

CME

Hospodaření se zlepšuje, dluh se ale „jen“ odsouvá

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

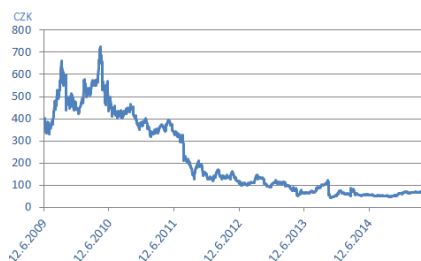
INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: DRŽET
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: 3,2 USD

Datum vydání analýzy: 31. března 2015
Současná tržní cena: 2,7 USD
Potenciál k cílové ceně: 19%

Předchozí doporučení: Držet
Předchozí cílová cena: 2,9 USD
Datum vydání předchozí analýzy: 9. října 2014

		2015e	2016f	2017f	2018f	2019f
Výnosy	(mil. USD)	745,4	802,3	848,4	907,9	980,1
EBITDA	(mil. USD)	124,3	150,1	163,6	188,9	225,2
Provozní zisk	(mil. USD)	82,2	112,7	127,9	154,1	191,1
Čistý zisk	(mil. USD)	-76,2	-57,1	-53,6	-11,4	23,1
Zisk na akcii (EPS)	(USD)	-0,21	-0,16	-0,15	-0,03	0,06
P/E	(x)	-12,8	-17,1	-18,3	-85,9	42,4

Vývoj akcií CME



Základní informace o akcích CME

Data ke dni: 30. března 2015
Cena akcie: 2,69 USD
Počet vydaných akcií: 135,3 mil.
Tržní kapitalizace USD: 0,36 mld.
Tržní kapitalizace CZK: 9,2 mld.
52-week max: 3,23 USD
52-week min: 2,12 USD
Průměrný denní objem: 0,85 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 US
Reuters: CMEsp.PR

- Hospodaření společnosti CME se nadále mírně zlepšuje. Tržby v roce 2014 meziročně vzrostly o 7,5 % a pokračující růst v příštích letech se jeví jako udržitelný. Nicméně opatření „na přežití“ realizovaná v minulých letech jsou dlouhodobou brzdou finančních výsledků a růstu ceny akcie. Cílovou cenu stanovujeme na 3,2 USD s doporučením DRŽET.
- V samotném hospodaření společnosti při přetrvávajícím mírném oživení ekonomiky v regionu střední a východní Evropy neshledáváme příliš rizik, valuace akcie je ale negativně ovlivněna rizikem ředění akcií v budoucnu a vysokým dluhem.
- Management společnosti s přispěním nejvýznamnějšího akcionáře Time Warner oddálil nejbližší splatnost dluhu z roku 2015 na rok 2017. Navíc většina dluhu je aktuálně v podobě úvěrů, nikoli dluhopisů jak tomu bývalo dříve. Emise konvertibilních dluhopisů splatná v roce 2015 byla transformována do úvěru splatného v roce 2019. Vzhledem k tomu, že v loňském roce se všechny nové splatnosti koncentrovaly do roku 2017, vnímáme emisi se splatností 2019 jako krok, který snižuje pravděpodobnost významné korporátní akce v roce 2017 (převzetí kontroly ze strany Time Warner, případně stažení z burzy). Nelze to ovšem zcela vyloučit.
- Celkový nominál dluhu při splatnosti dosahuje cca 1 miliardu dolarů. To je zhruba 1,3 násobek očekávaných tržeb a 8 násobek očekávaného OIBDA. Z těchto čísel je jasné, že v příštích kvartálech by měl investor očekávat zásadní informace o tom, jak management naloží s dluhovým břemenem. V úvahu přichází rolování do delších splatností, rozprodej některých aktiv a v menší míře i zlepšené provozní hospodaření, které ovšem zdaleka nebude stačit.
- Významnější pohyb akcie vzhůru neočekáváme do doby, než bude jasné, do jaké míry budou naředěny akcie (ne)uplatněním warrantů a jak bude management řešit dluhovou situaci. Podle našeho názoru je na tato stěžejní témata roční horizont příliš krátký.

Review výsledků za 4Q 2014

Výsledky společnosti CME za 4Q ani následný konferenční hovor nepřinesly významnější kurzotvorné informace. Mírně negativní překvapení odreportovala CME na úrovni tržeb. Ty dosáhly 216 milionů USD při očekávání 235 milionů dolarů, to bylo ale vykompenzováno vyššími než očekávanými úsporami. Ve výsledku společnost splnila a dokonce i mírně překonala cíl OIBDA na rok 2014 v rozmezí 85-95 milionů dolarů navzdory slabému doparu, když finální číslo je 95,4 milionů USD. To lze hodnotit jako mírně pozitivní s ohledem na to, jakým překotným vývojem prochází měnové páry středoevropských měn proti dolaru. Posilování dolaru působí negativně na hospodaření CME a management to během tiskové konference několikrát zmiňoval.

(mil. USD)	4Q 2014	4Q 2014 konsenzus	4Q 2014 est Cyrrus	3Q 2014	2Q 2014	1Q 2014	4Q 2013	y/y
Tržby	216,2	235,5	235,5	140,1	204,9	153,0	244,4	-11,5%
OIBDA	55,1	52,0	69,3	2,9	34,7	-2,4	0,2	n.a.
OIBDA marže	25,5%	22,1%	29,4%	2,1%	16,9%	-1,5%	0,1%	n.a.
EBIT	38,3	36,6	57,6	-8,6	22,6	-14,4	-96,4	n.a.
Čistý zisk pro akcionáře	-17,8	2,2	-55,6	-52,5	-52,5	-48,0	-169,2	n.a.

Co se týče jednotlivých trhů, příliš velké překvapení nebylo ani na jednom z nich. Management komentoval zejména dobrou výkonnost v České republice, kde se novému managementu povedlo zvrátit velký odliv klientů. Meziroční tempo růstu 15,9 % ale s největší pravděpodobností nebude v roce 2015 zopakováno, stejně jako prudký růst carriage fees v Rumunsku a Bulharsku. Vývoj hospodaření v prvních 2 měsících letošního roku je podle informací managementu v souladu s jejich očekáváním.

Management v souvislosti se silným dolarem komentoval i negativní tlak na cash flow. Ač predikce na letošní rok bude zveřejněna až při výsledcích za 1Q, už dnes management v podstatě potvrdil výhled volného peněžního toku na letošní rok, který by měl v souladu s předchozími komentáři dosáhnout kladných čísel.

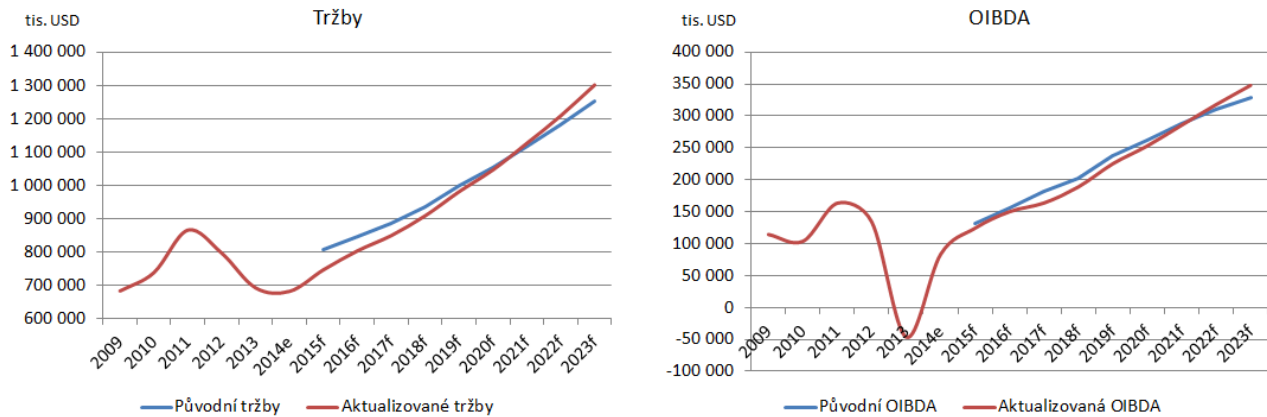
Co se týče dokončované restrukturalizace, náklady na ni by letos neměly být zdaleka tak vysoké jako loni a celkový pozitivní dopad by měl být 40 milionů dolarů.

Významnější zásah do našeho valuačního modelu má snad jen dopad restrukturalizace dluhu. Dluhopisy splatné v roce 2015 budou přerolovány do půjčky se splatností v roce 2019 a ty splatné v roce 2017 budou přerolovány do půjčky stejné splatnosti, ale s odlišnými splátkami úroků. To je pozitivní zejména s ohledem na cash flow.

Celkově zveřejněné výsledky ani nezklamaly, ani pozitivně nepřekvapily. Významnější kurzotvorné informace by měly přijít až se zveřejněním výhledu na 2015 v průběhu června.

Změny v našich predikcích za posledních 6 měsíců

Za posledních 6 měsíců od naší poslední aktualizace cílové ceny CME zveřejnil management výsledky za 3Q a 4Q. V lokálních měnách jsme sice výhledy opět mírně vylepšili, nicméně v dolarovém vyjádření šly naše odhady mírně dolů zejména v nejbližších letech. Výsledky v roce 2014 ukázaly, že nový management má provozní hospodaření pevně v rukou. Co nám nedovolí být optimističtější je výše dluhu, který v uplynulých letech narostl do obřích rozměrů.



Zdroj: CME, Cyrrus

Výhledy na letošní rok sice ještě management neoznámil, očekáváme ale opět relativně silný růst tržeb o 9,5 % po 7,5% růstu tržeb v roce 2014. Jediné, co management naznačil, je pomalejší růst tržeb v České republice. Tam rostly tržby v roce 2014 o 15,9 %, zatímco na rok 2015 očekáváme růst o 11,6 %. Celkově vidíme provozní hospodaření jako jeden z nejméně rizikových faktorů pro ocenění společnosti. Pokud nedojde k výraznému ekonomickému zpomalení celého regionu, společnost by neměla mít problém udržet růst tržeb mezi 5 – 10 %.

Zadlužení

Dluh je stále velkým problémem, který výrazně ovlivňuje valuaci společnosti a rizika, kterým CME čelí. Nejbližší splatnost se s pomocí Time Warner podařilo oddálit z roku 2015 na 2017, což dá prostor vedení společnosti firmu stabilizovat. Tento krok také podle našeho názoru mírně snížil pravděpodobnost, že CME bude v roce 2017 ovládnuta firmou Time Warner a stažena z burzy.

CME jde cestou odkládání splácení úroků v budoucnosti. Drtivá většina dluhu má možnost splácet úroky až při splatnosti. To výrazně vylepšuje free cash flow, ovšem ve splatnosti to bude o to víc „bolet“.

Aktuální struktura dluhu je:

Konvertibilní dluhopisy se splatností 15. 11. 2015 budou podle listopadového rozhodnutí managementu splaceny přijetím **půjčky se splatností v roce 2019** s úrokem 8,5 %, který může být placen průběžně nebo může být načítán k jistně. To je významná pomoc pro cash flow. Pokud CME využije právo úrok průběžně neplatit (a my předpokládáme, že jej využije), pak to bude znamenat roční snížení výdajů o 22 milionů USD, které se budou přičítat k jistně. Úrok 8,5 % považujeme za velmi příznivý bez ohledu na tom, že emise 2015 měla úrok 5 %.

V předchozí analýze jsme dávali relativně vysokou pravděpodobnost tomu, že v roce 2017 dojde k významné akcionářské změně. Vše nasvědčovalo tomu, že na rok 2017 se koncentroval všechen nový dluh, což jsme si spojovali s tím, že Time Warner nabude většinu a vezme CME do vlastní bilance, případně

ji následně stáhne z burzy. Vzhledem k tomu, že další rolovaný dluh byl odsunut do roku 2019, pravděpodobnost této akce se podle našeho názoru mírně snižuje.

PIK Notes jsou dluhopisy, jejichž kupón je přičítán k jistině a nevyplácí úrok v hotovosti. Ve splatnosti v roce 2017 bude muset CME splatit 400 milionů USD těchto dluhopisů a k tomu kumulovaný úrok cca 250 milionů USD. Celkem to je téměř 650 milionů dolarů. Pozitivem této formy dluhopisů je vylepšení cash flow, neboť úroky nejsou vypláceny průběžně, ale jsou přičítány k jistině.

Půjčka 30 milionů dolarů splatná v roce 2017 byla společnosti poskytnut nejvýznamnějším akcionářem – společností Time Warner.

Dluhopisy 2017 byly splaceny formou přijatého úvěru s úrokem přibližně 8,5 %. Úrok nemusí být vyplácen průběžně, ale z rozhodnutí CME může být přičítán k jistině. To by mělo vést k úspoře hotovosti 22 milionů dolarů ročně.

Revolvingový úvěr od Time Warner bude čerpán během 2H 2014 na zaplacení části krátkodobých závazků. Některé platby dodavatelům byly totiž pozdrženy za účelem krátkodobého vylepšení cash flow.

	Splatnost	Objem (mil. USD)	Úrok	Měna
Úvěr	2019	261	8,5%	USD
PIK notes*	2017	400	15%	USD
Úvěr	2017	33	15%	USD
Úvěr	2017	259,2**	8,5%	USD
Revolvingový úvěr	2017	25	>= 15 %	USD
Ostatní		3,4		
Celkový nominál dluhu 4Q 2014		982		
Vážená průměrná úroková sazba		12,1%		
Splatné ve 2017***		967		

* úrok není vyplácen pravidelně, je načítán k jistině

** 240 mil. EUR vyjádřeno v USD

*** včetně cca 250 mil USD naběhlých úroků PIK dluhopisů

Zdroj: CME, Cyrrus

Celkový splatný dluh v roce 2017 bude dosahovat přibližně 1 miliardy dolarů. To je 1,2 násobek ročních tržeb 2017 a 6,1 násobek OIBDA odhadovaného na rok 2017 (5,7-násobek v případě ukazatele čistý dluh/OIBDA 2017). To je mimo veškeré srovnání s konkurencí. Například Standard and Poor's 500 Media Index obsahující 16 mediálních firem z indexu S&P 500 má očekávaný ukazatel čistý dluh / OIBDA na hodnotě 1,7 (vs. 5,7x u CME).

Výše dluhu je podle našeho názoru příliš velká na to, aby si s tím poradila CME sama. Cash flow vygenerované v příštích letech sice predikujeme kladné, nikoli však tolik, aby se z toho splatila významnější část dluhu. Do roku 2017 proto očekáváme další rolování dluhu a oddalování splatnosti za účasti největšího akcionáře Time Warner. Ve hře může být i prodej některých aktiv. Čas od času se spekuluje o prodeji TV Nova. Tuto variantu si v budoucnosti dovedeme představit, ovšem nelze s ní počítat ve valuačním modelu.

Postupné snižování dluhu ostatně deklaruje i management, který by se části dluhu rád zbavil už před rokem 2017. Pro to je nutné, aby společnost začala generovat kladný volný peněžní tok. Management i náš model ukazují, že by se to mohlo podařit již v roce 2015 (v souladu s guidance managementu), nicméně nepředpokládáme, že to bude v takových objemech, aby byla CME schopna splatit významný objem.

	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f
EBIT	82 223	112 699	127 907	154 062	191 100
Odpisy, amortizace	42 030	37 381	35 735	34 818	34 065
Odpis goodwillu	0	0	0	0	0
Změna pracovního kapitálu	33 479	-6 883	-5 587	-7 197	-8 741
Zaplacené daně	5 736	4 298	4 033	857	-1 736
NET CASH FROM OPERATIONS	163 468	147 496	162 089	182 540	214 689
Kapitálové výdaje	-22 295	-23 267	-24 113	-25 339	-27 015
FCFF	141 173	124 228	137 976	157 201	187 674
Úroky, odložené daně	-42 086	-43 524	-43 789	-38 265	-40 858
Free cash flow	99 087	80 705	94 187	118 936	146 817

Zdroj: Cyrrus

Akcionářská struktura – současná a budoucí

Akcionářská struktura CME se od minulého ocenění nezměnila. Je třeba rozlišovat mezi současnou a tzv. fully diluted – tedy takovou, která odpovídá nejpravděpodobnějšímu budoucímu stavu po uplatnění všech práv.

Aktuální akcionářská struktura zahrnuje akcie typu A, z nichž 49,6 % vlastní Time Warner. Tento akcionář si již nějakou dobu hlídá, aby nepřekročil 50 % hranici a nemusel velmi zadluženou firmu vzít „pod svá účetní křídla“.

Akcionářská struktura (fully diluted)		z toho TIME WARNER
Akcie typu A	135 289 389	61 407 775
Akcie typu A - preferenční konvertibilní	11 211 449	11 211 449
		49,6%

Ovšem operace z minulých několika čtvrtletí, které umožnily firmě přežít, výrazně změnilly budoucí pravděpodobné akcionářské uspořádání.

Akcie typu B - preferenční konvertibilní jsou převoditelné do akcií typu A za cenu 2,42 USD za akcii. Vzhledem k naší cílové ceně, která je nad touto cenou, se jeví jako racionální v roce 2016 akcie konvertovat a navýšit tak majetkový podíl ve firmě.

Warranty jsou převoditelné za 1 USD do 1 akcie typu A. Ze stejného důvodu jako u akcií typu B je pravděpodobné, že budou převedeny do akcií typu A.

Plně naředená akcionářská struktura po roce 2017 bude s největší pravděpodobností vypadat zcela odlišně než v současnosti. Podle našeho názoru bude Time Warner držet 76,1 % podíl a celkově bude vydáno 363,7 milionů kusů akcií typu A (v současnosti je to 146,5 včetně preferenčních).

Akcionářská struktura (fully diluted)		z toho TIME WARNER	
Akcie typu A	135 289 389	61 407 775	
Akcie typu A - preferenční konvertibilní	11 211 449	11 211 449	
Akcie typu B - preferenční konvertibilní	103 200 000	103 200 000	po 25.6.2016 převoditelné za 2,42 USD pro TW
Warranty	114 000 000	100 926 996	převoditelné za 1 USD
	363 700 838	276 746 220	
		76,1%	

S touto akcionářskou strukturou také počítáme v modelu, neboť je to nejpravděpodobnější scénář pro výpočet očekávané budoucí ceny akcie. Na druhou stranu pokud by k tomu skutečně došlo, pak by majoritu získal Time Warner, musel by začlenit CME do své bilance a to by mohlo vést ke snahám o stažení z burzy.

Obtížně predikovatelný vývoj zejména s ohledem na zadlužení a majetkovou strukturu je největším rizikem pro akcie CME.

Ocenění

Použitý model

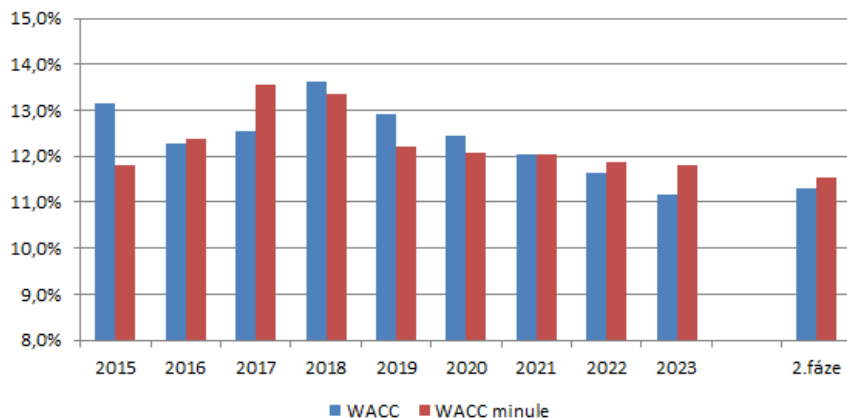
Pro výpočet férové ceny jsme použili dvoufázový model FCFF (Free Cash Flow to Firm). První období jsme stanovili do roku 2023, po kterém následuje stabilizovaná druhá fáze s růstem provozního zisku po dani o 2 %. Devítileté první období považujeme za adekvátně dlouhé pro dosažení normalizovaných hodnot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

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2.fáze
EQUITY RISK PREMIUM	6,43%	5,71%	6,70%	6,69%	6,60%	6,55%	6,58%	6,60%	6,66%	6,72%
BEZRIZIKOVÁ MÍRA	1,82%	2,38%	3,03%	3,49%	3,64%	3,80%	3,97%	4,14%	4,22%	4,28%
Diskont za negativní sentiment	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,14%	12,29%	12,56%	13,63%	12,93%	12,45%	12,05%	11,63%	11,17%	11,31%

WACC



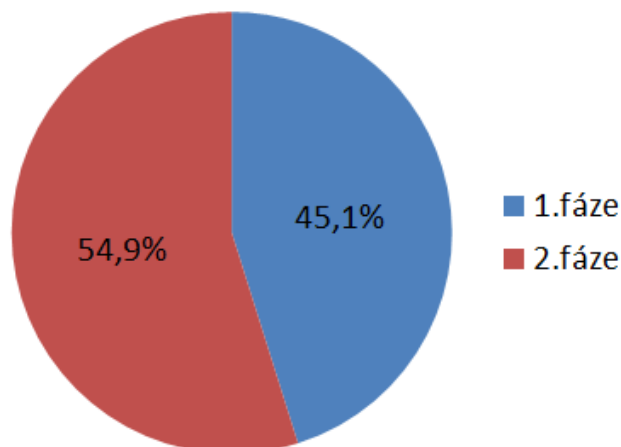
Zdroj: Cyrrus a.s.

Ocenění (metoda FCFF)

mil. Kč	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2.fáze
EBIT	82 223	112 699	127 907	154 062	191 100	218 707	250 413	281 319	309 434	
Depreciation	42 030	37 381	35 735	34 818	34 065	34 326	35 115	36 470	38 462	
Goodwill writedown	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Change in working capital	33 479	-6 883	-5 587	-7 197	-8 741	-7 940	-9 687	-10 004	-11 187	
Tax paid	5 736	4 298	4 033	857	-1 736	-3 668	-5 887	-8 051	-10 019	
CAPEX	22 295	23 267	24 113	25 339	27 015	29 234	32 119	35 833	40 596	
Terminal value										2 880 418
FCFF PV	128 591	100 771	99 434	99 703	105 401	105 974	106 012	105 372	102 756	1 034 551
FCFF	1 988 564									
Cizí kapitál 12M	1 110 606									
FCFE 12M	1 165 002									
počet akcií 12M (mil.)	364									
Cílová cena 12M dle FCFF USD	3,20 USD									
Cílová cena 12M dle FCFF CZK										

Cílovou cenu s ročním horizontem podle našeho modelu stanovujeme na 3,2 USD s doporučením „držet“. CME Hospodaření společnosti se bude sice zlepšovat, nicméně břemeno obrovského dluhu a zejména pravděpodobné budoucí ředění působí na cenu velmi negativně. Navíc nejistota ohledně budoucí akcionářské struktury po roce 2017 a vypořádání se s dluhem dále zvyšují nejistotu.

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%	11,3%	12%	13%
11%	3,9	3,4	3,0	2,7	2,5
13%	4,1	3,6	3,1	2,9	2,6
15,0%	4,3	3,7	3,20	3,0	2,7
17%	4,3	3,7	3,2	3,0	2,7
19%	4,4	3,8	3,3	3,0	2,8

SWOT analýza

Strenghts	Weaknesses
<ul style="list-style-type: none"> • Stále dominantní pozice na všech trzích • Dlouhodobé partnerství se silnými inzerenty • Silná vlastní tvorba • Silný akcionář v zádech • Po letech kvalitní management 	<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"> • Snížení operativních nákladů • Rozvoj platformy Voyo • Prodej non-core aktiv • Snížení nákladů na dluh poté, co by CME byla ovládnuta firmou Time Warner 	<ul style="list-style-type: none"> • Ředění akcií • Návrat ekonomické krize • Růst nákladů financování • Odpis nehmotných aktiv při opakování krize • Snižování investic do vlastní tvorby

Zkrácené pro-forma finanční výkazy a ukazatele

Rozvaha	2014	2015e	2016f	2017f	2018f
Stálá aktiva	1 244 491	1 136 200	1 122 637	1 111 003	1 103 564
Homtná aktiva	114 335	105 760	100 472	97 458	96 483
Nehmotná aktiva	1 072 040	1 007 701	997 690	987 662	979 383
Ostatní	58 116	22 739	24 475	25 883	27 698
Oběžná aktiva	374 869	760 688	820 341	644 869	635 926
Pohledávky	175 866	163 982	176 496	186 654	199 739
Peníze a peněžní ekvivalenty	34 298	378 329	471 104	278 650	278 122
Ostatní	164 705	218 377	172 740	179 564	158 065
AKTIVA CELKEM	1 619 360	1 896 888	1 942 977	1 755 871	1 739 490
Vlastní kapitál	279 794	208 718	157 612	224 027	218 639
Dlouhodobé závazky	667 725	1 262 993	1 344 830	1 078 843	1 051 790
Dlouhodobé úvěry	621 240	1 155 456	1 231 604	961 000	961 000
Ostatní	46 485	107 537	113 226	117 843	90 790
Krátkodobé závazky	450 527	201 251	216 609	229 076	245 134
PASIVA CELKEM	1 398 046	1 672 962	1 719 051	1 531 945	1 515 564

Zdroj: CME, Cyrrus, a.s.

Výkaz zisků a ztrát	2014	2015e	2016f	2017f	2018f
Výnosy	680 793	745 374	802 257	848 428	907 904
EBITDA	83 464	124 253	150 080	163 643	188 880
Odpisy	-45 184	-42 030	-37 381	-35 735	-34 818
EBIT	38 280	82 223	112 699	127 907	154 062
Čistý zisk	-227 428	-76 212	-57 106	-53 585	-11 388

Zdroj: CME, Cyrrus, a.s.

Základní ukazatele hospodaření	2014	2015e	2016f	2017f	2018f
EPS	-0,63	-0,21	-0,16	-0,15	-0,03
Dividenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA marže	12,3%	16,7%	18,7%	19,3%	20,8%
EBIT marže	5,6%	11,0%	14,0%	15,1%	17,0%
NI marže	-33,4%	-10,2%	-7,1%	-6,3%	-1,3%
ROE	-63,2%	-31,2%	-31,2%	-28,1%	-5,1%
ROIC	3,3%	6,4%	8,7%	11,5%	14,0%
ROA	2,1%	5,2%	7,2%	8,3%	10,1%
Čistý dluh	839 801	1 054 485	1 110 606	925 548	906 500
Čistý dluh / EBITDA	10,1	8,5	7,4	5,7	4,8
Dluh / Vlastní kapitál	312,4%	553,6%	781,4%	429,0%	439,5%
P/E	-4,3	-12,8	-17,1	-18,3	-85,9
P/S	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1
P/BV	3,5	4,7	6,2	4,4	4,5
EV/EBITDA	13,4	10,7	8,5	7,1	5,8

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 **31.3.2015**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	11	35,5
Akumulovat	6	19,4
Držet	9	29,0
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 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, telekom, 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
Karel Potměšil	Praha	potmesil@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 Frankfurt Stock Exchange (FWB). 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