

CME

Výsledky za 1Q 2013 a nová cílová cena

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

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: DRŽET
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: 3.6 USD

Datum vydání analýzy: 6. května 2013
Současná tržní cena: 2.6 USD
Potenciál k cílové ceně: 39%

Předchozí doporučení: Držet
Předchozí cílová cena: 6.6 USD
Datum vydání předchozí analýzy: 18. prosince 2012

		2013E	2014F	2015F	2016F
Výnosy	(mil. USD)	735.5	771.2	850.1	938.2
EBITDA	(mil. USD)	85.6	101.8	154.0	208.4
Provozní zisk	(mil. USD)	23.0	41.8	93.7	144.5
Čistý zisk	(mil. USD)	-72.0	-41.1	-17.2	27.9
Zisk na akcii (EPS)	(USD)	-0.51	-0.29	-0.12	0.20
P/E		-5.1	-8.9	-21.4	13.2

Vývoj akcií CME - Nasdaq



Základní informace o akciích CME

Data ke dni: 3. května 2013
Cena akcie: 2,63 USD
Počet vydaných akcií: 131,6 mil.
Tržní kapitalizace USD: 0,35 mld.
Tržní kapitalizace CZK: 2,6 mld.
52-week max: 8,52 USD
52-week min: 4,53 USD
Průměrný denní objem: 0,68 mil. USD

Sídlo firmy:

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

Web: www.CME-net.com

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

- Výsledky za 1Q 2013 opět ukázaly, že oživení reklamního trhu ve střední a východní Evropě a tedy i hospodaření společnosti CME je prozatím v nedohlednu. Výsledky lze považovat za zklamání i přesto, že se daly do značné míry předpokládat.
- Tržby za 1Q dosáhly 137 mil. USD, což je o 18 % méně než ve stejném období loňského roku. Společnost se poprvé od roku 2010 propadla do ztráty na úrovni OIBDA, která činila -20,7 mil. USD. Ani čistý zisk nedopadl nijak pozitivně, když ztráta dosáhla 108,3 mil. USD. Pravdou je, že téměř 50 % tvořily měnové ztráty.
- Nejdůležitějším bodem oznámených výsledků ale nebyly výsledky samotné, jako spíše oznámení emise nových akcií s ředícím efektem jak v aktuálním období, tak i s rizikem dalšího ředění v horizontu 3 let. Peníze získané tímto způsobem bude chtít CME použít na splacení části dluhů v objemu 300 mil. USD. To je dobrá zpráva pro držitele dluhopisů, kteří dostali utvrzení, že CME společně s největším akcionářem Time Warner hodlá dostát svým závazkům.
- Na tiskové konferenci zaznělo několik důležitých informací. Tou hlavní byl letošní cíl hospodaření. Management očekává tržby v pásmu 750 – 770 mil. USD, tedy zhruba -3% – 0% v porovnání s tržbami za rok 2012. My jsme v našem modelu více pesimističtí, když očekáváme „jen“ 735 mil. USD. Oporou nám jsou nejen stále špatné vyhlídky a podle našeho názoru příliš optimistická vyjádření managementu ohledně očekávaného vývoje v České republice, ale také opakované snižování cílů v průběhu roku 2012.
- Provozní zisk OIBDA by měl dosáhnout podle managementu 100 – 120 mil. USD, tedy -18% - 0% v porovnání s loňským rokem. Naše očekávání je také jako u tržeb pesimističtější na úrovni 85,6 mil. USD.
- Zásadní pro budoucí cash flow by mohl být náznak CFO, že by CME mohla v průběhu letošního roku refinancovat dluh s pomocí největšího akcionáře Time Warner. Pokud by se Time Warner za nově emitovaný dluh CME zaručil, mohlo by dojít k nezanedbatelnému snížení úrokových nákladů ze současných cca 11%.
- Na základě nových informací ze zveřejněných výkazů za 1Q 2013, tiskové konference a informaci o emisi nových akcií jsme snížili naši cílovou cenu ze 6,6 USD na 3,6 USD s doporučením „držet“.

Výsledky za 1Q 2013

Výsledky firmy za 1Q 2013 skončily na první pohled velmi negativně, nicméně podobná čísla očekával trh i my. V průběhu prvních měsíců roku 2013 totiž přicházely od management prostřednictvím médií kusé, ale přesto významné informace.

Situace v České republice

Zejména vedení společnosti upozorňovalo na novou cenovou politiku, která narážela a stále naráží na tuhý odpor zejména v České republice. Společnost CME se totiž rozhodla neposkytovat nadále slevy v takovém rozsahu, v jakém to dělala v minulosti, což vedlo efektivně ke zdražení GRP pro zadavatele. Navíc společnost požaduje v rámci programu na posílení cash flow část plateb předem. To už se projevilo i v cash flow za 1Q 2013 a považujeme to za správnou cestu ke zlepšení likvidity.

Situace v České republice je ale zatím nedobrá. CME narazila na tvrdý odpor ze strany mediální agentur i samotných významných zadavatelů, kteří prozatím přesměrovávají reklamu do jiných televizí. Prozatím se podařilo prodat pouze 50 % reklamního prostoru na letošní rok, což je významně méně než ve stejném období loňského roku. Částečně je tento negativní trend kompenzován vyšší cenou za GRP v průměru o 10-15 %, to ovšem nestačí na zastavení prudkého propadu tržeb v České republice.

Ač management na tiskové konferenci avizoval, že očekává během druhého pololetí roku 2013 návrat prodaného reklamního prostoru na hodnoty z loňského roku, podle našeho názoru to nebude tak jednoduché. Na druhou stranu je potřeba podotknout, že podle informací z tiskové konference je reklamní prostor na ostatních televizích již vyprodán a zákazníci údajně naznačují, že odkládají náklady na reklamu až na druhé pololetí. Ke zlepšení tak s největší pravděpodobností dojde, návrat na úroveň z loňského roku ovšem nečekáme.

Výhled tržeb a provozního zisku

Samotné výsledky dopadly podle našeho očekávání na tržbách a mírně pod naším očekáváním na provozním zisku OIBDA. Vzhledem k tomu, že jsme odhady tvořili velmi konzervativně a s vysokou mírou opatrnosti, jejich naplnění považujeme za negativní zprávu.

(mil. USD)	1Q 2013	1Q 2013e	1Q 2013	1Q 2012	y/y
			Tržní konsensus		
Tržby	137,0	139,3	-	167,4	-18,2%
OIBDA	-20,7	-11,0	-	13,2	n/a
OIBDA marže	-15,1%	-7,9%	-	7,9%	n/a
EBIT	-35,0	-26,6	-	-10,4	n/a
Zisk z pokrač. operací	-	-57,1	-	-13,9	n/a
Čistý zisk pro akcionáře	-109,0	-56,7	-	-13,4	n/a

Naopak nás pozitivně překvapil výhled tržeb i zisku na letošní rok, který ovšem vnímáme s rizikem směrem k nesplnění cílů. Management očekává tržby v pásmu 750 – 770 mil. USD, tedy zhruba -3% – 0% v porovnání s tržbami za rok 2012. My jsme v našem modelu více pesimističtí, když očekáváme „jen“ 735 mil. USD. Oporou nám jsou nejen stále špatné vyhlídky a podle našeho názoru příliš optimistická vyjádření managementu ohledně očekávaného vývoje v České republice, ale také opakované snižování cílů v průběhu roku 2012.

Provozní zisk OIBDA by měl dosáhnout podle managementu 100 – 120 mil. USD, tedy -18% - 0% v porovnání s loňským rokem. Naše očekávání je také jako u tržeb pesimističtější na úrovni 85,6 mil. USD.

Výsledky tedy hodnotíme negativně, což je jeden z argumentů pro revizi cílové ceny.

Emise nových akcií

Oznámený plán emise nových akcií předčil naše očekávání. V našem modelu jsme počítali s privátní emisí akcií za cca 60 mil. USD s tím, že tím dojde k navýšení podílu největšího akcionáře Time Warner. Management ale oznámil emisi 174 mil. USD s opcí na dalších 26 mil. USD a k tomu navíc emisi preferenčních konvertibilních akcií s call opcí za 200 mil. USD, které budou prodány napřímo firmě Time Warner. Celý plán měl ale jednu zásadní podmínku.

K emisi 200 mil. USD preferenčních konvertibilních akcií s call opcí mělo dojít pouze v případě, že CME prodá alespoň 75% klasických akcií (200 mil. USD) stávajícím akcionářům či veřejnosti kromě Time Warner. Time Warner už potvrdil svůj zájem uplatnit předkupní právo na 49,9% emitovaných akcií, na ostatní zájemce zbude tedy cca 100 mil. USD. Pokud se neprodá alespoň 75 mil. USD, nedojde k emisi preferenčních konvertibilních akcií s call opcí a plán na snižování zadlužení dostane vážné trhliny. V pátek 3.května bylo oznámeno, že CME upsala 150 mil. USD akci za cenu 2.75 USD, tedy 13% pod zavírací cenou předchozího dne. Pokud dojde k uplatnění opce na dalších 15% akcií, bude nově vyemitováno 62,6 mil. kusů akcií.

CME chce použít získané prostředky na smazání části dluhu. Ze získaných až 400 mil. USD chce použít 300 mil. USD na splacení části emise dluhu se splatností 2016 a kupónem 11,625 %. To by firmě přineslo úsporu na úrokových nákladech ve výši cca 30 mil. USD ročně a výrazně by to vylepšilo firemní cash flow.

Z parametrů nové emise vyplývá, že Time Warner se zatím nerozhodl k navýšení svého vlastnického podílu nad 49,9 %, což část trhu včetně nás očekávala. K tomu by mohlo dojít za 3 roky konverzí preferenčních akcií na kmenové za předem stanovenou cenu 3,16 USD, nicméně není vyloučeno i dřívější navýšení podílu. Podle našeho názoru by k tomu mohlo dojít ve 2. polovině letošního roku při řešení call opce emise dluhopisů se splatností v roce 2016.

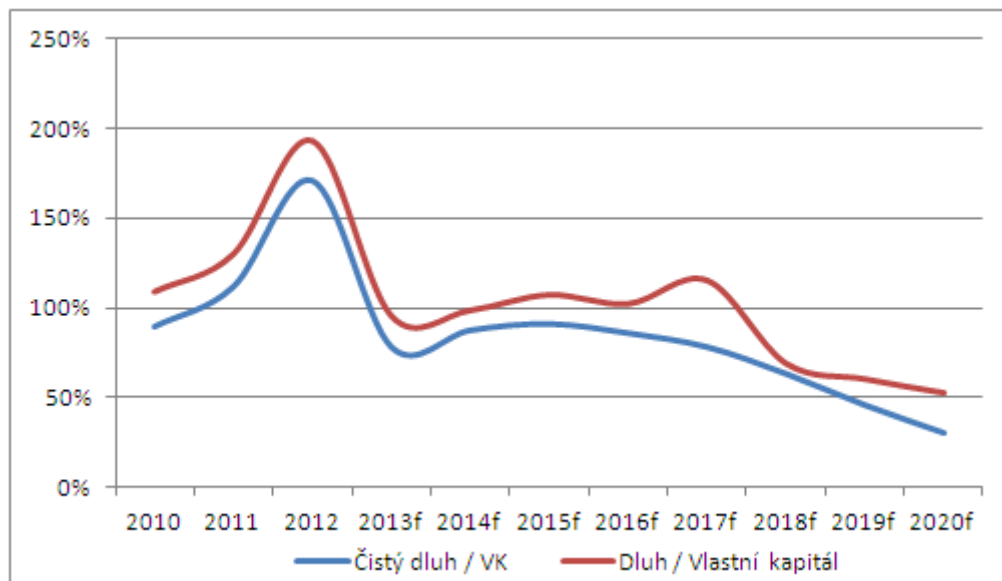
Parametry emise konvertibilních akcií

Tato emise má vlastnost konvertibility do hlasovacích kmenových akcií a mají také call opci. Obě tyto vlastnosti vejdou v platnost za 3 roky a při uplatnění práva akcie konvertovat by došlo k dalšímu ředění vlastnických podílů. Pro úplnost je třeba dodat, že tyto preferenční akcie budou vyplácet dividendu 7,5%, která bude v prvních 3 letech akumulovaná.

Zadlužení je stále příliš vysoké a nákladné

Stále příliš vysoký dluh

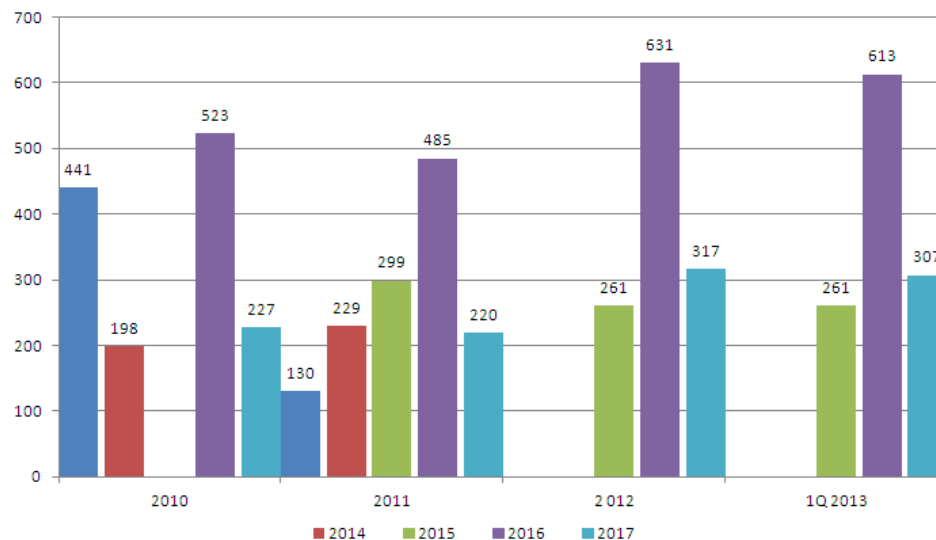
Pokud dojde k odkoupení 300 mil. USD dluhu, CME bude stále mít 870 mil. USD dluhu. Námí očekávaná míra zadlužení je vyobrazena na následujícím grafu. V roce 2013 dojde z důvodu očekávaného odkoupení 300 mil. USD dluhu a k poklesu čistého dluhu k významnému poklesu zadlužení. V průběhu tohoto a příštího roku neočekáváme, že by měl dluh dále klesnout.



Zdroj: CME, Cyrrus a.s.

Nicméně 15. 9. 2013 bude CME moci uplatnit call opci na zbytek dluhopisů s kupónem 11,6% a splatností 2016. Podle našeho názoru společnost toto právo využije a s pomocí Time Warner zhruba 313 mil. USD refinancuje jinou emisí. Očekáváme aktivní zapojení společnosti Time Warner do této transakce takovým způsobem, že Time Warner se za nové dluhopisy buď zaručí, nebo poskytne půjčku podobě jako v roce 2012. Z této transakce by mohlo pramenit případné navýšení podílu TW v CME, my ovšem s takovým scénářem nepočítáme.

Dluhopisy splatné v jednotlivých letech (mil. USD)



Zdroj: CME, Cyrrus a.s.

Odkoupením 300 mil. USD dluhu dojde ke snížení úrokových nákladů zhruba o 30 mil. USD ročně. Pokud by se společnost rozhodla v září uplatnit call opci a emisi 2016 refinancovat, klesl by podle našeho názoru náklad z 11,6% na přibližně 9%, což by vedlo k další roční úspoře cca 14 mil. USD. S takovým scénářem v našem modelu počítáme.

Očekávané hospodaření v roce 2013

Očekávání managementu zveřejněné při výsledcích za 1Q 2013 považujeme za příliš optimistické. Zejména situace v České republice podle našeho názoru nebude dořešena tak rychle, jak management indikuje. K faktoru navýšení ceny za GRP je třeba ještě připočítat stále nedobrou ekonomickou situaci v regionu CEE a další zpomalování evropské ekonomiky. V letošním roce nepočítáme s odpisy hmotných ani nehmotných aktiv, nicméně toto riziko vzhledem k nedobrym očekávaným výsledkům existuje.

(mil. USD)	2013	očekávání CETV	2012	y/y
Tržby	735,5	750-770	772,1	-4,7%
OIBDA	85,6	100-120	122,7	-30,2%
OIBDA marže	11,6%		15,9%	-26,7%
EBIT	23,0		-488,2	n/a
Zisk z pokrač. operací	-78,2		-546,4	n/a
Čistý zisk pro akcionáře	-72,0		-535,7	n/a

Hlavním trhem i nadále zůstane Česká republika, nicméně její podíl na tržbách klesne z 31% na 27%. Stejně jako v předchozích letech očekáváme dynamický růst tržeb mimo reklamu na TV (původně media Pro Entertainment, New media), i když společnost přestala reportovat separátní data za tyto divize.

Nepřekvapilo by nás, kdyby management na příštím konferenčním hovoru snížil odhady tržeb i OIBDA.

Výhled hospodaření v následujících letech

Na růst tržeb má kromě makroekonomických ukazatelů zmíněných v předchozí části práce vliv i podíl výdajů na televizní reklamu na nominálním HDP, tržní podíl sledovanosti televizních stanic v portfoliu CME v daných zemích a tzv. power ratio¹. Historické a námi predikované hodnoty jsou uvedeny v následující tabulce. V porovnání s minulou analýzou jsme revidovali očekávaný podíl výdajů na reklamu v poměru k HDP zejména v letech 2014 a 2015, což vedlo ke snížení námi očekávaných tržeb.

¹ Podíl tržního podílu dle tržeb k podílu sledovanosti

TV reklama jako % HDP

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Česká republika	0.20%	0.18%	0.17%	0.18%	0.16%	0.17%	0.18%	0.19%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%
Rumunako	0.17%	0.13%	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%	0.12%	0.13%	0.13%	0.14%	0.14%	0.14%
Slovensko	0.18%	0.16%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.16%	0.16%	0.17%	0.17%	0.18%	0.18%
Slovinsko	0.16%	0.17%	0.16%	0.16%	0.18%	0.18%	0.18%	0.19%	0.19%	0.20%	0.20%	0.20%
Chorvatsko	0.20%	0.18%	0.17%	0.16%	0.17%	0.17%	0.18%	0.18%	0.19%	0.19%	0.20%	0.20%
Bulharsko	0.22%	0.19%	0.17%	0.16%	0.18%	0.18%	0.18%	0.19%	0.19%	0.20%	0.20%	0.20%

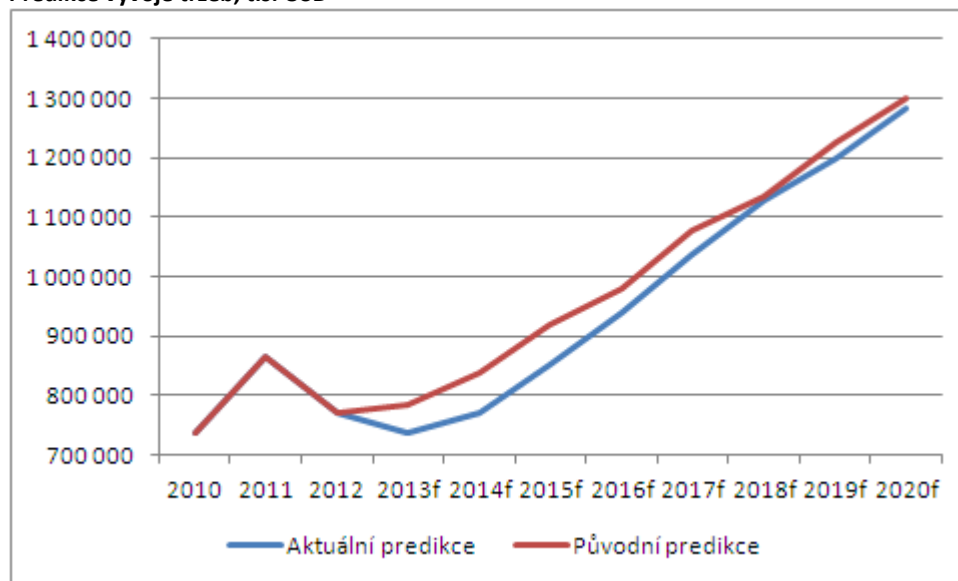
Power Ratio

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Česká republika	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Rumunako	2.0	2.1	2.1	2.5	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Slovensko	2.1	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Slovinsko	-	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Chorvatsko	1.5	1.7	1.7	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Bulharsko	0.5	1.5	1.6	1.7	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6

Tržní podíl sledovanosti CETV

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Česká republika	41.6%	39.8%	36.9%	33.8%	33.0%	32.5%	31.5%	30.5%	30.0%	29.0%	28.0%	28.0%
Rumunako	27.4%	27.3%	27.0%	23.6%	26.5%	26.5%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%
Slovensko	31.2%	34.0%	34.6%	32.4%	33.0%	33.5%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
Slovinsko	0.0%	39.7%	40.3%	40.4%	40.5%	40.0%	39.5%	39.5%	39.5%	39.5%	39.0%	39.0%
Chorvatsko	24.6%	24.6%	27.7%	27.9%	28.0%	28.0%	28.5%	29.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Bulharsko	2.0%	42.8%	42.6%	39.1%	35.0%	39.0%	38.5%	38.5%	38.0%	38.0%	37.0%	37.0%

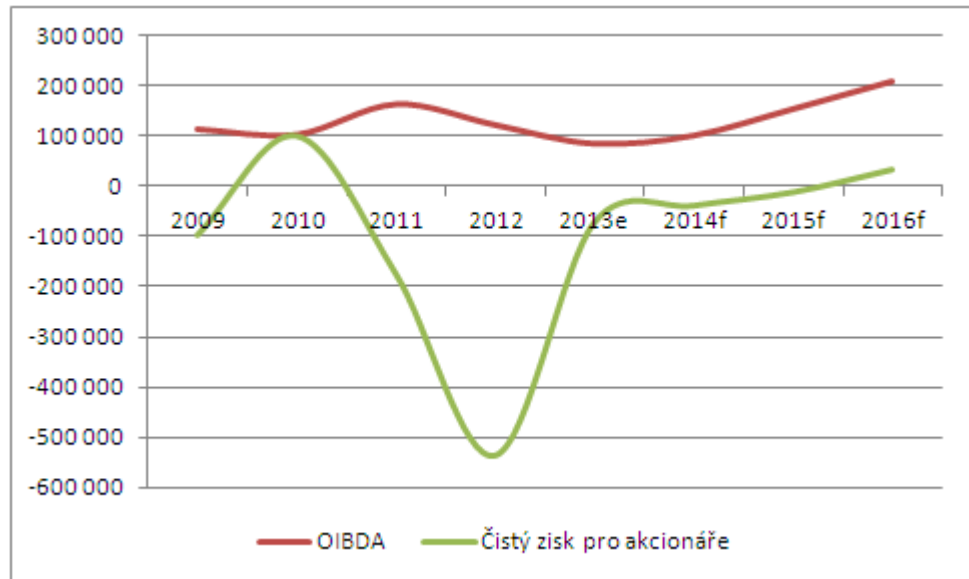
Zdroj: CME, Cyrrus a.s.

Predikce vývoje tržeb, tis. USD


Zdroj: CME, Cyrrus a.s.

Pomalé oživení v roce 2014 čekáme zejména v české republice a v bankovní krizi zmítaném Slovinsku, ostatní země by se měly k významnějšímu růstu vrátit již v roce 2015.

V našem modelu máme započítány úspory, které představil management na tiskové konferenci a které by měly dosáhnout 25 mil. USD ročně. To bude mít pozitivní vliv na ziskové ukazatele a cash flow. V roce 2014 nepočítáme s jednorázovým odpisem nehmotného ani hmotného majetku tak, jak to společnost CME udělala v roce 2012. Zde jsou ovšem rizika vychýlena spíše směrem dolů, tedy k realizaci odpisu. K tomu nás vede horší očekávané hospodaření společnosti v roce 2013. Proti tomu jde ale faktor vysokých odpisů již v minulém roce.

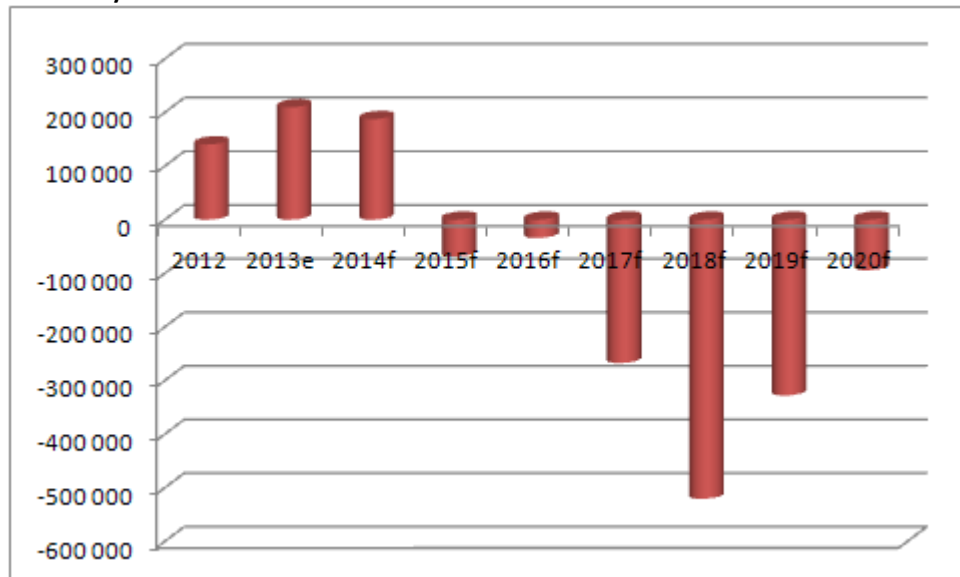


Zdroj: CME, Cyrrus a.s.

Cash flow

Emise akcií již v letošním roce vnímáme spíše jako snahu snížit úrokové náklady než jako pokrytí nedostatku hotovosti. Letošní rok by ještě společnost CME „přežila“, v následujících letech by už mohla být problém. Podle našich výpočtů bude muset CME řešit svoji hotovostní pozici opět v roce 2015, podle našeho modelu emisí dluhu v objemu 260 mil. USD. V následujícím grafu je ukázáno, jak by se vyvíjel stav hotovosti bez dodatečného externího financování.

Očekávaný stav hotovosti na konci roku bez dodatečného financování



Zdroj: Cyrrus a.s.

Nejdůležitějším faktorem pro řízení cash flow je obnovení ekonomické aktivity v regionu CEE, což by vedlo k růstu tržeb společnosti. Nicméně existují i další metody, jak cash flow vylepšit:

a) Prodej aktiv

Podle vyjádření managementu není nyní pravděpodobné, že by došlo k prodeji majetku, resp. některých televizních stanic.

b) Emise dluhopisů

Podle našeho názoru využije CME call opci na emisii dluhopisů splatných v roce 2016 a přistoupí k refinancování objemu cca 300 mil. USD za námi odhadovaný úrok 8 %. Tím sníží úrokové náklady, a tedy dále vylepší cash flow o cca 12 mil. USD ročně. Další emisii očekáváme v roce 2015. S refinancováním ale firmě bude muset nějakým způsobem pomoci Time Warner.

c) Emise akcií

Aktuálně neočekáváme další emisii akcií. K ředění by mohlo dojít v roce 2016, kdy bude moci být konvertovaná do kmenových akcií s hlasovacím právem 200 mil. USD emise konvertibilních preferenčních akcií pro Time Warner.

d) Úspora nákladů

Management oznámil úspory ve výši 25 mil. USD ročně, které by měly naběhnout v krátkém horizontu. Náklady na restrukturalizaci by měly být započítány do výkazů již v 2Q 2013. Řízení cash flow bylo a pravděpodobně i dále bude vylepšováno vyžadováním části platem od klientů dopředu. To se již pozitivně projevilo i v 1Q 2013.

SWOT analýza

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

Ocenění

Použitý model

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

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

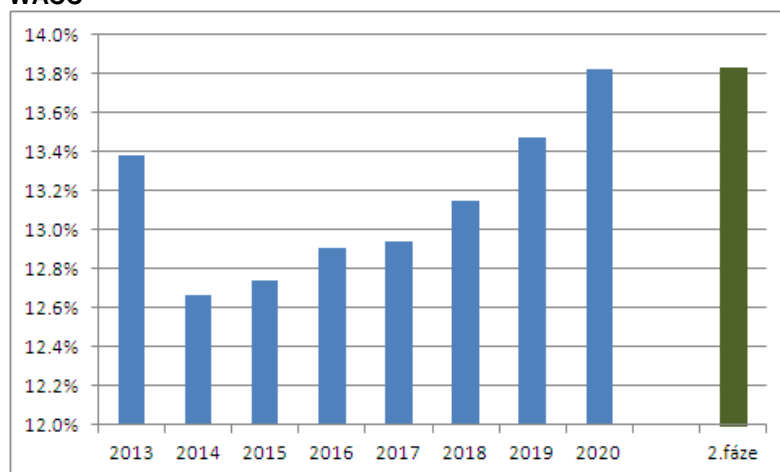
Náklady vlastního kapitálu jsme spočítali pomocí modelu CAPM. Rizikovou přírážku i bezrizikovou sazbu jsme určili jako vážený průměr těchto veličin pro jednotlivé relevantní trhy, kde vahami jsou podíly na tržbách společnosti v daném roce. Celkové průměrné vážené náklady kapitálu jsme počítali s proměnlivou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

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2.fáze
EQUITY RISK PREMIUM	7,61%	7,80%	7,73%	7,75%	7,62%	7,57%	7,57%	7,62%	7,69%
BEZRIZIKOVÁ MÍRA	3,42%	3,76%	3,93%	4,11%	4,26%	4,51%	4,68%	4,90%	4,95%
Diskont za nelikviditu	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Diskont za negativní sentiment	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
WACC	13,11%	12,57%	12,67%	12,88%	12,97%	13,26%	13,63%	14,18%	14,45%

V porovnání s předchozími odhady jsme upravili náklady kapitálu o diskont za negativní sentiment na trhu. K tomuto kroku jsme přistoupili z důvodu nejistoty ohledně dalšího vývoje společnosti zejména co se týče kapitálové a akcionářské struktury.

Od minulého ocenění také výrazně poklesly bezrizikové sazby.

WACC

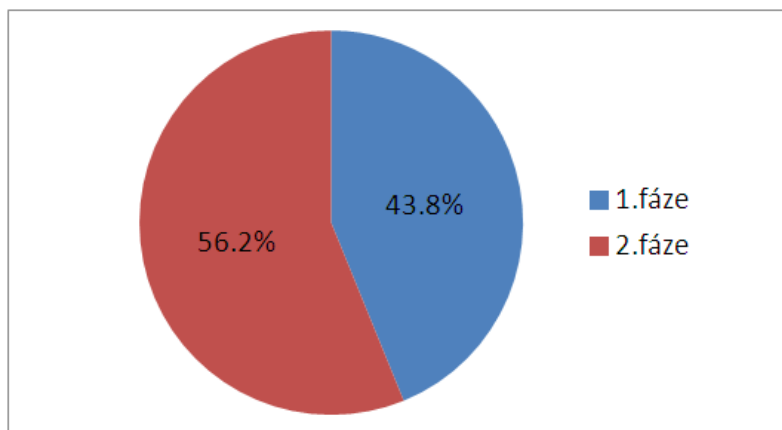


Zdroj: Cyrrus a.s.

Ocenění metodou FCFF

mil. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2.fáze
EBIT * (1-tax)	24 933	33 869	75 888	117 058	170 507	206 685	226 096	252 461	
Depreciation	62 570	60 021	60 274	63 845	61 147	60 961	60 779	60 596	
change in working capital	14 483	5 987	13 217	14 744	16 507	5 832	11 545	6 338	
CAPEX	54 092	56 089	53 775	52 868	62 614	62 447	62 261	62 075	
Terminal value									1 796 437
FCFF	18 928	31 813	69 170	113 291	152 534	199 366	213 068	244 645	
FCFF (současná hodnota)	17 373	25 824	49 633	71 779	85 331	98 344	92 472	93 190	684 296
FCFF	1 218 241								
Cizí kapitál 12M	800 995								
FCFE	417 246								
FCFE 12M	509 896								
počet akcií 12M	139 787 198								
Cílová cena 12M dle FCFF USD	3.65 USD								
Cílová cena 12M dle FCFF CZK	71.3 CZK								
Doporučení	Držet								

Podíl na férové ceně společnosti CME



Výslednou cílovou cenu v horizontu 12 měsíců jsme stanovili na **3,65 USD, resp. 71 CZK s doporučením DRŽET**. Aktuální cena podle našeho názoru dostatečně zohledňuje rizika aktuálně spojená s akciemi společnosti CME. Vzhledem k tomu, že v krátkodobém horizontu neočekáváme vlastnické ani další kapitálové změny ve společnosti, impulsem pro výrazný růst by mohly být pouze lepší zprávy z trhu s reklamou. To ovšem neočekáváme a proto nevidíme v krátkodobém horizontu prostor pro výrazný růst ceny akcie CME.

Zkrácené pro-forma finanční výkazy a ukazatele

Rozvaha	2010	2011	2012	2013f	2014f	2015f	2016f
Stálá aktiva	2 328 465	2 143 480	1 656 164	1 630 384	1 641 729	1 668 447	1 694 529
Homtná aktiva	250 902	217 367	206 706	196 651	189 943	185 431	175 441
Nehmotná aktiva	2 045 798	1 899 605	1 425 187	1 411 188	1 428 145	1 456 957	1 490 331
Ostatní	31 765	26 508	24 271	22 545	23 640	26 059	28 757
Oběžná aktiva	612 085	538 289	518 551	535 810	525 793	622 102	689 356
Pohledávky	209 142	192 157	184 494	172 840	181 239	199 782	220 468
Peníze a peněžní ekvivalenty	244 050	186 386	140 393	181 192	171 695	227 824	254 158
Ostatní	158 893	159 746	193 664	181 778	172 859	194 495	214 729
AKTIVA CELKEM	2 940 550	2 681 769	2 174 715	2 166 194	2 167 522	2 290 549	2 383 885
Vlastní kapitál	1 247 752	1 017 942	631 267	940 693	908 190	902 380	941 650
Dlouhodobé závazky	1 449 722	1 408 252	1 252 084	971 549	714 123	1 061 314	758 116
Dlouhodobé úvěry	1 346 222	1 323 311	1 198 873	898 000	637 000	976 300	664 300
Ostatní	103 500	84 941	53 211	73 549	77 123	85 014	93 816
Krátkodobé závazky	243 076	255 575	291 364	253 952	545 209	326 855	684 118
PASIVA CELKEM	2 940 550	2 681 769	2 174 715	2 166 194	2 167 522	2 290 549	2 383 885

Zdroj: Telefónica CR, Cyrrus, a.s.

Výkaz zisků a ztrát	2010	2011	2012	2013f	2014f	2015f	2016f
Výnosy	737 134	864 782	772 085	735 490	771 232	850 137	938 162
EBITDA	103 676	163 375	122 656	85 590	101 834	153 963	208 361
Odpisy	-80 402	-87 835	-88 359	-62 570	-60 021	-60 274	-63 845
EBIT	22 877	6 792	-488 193	23 019	41 813	93 689	144 516
Čistý zisk	100 175	-174 611	-535 680	-71 989	-38 503	-11 809	33 270

Zdroj: Telefónica CR, Cyrrus, a.s.

Výkaz peněžních toků	2010	2011	2012	2013f	2014f	2015f	2016f
CF z provozní činnosti	-49 614	29 638	-30 027	19 039	28 260	31 710	75 397
CF z investiční činnosti	-456 770	-42 698	-32 426	-54 092	-56 089	-53 775	-52 868
CF z finanční činnosti	7 338	-38 168	11 896	74 976	0	78 300	0
Celkové cash flow	-499 046	-51 228	-50 557	39 922	-27 830	56 235	22 529

Zdroj: Telefónica CR, Cyrrus, a.s.

Základní ukazatele hodpořaření	2010	2011	2012	2013f	2014f	2015f	2016f
EPS	0.72	-1.25	-3.83	-0.51	-0.28	-0.08	0.24
Dividenda	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA marže	14.1%	18.9%	15.9%	11.6%	13.2%	18.1%	22.2%
EBIT marže	3.1%	0.8%	-63.2%	3.1%	5.4%	11.0%	15.4%
NI marže	13.6%	-20.2%	-69.4%	-9.8%	-5.0%	-1.4%	3.5%
ROE	8.3%	-15.4%	-65.0%	-9.2%	-4.2%	-1.3%	3.6%
ROIC	0.8%	0.3%	-27.0%	1.4%	1.9%	4.0%	6.1%
ROA	0.8%	0.2%	-20.1%	1.1%	1.9%	4.2%	6.2%
Čistý dluh	1 115 734	1 137 983	1 080 398	733 780	798 373	836 122	832 681
Čistý dluh / VK	89.4%	111.8%	171.1%	78.0%	87.9%	92.7%	88.4%
Dluh / Vlastní kapitál	109.0%	130.1%	193.4%	95.5%	98.9%	108.2%	103.7%
P/E	3.7	-2.1	-0.7	-5.2	-9.7	-31.6	11.2
P/S	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
P/BV	0.3	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	22.8	13.2	14.0	19.3	16.2	10.8	8.1

Zdroj: CETV, Cyrrus, a.s.

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

Informace dle § 7 odst. 3 vyhlášky

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **6. 5. 2013**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	11	34,4
Akumulovat	6	18,8
Držet	8	25,0
Prodat	5	15,6
V revizi	2	6,3

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

Portfolio management:

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

Corporate finance:

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

Výhrada

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a.s., obchodníkem s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 ("společnost"). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů

Společnost není tvůrcem trhu na žádné emise, nicméně nevylučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCCP. Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřeno dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy a vnitřní kontrolu, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Společnost, členové představenstva a dozorčí rady, ředitelé a zaměstnanci mohou provádět transakce s investičními nástroji jakékoliv společnosti nebo jakéhokoliv emitenta jehož se týkají informace uveřejněné v investičních doporučeních a/nebo nezaručují, že na základě zde uvedených informací s těmito investičními nástroji neobchodovaly na svůj vlastní účet, a/nebo dále nezaručují, že na základě informací uvedených v investičních doporučeních s předmětnými investičními nástroji neobchodovaly na svůj vlastní účet ještě před zveřejněním investičních doporučení společnosti. Makléři a ostatní zaměstnanci společnosti mohou poskytovat ústní nebo písemný komentář k trhu nebo obchodní strategie svým klientům, které odráží názory, jež jsou v rozporu s názory vyjádřenými v investičních doporučeních.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické zpravodajství je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

BRNO
Veveří 111 (Platinum)
616 00 Brno
Tel.: +420 538 705 711

PRAHA
Radlická 14, Anděl Park
150 00 Praha 5, Smíchov
Tel.: +420 221 592 361