

| Média | Aktualizace | Česká republika |

CME

Růst hlavních trhů, posilující ziskovost a klesající úroky; měníme doporučení na *Koupit*

Koupit

Cena 09.03.17	3,08 USD 78,6 CZK
12m cíl	3,7 USD 88,4 CZK
Pot. růst ceny	20,3%
Dividenda	0,0 USD 0,0 CZK
Celkový výnos	20,3%

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

Cyklické odvětví

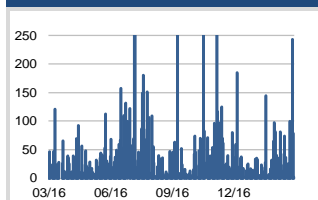


Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC CETVsp.PR	Bloom CETV CP
52týdenní rozmezí	49 - 81,8
Tržní kap. (mld. CZK)	11,2
Tržní kap. (mil. USD)	441
Volně obchod. (%)	44
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	15,1 12,8 34,9
Relativně k PX	12,6 4,2 22,6

Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Předpokládáme, že **zlepšené hospodářské výsledky** podpořené **pozitivním vývojem na mediálním trhu** střední a východní Evropy a **výrazné snížení úrokových nákladů** díky loňskému refinancování dluhu a nedávné dohodě s Time Warner na snížení poplatků za garance **umožní společnosti postupně snižovat vysoké zadlužení**, které výrazně snižuje ohodnocení společnosti. Solidní finanční výsledky za rok 2016, slibný výhled na budoucí růst a výrazné snížení úrokových nákladů vytváří potenciál pro další růst ceny akcií společnosti. Po zohlednění těchto pozitivních vlivů v našich modelech a projekcích **zvyšujeme cílovou cenu akcií společnosti na 3,7 USD a měníme doporučení na Koupit.**

Výsledky za rok 2016: Společnosti se v loňském roce podařilo zvýšit tržby o 5,3 % na 638 mil. USD i ziskovost OIBDA o 22,2 % na 150 mil. USD především díky výraznému nárůstu tržeb i ziskovosti na svých hlavních trzích v Rumunku, České republice a na Slovensku. Díky silné tvorbě provozního cash flow došlo k zastavení růstu zadlužení. Díky úspěšnému refinancování dluhu a dohodě s Time Warner společnost výrazně prodloužila splatnosti a snížila průměrnou úrokovou míru.

Střednědobá strategie: Očekáváme postupné zlepšování výsledků hospodaření CME z důvodu konvergence výdajů na televizní reklamu v zemích střední a východní Evropy k západní Evropě. Rostoucí provozní ziskovost v kombinaci se snižujícími se úrokovými náklady umožní společnosti návrat ke kladnému čistému zisku a generovat dostatečné volné cash flow pro postupné snižování zadlužení.

Cílová cena: 3,7 USD na akcii na základě vypočítané fair value 3,7 USD upravené o pozitivní sektorový faktor a negativní faktor atraktivity společnosti. Cílová cena se nachází zhruba 19 % nad aktuální tržní cenou.

Metoda ocenění: Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow. Ta je dále upravena o faktor sektoru, firmy a relativního ocenění.

Rizika: Mezi hlavní rizika proti našemu doporučení patří zhoršení makroekonomických podmínek v zemích střední a východní Evropy, posilování amerického dolaru, růst úrokových sazeb nebo nařazení akciových podílů.

Očekávané události: Společnost oznámí výsledky hospodaření za Q1 17 11. května 2017.

Finanční data	2015	2016f	2017f	2018f	Poměrové ukazatele	2015	2016f	2017f	2018f
Výnosy (mil. USD)	606	638	657	699	P/E (cílová cena, x)	-11,8	-7,6	41,6	24,7
EBITDA marže (%)	20	24	24	24	Price/cash flow (x)	15,8	40,6	19,1	15,5
Čistý zisk (mil. USD)	-115	-180	33	56	Dividendový výnos (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
Zisk na akcii (USD)	-0,3	-0,5	0,1	0,2	Price/book value (x)	17,2	-12,9	-18,6	-75,0
Dividenda na akcii (USD)	0,0	0,0	0,0	0,0	EV/výnosy (x)	3,9	3,7	3,6	3,3
Úrokové krytí (x)	0,6	0,8	1,5	2,1	EV/EBITDA (x)	19,0	15,6	15,1	13,9
Výplatní poměr (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	EV/IC (x)	1,9	2,0	2,0	2,1
Čistý dluh/VK (%)	8	7	6	5	ROE (%)	-64,6	nm	nm	nm

Poslední analýza a komentář:

http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/REPORT_12769
<http://trading.kb.cz/api/file/1490447?hash=986f25915fd9ca8b0f0213918caec04>

SOCIETE
GENERALE
GROUP



Richard Miřátský
(420) 222 008 560
richard_miratsky@kb.cz

Hospodářské výsledky CME

Shrnutí

Společnosti se v loňském roce podařilo zvýšit tržby (+5,3 %) i ziskovost (OIBDA +22,2 %), především díky výraznému nárůstu tržeb i ziskovosti v Rumunku, České republice a na Slovensku. Zlepšující se hospodářské výsledky a celkový růst cyklických odvětví v Q4 16 napomohly růstu akcií společnosti z nejnižších loňských hodnot okolo 2,10 USD k současným 3,10 USD za akcii. I přes zlepšující se finanční výsledky však vidíme potenciál pro další výraznější růst ceny akcie nad naši cílovou cenu jako omezený, a to kvůli vysokému zadlužení společnosti, jehož úroková služba odčerpává významnou část vygenerovaných zisků a cash flow a přináší obavy investorů ze schopnosti společnosti v dlouhodobém horizontu enormní dluhy splatit.

Provozní výsledky CME v loňském roce výrazně posílily především díky růstu tržeb a ziskovosti na hlavních trzích společnosti v České republice, Rumunsku a na Slovensku. Výsledky ve Slovinsku a Bulharsku, kde ziskovost propadla o 20 %, nás nepříjemně překvapily. Za celý rok 2016 společnost dosáhla nárůstu tržeb o 5 % na 638 mil. USD. OIBDA se díky udržení nákladů zvýšila o 22 % na 150 mil. USD, čímž překonala výhled managementu v rozmezí 145 až 147 mil. USD. Silná tvorba provozního cash flow umožnila zvýšení plateb úroků a snížení jejich kapitalizace, čímž došlo k zastavení růstu zadlužení. Společnost v minulém roce také úspěšně přefinancovala většinu dluhu a výrazně prodloužila splatnosti do let 2018, 2019 a 2021. Díky nedávné dohodě s Time Warner na snížení poplatků za garance dluhu se průměrná úroková míra snížila z 8,75 % na 7,25 % a umožní společnosti ušetřit 30 až 100 mil. USD v příštích 3 až 5 letech. I přes pozitivní vývoj zůstává vysoký dluh hlavním omezením výraznějšího růstu ceny akcií společnosti. Negativně podle nás cenu akcií ovlivňuje i potenciální rozředění podílů menšinových vlastníků v případě konverze zbývajících 107 mil. kusů warrantů, kdy by mohl stoupnout podíl stávajícího největšího akcionáře Time Warner až na 75 %.

Výsledky za Q4 16

Tržby CME ve čtvrtém kvartále vzrostly o 6 % yoy na 207 mil. USD, ziskovost OIBDA posílila o 9,1 % na 61 mil. USD a čistý zisk díky nižším úrokům vzrostl na 21 mil. USD.

Tržby CME ve čtvrtém kvartále vzrostly o 6 % yoy na 207,1 mil. USD, mírně nad konsenzem trhu a pod naším očekáváním. I přes mírný nárůst nákladů na vlastní tvorbu se podařilo společnosti udržet ziskovost na stejné úrovni především díky snížení režijních a ostatních nákladů. V kombinaci s rostoucími tržbami tak **OIBDA dosáhla nárůstu o 9,1 % na 61,3 mil. USD**, což bylo lehce pod očekáváním trhu a naším odhadem. Na úrovni čistého zisku se CME ve čtvrtém kvartále loňského roku vrátila do zisku. Oproti předchozím čtvrtletím vykázala **čistý zisk 21,1 mil. USD** především díky klesajícím úrokovým nákladům.

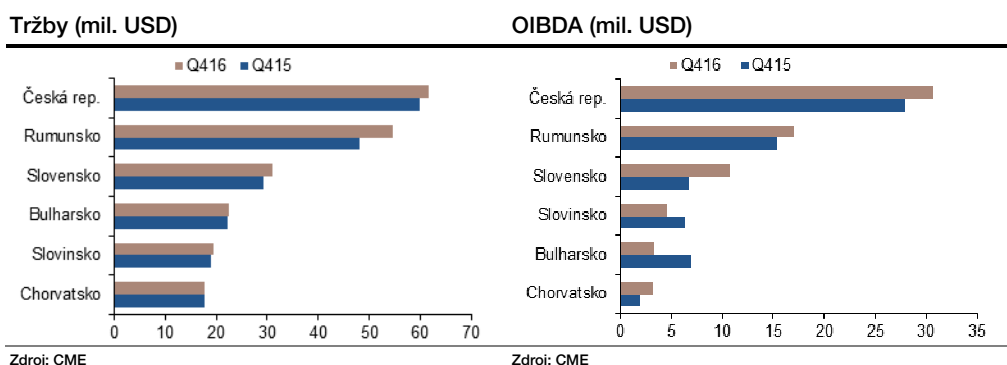
Výsledky CME za Q4 16

mil. USD	Q4 15	Q4 16	změna	Odhad KB	Konsensus
Tržby	195,6	207,1	5,9%	214,7	201,6
OIBDA	56,2	61,3	9,1%	68,5	62,5
Provozní zisk	46,5	51,6	11,0%	57,9	53,7
Čistý zisk	-11,4	21,1	n/m	29,4	20,1

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *průzkum Thomson Reuters

Z jednotlivých regionů společnost nejvíce rostla v Rumunsku, kde pokračovala i ve čtvrtém kvartále v participaci na výrazném boomu mediálního trhu a díky 14% růstu vykázala tržby

na úrovni 55 mil. USD. Přestože OIBDA oproti stejnému období předchozího roku vzrostla o 10 %, zaostal růst ziskovosti za výraznými nárůsty předchozích kvartálů a našimi očekáváním pro silný poslední kvartál v roce. V České republice, největším trhu CME, rostly tržby oproti našim očekáváním méně a při 3% zvýšení dosáhly 62 mil USD. I přes nižší než očekávaný růst tržeb, vzrostla OIBDA v České republice o 10 % a zisková marže tak dosáhla skoro 50 %, nejvíce ze všech regionů CME. Solidní růst vykázaly i tržby na Slovensku, kde při 6% nárůstu překročily 31 mil. USD. Díky kombinaci růstu tržeb a snížení nákladů vzrostla OIBDA na Slovensku o výrazných 61 %, nejvíce ze všech regionů ve čtvrtém kvartále. To se nedá říct o Bulharsku a Slovinsku, které jsou sice menšími trhy pro CME, nicméně 53% resp. 27% pokles OIBDA negativně ovlivnil jinak dobrý výsledek celé skupiny za poslední čtvrtletí loňského roku.



Zdroj: CME

Zdroj: CME

Výsledky za 2016

Výsledky CME za 2016

mil. USD	2015	2016	změna
Tržby	605,8	638,0	5,3%
OIBDA	122,8	150,0	22,1%
Provozní zisk	94,6	111,6	18,0%
Čistý zisk	-114,9	-180,3	n/m

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

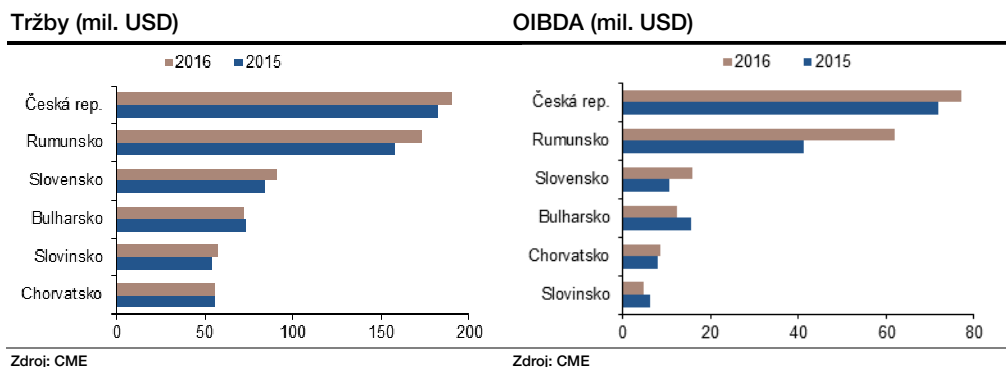
Díky růstu na hlavních trzích se zvýšily tržby o 5 % a OIBDA vzrostla o 22 %, čímž překonala výhled managementu.

Především díky růstu na rumunském, českém a slovenském trhu dosáhla společnost za rok 2016 nárůstu tržeb o 5 % na 638 mil. USD a mírně tak překonala očekávání trhu.

V našich odhadech jsme předpokládali vyšší dynamiku růstu na českém trhu a tak celoroční tržby skončily mírně pod našim očekáváním. Příjmy z reklamy, které tvoří přes 80 % tržeb, v loňském roce vzrostly o 5 %. Příjmy z poplatků a předplatného, které představují 12 % z tržeb, rostly o 8 %. Očekáváme, že tempo růstu i podíl poplatků a předplatného se ještě zvýší vzhledem k tomu, že od ledna letošního roku jsou programy společnosti na Slovensku a ve Slovinsku dostupné výhradně na placených kabelových, satelitních a IPTV kanálech. Přechod na placené kanály však zpočátku přinese také snížení sledovanosti a výnosů z reklamy. Budoucí výsledky společnosti na těchto trzích tak budou záviset na tom, zda rostoucí výnosy z poplatků a předplatného převýší poklesy výnosů z reklamy.

I přes nárůst tržeb se společnost v roce 2016 podařilo udržet náklady víceméně na úrovni předchozího roku, když mírné zvýšení výdajů na lokální tvorbu vykompenzoval pokles ostatních provozních nákladů. **OIBDA vzrostla v roce 2016 o 22 % na 150 mil. USD, čímž**

překonala výhled managementu v rozmezí 145 až 147 mil. USD. Přestože Bulharsko a Slovinsko patří mezi méně významné trhy společnosti, výrazný propad OIBDA o 20 % na těchto trzích negativně ovlivnil konsolidovanou tvorbu OIBDA, která tak za celou skupinu mírně zaostala za naším očekáváním i konsensem trhu. Propad zisku v Bulharsku byl způsoben ukončením spolupráce se zprostředkovatelskou agenturou a následným odpisem pohledávek ve čtvrtém kvartále. Ve Slovinsku došlo k nárůstu nákladů na vlastní tvorbu, které byly v loňském roce nejvyšší za poslední dekádu.



Nižší nárůst loňského provozního zisku o 17,5 % byl způsoben především jednorázovým rozpuštěním opravných položek z daňového auditu v Rumunsku v roce 2015.

Díky předčasnému refinancování dluhu v roce 2016 společnost nejen posunula splatnost skoro poloviny dluhu do roku 2021, ale i výrazně snížila úrokové náklady, když celková úroková míra u refinancovaných dluhů klesla z 15 % na 9 %. I přes výrazné snížení úrokových nákladů, které v loňském roce klesly na 132 mil. USD oproti 171 mil. USD v předchozím roce, **vykázala společnost v roce 2016 výraznou ztrátu 180,3 mil. USD.** **Hlavní příčinou byla ztráta z refinancování výše zmíněných dluhů a změny podmínek u zbývajících dluhů splatných v letech 2018 a 2019, která dosáhla 150 mil. USD.** Ačkoliv náklady z předčasného splacení dluhu byly nepeněžního charakteru a neovlivnily tak tvorbu cash flow, vnímáme vysokou ztrátu na úrovni čistého zisku negativně a to především vzhledem k zápornému vlastnímu jmění.

Rostoucí tržby a posilující ziskovost přispěly k vyšší tvorbě provozního cash flow. Vnímáme pozitivně rozhodnutí managementu o použití vygenerovaného volného cash flow na uhrazení části úroků a garančních poplatků, které byly dříve kapitalizovány, což přispělo k zastavení růstu zadlužení.

Dlouhodobé odhady hospodaření

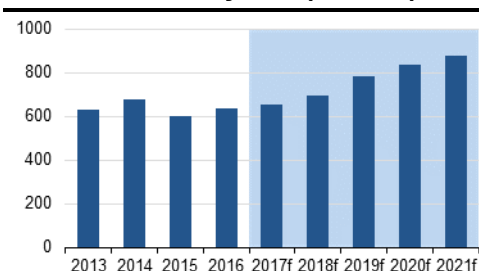
Očekáváme postupné zlepšování výsledků hospodaření CME z důvodu konvergence výdajů na televizní reklamu v zemích střední a východní Evropy k západní Evropě. V našich projekcích **předpokládáme pokračování v nastoupeném trendu růstu tržeb** a v dlouhodobém horizontu by se podle našich prognóz mohly tržby CME dostat na úroveň svého historického maxima. Přispět by k tomu mělo pokračující zotavení na klíčovém českém trhu, kde předpokládáme, že společnost bude pokračovat v dosahování nejvyšší ziskovosti. Hlavním růstovým regionem i nadále zůstane rumunský trh, nicméně neočekáváme, že by výrazné tempo růstu tržeb i ziskovosti z loňského roku bylo dlouhodobě udržitelné a v našich projekcích jsme zohlednili zvolnění tempa růstu.

Díky oživení regionálních ekonomik a reklamních trhů nadále čekáme postupné zlepšování výsledků CME.

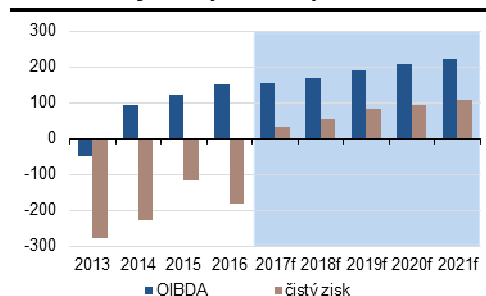
Předpokládáme, že OIBDA marže v Rumunsku se bude i nadále přibližovat marži dosahované v České republice. Na Slovensku a ve Slovinsku očekáváme v tomto roce stagnaci tržeb a ziskovosti díky přechodu k distribuci výhradně přes placená média. Předpokládáme, že snížení tržeb a ziskovosti z reklamy postupně nahradí rostoucí příjmy z předplatného a poplatků za distribuci kanálů (carriage fees), a v obou zemích se tak tržby i ziskovost v dalších letech vrátí k růstu.

Dlouhodobě odhadujeme, že konsolidovaná OIBDA marže CME bude postupně růst směrem k 25 %. V kombinaci se snižujícími se úrokovými náklady předpokládáme, že společnost od letošního roku začne vykazovat kladný čistý zisk a generovat dostatečné volné cash flow pro postupné snižování zadlužení.

Konsolidované tržby CME (mil. USD)



OIBDA čistý zisk (mil. USD)



Zdroj: CME, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výsledky CME jsou významně ovlivňovány pohyby měnových kurzů, kdy především posilování USD má negativní vliv na finanční výsledky společnosti. Vzhledem k plánovanému ukončení intervencí centrální banky a posilování amerického dolaru vůči euru předpokládáme postupné posilování koruny vůči dolaru. V případě rumunského rolu neočekáváme zásadní výkyvy, v dlouhodobém výhledu předpokládáme mírné posílení.

Dluhová služba se výrazně sníží

Díky dohodě s Time Warner o snížení poplatků za garance dluhů dojde k dalšímu snížení průměrné úrokové sazby z 8,75 % na 7,25 %.

Společnost se dohodla s většinovým vlastníkem Time Warner na snížení poplatků za garance dluhu CME. Poplatky se sníží u dvou dluhů ve výši 251 a 235 mil. EUR splatných v roce 2018 a 2019 o 125 bb z 8,5 % na 7,25 %. U úvěru splatného v roce 2021 ve výši 469 mil. EUR se poplatky sníží o 175 bb z 9 % na 7,25 %. **Průměrná úroková míra tak klesne z 8,75 % na 7,25 %.** K dalšímu snížení úrokových sazeb může dojít, pokud se společnosti v následujících letech podaří dále snižovat poměr čistého dluhu k EBITDA pod 6x, respektive 5x. V takovém případě by úroková míra klesla o dalších 1,25 resp. 2,25 pb. Podle našich odhadů by mohlo zadlužení společnosti do roku 2018 až 2019 klesnout natolik, aby využila dalšího snížení úrokových sazeb. Pokud by se společnosti do 30. září 2018 podařilo snížit celkový čistý dluh pod 815 mil. EUR, úroková sazba by se snížila o dodatečných 50 bb. Dosažení tohoto cíle však nepovažujeme za velmi reálné a v našich modelech jsme ho nezohlednili.

Dopad dohody s Time Warner do úročení dluhu CME

Before				After			
	Cash Rate	PIK Fee Rate	Total Rate	All-in interest rate applicable to all debt			
2018 Loan (€250.8 million)	1.71%	6.79%	8.50%	Consolidated Net Leverage	Cash Rate	PIK Fee	Total Rate
2019 Loan (€235.3 million)	1.81%	6.69%	8.50%				
All-in interest rate applicable to 2021 Term Loan				≥ 7.0x	5.00%	3.50%	8.50%
Consolidated Net Leverage	Cash Rate	PIK Fee Rate	Total Rate	< 7.0x - 6.0x	5.00%	2.25%	7.25%
≥ 8.0x	5.00%	5.50%	10.50%	< 6.0x - 5.0x	5.00%	1.00%	6.00%
< 8.0x - 7.0x	5.00%	5.00%	10.00%	< 5.0x	5.00%	0.00%	5.00%
< 7.0x - 6.0x	5.00%	4.00%	9.00%				
< 6.0x - 5.0x	5.00%	3.00%	8.00%				
< 5.0x	5.00%	2.00%	7.00%				
Weighted average cost of borrowing			8.75%	7.25%			

Zdroj: CME, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

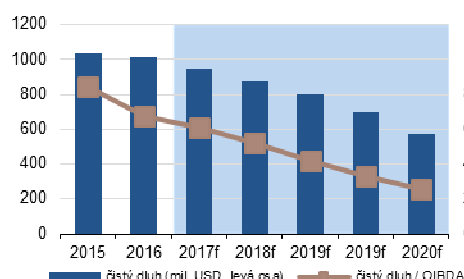
Snížení úroků může přinést výrazné úspory a podpořit snahu o snižování vysokého zadlužení společnosti. **Management odhaduje, že úspora může do konce roku 2018 dosáhnout 30 mil. USD. Podle našich odhadů by v horizontu příštích 5 let mohly úspory činit až 100 mil. USD** díky dalšímu snižování zadluženosti společnosti. Součástí dohody je i zvýšení části úroků, které společnost musí uhradit (cash rate) a nemůže kapitalizovat. Cash rate se u dluhů splatných v roce 2018 a 2019 zvýšila z necelých 2 % na 5 %. Vzhledem k tomu, že společnost plánuje pokračovat v použití volného vygenerovaného cash flow k placení úroků a snižování zadluženosti, nepovažujeme zvýšení za zásadní. Dohoda o snížení úrokové sazby indikuje, že většinový vlastník věří v pokračování pozitivního vývoje společnosti, a předpokládáme, že tak bude i nadále pozitivně působit na cenu akcie.

Pokles vysokého zadlužení v střednědobém horizontu

Zvýšená tvorba volného cash flow by měla umožnit postupné snižování zadlužení. Profil splatnosti dluhu není kritický.

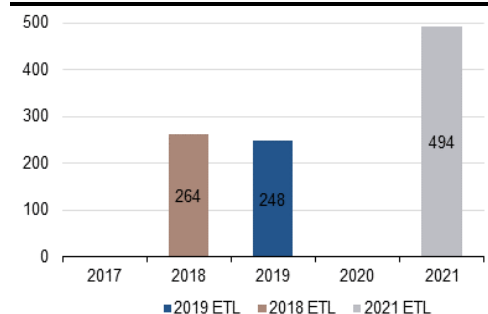
Podle našich odhadů by mohl čistý dluh CME v následujících letech začít klesat, když **zvýšená tvorba volného cash flow**, podporovaná posilujícími provozními výsledky, **by měla umožnit společnosti hradit veškeré budoucí úrokové náklady a začít snižovat úroveň celkového zadlužení**. Profil splatnosti díky úspěšnému refinancování dluhu v minulém roce není kritický. Polovina dluhu je splatná až v roce 2021 (viz graf níže vpravo) a zbylá polovina je rovnoměrně rozložena do let 2018 a 2019. I přes zlepšující se tvorbu cash flow však nepředpokládáme, že by CME byla schopna plně splatit dluh maturující v roce 2018. Očekáváme, že společnost dluh v roce 2018 refinancuje a částečně sníží. Předpokládáme, že zlepšování provozní ziskovosti by mělo vést k významnému poklesu relativní zadluženosti (poměr čistého dluhu k OIBDA), jak ukazuje naše projekce v grafu níže vlevo.

Odhadovaný vývoj zadluženosti CME*



Zdroj: CME, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka. *Čistý dluh v mil. USD včetně kapitalizovaných úroků

Profil splatnosti dluhu CME (mil. USD)



Díky zlepšené schopnosti splácet a refinancovat své zadlužení nepředpokládáme, že by společnost musela vydávat nové akcie. Rozředění podílů menšinových akcionářů by však mohla způsobit konverze 107 mil. Kusů warrantů, jejichž lhůta je v roce 2018. Podíl Time Warner by se tak zvýšil k 75 % ze současných 43 %.

Ocenění

Sektorové srovnání

Podle ukazatele P/S (Price/Sales) jsou akcie CME výrazně podhodnocené, nicméně vysoké zadlužení a absence dividendy významně snižuje ohodnocení společnosti.

Pro sektorové srovnání jsme vybrali hlavní evropské mediální společnosti, které produkují vlastní televizní obsah nebo provozují placené i neplacené vysílací kanály a poskytují reklamní prostor. **Podle ukazatele P/S (Price/Sales) jsou akcie CME výrazně podhodnocené** a relativně hluboko pod mediánem i celým indexem evropských mediálních společností. I přes výrazné podhodnocení, však podle nás akcie neposkytují spekulativní prostor pro zásadní růst, neboť **ohodnocení společnosti významně snižuje vysoké zadlužení a absence dividendy**. Přestože společnost výrazně zlepšila ziskovost na úrovni EBITDA, výše jejího čistého zadlužení v poměru k vygenerované EBITDA je nejvyšší ze všech srovnávaných společností. Vzhledem k tomu, že většina vygenerovaného cash flow byla a bude použita k úhradě úroků a snižování zadlužení, neočekáváme změnu strategie nevyplácení dividend. To je v kontrastu s ostatními mediálními společnostmi ze srovnávané skupiny, které dividendy vyplácí a poskytují dividendový výnos mezi 2 a 5 %, což dále snižuje ohodnocení společnosti.

CME sektorové srovnání

	P/S			Dividendový výnos			EV/EBITDA			Čistý dluh/EBITDA		
	akt.	2017	2018	akt.	2017	2018	akt.	2017	2018	akt.	2017	2018
Central European Media Enterprise	0,6	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0	9,8	9,0	8,2	6,7	6,1	5,2
Vivendi SA	2,0	1,9	1,8	2,6	2,4	2,9	15,9	13,7	12,2	-0,7	-0,7	-0,7
Sky PLC	1,3	1,2	1,2	3,4	4,2	3,7	11,7	10,7	9,8	4,2	4,2	4,2
ProSiebenSat.1 Media SE	2,2	2,0	1,9	5,2	5,6	6,0	10,6	9,9	9,4	2,5	2,5	2,5
ITV PLC	2,7	2,6	2,5	4,3	4,5	4,0	10,3	9,8	7,4	0,9	0,9	0,9
SES SA	4,0	3,8	3,5	7,2	7,5	7,9	8,6	8,1	7,4	2,0	2,0	2,0
Mediaset SpA	1,3	1,2	1,2	0,7	1,9	2,9	7,8	6,8	6,4	0,8	0,8	0,8
RTL Group SA	1,8	1,7	1,7	5,4	5,4	6,0	8,8	8,5	8,3	0,4	0,4	0,4
Eutelsat Communications SA	3,1	3,1	3,1	5,6	5,7	5,8	6,8	6,9	6,8	2,5	2,5	2,5
Telekom Austria AG	1,0	1,0	0,9	3,0	3,0	4,0	4,8	4,7	4,7	1,7	1,7	1,7
Lagardere SCA	0,5	0,5	0,5	4,9	5,0	4,9	7,7	7,4	7,0	3,5	3,5	3,5
Daily Mail & General Trust PLC	1,5	1,5	1,5	3,2	3,3	3,5	11,5	11,1	10,5	3,5	3,5	3,5
SFR Group SA	1,2	1,2	1,2	2,1	5,0	7,9	8,0	7,2	7,1	5,2	5,2	5,2
Mediaset Espana Comunicacion S	3,7	3,6	3,4	5,0	5,6	6,4	13,4	12,2	11,2	-0,4	-0,4	-0,4
Medián srovnávací skupiny	1,8	1,7	1,7	4,3	5,0	4,9	8,8	8,5	7,4	2,0	2,0	2,0
STOXX Europe 600 Media Price E	1,5	1,5	1,5	3,2	3,3	3,5	11,5	11,1	10,5	3,5	3,5	3,5
CME vs. medián	-64%	-64%	-65%	n/a	n/a	n/a	11%	6%	10%	242%	210%	164%
CME vs. STOXX	-56%	-58%	-59%	n/a	n/a	n/a	-14%	-19%	-22%	92%	352%	352%

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Cílová cena

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2021.

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2021. Vypočítaný volný cash flow jsme diskontovali ke konci prosince 2016 za použití průměrné vážené ceny kapitálu (WACC) 10,3 % a dlouhodobé růstové míry 3 %. Výpočet WACC je založen na bezrizikové sazbě 2,5 %, rizikové přírůžce za vlastní kapitál 7,7 % (váženo podle zemí, kde CME působí), upraveném koeficientu beta 1,6 a kapitálové struktuře 30 až 42 % vlastní kapitál a 58 až 70 % dluh.

Na základě našeho modelu odhadujeme fair value na 3,7 USD na akcii. Pro určení cílové ceny zohledňujeme další tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty +/- 10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 % - 130 % fair value. **Za pomoci výše uvedených parametrů jsme stanovili cílovou cenu pro akcie CME na 3,7 USD.**

- **Sektorová atraktivita (+5 %):** Doporučení SG pro evropský mediální sektor je nadvážit.
- **Atraktivita společnosti (-5 %):** Ve srovnání s jinými mediálními společnostmi vykazuje CME vysoké zadlužení, záporné vlastní jmění a nevyplácí dividendu.
- **Spekulativní potenciál (0 %):** Ve srovnání s ostatními mediálními společnostmi se akcie CME zdají podhodnocené. Avšak vzhledem k vysokému zadlužení, zápornému vlastnímu jmění nevidíme prostor pro výraznější spekulaci.

Ocenění akcií CME

Současná hodnota FCF do roku 2021 (mil. USD)	585
Současná hodnota FCF po roce 2021	1750
Čistý dluh*	-960
Fair value společnosti	1375
Počet akcií (mil.)	371,4
Fair value na akcii (USD)	3,7
Cílová cena na akcii (USD)	3,7
Cílová cena na akcii (CZK)*	88,40

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka *při očekávaném kurzu 23,9 v Q1 17.

Následující tabulka ukazuje citlivost cílové ceny na diskontní sazbu a dlouhodobou míru růstu.

Analýza citlivosti ocenění

WACC/Dlouhodobá růstová míra	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
11,3%	2,6	2,8	3,0	3,3	3,6
10,8%	2,8	3,1	3,3	3,7	4,0
10,3%	3,1	3,4	3,7	4,1	4,5
9,8%	3,4	3,7	4,1	4,5	5,0
9,3%	3,8	4,2	4,6	5,1	5,7

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika pro akcionáře CME

- **Reklama je cyklické odvětví výrazně korelující s vývojem HDP.** Případné zhoršení makroekonomických podmínek, kontrakce HDP a další projevy recese v zemích střední a východní Evropy by mělo intenzivnější dopad na CME než na jiné akcie.
- **Kurzové riziko.** Celkově je posilování měn střední a východní Evropy pro akcie CME pozitivní a posilování amerického dolaru negativní.
- **Vysoká citlivost ocenění na diskontní sazby,** tedy na úrokové sazby a rizikové prémie na trhu. To je jeden z důvodů, proč jsou akcie CME tradičně velmi kolísající.
- **Vysoká volatilita čtvrtletních výsledků.** Tržby a marže CME v posledních letech hodně kolísají, což někdy vede ke zklamání investorů nad výsledky a poklesu ceny akcií.
- **Další naředení akciových podílů.** CME by mohlo v budoucnu v případě snížení schopnosti generovat dostatečný provozní cash flow vydat akcie za účelem snížení zadlužení nebo odložení splatnosti dluhu, což by mohlo naředit budoucí hotovostní toky více, než se nyní očekává.
- **Úrokové riziko.** Společnost má vysoké zadlužení a nárůst úrokových sazeb při přinesl významné navýšení nákladů a negativně by tak ovlivnil ziskovost a tvorbu cash flow společnosti a mít negativní vliv na ohodnocení akcie.

Finanční údaje CME

	2013	2014	2015	2016	2017f	2018f	2019f	2020f	2021f
Ocenění									
P/E (x)	-4,9	-6,0	-11,8	-7,6	41,6	24,7	16,5	14,3	12,8
Price/cash flow (x)	-5,6	-7,0	-15,6	-9,2	22,8	16,9	12,7	11,4	10,5
Price/free cash flow (x)	-39,6	-19,9	49,5	-75,5	11,4	11,1	10,5	9,2	8,4
Price/book value (x)	3,1	4,9	17,2	-12,9	-18,6	-75,0	21,2	8,6	5,1
EV/výnosy (x)	3,7	3,4	3,9	3,7	3,6	3,3	3,0	2,8	2,7
EV/EBITDA (x)	-48,2	24,5	19,0	15,6	15,1	13,9	12,2	11,2	10,5
Dividendový výnos, brutto (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Údaje v přepočtu na akcii (USD)									
EPS (upr.)	-0,8	-0,6	-0,3	-0,5	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
Amortizace goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow	-0,2	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
Vlastní kapitál (book value)	1,2	0,8	0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,2	0,4	0,7
Hrubá dividendy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Výkaz zisků a ztrát (mil. USD)									
Výnosy	633	681	606	638	657	699	785	840	879
EBITDA	-48	95	123	150	155	168	192	208	222
Depreciace a amortizace (bez GW)	-37	-33	-28	-30	-27	-26	-25	-24	-24
Provozní výsledek	-180	38	95	112	119	134	159	176	191
Amortizace goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Čistý úrokový výnos	-111	-142	-171	-132	-79	-65	-55	-57	-57
Daň z příjmu	18	1	1	-7	-8	-14	-21	-24	-27
Menšinové podíly	4	4	1	0	0	0	0	0	0
Jiné	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vykázaný čistý zisk	-278	-227	-115	-180	33	56	83	96	108
Upravený čistý zisk (bez mimořádných položek a GW)	-249	-108	-102	-30	33	56	83	96	108
Peněžní toky (mil. USD)									
EBITDA	-48	95	123	150	155	168	192	208	222
Změna pracovního kapitálu	61	-109	-23	15	5	1	-6	-2	1
Jiné provozní CF	-74	-52	-14	-131	-88	-81	-80	-83	-85
Provozní CF	-61	-65	86	34	72	89	106	124	138
Čisté kapitálové výdaje	-30	-29	-34	-30	-30	-30	-30	-30	-30
Investiční CF	-30	-29	-30	-29	-24	-26	-27	-28	-29
CF z financování	59	39	-29	-23	28	-162	-18	0	0
Čistá změna hotovosti	-32	-68	27	-18	90	-89	60	103	121
Rozvahové položky (mil. USD)									
Dlouhodobá aktiva	1 435	1 244	1 082	1 050	1 042	1 041	1 055	1 060	1 062
Z toho nehmotná aktiva	1 292	1 130	974	941	938	942	958	966	969
Pracovní kapitál	16	124	151	127	123	124	133	137	138
Vlastní kapitál	441	277	79	-107	-74	-18	65	161	268
Menšinové podíly	1	-3	1	1	1	1	0	0	0
Rezervy	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Čistá hotovost (záporná čísla = zadlužení)	-859	-334	-846	-957	-895	-823	-745	-642	-521
Ziskovost									
ROIC (%)	-18	-16	-9	-15	3	5	7	8	9
ROE (%)	-52	-63	-65	nm	nm	nm	129	85	50
Marže									
EBITDA marže (%)	-8	14	20	24	24	24	24	25	25
Provozní marže (%)	-28	6	16	17	18	19	20	21	22
Dynamika									
Růst výnosů (%)	-10	8	-11	5	3	6	12	7	5
Růst EBITDA (%)	-140	-297	29	22	3	8	14	9	7
Růst provozního zisku (%)	-62	-121	147	18	7	12	19	11	8
Růst vykázaného čistého zisku (%)	-48	-18	-49	57	-118	68	50	15	12
Financování									
Čistý dluh/EBITDA	nm	11	8	7	6	5	4	3	3
Úrokové krytí (x)	-2	0	1	1	2	2	3	3	3
Výplatní poměr (%)	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Ekonomové



Viktor Zeisel
(420) 222 008 523
viktor_zeisel@kb.cz

Akcioví analytici



Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz



Marek Drímal
(420) 222 008 598
marek_drimal@kb.cz



David Kocourek
(420) 222 008 569
david_kocourek@kb.cz



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz



Richard Miřátský
(420) 222 008 560
richard_miratsky@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Hlavní ekonom SG Poland



Jaroslaw Janecki
(48) 225 284 162
jaroslaw_janecki@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank



Yury Tulinov, CFA
(7) 495 662 13 00 (ext. 14836)
yury.tulinov@rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG



Florian Libocor
(40) 213 016 869
florian.libocor@brd.ro

Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG



Carmen Lipara
(40) 213 014 370
carmen.lipara@brd.ro

Ekonom

Ioan Mincu
(40) 213 014 472
george.mincu-radulescu@brd.ro

Akciový analytik



Laura Simion, CFA
(40) 213 014 370
laura.simon@brd.ro

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonomka výzkumu globální ekonomiky



Michala Marcussen
(44) 20 7676 7813
michala.marcussen@sgcib.com

Eurozóna



Anatoli Annenkov
(44) 20 7762 4676
anatoli.annenkov@sgcib.com

Severní Amerika



Stephen Gallagher
(212) 278 4496
stephen.gallagher@sgcib.com

Asie a Pacifik



Klaus Baader
(852) 2166 4095
klaus.baader@sgcib.com

Čína



Wei Yao
(852) 2166 5437
wei.yao@sgcib.com



Michel Martinez
(33) 1 4213 3421
michel.martinez@sgcib.com



Omair Sharif
(1) 212 278 48 29
omair.sharif@sgcib.com



Takuji Aida
(81) 3 5549 5187
takuji.aida@sgcib.com



Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@sgcib.com



Yvan Mamalet
(44) 20 7762 5665
yvan.mamalet@sgcib.com



Latinská Amerika
Dev Ashish
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.com



Kiyoko Katahira
(81) 3 5549 5190
kiyoko.katahira@sgcib.com



Indie
Kunal Kumar Kundu
(91) 80 6716 8266
kunal.kundu@sgcib.cz



Velká Británie
Brian Hilliard
(44) 20 7676 7165
brian.hilliard@sgcib.com



Ankur Shukla
(91) 80 6731 4432
ankur.shukla@sgcib.com



Arata Oto
(81) 3 6777 8064
arata.oto@sgcib.com



Infance
Vaibhav Tandon
(91) 80 6731 9449
vaibhav.tandon@sgcib.com

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



Brigitte Richard-Hidden
(33) 1 42 13 78 46
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



Vincent Chaigneau
(44) 20 7676 7707
vincent.chaigneau@sgcib.com

Fixed Income



Bruno Braizinha
(1) 212 278 5296
bruno.braizinha@sgcib.com



Jorge Garayo
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.com

Head of US Rates Strategy



Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



Frances Cheung, CFA
(852) 2166 5437
frances.cheung@sgcib.com



Ciaran O'Hagan
(33) 1 42 13 58 60
ciaran.ohagan@sgcib.com



Jason Simpson
(44) 20 7676 7580
jason.simpson@sgcib.com



Jean-David Ciotteau
(33) 1 42 13 72 52
jean-david.ciotteau@sgcib.com



Shakeeb Hulikatti
(91) 80 2802 4380
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



Marc-Henri Thoumin
(44) 20 7676 7770
marc-henri.thoumin@sgcib.com



Cristina Costa
(33) 1 58 98 51 71
cristina.costa@sgcib.com



Adam Kurpiel
(33) 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@sgcib.com

Měnové kurzy



Jason Daw
(65) 63267890
jason.daw@sgcib.com



Alvin T. Tan
(44) 20 7676 7971
alvin-t.tan@sgcib.com



Olivier Korber (Derivatives)
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



Guy Stear
(33) 1 41 13 63 99
guy.stear@sgcib.com



Amit Agrawal
(91) 80 6758 4096
amit.agrawal@sgcib.com



Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.com



Régis Chatellier
(44) 20 7676 7354
regis.chatellier@sgcib.com



Frances Cheung, CFA
(852) 2166 5437
frances.cheung@sgcib.com



Jason Daw
(65) 6326 7890
jason.daw@sgcib.com

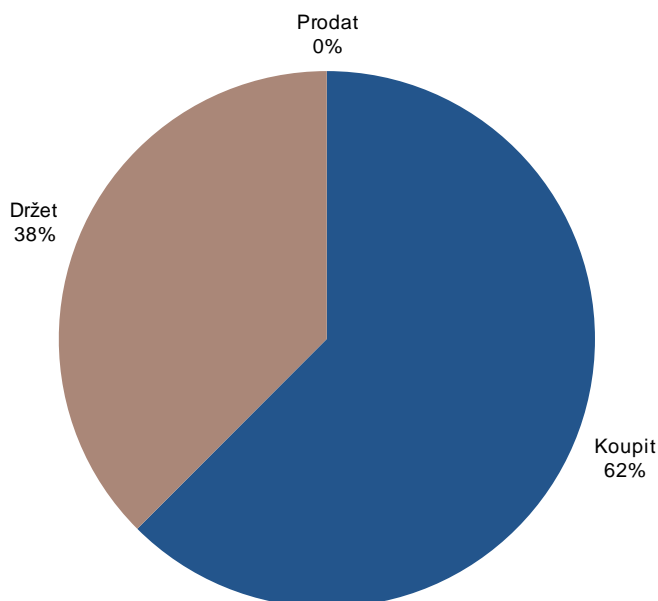
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

Toto doporučení není aktualizováno v pravidelných intervalech. Datum další aktualizace dosud nebylo stanoveno a bude ovlivněno relevantními změnami faktů podstatných pro toto doporučení tak, aby odráželo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či prémie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení by mělo zohledňovat také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v daném období 3-6 měsíců, takže cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (7 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (k 10. březnu 2017)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

	ČEZ	O2 CR	CME	Philip Morris CR	NWR	Pegas Nonwovens	Vienna Insurance	Fortuna	MONETA Money Bank
Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD*									
Doporučení	držet	koupit	koupit	koupit	konec pokrývání	koupit	koupit	držet	koupit
Cílová cena	CZK 448	CZK 267	USD 3,7	CZK 13500	n/a	CZK 863	EUR 26	CZK 96	CZK 90
Datum	14/9/16	9/12/16	10/3/17	13/6/16	20/6/16	20/5/16	2/3/2017	20/5/16	6/9/16
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	držet	držet	koupit	prodat	koupit		v revizi	
Cílová cena	CZK 420	CZK 260	USD 2,5	CZK 11890	-	CZK 800		v revizi	
Datum	12/2/16	22/3/16	12/8/15	2/9/15	11/12/15	3/12/15		10/3/16	
Doporučení	koupit	koupit				prodat		koupit	
Cílová cena	CZK 608	CZK 251				CZK 819		CZK 79	
Datum	18/9/15	12/11/15				11/9/15		28/8/15	
Doporučení						v revizi		v revizi	
Cílová cena						v revizi		v revizi	
Datum						27/8/15		27/8/15	
Doporučení									
Cílová cena									
Datum									
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
významný finanční zájem osoby/osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty									
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem,	Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny,								
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making** pro tituly příslušného emitenta,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícím ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>