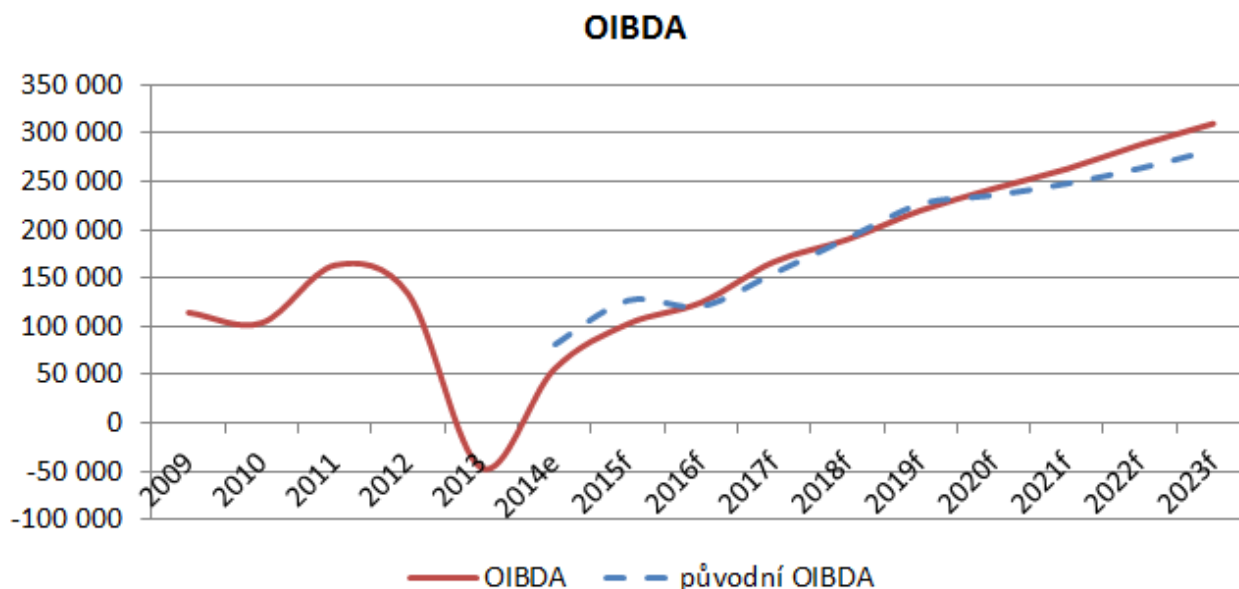
Provozní náklady + náklady na tvorbu programu

Na základě čísel ze 4Q jsme revidovali (mírně navýšili) náklady v nejbližších letech, nicméně směrem k druhé fázi jsme náklady ponížili, což vedlo významnou měrou k růstu pokračující hodnoty firmy.



OIBDA

Ukazatel OIBDA jsme upravili mírně, ale zejména navýšení tohoto ukazatele směrem ke 2. fázi vedlo k růstu hodnoty firmy.



Ocenění

Použitý model

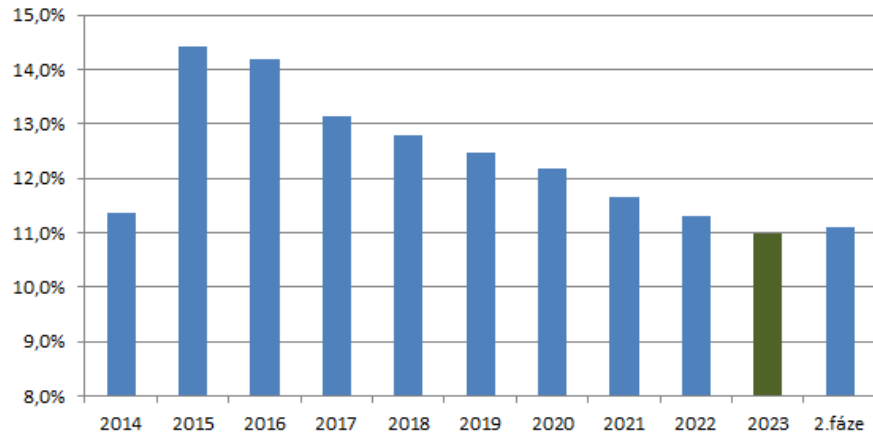
Pro výpočet férové ceny jsme použili dvoufázový model FCFF (Free Cash Flow to Firm). První období jsme stanovili do roku 2023, po kterém následuje stabilizovaná druhá fáze s růstem provozního zisku po dani o 2 %. Desetileté první období považujeme za adekvátně dlouhé pro dosažení normalizovaných hodnot 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	6,16%	6,19%	6,20%	6,25%	6,19%	6,17%	6,23%	6,26%	6,34%	6,44%	6,45%
BEZRIZIKOVÁ MÍRA	2,69%	2,92%	3,12%	3,27%	3,42%	3,60%	3,77%	3,95%	4,02%	4,10%	4,14%
Diskont za negativní sentiment	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,35%	14,42%	14,19%	13,14%	12,80%	12,46%	12,19%	11,64%	11,31%	11,00%	11,09%

WACC



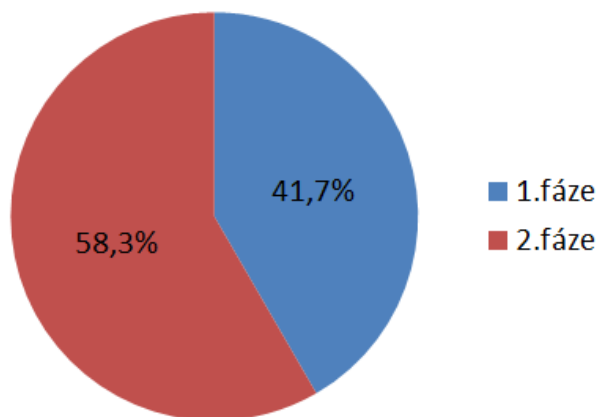
Zdroj: Cyrus a.s.

Ocenění (metoda FCFF)

mil. Kč	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2. fáze
EBIT * (1-tax)	8 128	60 598	88 829	135 296	160 738	192 657	216 023	236 318	260 635	280 790	
Depreciation	48 477	46 129	41 802	40 564	39 848	40 075	40 896	42 355	44 531	47 544	
change in working capital	26 208	-427	-304	-490	-439	-508	-455	-500	-554	-603	
CAPEX	26 070	25 920	26 981	28 470	30 516	33 121	36 491	40 818	46 342	53 424	
Terminal value											2 725 037
FCFF	3 970	65 146	73 004	91 795	93 835	97 924	96 339	93 117	91 033	87 117	861 655
FCFF		1 654 934									
Cizí kapitál 12M		793 295									
FCFE 12M		1 093 707									
počet akcií 12M (mil.)		340									
Cílová cena 12M dle FCFF USD		3,22 USD									

Cílovou cenu s ročním horizontem podle našeho modelu stanovujeme na 3,2 USD s doporučením „prodat“. Hospodaření společnosti se bude sice zlepšovat, nicméně břemeno obrovského dluhu a zejména pravděpodobné budoucí masivní ředění působí na cenu velmi negativně.

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	9%	10%	11,1%	12%	13%
13%	3,4	3,0	2,7	2,5	2,3
15%	3,6	3,2	2,9	2,6	2,4
17,0%	4,1	3,6	3,2	3,0	2,7
19%	3,9	3,5	3,1	2,8	2,6
21%	4,0	3,6	3,2	2,9	2,7

SWOT analýza

Strengths	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"> • Snížení operativních nákladů • Rozvoj platformy Voyo • Nové specificky zaměřené kanály • Prodej non-core aktiv • Snižování nákladů 	<ul style="list-style-type: none"> • Ředění 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	2013	2014e	2015f	2016f	2017f
Stálá aktiva	2 143 480	1 656 164	1 510 816	1 444 466	1 446 939	1 447 880	1 460 797
Homtná aktiva	217 367	206 706	198 595	130 718	123 959	119 950	118 433
Nehmotná aktiva	1 899 605	1 425 187	1 298 366	1 291 151	1 298 841	1 302 695	1 315 361
Ostatní	26 508	24 271	13 855	22 597	24 139	25 235	27 003
Oběžná aktiva	538 289	518 551	451 057	584 710	405 179	500 145	305 873
Pohledávky	192 157	184 494	184 577	162 184	173 247	181 112	193 806
Peníze a peněžní ekvivalenty	186 386	140 393	104 996	184 302	39 591	119 473	-103 229
Ostatní	159 746	193 664	161 484	237 331	192 342	199 560	215 296
AKTIVA CELKEM	2 681 769	2 174 715	1 961 873	2 029 176	1 852 118	1 948 025	1 766 670
Vlastní kapitál	1 017 942	631 267	440 108	336 569	297 222	286 105	318 556
Dočasný vlastní kapitál	0	0	207 890	207 890	207 890	207 890	207 890
Dlouhodobé závazky	1 408 252	1 252 084	997 865	838 964	915 754	978 491	709 284
Dlouhodobé úvěry	1 323 311	1 198 873	963 025	742 616	814 880	874 400	600 000
Ostatní	84 941	53 211	34 840	96 348	100 874	104 091	109 284
Krátkodobé závazky	255 575	291 364	316 010	645 753	431 253	475 539	530 939
PASIVA CELKEM	2 681 769	2 174 715	1 961 873	2 029 176	1 852 118	1 948 025	1 766 670

Zdroj: CME, Cyrrus, a.s.

Výkaz zisků a ztrát	2011	2012	2013	2014e	2015f	2016f	2017f
Výnosy	864 782	783 257	691 034	737 201	787 488	823 238	880 936
EBITDA	163 375	133 828	-46 455	56 217	102 763	124 819	167 008
Odpisy	-87 835	-91 125	-56 990	-48 477	-46 129	-41 802	-40 564
EBIT	6 792	-479 787	-183 121	7 741	56 633	83 017	126 445
Čistý zisk	-174 611	-527 274	-277 651	-109 539	-45 347	-17 116	26 451

Zdroj: CME, Cyrrus, a.s.

Základní ukazatele hospodaření	2011	2012	2013	2014e	2015f	2016f	2017f
EPS	-0,51	-1,55	-0,82	-0,32	-0,13	-0,05	0,08
Dividenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA marže	18,9%	17,1%	-6,7%	7,6%	13,0%	15,2%	19,0%
EBIT marže	0,8%	-61,3%	-26,5%	1,1%	7,2%	10,1%	14,4%
NI marže	-20,2%	-67,3%	-40,2%	-14,9%	-5,8%	-2,1%	3,0%
ROE	-15,4%	-63,9%	-51,8%	-28,2%	-14,3%	-5,9%	8,7%
ROIC	0,3%	-26,6%	-13,8%	0,6%	5,4%	7,7%	14,7%
ROA	0,2%	-19,8%	-8,9%	0,4%	3,0%	4,6%	6,9%
Čistý dluh	1 137 983	1 080 398	860 452	793 295	920 271	948 853	785 251
Čistý dluh / VK	111,8%	171,1%	195,5%	235,7%	309,6%	331,6%	246,5%
Dluh / Vlastní kapitál	130,1%	193,4%	219,4%	298,2%	274,2%	305,6%	188,3%
P/E	-7,8	-2,6	-4,9	-12,4	-30,1	-79,7	51,5
P/S	1,6	1,7	2,0	1,8	1,7	1,7	1,5
P/BV	1,3	2,2	3,1	4,1	4,6	4,8	4,3
EV/EBITDA	13,2	12,8	-28,0	20,3	11,1	9,1	5,8

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 **17.3.2014**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	11	35,5
Akumulovat	5	16,0
Držet	9	29,0
Prodat	4	13,0
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 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	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 nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):

Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. 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