

Ondřej Moravský
analytik
moravsky@cyrrus.cz

OŽIVENÍ REKLAMNÍHO TRHU SE PROZATÍM ODKLÁDÁ..

16.12.2010

Central European Media Enterprises Ltd.
médiá

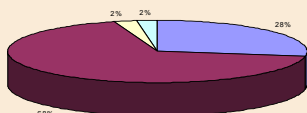
Nové doporučení: „Akumulovat“
Předchozí doporučení: „Akumulovat“

Nová cílová cena: 23,1 USD / 435 CZK
Předchozí cílová cena: 32,7 USD / 612 CZK
Datum vydání předchozí analýzy: 11.3.2010

Roční vývoj akcií CME v Praze



Struktura akcionářů CME (9/2010)



Free-float R.Lauder + Time Warner Apax Partners Adrian Sarbu

Základní informace o akciích CME

Data ke dni: 15.12. 2010
Cena akcie: 372,4 CZK
Počet vydaných akcií (A): 56,85 mil.
Tržní kapitalizace CZK: 23,83 mld.
Tržní kapitalizace USD: 1,26 mld.
52-week max: 732,9 CZK
52-week min: 318,0 CZK
Průměrný denní objem: 85,6 mil. CZK

Sídlo firmy: Křiženeckého nám.
1078/5
152 00 Praha 5
Česká republika

Web: www.cetv-net.com

ISIN: BMG200452024
WKN: 931 407
Bloomberg: CETV:US, CETV:CP
Reuters: CETV.O

SUMMARY

Od naší poslední analýzy v březnu t.r. se na trhu s televizní reklamou poněkud změnil poměr. Původně předpokládaný mírný růst se většinou nedostavil (jen na několika málo trzích) a společnost během roku adekvátně tomu snížila svoje výhledy, které pak následně při posledních výsledcích potvrdila. Výhled hospodaření pro celý tento rok tak činí v oblasti tržeb \$710 mil. až \$725 mil. a v provozním zisku před odpisy EBITDA \$110 až \$115 mil. Tyto výhledy podle našeho názoru společnost naplní, nicméně i my jsme původně očekávali lepší výsledky.

CME také přehodnotila svoji investiční strategii, kdy po velké divestici na Ukrajině a investici v Bulharsku své aktivity na tomto poli v současné době omezí pouze na menší nákupy. Aktuálně vysoký stav hotovosti (cca \$300 mil.) plánuje nyní použít buď k tomuto účelu, nebo ke snížení dluhu. Od naší poslední analýzy také došlo na částečné refinancování stávajících dluhů, firma tak aktuálně nemá finanční závazky splatné před rokem 2013. Koncem roku také bylo rušno v personální oblasti ve společnosti CET 21, a to jak v české (TV Nova) tak slovenské části (TV Markíza), kde se odehrály změny na nejvyšších postech. Skupinu také zcela opouští Petr Dvořák, bývalý šéf CET 21 a dosavadní viceprezident pro vysílání.

Za změnou našeho pohledu na společnost tedy stojí zejména:

- přehodnocení vývoje reklamního trhu v regionu a jeho dopad na hospodaření společnosti
- aktualizace parametrů a změny v modelu ocenění

Na základě změn v našem modelu ocenění metodou DCF stanovujeme pro akcie společnosti Central European Media Enterprises Ltd. roční cílovou cenu ve výši **23,1 USD / 435 Kč**, vzhledem k prémii ve výši 14,7% k poslední závěrečné ceně akcie na trhu Nasdaq v USA 19,7 USD, stanovujeme dle metodiky uvedené v závěru dokumentu investiční doporučení na stupni „**akumulovat**“, čímž **potvrzujeme předchozí doporučení**. Původní cílovou cenu z 11. března 2010, 32,7 USD/612 Kč, snižujeme o 27%.

Přehled základních ukazatelů CME Ltd. (tis. USD)

	2009	2010f	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f
Tržby	713 978	722 100	784 752	846 479	941 032	1 019 534	1 101 620
EBITDA	74 903	110 193	134 315	173 941	242 700	287 830	316 406
EBITDA marže	10,5%	15,3%	17,1%	20,5%	25,8%	28,2%	28,7%
Provozní zisk	-83 180	31 233	72 919	94 253	160 818	204 354	230 135
Čistý zisk	-97 157	150 953	-24 477	-6 123	82 082	125 397	153 237
Výše dluhu (hrubá)	1 377 868	1 335 368	1 335 368	1 335 368	1 160 368	947 368	947 368
Debt/Equity	117%	98%	100%	100%	81%	60%	55%
P/E	neg.	8,6	neg.	neg.	15,9	10,4	8,5
P/BV	1,11	0,97	0,98	0,99	0,93	0,85	0,78
P/Sales	1,83	1,81	1,66	1,54	1,39	1,28	1,18
EV/EBITDA	29,12	20,71	17,34	12,64	8,72	7,79	5,79

Zdroj: CME, odhady cyrrus

VÝSLEDKY HOSPODAŘENÍ BĚHEM ROKU

Pro hospodaření během roku byl celkově charakteristický horší než původně očekávaný vývoj reklamního trhu.

Původně pro hospodaření tohoto roku odhadovala společnost celkové tržby ve výši \$790 mil. až \$820 mil. a EBITDA ve výši \$140 mil. až \$160 mil., při stagnaci nebo mírném růstu reklamního trhu. Vývoj během roku však přinutil firmu tento scénář opustit, neboť trhy se z krize zotavovaly pomaleji, než firma předpokládala, a na většině trhů byl zaznamenán pokles. Zejména zklamání u vývoje trhů a tržeb je hlavním důvodem revize naší cílové ceny. Následně od července odhadovala společnost, že dosáhne celoročních tržeb \$710 až \$725 mil. a EBITDA ve výši \$110 až \$115 mil., během dalšího průběhu roku i po výsledcích za třetí kvartál společnost tento výhled potvrdila. Podle údajů společnosti rostly pouze trhy v ČR a Slovinsko (1%, resp. 5%), naopak největší poklesy zaznamenalo Rumunsko a Bulharsko, -11% resp. -10%. Původní odhady o stagnaci nebo mírném růstu trhu vzaly za své při výsledcích za 2Q v červenci, kdy firma odhadovala celkový pokles výdajů na reklamu o 2% až 4%, v říjnu potvrdila očekávání u dolní meze pásma.

První kvartál překvapil velmi negativně..

Hospodaření za první kvartál skončilo z našeho pohledu i z pohledu trhu jako jednoznační zklamání, tržby ve výši \$143,6 mil. zdaleka nedosáhly na náš odhad \$157,4 mil., podobně téměř nulová EBITDA \$0,8 mil. byla výrazně pod naším odhadem \$25,4 mil.

..samotné výsledky za druhý kvartál dopadly vzhledem k očekávání ještě pozitivně, zklamáním však bylo následné snížení výhledů.

Výsledky za druhé čtvrtletí dopadly vcelku pozitivně, svými tržbami \$201,7 mil. společnost překonala naše i tržní odhady, EBITDA \$46,2 mil. tržní odhady také překonala, na naše však nedosáhla. Celkové hodnocení 2Q čísel bylo pozitivní, nicméně na následném conference callu po výsledcích společnost snížila své celoroční výhledy hospodaření na výše uvedené hodnoty (\$710 až \$725 mil. tržeb a \$110 až \$115 mil. EBITDA), v tom jsme již samozřejmě viděli překvapení negativní.

Výsledky za 3Q již velké překvapení nepřinesly...

Zatím poslední výsledky, za 3q, firma reportovala v listopadu, ty byly v souladu s dříve oznámenými výhledy společnosti, při tržbách \$134,4 mil. dosáhla firma EBITDA ztráty \$4,5 mil., což již bylo v souladu s našimi odhady, navíc firma krátce před výsledky potvrdila své předchozí výhledy, tj. velké překvapení se ani neočekávalo.

.. a nečekáme jej ani za poslední kvartál roku.

Za 9 měsíců t.r. tedy firma dosáhla tržeb \$480 mil. a EBITDA \$42,5 mil., pro naplnění celoročního výhledu, tak bude muset CME dosáhnout za 4. kvartál tržeb ve výši \$230 až \$245 mil. a EBITDA okolo \$70 mil. Předpokládané výsledky v obou těchto kategoriích bude podle našeho odhadu společnost schopna naplnit.

VÝVOJ JEDNOTLIVÝCH EKONOMIK A REKLAMNÍHO TRHU

Vývoj ekonomiky v jednotlivých zemích kde CME působí se vyvíjel v souladu s našimi odhady, tento růst se však příliš neprojevil na mediálním trhu, kde adekvátní pohyb nevidíme.

Vývoj růstu HDP v zemích regionu kde je CME přítomna se pohybuje víceméně v souladu s dřívějšími odhady, kdy jsme svědky mírného růstu v řadě jednotek procent, snad s výjimkou Rumunska a Bulharska, kde vidíme pokles, resp. stagnaci. Růst trhu s televizní reklamou však tento růst nenásleduje a vykazuje pokles, v lepším případě stagnaci. Toto je hlavním důvodem snížení našich odhadů hospodaření CME a snížení cílové ceny. Zotavení reklamního trhu tak nastane podle našich odhadů s větším zpožděním od krize, než jsme v původní analýze předpokládali. Následující tabulka představuje porovnání mezi vývojem HDP za 3Q 2010 v jednotlivých zemích a odhadovaným celoročním růstem reklamního trhu podle CME.

	Odhad růstu reklamního trhu	Reálný růst HDP za 3Q y/y
Slovensko	5%	1,70%
ČR	1%	2,50%
Chorvatsko	-2%	8,90%
Slovensko	-6%	3,80%
Rumunsko	-10%	-2,50%
Bulharsko	-11%	0,50%
Průměr	-4%	-

Zdroj: odhady vývoje trhů CME, ukazatele HDP Bloomberg, Chorvatsko zobrazuje růst za 2Q

AKVIZICE UTICHLY, ŽIVO BYLO V PERSONÁLNÍ OBLASTI

Po divestici na Ukrajině a investici v Bulharsku se CME zaměří pouze na menší akvizice, nebo na snížení zadlužení.

Od našeho posledního updatu došlo také ke změnám ve strategii společnosti. Akviziční aktivita CME v posledních měsících ztichla, i po akvizici v Bulharsku dříve společnost proklamovala, že dále hledá akviziční cíle, nicméně s pokračujícím průběhem roku se začala soustředit na konsolidaci svých aktuálních aktivit. Větší akvizici proto v nejbližší době nepředpokládáme, a to i přesto, že má společnost na svých účtech stále dostatek hotovosti (ke konci 3Q 2010 celkem \$303 mil.). Firma však akvizice dále hledá, dle svých slov malé a ziskové.

Neradostné výsledky TV Markíza vedly na Slovensku ke změně na nejvyšším postu, nový ředitel byl jmenován také v TV Nova.

Ve společnosti také nastala nejedna personální změna, a to i na nejvyšších místech. Během roku byl jmenován na místo Senior Vice President Broadcasting původní šéf české CET21 Petr Dvořák. Na tomto postu však nevydržel dlouho, koncem listopadu Dvořák odstoupil ze svých funkcí v rámci CME, jeho místo viceprezidenta zůstalo dočasně neobsazeno, na post generálního ředitele CET 21 byl dosazen Jan Andruško. Ještě před těmito kroky proběhla změna na postu ředitele televize Markíza na Slovensku, kde se novou ředitelkou stala Zuzana Ťapáková, která nahradila Václava Miku. Důvodem k odchodu jejího předchůdce byl pravděpodobně neutěšený vývoj hospodaření slovenské části CME, za 9M 2010 se Slovensko jako jediné meziročně dostalo z pozitivního výsledku EBITDA do ztráty.

Před Vánoci prodával akcie zejména A.Sarbu, avšak bez většího dopadu na cenu akcie.

Za poslední přibližně měsíc se také odehrálo zvýšené množství insider transakcí, převážně prodejů akcií. Své akcie prodával jak CEO Adrian Sarbu, tak jeden z členů širšího vedení Mark Wyllie. Došlo však i k nákupům, počet akcií ve svém držení zvýšil CFO David Sach. Prodávala také společnost Alerria Management, spřízněná s Adrianem Sarbu. Většina posledních prodejů se uskutečnila za ceny kolem \$19,5 až \$20,5 na akcii.

ZADLUŽENÍ SPOLEČNOSTI A REFINANCOVÁNÍ DLUHŮ

Po nedávném refinancování části dluhu nemá aktuálně CME závazky splatné dříve než v 2013.

V listopadu společnost opět přikročila k refinancování svých dluhů kdy emitovala dluhopisy v celkové výši 170 mil. eur, s kupónem 9,0%. Toto úročení je nižší, než úročení předchozí emise dluhopisů z podzimu minulého roku, kdy byl úrok 11,625%. Později firma uvedla, že ve dvou vlnách (\$46 mil. a \$104 mil.) odkoupila část svých dluhopisů, čímž dosáhla toho, že aktuálně nemá žádný dluh splatný dříve než v roce 2013. Po tomto refinancování, které nastalo až po datu posledních výsledků (není tedy detailně známa aktuální výše a struktura dluhů) předpokládáme následující splatnost dluhopisů:

v mil. USD	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Výše dluhu	-	-	475,0	204,7	-	600,5

Zdroj:CME, odhad Cyrrus

Podle našich odhadů však nebudou výkony CME dostatečné k tomu, aby se splacení všech těchto závazků obešlo bez dalšího refinancování. To však nepředpokládáme v nejbližších letech. Programy zpětného odkupu akcií nebo výplata dividend jsou varianty podle našeho názoru téměř vyloučené.

VÝHLEDY BUDOUCÍHO HOSPODAŘENÍ

Od minulého roku společnost opět mírně pozměnila strukturu vykazování finančních údajů, nyní odděleně vykazuje kromě jednotlivých států a produkční části MediaPro Entertainment také oblast tzv. nových médií, tj. aktivit na internetu.

Nečekáme větší změny ve struktuře tržeb společnosti, hlavní změnou oproti našim původním odhadům je pozdější zotavení reklamního trhu..

V oblasti vysílání, stále hlavního zdroje tržeb společnosti, předpokládáme udržení pozice ČR jako hlavního trhu (za 9M 2010 byl podíl ČR na tržbách 36%), tradičně následovaného Rumunskem (23%), Slovenskem (14%), Bulharskem (14%), Slovinskem (8%) a Chorvatskem (6%). Na všech trzích stále platí, že CME je v podílu na sledovanosti tržním leaderem, v ČR, ve Slovinsku a v Bulharsku s velkým odstupem, na ostatních trzích již není vedoucí pozice oproti konkurentům tak výrazná. Ve vývoji na jednotlivých trzích nepředpokládáme změny v tržním podílu a hospodaření nad rámec vývoje celého reklamního trhu. Otázkou zůstává, co přinese na poli úspěšnosti TV Nova nové vedení, které bylo jmenováno na přelomu listopadu a prosince, nicméně větší změny v tržním podílu na sledovanosti neočekáváme. Zlepšit by se snad mohly s novým vedením výkony slovenské TV Markíza.

Nová média by se měla pomalu obracet k ziskovému hospodaření..

Nová média (internetové portály, blogy atd.) se na úrovni EBITDA během roku držela v záporných číslech (EBITDA za 9M celkem -\$6,4 mil.), firma očekává dosažení break-even ve 4. kvartále t.r., dále předpokládáme postupné zlepšování v této oblasti, ovšem nijak výrazné, firma aktuálně nerozjíždí projekty, které by umožnily výraznější organický růst. Hospodaření v tomto segmentu by mohla vylepšit případná akvizice, CME již dříve v tomto segmentu akvizice učinila a podle našeho názoru to není vyloučeno ani v budoucnu.

MPE bude více čerpat tržby od firem mimo skupinu..

Většina tržeb produkční společnosti MediaPro Entertainment pochází od ostatních firem v rámci skupiny (jsou proto účetně na úrovni tržeb eliminovány), nicméně je záměrem CME stále větší podíl tržeb získávat od externích subjektů. Aktuálně (za 9M 2010) byl podíl tržeb od firem mimo skupinu pouze 25%, v následujících letech odhadujeme, že tento podíl překročí 30% až 35%, v tomto jsou naše odhady příznivější než předešlé.

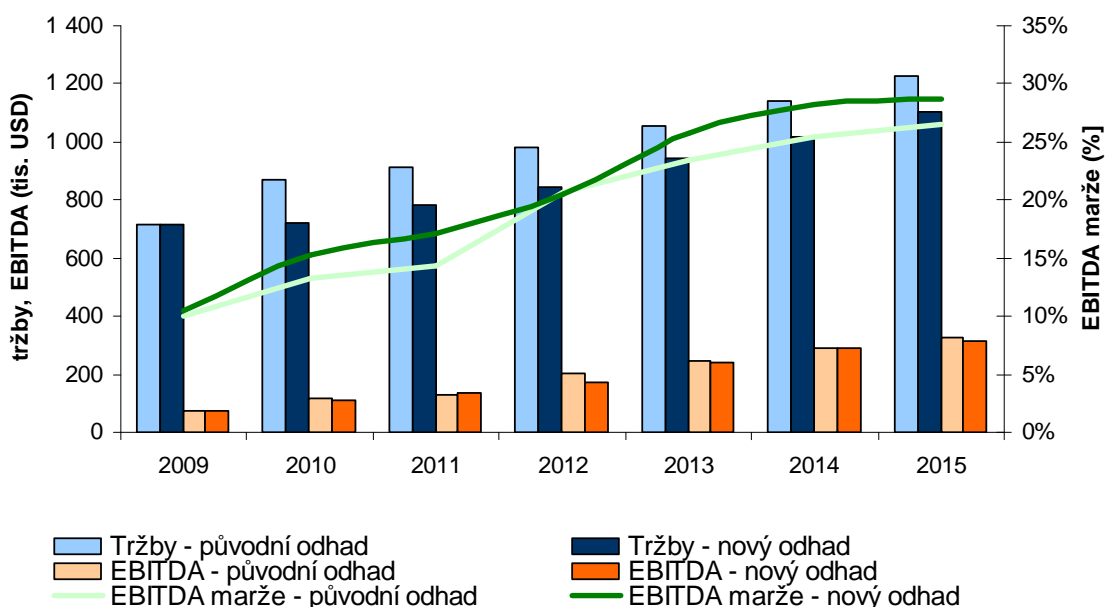
Hlavní změnou je tedy zejména snížení dříve odhadovaného růst tržeb, pro rok 2011 očekáváme ještě mírné zlepšení ukazatele EBITDA oproti předchozímu odhadu, díky odhadovaným úsporám v nákladech, pro další roky však očekáváme v souladu s vývojem tržeb pomalejší růst tohoto ukazatele, nicméně zvyšujeme odhady EBITDA marží. Bližší pohled přináší následující tabulka a graf.

mil. USD	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (nový odhad)	714	722	785	846	941	1 020	1 102
Tržby (původní odhad)	714	871	912	979	1 057	1 138	1 230
změna		-17%	-14%	-14%	-11%	-10%	-10%
EBITDA (nový odhad)	75	110	134	174	243	288	316
EBITDA (původní odhad)	75	116	131,1	202	247	290	326
změna		-5%	2%	-14%	-2%	-1%	-3%

Zdroj: CME, odhad Cyrrus

Z celkového pohledu reklamního trhu zůstává platný dlouhodobý růstový faktor, a to objem výdajů na reklamu v regionu CEE, který je stále výrazně nižší než průměr západní Evropy (v 2009 průměr na trzích CME \$44,4 /os., v západní Evropě téměř \$250/os.), tudíž základní růstový příběh organického růstu CME zůstává nezměněn. Největší změny v budoucnosti by mohly přinést případné větší akvizice, nepředpokládáme však, že v nejbližších letech s ohledem na vysoké zadlužení k podobnému kroku dojde.

Srovnání vývoje tržeb, EBITDA a EBITDA marží



Zdroj: CME, odhady CYRRUS

STANOVENÍ CÍLOVÉ CENY AKCIE

Upravili jsme model ocenění, nyní používáme rozdílné nastavení pro obě fáze, změn také doznaly např. bezrizikové sazby nebo rizikové přírážky.

Do našeho ocenění akcií CME se promítly také změny v parametrech modelu ocenění, nově oceňujeme akcie dvoufázovým modelem s různými parametry pro obě fáze, dle následující tabulky. Výše bezrizikové sazby a rizikové přírážky byly stanoveny váženým průměrem dle podílu tržeb jednotlivých zemí (bezrizikové sazby dle dlouhodobých vládních dluhopisů, rizikové přírážky dle A.Damodarana). Ukazatel beta je vztažen k indexu PX, pro druhou fázi volíme hodnotu 1,2. Efektivní sazbu daně pro obě období volíme 20%. Odhad dlouhodobého růstu mírně snižujeme na 3,0%.

Vstupní parametry modelu ocenění

	Aktuální hodnoty		Původní hodnoty pro obě fáze
	I. Fáze	II. Fáze	
Bezriziková sazba	4,62%	4,50%	4,71%
Riziková prémie	7,03%	5,50%	7,36%
Beta vs. PX	1,65	1,20	1,66
WACC	13,46%	9,72%	12,67%
Dlouhodobý růst		3,00%	3,30%
ROIC		10,55%	

Zdroj: Bloomberg, odhady Cyrrus

OCENĚNÍ METODOU FREE CASH-FLOW TO FIRM

Ocenění pomocí metody FCFF je zobrazeno v následující tabulce, používáme dvoufázový model FCFF s první fází do roku 2019, s parametry diskontování dle výše uvedené tabulky.

Ocenění akcie CME metodou FCFF (v tis.USD)

	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f
EBIT po zdanění	58 335	75 402	128 654	163 483	184 108	233 510	283 057	320 723	345 932
Odpisy	81 665	82 591	81 417	83 002	85 787	88 004	95 905	99 942	105 899
Kapitálové výdaje	57 823	60 714	63 750	66 937	70 284	73 798	77 488	81 362	85 431
Δ prac. kapitálu	-4 755	8 190	6 433	10 569	8 545	9 127	10 448	13 826	10 815
Terminal Value									4 014 608
Volné CF	86 933	89 090	139 888	168 979	191 066	238 588	291 026	325 476	4 370 193
Disk. souč. hodnota	76 623	69 210	95 785	101 982	101 635	111 862	120 265	118 549	1 701 916
Současná hodnota	2 497 826								
Čistý dluh	1 166 700								
Minoritní podíly	20 354								
Čistá současná hodnota	1 310 772								
Čistá současná hodnota na akcii	20,4								

Glová cena akcie USD

23,1

Glová cena akcie CZK

435

Zdroj: Odhady Cyrrus

Model FCFF implikuje vnitřní hodnotu akcie 20,4 USD, roční cílovou cenu pro akcie společnosti CME tedy stanovujeme na 23,1 USD, což přepočteno současným kurzem 18,8 Kč/USD implikuje cílovou cenu v korunách na 435 Kč na akcii.

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ

Cílovou cenu akcie společnosti Central European Media Enterprises Ltd. stanovujeme na 23,1 USD / 435 Kč, kdy vzhledem k 14,7% prémii k polednímu závěrečnému kurzu doporučujeme akcie CME „akumulovat“.

Na základě ocenění pomocí modelu FCFF **stanovujeme roční cílovou cenu akcie společnosti Central European Media Enterprises Ltd. na 23,1 USD, tj. 435 Kč.** Při posledním závěrečném kurzu akcie na trhu Nasdaq \$19,7 znamená naše cílová cena premii k poslednímu závěrečnému kurzu akcie ve výši 14,7%. Podle metodiky uvedené v závěru dokumentu proto stanovujeme pro akcie CME investiční doporučení „**akumulovat**“, čímž potvrzujeme totožné předchozí doporučení. Původní cílovou cenu 32,7 USD / 612 Kč z 11. března 2010 snižujeme o 27%.

ANALÝZA CITLIVOSTI

Následující tabulka zobrazuje míru citlivosti cílové ceny na změny ve vybraných parametrech modelu ocenění, WACC v druhé fázi a dlouhodobého růstu.

		WACC				
		7,72%	8,72%	9,72%	10,72%	11,72%
Dlouhodobý růst	1,00%	37,9	28,7	22,4	17,6	13,7
	2,00%	40,1	29,7	22,7	17,5	13,5
	3,00%	43,3	30,9	23,1	17,5	13,2
	4,00%	48,2	32,7	23,7	17,4	12,9
	5,00%	56,8	35,5	24,4	17,3	12,4

ZKRÁCENÉ VÝHLEDOVÉ FINANČNÍ VÝKAZY CME

Výhledový výkaz zisku a ztráty (mil. USD)

	2009	2010e	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f
Tržby	713 978	722 100	784 752	846 479	941 032	1 019 534	1 101 620	1 197 917
Provozní náklady	599 243	555 933	589 898	599 860	629 649	652 054	695 225	714 363
Ostatní provozní náklady	34 229	116 121	121 935	152 366	150 565	163 125	176 259	191 667
Provozní zisk	-83 180	31 233	72 919	94 253	160 818	204 354	230 135	291 887
Finanční náklady, net	-27 558	-96 400	-83 983	-88 815	-72 916	-70 883	-67 181	-42 422
Zisk před zdaněním	-110 738	-65 166	-11 064	5 438	87 902	133 471	162 955	249 466
Čistý zisk	-97 157	150 953	-24 477	-6 123	82 082	125 397	153 237	240 672

Zdroj: CME, odhad Cyrus

Výhledová rozvaha (mil. USD)

	2009	2010e	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f
Dlouhodobá aktiva	2 042 982	2 315 858	2 313 144	2 357 750	2 385 981	2 416 838	2 450 928	2 486 196
Oběžná aktiva	829 805	726 761	707 185	686 525	596 463	500 942	649 382	591 472
Aktiva celkem	2 872 787	3 042 619	3 020 329	3 044 276	2 982 445	2 917 779	3 100 310	3 077 668
Dlouhodobé závazky	1 351 224	1 369 830	1 350 433	1 359 225	1 189 716	985 870	979 837	683 836
Krátkodobé závazky	349 723	303 445	324 934	346 119	371 621	385 310	420 542	453 135
Vlastní kapitál	1 171 840	1 348 990	1 324 607	1 318 578	1 400 754	1 526 245	1 679 577	1 920 343
Vlastn kapitál a závazky celkem	2 872 787	3 042 619	3 020 329	3 044 276	2 982 444	2 917 779	3 100 310	3 077 668

Zdroj: CME, odhad Cyrus

Výhledový výkaz cash-flow (mil. USD)

	2009	2010e	2011f	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f
Cash-flow z provozních operací	-31 806	-57 228	46 070	67 316	153 264	200 182	230 658	318 125
Cash-flow z investičních operací	-99 163	-466 452	-92 632	-112 927	-107 261	-114 799	-115 970	-120 572
Cash-flow z finančních operací	474 855	114 671	0	0	-175 000	-213 000	0	-294 800
Finanční prostředky na konci období	458 529	357 309	310 747	265 137	136 140	8 523	123 210	25 963

Zdroj: CME, odhad Cyrus

Informace CYRRUS, a.s. 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 **16.12.2010**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	7	46,7
Akumulovat	5	33,3
Držet	1	6,7
Prodat	2	13,3

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 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.

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	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Praha	potmesil@cyrrus.cz	Farmaceutický průmysl, development
Ondřej Moravanský	Brno	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, textilní průmysl
Jan Roh	Brno	roh@cyrrus.cz	Automobilový průmysl

Trading & Sales:

Pavel Píkna	Brno	pikna@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz
Peter Dömeny	Brno	domeny@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