

Ondřej Moravský
analytik
moravsky@cyrrus.cz

Změna cílové ceny a investičního doporučení

Nová cílová cena:
19,2 USD / 376 CZK
Nové doporučení:
hold / držet

Původní cílová cena:
81 USD / 1490 CZK
Původní doporučení:
buy / koupit

Základní informace

| | |
|--------------------|----------------|
| Datum | 16.6.2009 |
| Posled. záv. kurz | 20,60 USD |
| Vydaných akcií | 50,524 tis. ks |
| Tržní kapitalizace | 1,3 mld. USD |
| Free-float | 25% |
| 52 týdenní max. | 103,91 USD |
| 52 týdenní min. | 4,67 USD |
| Beta vs. PX | 1,68 |
| Podíl v PX | 2,16% |
| Bloomberg | CETV:US |
| Reuters | CETV.O |

Zdroj: Bloomberg, Reuters

Akcionářská struktura (hlasovací práva)

| | |
|-------------------------|-----|
| R.Lauder, Apax Partners | 44% |
| Time Warner | 31% |
| Free-float | 25% |

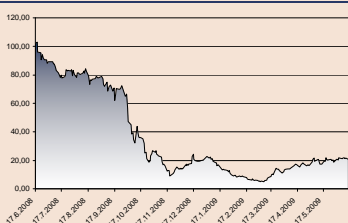
Zdroj: CME

Poměrové ukazatele (2008)

| | |
|------------------|--------|
| ROA | -5,38% |
| ROE | -20,9% |
| P/E | 17,3 |
| P/BV | 0,9 |
| Dluh/vl. kapitál | 106,0% |
| EPS (USD) | -6,04 |
| Dividenda | - |

Zdroj: CME

Roční vývoj kurzu akcie (USD)



Zdroj: Bloomberg

Shrnutí analýzy

Od našeho obnoveného pokrytí společnosti **Central European Media Enterprises Ltd. (CME)** v říjnu 2008 se výrazně změnily tržní podmínky jak v celkové ekonomice zemí střední a východní Evropy, tak na trhu s televizní reklamou. Období předešlého růstu tržeb společnost je za námi a aktuálně firma prochází problematickým obdobím. To se projevuje také na akciovém trhu, kde byly akcie firmy v posledním kvartálech „podrobeny“ objemným prodejům a ze svých maxim klesly o více než 90%. V posledních týdnech však akcie společně s celkovým sentimentem na trzích opět rostou, podpořeny navíc významnou akvizicí.

Hlavním důvodem ke změně našeho ocenění společnosti je zejména vývoj na mediálním trhu. V 1Q 2009 vykázala společnost pokles tržeb o cca 40% y/y. Současná ekonomická krize samozřejmě doléhá zprostředkovaně na mediální trh, kdy se hospodářské problémy zadavatelů reklamy promítají do úspor v reklamních výdajích. Společnost si však i přes negativní tržní vývoj zachovává některé aspekty, na kterých lze stále stavět růstový potenciál. Jednak je to stabilní tržní podíl stanic na vyspělých trzích, jako je především Česká republika a Rumunsko, dále je to stále celková nevyspělost trhu s televizní reklamou v regionu CEE. Společnost je také relativně úspěšná ve snižování nákladů, včetně personálních. Nicméně negativnímu dopadu na hospodaření zabránit nelze.

Významnou zprávou týkající se společnosti je vstup mediálního gigantu Time Warner do CME. Transakce oznámená v březnu 2009 zahrnuje vydání nových akcií v celkové hodnota cca 240 mil. USD, čímž Time Warner získal v CME podíl 31%. Tato transakce dala akciím výrazný růstový impuls a i z dlouhodobého fundamentálního hlediska ji hodnotíme pozitivně.

Během roku 2008 došlo také k dalšímu zvýšení zadlužení společnosti, kdy celkový dluh dosahuje téměř výše tržeb za rok 2008 (poměr Debt/Equity 106%) Dluhová situace společnosti se zhoršila díky financování akvizičních aktivit. Podle našich odhadů bude v budoucnu nutné část dluhu refinancovat, buď vydáním dluhopisů nebo nových akcií.

Na základě změn v očekávaných výhledech hospodaření společnosti zapříčiněných světovou krizí a také na základě změn parametrů v modelu ocenění FCFF jsme přistoupili ke snížení cílové ceny pro akcie společnosti Central European Media Enterprises Ltd. z původní hodnoty 81 USD / 1490 Kč a **stanovujeme novou cílovou cenu 19,2 USD / 376 Kč. Původní cílovou cenu jsme tedy snížili o 76 %**. Nová cílová cena znamená diskont ve výši 7,8% k poslednímu závěrečnému kurzu na US trhu, a proto také snižujeme naše původní investiční doporučení „koupit“ / „buy“ a **vydáváme nové investiční doporučení na stupni „držet“ / „hold“**.

Tab.č.1: Základní ukazatele hospodaření CME

| v mil. USD | FY 2008 | 1Q 2009 | FY 2009e | FY 2010e |
|---------------|----------|---------|----------|----------|
| Tržby | 1 019,93 | 141,22 | 686,88 | 758,31 |
| EBITDA | 349,47 | 15,47 | 267,53 | 332,01 |
| Čistý zisk | -255,54 | -44,44 | 51,34 | 147,25 |
| P/E | 17,3 | n/a | 6,0 | 4,3 |
| EV/EBITDA | 5,8 | 7,1 | 6,5 | 5,1 |
| Debt / Equity | 106,0% | 106,0% | 87,5% | 71,4% |

Zdroj: CME, odhady Cyrrus

Po úspěšném roce 2008 přišla krize i na mediální trh..

.. pokles tržeb z reklamy navíc prohloubil posilující dolar.

Ekonomiky na všech trzích zažívají dříve nevídané propady..

Výsledky hospodaření za rok 2008 a za 1. kvartál 2009

Od naší poslední analýzy byly zveřejněny dvojí zajímavé výsledky hospodaření, za celý rok 2008 a za 1. kvartál roku 2009. Výsledky hospodaření za rok 2008 ještě nedopadly špatně, a i když skončily většinou pod úroveň tržních odhadů, byl rok 2008 pro společnost rekordním, kdy poprvé překročila svými tržbami úroveň 1 mld. dolarů. Segmentový EBITDA pak dosáhl cca 350 mil. dolarů. Ve čtvrtém kvartále také společnost vykázala významný odpis aktivit v Rumunsku a Bulharsku (které však znamenají bezhotovostní položku). Již koncem roku 2008 však bylo jasné, že krize dolehne i na mediální trh, ten televizní ve střední Evropě nevyjímaje. Ve výsledcích za první kvartál roku 2009 se již projevila pokles firemních výdajů na reklamu a proto došlo v hospodaření společnosti k výrazným propadům tržeb. Za 1Q 2009 došlo k poklesu na cca 140 mil. dolarů, což znamená meziroční pokles o přibližně 40%. I přes úspory v nákladech klesl ve stejném období segmentový EBITDA na přibližně 20 mil. dolarů, tj. meziročně -75%. Pokud jde o jednotlivé trhy, tržby na dvou nejvýznamnějších v ČR a Rumunsku poklesly o 35% resp. 39%, poklesy o 20-25% vykázaly menší trhy na Slovensku a ve Slovinsku. Nejmenší meziroční pokles zaznamenalo Chorvatsko (cca 12%), naopak k největšímu propadu došlo na Ukrajině, meziročně -80%. Po rekordním roce 2008 tak naopak současný šéf CME Adrian Sarbu označil oprávněně první čtvrtletí 2009 za „nejhorší v historii firmy na všech trzích“.

Vliv na tyto poklesy měl samozřejmě také kurz dolaru k jednotlivým měnám, meziročně dolar k měnám v regionu CEE posílil, takže ukazatele v lokálních měnách se vyvíjely méně nepříznivě. Přepočteno na lokální měny byly poklesy tržeb přibližně o 10-15 procentních bodů mírnější než výše uvedené, a to na všech trzích. Celkově tak kurz dolaru vedle ekonomické krize společnosti také uškodil.

Makroekonomické faktory v hospodaření společnosti

Připomínat zde existenci současné světové ekonomické krize by bylo zbytečné. Hospodaření CME samozřejmě krizi podléhá také, **kdy reklamní trh je jednoznačně cyklické odvětví**. Nepomáhá ani to, že většina inzerentů pochází v regionu CEE spíše z necyklických odvětví, jako jsou telekomunikace, potravinářství nebo hygienické výrobky. V zemích kde CME podniká dochází k poklesu HDP, kdy větší pokles zaznamenáváme v zemích méně hospodářsky vyspělých jako např. Ukrajina nebo Bulharsko. Pokles se samozřejmě nevyhýbá ani vyspělejším zemím jako ČR nebo Slovinsko. V naší analýze jsme tedy přehodnotili odhadované růsty HDP v jednotlivých zemích.

Tab.č.2: Odhady růstu reálného HDP v jednotlivých zemích

| | Původní odhady | | | Nové odhady | | |
|-----------------|----------------|------|------|-------------|-------|------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Česká republika | 3,2% | 3,0% | 3,0% | -2,1% | 1,5% | 2,0% |
| Rumunsko | 6,0% | 5,0% | 4,0% | -2,5% | -0,5% | 2,0% |
| Slovensko | 8,0% | 7,0% | 6,0% | -3,0% | -0,5% | 0,5% |
| Slovinsko | 3,5% | 3,0% | 2,0% | -3,5% | 0,2% | 1,2% |
| Chorvatsko | 4,8% | 3,8% | 3,6% | -3,5% | 0,5% | 1,5% |
| Ukrajina | 6,5% | 6,0% | 3,0% | -8,0% | -3,0% | 2,0% |
| Bulharsko | - | - | - | -4,5% | -0,5% | 1,5% |

Zdroj: odhady Cyrrus

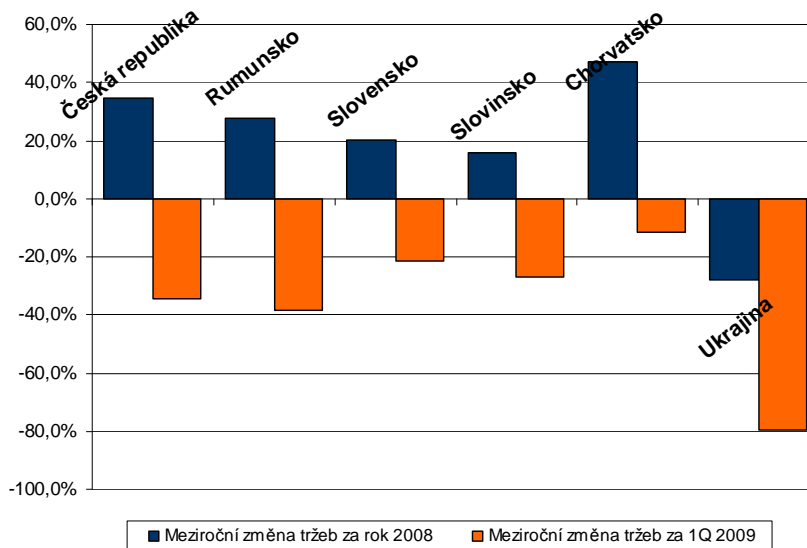
Vedle ukazatelů výkonnosti ekonomiky je hospodaření CME navíc ovlivněno měnovým vývojem. Posilující dolar například ztlačil negativně vývoj tržeb v prvním čtvrtletí 2009 (viz výše). Z dlouhodobého hlediska v našem ocenění nehrají výkyvy měnových kurzů vliv, v očekávaném dalším vývoji však předpokládáme vzhledem k původním odhadům oslabení dolaru.

Tržby na jednotlivých trzích zaznamenaly v 1Q 2009 výrazné poklesy.

Krize dopadá i na reklamní trh, kde výdaje zadavatelů reklamy klesají..

..CME si však zachovává vysoké podíly na sledovanosti.

Graf č. 1: Meziroční změny tržeb FY2008 a 1Q 2009 na jednotlivých trzích



Pozn.: není uvedeno Bulharsko z důvodu nedostupnosti srovnatelných dat
Zdroj: CME

Tržní faktory v hospodaření společnosti

Z důvodu současné krize se velmi výrazně změnila fundamentální podmínky na mediálním trhu, kdy hospodaření společnosti se týká samozřejmě nejvíce trh s televizním reklamním prostorem. Země východní Evropy byly v minulých letech charakteristické růstem výdajů na televizní reklamu v řádu menších desítek procent ročně, kdy celkově byla úroveň výdajů na reklamu pod úroveň vyspělých zemí (měřeno podílem výdajů na reklamu na HDP). Současná ekonomická krize však doléhá výrazně i média. Díky nutným úsporám v nákladech ve většině odvětví ekonomiky se šetří samozřejmě také na výdajích na televizní reklamu. Celkové tržby CME za první čtvrtletí 2009 poklesly meziročně o téměř 40% a například podle údajů ČTK z června t.r. například také reklamní agentury (nejen televizní) zaznamenávají cca pětinný pokles tržeb. Sama CME uvádí, že očekává dno reklamního trhu mezi třetím čtvrtletím 2009 a prvním čtvrtletím 2010 s tím, že celkové trvání krize odhaduje na cca 2 roky.

Pozitivně pro hospodaření CME hodnotíme to, že se firmě daří na většině trhů zachovat stávající úroveň sledovanosti. Na trzích v Rumunsku a ČR došlo k mírným nárůstům a stanice si stále udržují svá přední postavení, bez větších změn se pohybuje sledovanost ve Slovinsku a na Slovensku, Chorvatské televizní kanály dokonce zvýšily svůj podíl na sledovanosti o několik proc. bodů. Problematickým trhem však zůstává Ukrajina, kde výrazně propadla sledovanost kanálu Studio 1+1. Do budoucna na všech trzích pak předpokládáme mírné zmenšování podílů na sledovanosti, v souvislosti s rozvojem digitalizace a příchodem nových konkurentů na trh, ovšem tento vývoj předpokládáme až v horizontu několika let.

Tab č. 3: Sledovanost kanálů CME v jednotlivých zemích

| údaje v % | FY2008 | | 1Q 2009 | |
|-----------------|------------|---------|------------|---------|
| | Prime time | All-day | Prime time | All-day |
| Česká republika | 46,3 | 42,0 | 47,9 | 44,00 |
| Rumunsko | 32,6 | 28,8 | 34,3 | 27,8 |
| Slovensko | 37,7 | 35,1 | 32,7 | 31,5 |
| Slovinsko | 47,4 | 40,4 | 46,7 | 37,6 |
| Chorvatsko | 25,4 | 22,5 | 25,7 | 22,6 |
| Ukrajina | 13,2 | 12,0 | 12,8 | 9,6 |
| Bulharsko | 2,1 | 2,3 | 2,3 | 0,4 |

Zdroj: CME

Společnost reorganizovala své podnikání na Ukrajině..

.. nejvýznamnější zprávou je však vstup mediálního gigantu Time Warner.

I přes rozvoj aktivit v internetové síti zůstává hlavním zdrojem příjmů reklama na televizních obrazovkách.

Za 1Q 2009 tržby klesaly na jednotlivých trzích v průměru o 20-30%.

Reorganizace aktivit na Ukrajině

Koncem roku 2008 společnost uzavřela reorganizaci svých aktivit na Ukrajině. Před reorganizací společnost provozovala jednak kanál Studio 1+1, jednak dvojici kanálů Kino a Citi. Tato akce se týkala pouze dvojice kanálů Kino a Citi, kdy při transakci se skupinou Glavred se CME zbavila podílu ve stanici Citi, naopak svůj podíl v Kino navýšila z 60% na plných 100%. V hospodaření celé společnosti však aktivity na Ukrajině a kanálu Kino obzvláště hrají nevelkou roli (celkem cca 3,5% podíl na tržbách). I když společnost provedla na Ukrajině tuto restrukturalizaci, podmínky na tomto trhu považujeme za trvale problematické a nepřekvapilo by nás ani opuštění tohoto trhu. Pro společnost je však mnohem důležitější až transakce oznámená v březnu 2009.

Akvizice podílu v CME společností Time Warner

Významnou událostí posledních měsíců v hospodaření společnosti byl vstup mediálního gigantu Time Warner (TW), oznámený 23. března. Za celkem 241,5 mil. dolarů získala společnost celkem 19 mil. nových akcií, z toho 14,5 mil. akcií Class A za 12 USD/akcie a 4,5 mil. akcií Class B za 15 USD na akcii. Touto transakcí tak **společnost Time Warner získala cca 31% v CME**. Navíc TW získala právo nominovat do představenstva CME dva své zástupce. Součástí transakce je také dohoda CME a TW na spuštění několika dalších tematických televizních kanálů v regionu CEE. **Přínos této transakce hodnotíme pozitivně jak z krátkodobého tak z dlouhodobého hlediska**. Z pohledu krátkodobého za pozitivní považujeme zejména přísun hotovosti, CME je hodně zadlužená (D/E 2008 106%) a proto tato hotovostní „infuze“ společnosti pomůže překlenout současné problematické období. Navíc CME touto transakcí získá silného strategického partnera, který může přispět k rozvoji hospodaření v budoucnu. V současné době má spolupráce mezi TW a CME povahu obchodního partnerství, podle našeho názoru však v dlouhodobém horizontu není vyloučeno kompletní převzetí CME ze strany Time Warner. Jen dodejme, že proces akvizice byl úspěšně zakončen v polovině května.

Další akviziční činnost

Minulý týden proběhla médií zpráva, že CME je jedním ze zájemců o získání podílu v polské televizi TV Plus, což indikuje, že CME je stále v oblasti akvizic „při chuti“. Vysoké zadlužení však možnosti akvizic a následných investic do rozvoje stanic omezuje a proto na tyto aktivity pohlížíme s obavami. Navíc polský trh vnímáme jako vyspělý, kde by bylo případně problematické získat významnější tržní podíl.

Hospodaření v ostatních oblastech

Vedle hlavního příjmu společnosti, tj. televizní reklamy, dosahuje společnosti tržeb také z provozování internetových portálů (zpravodajských a zábavních). I přes oznamované výrazné růsty počty návštěvníků webů (např. v ČR, na Slovensku nebo v Chorvatsku) stále výnosy z těchto aktivit považujeme za zanedbatelné a bez většího vlivu na hospodaření společnosti (v 1Q 2009 byl podíl „non-broadcast operations“ na celkových tržbách pouze 1,2%, a vykazují záporné EBITDA) Obecně v této komunikační platformě vidíme růstový potenciál, zejména v kombinaci jednotného mediálního prostředí kombinujícího televizní a webový prostor, je však otázkou do jaké míry se společnosti CME podaří prosadit se mezi ostatními konkurenty. Prozatím nijak zvlášť úspěšná v této oblasti CME není a to i přes akvizice některých oblíbených webových serverů (např. blog.cz).

Vývoj na jednotlivých trzích

Nejdůležitějšími trhy pro CME zůstávají jako dříve Česká republika (podíl na tržbách 40%) a Rumunsko (25%). V České republice si CME prostřednictvím TV Nova drží pozici jedničky na trhu se sledovaností 42%, tržním leaderem je CME také v Rumunsku. Na obou těchto trzích navíc v 1Q 2009 mírně narostl podíl na sledovanosti stanic společnosti. Za úspěchem v těchto zemích stojí hlavně oblíbená domácí tvorba, pro ČR společnost obdržela licenci na vysílání české verze hudebního kanálu MTV, její spuštění se však prozatím stále odkládá (podle posledních zpráv přináší problémy i spory mezi TW a vlastníkem MTV společností Viacom).

Hlavní změnou v našich odhadech je výrazné snížení predikovaných tržeb..

..společnosti se však také daří kontrolovat náklady.

Ve velikosti podílu na celkových tržbách dále následují trhy na Slovensku (15%), ve Slovinsku (9%), a v Chorvatsku (7%). I na Slovensku (kanál Markíza) a ve Slovinsku má CME pozici tržního leadera (za 1Q 2009 však sledovanost klesla), v Chorvatsku je přibližně na 2.-3. místě. Hospodaření v Chorvatsku se vytrvale zlepšuje, po kvartálech kdy aktivity na tomto trhu vykazovaly záporné segmentové EBITDA se daří nyní hospodařit se segm. EBITDA v okolí nuly. O poznání problematičtější je však situace na Ukrajině, kde kanál Studio 1+1 sice čelí poklesu sledovanosti, ale stále je trojkou na trhu, sledovanosti kanálu Kino je však téměř minimální. Na Ukrajině také došlo k výraznému propadu televizního trhu jako celku, tržby vyjádřené v lokální měně klesly cca o 60%, což je nejvíce ze všech trhů CME. Nejmladším trhem CME je Bulharsko, tamní aktivity CME mají také velmi nízkou sledovanost o nízkých tržbách a záporném segmentovém EBITDA ani nemluvě. Aktivity v Bulharsku jsou však na samém počátku, proto tento vývoj není nijak překvapivý.

Výhledy v hospodaření společnosti

Jak jsme výše uvedli, díky rapidně zhoršenému tržnímu prostředí se hlavní změna v našich předpokladech odehrála zejména na úrovni tržeb. Na všech trzích došlo k jejich snížení. Výjimku tvoří samozřejmě aktivity v Bulharsku, které v předchozí analýze nebyly zahrnuty. Porovnání původních a nových očekávaných hodnot tržeb, EBITDA a EBITDA marže zobrazuje následující tabulka.

Tab. č. 4: Odhady tržeb a EBITDA

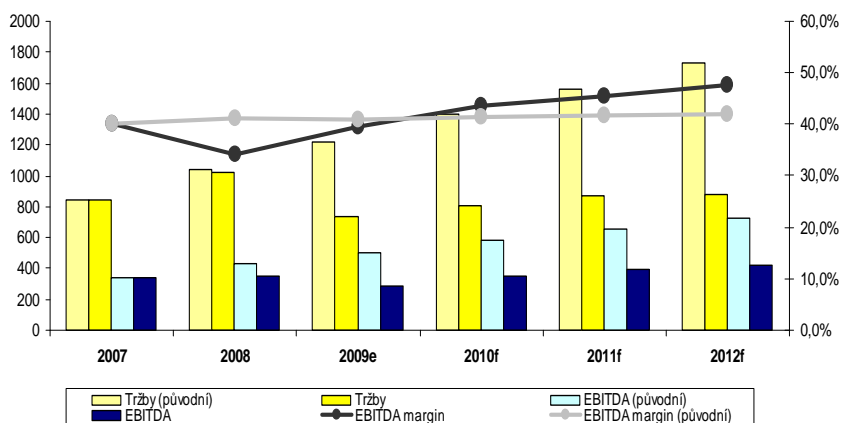
| | 2008 | 2009e | 2010f | 2011f | 2012f |
|-------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Tržby | 1 019,9 | 736,8 | 803,2 | 870,1 | 883,2 |
| Tržby (původní) | 1 042,2 | 1221,1 | 1402,1 | 1564,1 | 1732,3 |
| Změna | -2,1% | -39,7% | -42,7% | -44,4% | -49,0% |
| EBITDA | 349,5 | 291,4 | 349,2 | 395,1 | 421,6 |
| EBITDA (původní) | 612,2 | 499,6 | 579,8 | 653,5 | 725,5 |
| Změna | -42,9% | -41,7% | -39,8% | -39,5% | -41,9% |

Zdroj: odhady Cyrrus

Podle našich odhadů bude meziroční pokles tržeb pokračovat po většinu roku 2009, kdy stabilizaci předpokládáme v jeho druhé polovině, kdy u tržeb za rok 2010 očekáváme růst oproti roku 2009 o 9,0%. Podle firemních vyjádření po poklesu cen reklamy v 1Q 2009 je reklamní trh nadále pod tlakem a špatné prodeje reklamy přetrvávají i v druhém čtvrtletí. V souvislosti s úsporami v nákladech jsme také směrem dolů přehodnotili ukazatele nákladů, a to zejména ve výdajích na programovou tvorbu (cost of programming).

V minulých kvartálech skupina několikrát vykázala snížení hodnoty investic (impairment charge), ve 4Q 2008 cca 340 mil. USD, v 1Q 2009 cca 80 mil. USD) proto očekáváme, že by v následujících kvartálech mohla společnost v této praxi pokračovat, v úvahu připadá zejména snížení této položky u aktivit v ČR, kde goodwill činí přes 800 mil. USD.

Graf č. 2: Odhadovaná výše tržeb, EBITDA (mil. USD) a EBITDA marže (%)



Zdroj: CME, odhady Cyrrus

Co vzbuzuje obavy je rostoucí zadlužení společnosti.

Zadlužení díky minulým akvizicím

Jako problém společnosti vnímáme její zadlužení. Dluh společnosti činil ke konci roku 2008 přes 1 mld. USD, a to zejména v různých formách dluhopisů. Původcem tohoto dluhu je zejména akviziční činnost v posledních letech, jednak navyšování podílu v již většinově vlastněných stanicích až na 100%. Jen za rok 2008 narostla celková výše čistého dluhu z 476 mil. USD na více než 1,0 mld. USD. Tento dluh má podobu převážně dluhopisů a konvertibilních dluhopisů, vydaných jak v eurech, tak v USD. Jednotlivé emise dluhopisů jsou splatné v letech 2012 – 2014 (jak uvádí tabulka níže). Podle našich odhadů při námi očekávaném vývoji hospodaření se společností nepodaří vygenerovat dostatečné cash-flow k tomu, aby všechny závazky z dluhopisů splatila v termínech splatnosti. **V následujících letech proto bude nutné část dluhu refinancovat**, jinak by došlo k neschopnosti splatit dluh v roce 2013. To platí i při zahrnutí hotovosti pocházející z kapitálového vstupu Time Warner (cca 240 mil. USD). Vedle refinancování dluhu také samozřejmě připadá v úvahu emise dalších akcií (i zde připadá v úvahu další navýšení podílu Time Warner).

Tab. č. 5: Splatnost stávajícího dluhu společnosti v jednotlivých letech

| Rok | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014+ |
|--|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Splatný dluh (mil. USD) | 35,6 | 0,0 | 34,8 | 341,0 | 475,0 | 208,8 |
| Konečný stav hotovosti v roce (bez refinancování dluhu) | 376,0 | 383,5 | 433,7 | 172,0 | -181,9 | -208,5 |

Zdroj: CME, odhady Cyrrus

Při zachování ocenění pomocí metody FCFF jsme aktualizovali vstupní parametry..

..nové hodnoty jsou odrazem zejména vyššího rizika na současných trzích.

Náš model oceňuje společnost CME na 19,2 USD / 376 Kč na akcii.

Ocenění akcie společnosti CME

Stanovení hodnoty akcie metodou FCFF

Pro účely ohodnocení akcií CME jsme stejně jako v předchozím obnoveném pokrytí použili model diskontovaného cash flow ve formě FCFF (free cash-flow to firm). Samozřejmě jsme v souladu s aktuálním vývojem přehodnotili níže uvedené základní vstupní parametry modelu jako je ukazatel beta, dále bezrizikové sazby a rizikové přírážky, odhadované dlouhodobé hodnoty reálního růstu HDP a inflace. Srovnání nabízí níže uvedená tabulka. Většina ukazatelů je konstruována jako vážený průměr údajů pro jednotlivé země, kdy váhami jsou podíly tržeb na celkových tržbách CME. Oproti předešlým odhadům došlo ke zvýšení jak bezrizikové sazby tak rizikové prémie, aktualizován byl také ukazatel beta. Do ocenění se také promítla akvizice podílu ze strany TW a to zvýšením počtu akcií.

Tab. č. 6: Vstupní parametry modelu FCFF

| | Původní hodnota | Aktuální hodnota |
|-------------------------|-----------------|------------------|
| Beta (vs. PX) | 1,48 | 1,68 |
| Bezriziková sazba | 5,56% | 6,01% |
| Riziková prémie | 6,73% | 8,36% |
| Růst Terminal Value | 3,2% | 2,5% |
| Diskontní faktor | 15,44% | 20,06% |
| WACC | 13,59% | 13,84% |

Zdroj: odhady Cyrrus, Bloomberg, A.Damodaran

Aktuální výstupy modelu FCFF zobrazuje následující tabulka.

Tab. č.7: Model FCFF (v USD na akcii)

| | 2009f | 2010f | 2011f | 2012f | 2013f+ |
|-------------------------|-------------|-------|-------|-------|--------|
| EBIT * (1-t) | 1,5 | 3,6 | 4,1 | 4,4 | 59,6 |
| Odpisy | 4,0 | 4,0 | 4,1 | 4,0 | 37,1 |
| Kapitálové výdaje | 1,6 | 1,9 | 2,0 | 2,1 | 16,5 |
| Δ prac. kapitálu | 3,1 | 3,4 | 3,6 | 3,7 | 33,3 |
| Volné CF | 0,9 | 2,3 | 2,5 | 2,6 | 46,9 |
| Diskontované volné CF | 0,8 | 1,7 | 1,7 | 1,5 | 33,4 |
| NPV na akcii | 39,2 | | | | |
| Dluh na akcii | 21,8 | | | | |
| Férová cena na akcii | 17,4 | | | | |
| Cílová cena | 19,2 | | | | |

Náš model ocenění s použitím metody FCFF oceňuje akcie společnosti na férovou cenu **19,2 USD**, pro přepočítání na koruny jsme použili očekávaný kurz 19,63 Kč/USD, férová cena tedy činí **376 Kč**.

Akcie má za sebou více než rok výrazných poklesů..

..po změně tržních fundamentů její ocenění nyní odpovídá očekávanému vývoji hospodaření, kdy..

..stanovujeme cílovou cenu ve výši 19,2 USD, resp. 377 Kč, s doporučením „držet“ / „hold“.

Investiční doporučení

Cena akcie společnost velmi výrazně klesala v souvislosti s postupem finanční krize, ještě před rokem se cena akcie v souvislosti s tehdy vnímaným vysokým růstovým potenciálem mediálního trhu ve střední Evropě pohybovala dokonce nad 100 USD za akcii, počátkem tohoto roku po výrazných poklesech dosáhla akcie svého minima těsně pod 5 USD. Od té doby akcie opět roste a za poslední týdny se pohybuje v okolí cca 20 USD, kdy jedním z faktorů podporujících růst akcie byla i transakce se společností Time Warner. Aktuálně je tak akcie podle našich odhadů oceněna adekvátně našim aktuálním výhledům a stavu hospodaření.

Na základě naší fundamentální analýzy společnosti Central European Media Enterprises Ltd., při použití metody FCFF při odhadovaném vývoji klíčových proměnných výše uvedených, **stanovujeme cílovou cenu pro akcie této společnosti ve výši 19,2 USD, při očekávaném kurzu dolaru činí tato cena 376 Kč.** Vzhledem k poslednímu závěrečnému kurzu na americkém trhu ve výši 20,60 USD znamená naše cílová cena 7,8% diskont, proto pro akcie společnosti **vydáváme investiční doporučení na stupni „držet“ / „hold“.**

Analýza citlivosti

Níže uvedená tabulka zobrazuje citlivost cílové ceny na změny v diskontním faktoru a v odhadovaném dlouhodobém růstu.

Tab. č. 8: Analýza citlivosti na změny parametrů modelu ocenění

| | | Diskontní míra | | | | |
|----------|-------|----------------|--------|-------------|--------|--------|
| | | 19,06% | 19,56% | 20,06% | 20,56% | 21,06% |
| Dl. růst | 1,50% | 20,4 | 18,9 | 17,5 | 16,2 | 15,0 |
| | 2,00% | 21,4 | 19,8 | 18,4 | 17,0 | 15,7 |
| | 2,50% | 22,3 | 20,7 | 19,2 | 17,7 | 16,4 |
| | 3,00% | 23,2 | 21,5 | 20,0 | 18,5 | 17,0 |
| | 3,50% | 24,1 | 22,4 | 20,7 | 19,2 | 17,7 |

Zdroj: predikce Cyrrus

Výhledové finanční výkazy CME

Tab. č. 9: Výhledový výkaz zisku a ztráty (mil. USD)

| | 2009e | 2010e | 2011e | 2012e |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Tržby | 736,8 | 803,2 | 870,1 | 883,2 |
| Provozní náklady | 445,3 | 454,0 | 475,0 | 461,7 |
| Ostatní náklady | 38,6 | 135,2 | 148,6 | 159,2 |
| Provozní zisk | 252,9 | 213,9 | 246,5 | 262,4 |
| Finanční náklady, net | -8,4 | -48,4 | -37,8 | -21,6 |
| Čistý zisk | 70,3 | 159,3 | 200,3 | 233,5 |
| Celkový zisk | 68,9 | 212,5 | 267,6 | 218,8 |

Zdroj: odhad Cyrrus

Tab. č.10: Výhledová rozvaha (mil. USD)

| | 2009e | 2010e | 2011e | 2012e |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <i>Aktiva</i> | | | | |
| Oběžná aktiva | 659,0 | 690,5 | 767,1 | 510,0 |
| Dlouhodobá aktiva | 2 124,6 | 2 350,3 | 2 605,1 | 2 847,0 |
| Celková aktiva | 2 783,6 | 3 040,8 | 3 372,2 | 3 357,0 |
| <i>Pasiva</i> | | | | |
| Oběžná pasiva | 185,3 | 199,2 | 213,2 | 217,9 |
| Dlouhodobé závazky | 1 293,2 | 1 324,0 | 1 373,8 | 1 135,0 |
| Vlastní jmění | 1 305,1 | 1 517,6 | 1 785,2 | 2 004,1 |
| Celková pasiva | 2 783,6 | 3 040,8 | 3 372,2 | 3 357,0 |

Zdroj: odhad Cyrrus

Tab. č. 11: Výhledový výkaz cash flow (mil. USD)

| | 2009e | 2010e | 2011e | 2012e |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| CF z provozní činnosti | 200,0 | 223,4 | 256,0 | 280,2 |
| CF z investiční činnosti | -171,5 | -221,1 | -210,9 | -223,6 |
| CF z finanční činnosti | 240,1 | 5,1 | 5,1 | -318,3 |
| Celková změna CF | 268,6 | 7,4 | 50,2 | -261,7 |
| Hotovost na konci roku | 376,0 | 383,5 | 433,7 | 172,0 |

Zdroj: odhad Cyrrus

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka
Jan Procházka
Karel Potměšil
Ondřej Moravanský

Head of Research
Chief Analyst
Senior analytik
Analytik

hatlapatka@cyrrus.cz
prochazka@cyrrus.cz
potmesil@cyrrus.cz
moravansky@cyrrus.cz

Banky, energetika, zahr. trhy
Energetika, letecká doprava
Farmacie, development
Telecomy, IT, média, spotř. zboží

Trading & Sales:

Pavel Pikna
Kamil Kricner

Brno
Praha

pikna@cyrrus.cz
kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Peter Dömény
Jindřich Rovný

Brno
Praha

domeny@cyrrus.cz
rovny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický
Jiří Běhal

Brno
Brno

kuncicky@cyrrus.cz
behal@cyrrus.cz

Výhrada (disclaimer):

Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka 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. 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, 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
Vevří 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