

| Média | Aktualizace | Česká republika |

CME

Výrazné snížení zadlužení podporuje výhled na výplatu dividendy

Koupit

| | |
|----------------|-----------------------------|
| Cena 28.03.19 | 3,8 USD 88,0 CZK |
| 12m cíl | 5,2 USD 119,4 CZK |
| Pot. růst ceny | 36,1 % |
| Dividenda | 0,2 USD 4,4 CZK |
| Celkový výnos | 41,1 % |

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

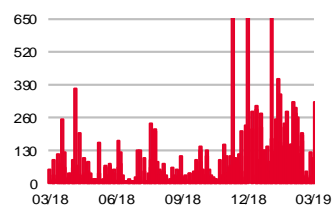
Cyklické odvětví

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Zvyšujeme cílovou cenu pro akcie CME na 5,2 USD a ponecháváme tak naše doporučení **Koupit**. Předpokládáme, že zlepšené hospodářské výsledky podpořené pozitivním vývojem na mediálním trhu střední a východní Evropy a probíhající úsilí o snížení zadlužení povede k pozitivnímu rostoucímu trendu v oblasti finančních výsledků firmy. Především zadlužení firmy je naprosto stěžejní. Podle plánů vedení společnosti by v letošním roce měla úroveň zadlužení klesnout natolik, že by měla dovolit alokovat kapitál i například formou výplaty dividendy. Předpokládáme, že první výplata by proběhla v roce 2020 ze zisku letošního roku s dividendovým výnosem 5,0 % v poměru k aktuální tržní ceně.

Hospodaření společnosti a očekávaný vývoj: Očekáváme postupné zlepšování výsledků hospodaření CME z důvodu konvergence výdajů na televizní reklamu v zemích střední a východní Evropy k západní Evropě. Klesající objem dluhové služby v posledních letech bude pokračovat i v roce 2019 a dále. Především letošní rok je v této oblasti významný, když by mělo dojít k poklesu dluhové služby na úroveň přibližně 27 mil. USD. Tato položka byla v minulých letech hlavní brzdou růstu finančních výsledků firmy a neumožňovala výraznější snižování dluhu. V průběhu letošního roku by také vedení CME mělo oznámit, zda dojde k historickému milníku a nastolí se dividendová politika.

Ocenění společnosti: Pro ocenění společnosti jsme použili **model diskontovaného volného cash flow**, kde jsme diskontovali očekávané peněžní toky let 2019-23. Získanou fair value (vnitřní hodnotu) 5,1 USD/akcii jsme upravili o vyšší spekulativní potenciál. Výsledná cílová cena je ve výši 5,2 USD/akcii a je tak 36,1 % nad aktuální tržní cenou. Při sektorovém srovnání je hodnota akcií CME z dlouhodobého hlediska **podhodnocena**, když ukazatel P/E je pro rok 2019 ve výši 6,2. Naproti tomu jeho hodnota pro srovnatelné společnosti v sektoru činí 12,1. O něco lépe je na tom ukazatel EV/EBITDA, kde u CME má hodnotu 8,2, zatímco u konkurenčních firem se pohybuje na úrovni 6,5. Hodnotu CME navíc snižuje i fakt, že v současné době nenabízí dodatečné výnosy ve formě dividend, jak tomu je u obdobných společností.

Očekávané události: Výsledky za Q1 2019 by společnost měla zveřejnit ve druhé polovině dubna.

Data o akciích

| | |
|-----------------------------|------------------|
| RIC CETVsp.PR Bloom CETV CP | 62 - 92 |
| 52týdenní rozmezí | 22,3 |
| Tržní kap. (mld. CZK) | 966 |
| Tržní kap. (mil. GBP) | 44 |
| Volně obchod. (%) | |
| Výkon (%) | 1m 3m 12m |
| Akcie | 11,3 41,3 3,2 |
| Rel. k FTSE100 | 10,9 29,6 7,4 |

Zdroj: Bloomberg

Finanční data

| | 2018 | 2019f | 2020f | 2021f |
|-------------------------|------|-------|-------|-------|
| Výnosy (\$m) | 704 | 769 | 806 | 857 |
| EBITDA marže (%) | 32 | 32 | 32 | 32 |
| Čistý zisk (\$m) | 158 | 139 | 154 | 170 |
| Zisk na akcii (\$) | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,7 |
| Dividenda na akcii (\$) | 0,0 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Výplatní poměr (%) | nm | 35,0 | 35,0 | 35,0 |
| Úrokové krytí (x) | 4,5 | 9,4 | 11,9 | 13,4 |
| Čistý dluh/EBITDA (x) | 3,4 | 2,6 | 2,3 | 2,0 |

Poměrové ukazatele

| | 2018 | 2019f | 2020f | 2021f |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (cílová cena, x) | 6,2 | 9,6 | 8,7 | 7,9 |
| Cena / volný cash flow | 9,0 | 8,5 | 10,6 | 11,7 |
| Dividendový výnos (%) | 0,0 | 3,6 | 4,0 | 4,5 |
| Cena / úč. hodnota (x) | 4,3 | 3,2 | 2,8 | 2,5 |
| EV/výnosy (x) | 0,3 | 0,9 | 0,9 | 0,8 |
| EV/EBITDA (x) | 7,9 | 8,2 | 7,5 | 7,0 |
| ROA (%) | 10,1 | 9,2 | 9,8 | 10,7 |
| ROE (%) | 141,0 | 43,1 | 34,5 | 33,6 |

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/CME_4Q18resCZ
<http://bit.ly/CMEFlash201902CZ>

SOCIÉTÉ
GENERALE
GROUP



Jiří Kostka
(420) 222 008 560
jiri_kostka@kb.cz

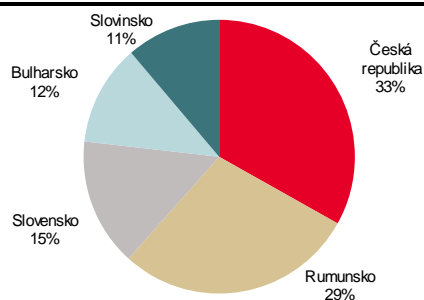
Obsah

| | |
|-----------------------------------------------------|-----------|
| Základní přehled o společnosti..... | 3 |
| Hospodaření společnosti a jeho výhledy | 4 |
| Zhodnocení aktuálních výsledků hospodaření..... | 4 |
| Předpověď výsledků pro letošní rok..... | 5 |
| Dlouhodobý výhled..... | 5 |
| Zadlužení vs. dividendová politika..... | 6 |
| Sektorové srovnání | 8 |
| Ocenění | 9 |
| Hlavní rizika..... | 11 |

Základní přehled o společnosti

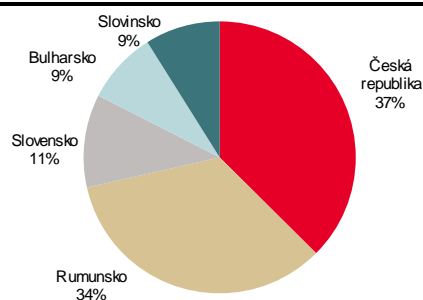
| Silné stránky | Slabé stránky |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> Společnost CME patří k hlavním mediálním lídrům na trzích, kde působí Diverzifikace geografické působnosti (Česko, Slovensko, Rumunsko, Bulharsko a Slovinsko) Několik let rostoucí ziskové marže Produkování vlastního TV obsahu | <ul style="list-style-type: none"> Výrazné zadlužení Absence dividendové politiky |
| Příležitosti | Hrozby |
| <ul style="list-style-type: none"> Probíhající snaha o výrazné snížení zadlužení V případě snížení míry zadlužení společnost přislíbila zavést dividendovou politiku Konvergence výdajů na reklamu CEE společností k zemím západní Evropy, kde jsou tyto výdaje výrazně vyšší. | <ul style="list-style-type: none"> Silná korelace hospodářských výsledků společnosti s ekonomickým cyklem Fluktuace měnových kurzů vůči americkému dolaru Zavedení sektorových daní, ať už na samotné mediální společnosti, či na ostatní sektory, které by následně snižovaly své výdaje na reklamu |

Tržby podle segmentů (2018)



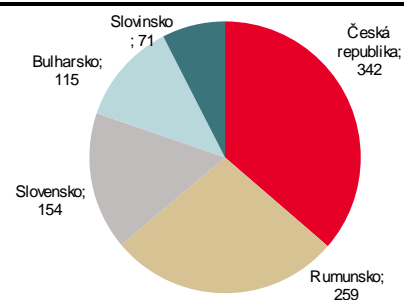
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

OIBDA podle segmentů (2018)



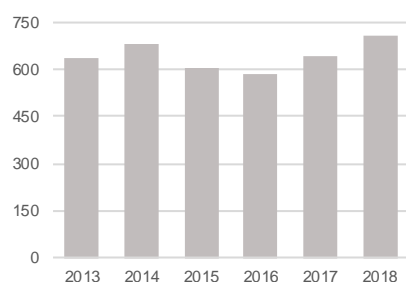
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

Velikost TV reklamního trhu (mil. USD)



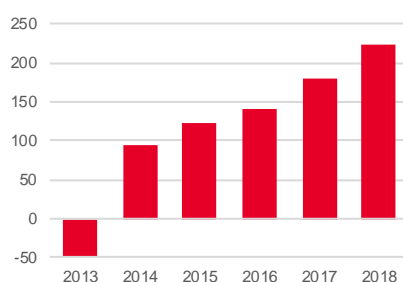
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

Historický vývoj tržeb (mil. USD)



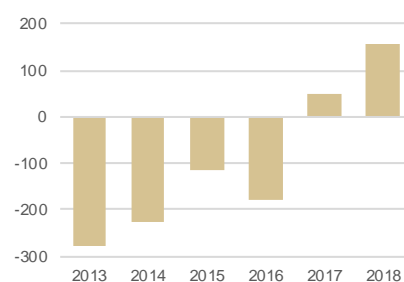
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

Historický vývoj OIBDA (mil. USD)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

Historický vývoj čistého zisku (mil. USD)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

Hospodaření společnosti a jeho výhledy

V této kapitole se podíváme na nejaktuálnější zveřejněné výsledky hospodaření za poslední kvartál roku 2018 včetně očekávání pro tento rok. Následně představíme výhled na příštích pět let.

Zhodnocení aktuálních výsledků hospodaření

Výsledky hospodaření CME za čtvrtý kvartál roku 2018

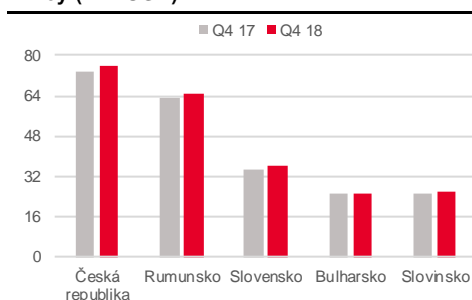
| mil. USD | Q4 17 | Q4 18 | změna |
|---------------|-------|-------|--------|
| Tržby | 221,3 | 228,3 | 3,2 % |
| OIBDA | 76,4 | 90,7 | 18,7 % |
| Provozní zisk | 65,5 | 80,8 | 23,3 % |
| Čistý zisk | 40,8 | 56,0 | 37,2 % |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

Naše odhady za čtvrtý kvartál patřily spíše mezi ty optimističtější. Uvedené výsledky nově zahrnují také Slovinsko. Děje se tak v návaznosti na lednové odstoupení CME od prodeje tohoto segmentu. Tržby vzrostly o 3,2 % na 228,3 mil. USD a struktura tržeb odhalila pozitivní příspěvek všech trhů. Ziskovost CME pokračovala v růstovém trendu z roku 2017 i v posledním kvartálu 2018 díky pozitivním makroekonomickým podmínkám, expanzi reklamního trhu a pokračujícímu zvyšování příjmů z poplatků a předplatného. OIBDA se zvýšila o 18,6 % na 90,7 mil. USD. Čistý zisk z běžných obchodních aktivit dosáhl 56,0 mil. USD, což představuje meziroční nárůst o 37,6 %.

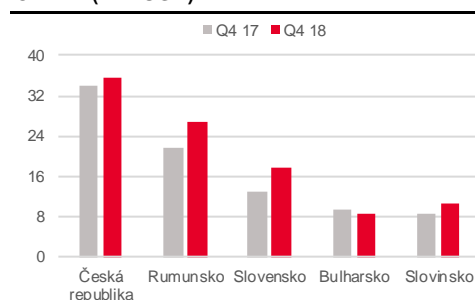
Tržby nejvíce zvýšil český segment, kde došlo k meziročnímu růstu o 3,3 % (75,9 mil. USD), následovaný Slovenskem, kde tržby vzrostly o 5,4 % (36,2 mil. USD). Celkově byl však růst tržeb ve čtvrtém kvartálu pomalejší než námi očekávaných 7,1 %. Největší podíl na tvorbě OIBDA má Česká republika, a to 36 %. Na druhém místě je Rumunsko, které přispělo 27 %. Velmi pozitivně překvapil vývoj OIBDA na Slovensku a v Rumunsku, kde došlo k meziročnímu růstu o 39,0 % na 17,9 mil. USD, respektive 25,0 % na 27,0 mil. USD. Celková OIBDA marže meziročně vzrostla z 34,6 % na 39,8 %. Vývoj čistého zisku je pozitivně ovlivněn nižšími úrokovými náklady, které poklesly ve čtvrtém kvartálu meziročně o 10 mil. USD z 18,8 mil. USD na 8,9 mil. USD. Společnost dosahuje potřebné ziskovosti a tvorby cash flow, které jsou dobrými předpoklady pro pokračování plánovaného snižování zadlužení. Kvůli odstoupení od prodeje slovinských aktiv nedojde ke skokovému snížení dluhu, ale bude docházet k jeho postupnému umořování z generovaného cash flow. Původní záměr CME pro rok 2018 byl snížit poměr čisté zadluženosti vůči OIBDA z 5,4násobku na konci 2017 na 3,0násobek (za předpokladu prodeje Slovinska). Nakonec se dosáhlo hodnoty 3,5, což umožnilo snížení průměrných nákladů na dluh o 250 bb na 3,5 %.

Tržby (mil. USD)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

OIBDA (mil. USD)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

Předpověď výsledků pro letošní rok

Odhady výsledků hospodaření CME pro letošní rok

| mil. USD | 2018 | 2019e | změna |
|---------------|-------|-------|---------|
| Tržby | 703,9 | 737,3 | 4,7 % |
| OIBDA | 222,7 | 234,3 | 5,2 % |
| Provozní zisk | 177,6 | 193,9 | 9,2 % |
| Čistý zisk | 157,6 | 130,6 | -17,2 % |

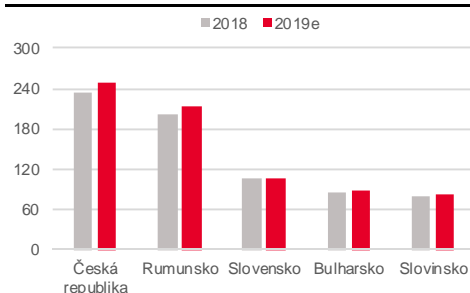
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

Rok 2019 by měl ukázat na pokračování nastoleného nového trendu z minulých dvou let, kdy od roku 2017 se společnosti CME daří dosahovat kladného čistého zisku. Za tím stojí především dvě příčiny, a to pozitivní makroekonomické podmínky v zemích, kde CME působí, a druhou je výrazný pokrok ve snižování zadlužení. To následně vede k poklesu dluhové služby, kam spadají také úrokové náklady. V tomto roce předpokládáme, že největším přispěvovatelem růstu tržeb bude nejsilnější segment Česká republika. Meziroční tempo růstu OIBDA by mělo být více jak 5 % a měla by dosáhnout výše přibližně 234 mil. USD. Mírným otazníkem zůstává vývoj v Rumunsku ohledně uvalování sektorových daní. Tento krok je managementem CME vnímán pro rumunskou ekonomiku negativně, avšak neočekává zásadní dopad do hospodaření společnosti. Mluví se především o sektorových daních pro finanční sektor a telekomunikace. Hlavně telekomunikace jsou v zemi významným zadavatelem reklam v televizi. Pouze pokud by tedy došlo k omezení prostředků na reklamu těchto společností, došlo by následně i ke zhoršení finančního hospodaření rumunského segmentu CME.

Meziroční pokles čistého zisku je způsoben především jednorázovým vlivem prodeje segmentu Chorvatsko v loňském roce.

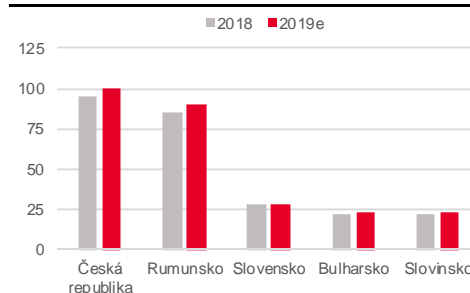
Očekávaný pokles čistého zisku o 17,2 % na 130,6 mil. USD je způsoben především proběhlou divesticí segmentu Chorvatsko v loňském roce, což vedlo k jednorázovému navýšení zisku. Společnost původně plánovala prodat i slovinskou část byznysu, ale vzhledem k potížím s udělením souhlasu tamním antimonopolním úřadem od svého záměru ustoupila.

Tržby (mil. USD)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

OIBDA (mil. USD)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

Dlouhodobý výhled

I přes mírné zpomalení růstu ekonomik zemí, kde CME působí, bude nadále docházet k postupnému zlepšování výsledků společnosti.

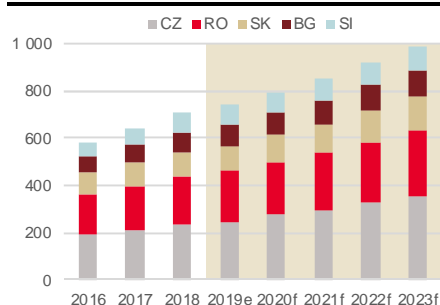
Očekáváme postupné zlepšování výsledků hospodaření CME z důvodu konvergence výdajů na televizní reklamu v zemích střední a východní Evropy k západní Evropě.

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. Nejvyšší měrou by k tomuto růstu měl přispět vývoj v České republice a v Rumunsku. Obecně v zemích, kde CME působí, očekáváme mírné zpomalení růstu tamních ekonomik přibližně do roku 2021. Poté by mělo dojít k opětovnému oživení.

Vzhledem k makroekonomickým výhledům zastáváme konzervativnější postoj v oblasti vývoje OIBDA marže. Ta v posledních letech neustále rostla. V loňském roce dokonce Rumunsko předběhlo se svojí marží 43 % i tradičně nejsilnější segment Českou republiku. Ta si udržuje

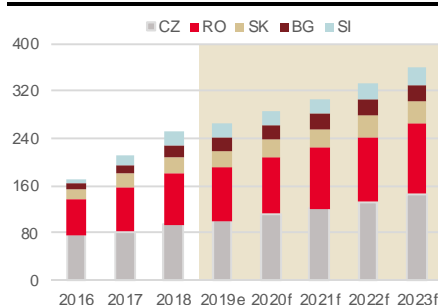
relativně vyrovnanou marží na úrovni 40 %. Dlouhodobě odhadujeme, že konsolidovaná OIBDA marže CME by se mohla pohybovat kolem 32% hladiny.

Tržby po segmentech (mil. USD)



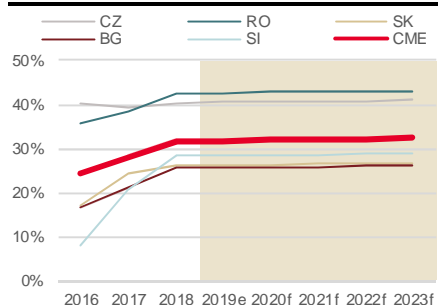
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

OIBDA po segmentech (mil. USD)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

OIBDA marže po segmentech (%)



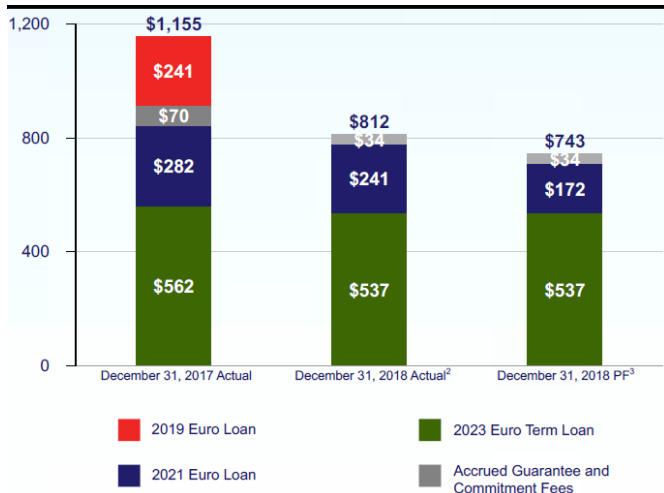
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

Výsledky CME jsou významně ovlivňovány pohyby měnových kurzů, kdy především posilování USD má negativní vliv na finanční výsledky společnosti. V naší prognóze počítáme s postupným mírným posilováním české koruny vůči americkému dolaru. Obdobná situace je také v případě rumunského RON. Stejně tak by mělo docházet k posilování EUR vůči USD, což by vedlo ke zlepšování výsledků v segmentech Slovensko a Slovinsko.

Zadlužení vs. dividendová politika

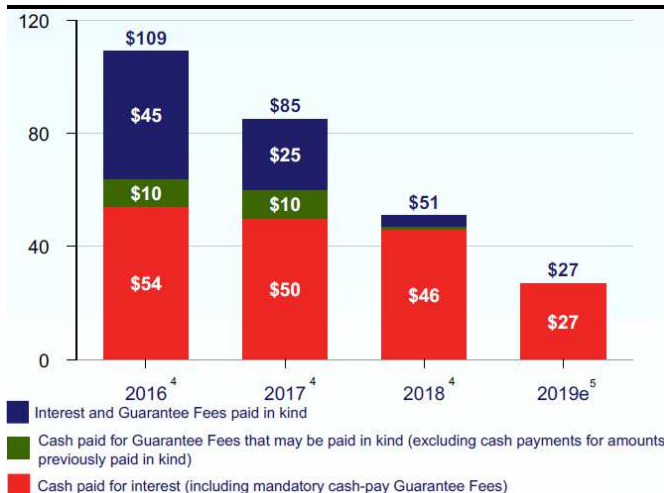
Téma vysokého zadlužení a díky tomu absence dividendové politiky rezonuje u CME již delší dobu. V loňském roce se však společnost razantně pustila do svého cíle na snížení vysokého zadlužení. Jak ukazuje i graf níže, tak **výše hrubého dluhu meziročně klesla o 343 mil. USD**. K mimořádným splátkám dluhu byly použity prostředky, které CME získalo z realizace warrantů a také prodeje chorvatské části byznysu. Na konci ledna letošního roku CME udělalo další mimořádnou splátku části dluhu, který je splatný v roce 2021, ve výši 60 mil. EUR (neboli přibližně 68,9 mil. USD). Tím se hrubý dluh dostal na úroveň přes 740 mil. USD.

Vývoj výše hrubého dluhu (mil. USD)



Zdroj: CME

Vývoj výše dluhové služby (mil. USD)

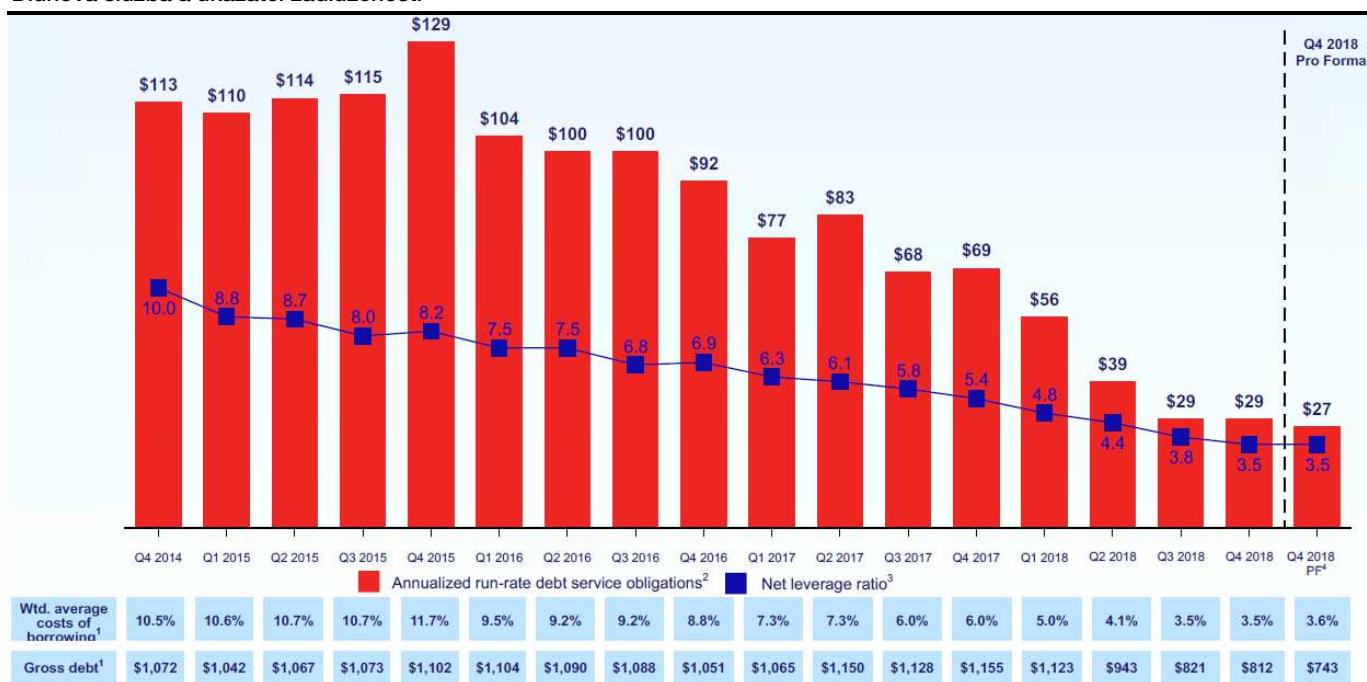


Zdroj: CME

Spolu s klesajícím zadlužením se snižují také náklady s ním spojené, neboli dluhová služba. Pro rok 2019 management očekává náklady na dluhové financování menší než 27 mil. USD, což je přibližně poloviční výše oproti 2018. Graf níže přehledně zobrazuje anualizovanou výši dluhové služby (tj. vypočtenou jako výše hrubého dluhu vynásobená váženým průměrem nákladů na dluh) za poslední čtyři roky, která se nese v sestupném trendu.

Díky tomu CME také v posledních letech dokázalo vygenerovat kladný čistý zisk a vymanit se ze ztrátového období.

Dluhová služba a ukazatel zadluženosti



Zdroj: CME

Graf výše současně také zobrazuje kvartální vývoj ukazatele zadluženosti (tzv. net leverage ratio). Ke konci roku 2018 činil ukazatel poměru čistého dluhu vůči OIBDA 3,5násobek. I díky mimořádné splátce dluhu na konci ledna by se ukazatel zadluženosti měl do konce Q1 dostat na úroveň 3,0násobku, a to s výhledem, že do konce roku se ukazatel dostane k hodnotě 2,5násobku.

Zlomová je přitom hodnota 2,75násobku, od které je CME schopna vyplácet dividendy či dělat zpětný odkup akcií. To také zaznělo na konferenčním hovoru k celoročním výsledkům hospodaření za 2018. Management se prozatím zdržel komentářů, která z obou variant je pravděpodobnější. Odvolali se na průběžné výsledky hospodaření společnosti za rok 2019, ve kterých budou upřesňovat vývoj v této oblasti. Nicméně i tak se jedná o zcela jedinečnou zprávu, že by poprvé v historii společnosti mohlo dojít k výplatě dividend. V našem novém modelu tak poprvé v historii **uvažujeme s nastolením dividendové politiky s první výplatou v roce 2020** ze zisku letošního roku. V mediálním odvětví se běžně vyplácí dividendy z čistého zisku s relativně širokým výplatním poměrem od přibližně 30-40 % v případě Vivendi až po výrazných 90 % u ProSieben. V modelu konzervativně uvažujeme s dividendovým výplatním poměrem 35 %. **To by představovalo hrubou dividendu 0,19 USD na akcii z letošního zisku, neboli 5,0% dividendový výnos v poměru k aktuální tržní ceně.**

Sektorové srovnání

Podle ukazatelů P/E a P/S jsou akcie CME výrazně podhodnocené, nicméně vysoké zadlužení a dosavadní 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 ukazatelů P/E a P/S jsou akcie CME výrazně podhodnocené** a relativně hluboko pod mediánem i celým indexem evropských mediálních společností. Toto výrazné podhodnocení je podle nás primárně dáno prozatím **stále vyšší úrovní zadlužení a dosavadní absencí dividendové politiky**. Přestože společnost výrazně zlepšila ziskovost na úrovni EBITDA, výše jejího čistého zadlužení v poměru k vygenerované EBITDA patří k nejvyšším ze srovnávaných společností. Aktuálně probíhá snaha společnosti na snížení zadlužení. Jeden z kovenantů úvěrové smlouvy stanovuje, že CME nesmí nakládat se svým kapitálem (např. výplata dividend), pokud se nesníží poměr čistého dluhu vůči EBITDA pod 2,75násobek. Vzhledem k aktuálnímu vývoji ohledně snižování zadluženosti se dá očekávat, že tato podmínka bude do konce roku naplněna a CME začne zvažovat možnosti alokace kapitálu. Očekáváme, že by mohlo dojít k zavedení dividendové politiky s první výplatou v roce 2020 ze zisku roku 2019. Dividendový výnos by se mohl pohybovat vzhledem k aktuální tržní ceně na úrovni 5,0 %. V odvětví se medián dividendového výnosu pohybuje mírně pod 6 %.

Výsledkem sektorového srovnání je, že ocenění společnosti CME podle poměrových ukazatelů je spíše podhodnocené ve srovnání s jejími konkurenty.

CME vs. srovnatelné společnosti

| | P/S | | | P/E | | | EV/EBITDA | | | ROA | | ROE | | Div.% |
|------------------------------------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| | akt. | 2019 | 2020 | akt. | 2019 | 2020 | akt. | 2019 | 2020 | akt. | akt. | akt. | akt. | akt. |
| Central European Media Enterprise | 0,3 | 0,9 | 0,9 | 19,7 | 6,2 | 9,8 | 7,9 | 8,2 | 7,5 | 3,3 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Vivendi SA | 2,3 | 2,2 | 2,0 | 257,4 | 24,9 | 22,2 | 16,6 | 15,1 | 13,9 | 0,4 | 0,7 | 1,9 | | |
| Sky Ltd | n/a | n/a | n/a | n/a | 23,3 | 21,6 | n/a | n/a | n/a | 4,5 | 20,8 | n/a | | |
| ProSiebenSat.1 Media SE | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 11,7 | 6,3 | 6,0 | 6,1 | 5,9 | 5,5 | 3,8 | 24,9 | 9,3 | | |
| ITV PLC | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 10,8 | 9,2 | 8,8 | 8,1 | 7,8 | 7,1 | 13,8 | 62,1 | 6,4 | | |
| SES SA | 3,1 | 3,1 | 3,0 | 27,0 | 24,4 | 18,6 | 9,0 | 8,7 | 8,6 | 2,3 | 6,1 | 5,8 | | |
| Mediaset SpA | 1,1 | 1,1 | 1,1 | n/a | 11,8 | 10,7 | 5,1 | 5,0 | 5,4 | 10,0 | 21,8 | n/a | | |
| RTL Group SA | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 11,2 | 10,5 | 10,2 | 6,3 | 6,1 | 6,3 | 8,2 | 22,3 | 8,3 | | |
| Eutelsat Communications SA | 2,7 | 2,6 | 2,6 | 12,8 | 11,3 | 10,9 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | 3,5 | 11,2 | 8,1 | | |
| Telekom Austria AG | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 16,2 | 10,4 | 9,7 | 5,0 | 4,9 | 4,8 | 3,2 | 10,1 | 3,1 | | |
| Lagardere SCA | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 15,2 | 12,1 | 11,3 | 6,4 | 6,2 | 6,1 | 2,4 | 10,2 | 5,8 | | |
| Daily Mail & General Trust PLC | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 3,3 | 17,3 | 16,2 | 12,2 | 11,7 | 11,4 | 29,1 | 53,6 | 3,7 | | |
| Altice France SA/France | n/a | n/a | n/a | n/a | 21,7 | 19,4 | n/a | n/a | n/a | -1,1 | -11,9 | n/a | | |
| Mediaset Espana Comunicacion S | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 10,8 | 11,1 | 11,2 | 8,0 | 8,2 | 8,3 | 16,5 | 22,2 | 4,6 | | |
| Medián srovnávací skupiny | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 12,2 | 11,8 | 11,2 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | 3,8 | 20,8 | 5,8 | | |
| STOXX Europe 600 Media Price E | 1,8 | 1,8 | 1,7 | 19,9 | 15,5 | 14,4 | 10,4 | 10,0 | 9,5 | 4,6 | 14,1 | n/a | | |
| CME vs. medián | -80% | -42% | -41% | 61% | -47% | -13% | 20% | 26% | 16% | -14% | n/a | n/a | | |
| CME vs. STOXX | -83% | -52% | -50% | -1% | -60% | -32% | -25% | -18% | -21% | -30% | n/a | n/a | | |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Ocenění

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2023.

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2023. Vypočítaný volný cash flow jsme diskontovali ke konci března 2019 za použití průměrné vážené ceny kapitálu (WACC) 10,1 % a dlouhodobé růstové míry 2 %. Detailní strukturu výpočtu nákladů na kapitál a další parametry ocenění ukazuje tabulka na následující straně.

Cena kapitálu je založena na bezrizikové úrokové míře (výnos 10letých vládních dluhopisů v jednotlivých zemích, kde CME působí), upraveném koeficientu beta (používáme 120 měsíců dat z Bloombergu), rizikové premii vlastního kapitálu a rizikové přírážce zemí, kde CME působí (obojí podle dat A. Damodarana¹ z New York University).

Na základě našeho modelu odhadujeme **fair value akcií společnosti na 5,1 USD za kus**. Pro určení cílové ceny dále zohledňujeme tři parametry, a to sektorovou atraktivitu, atraktivitu společnosti a spekulativní potenciál, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 % - 130 % z hodnoty fair value.

■ **Sektorová atraktivita (0 %):** Société Générale² má pro sektor Média & Zábava doporučení *Neutrální*. To je také důvod, proč hodnotíme atraktivitu odvětví 0 %. Neutrální rating je dán předpokladem, že ocenění společností z tohoto odvětví se stává levnější a pro investory atraktivnější.

■ **Atraktivita společnosti (0 %):** Přes chybějící dividendovou politiku zde je výhled do budoucna, že by mohla být nastavena. To by vedlo ke zvýšení atraktivity společnost. Nicméně zde stále existuje vyšší zadluženost a tak tento faktor hodnotíme neutrálně 0 %.

■ **Spekulativní potenciál (2 %):** Tento parametr hodnotíme na 2 %. Ve srovnání s ostatními mediálními společnostmi se akcie CME zdají podhodnocené, což do velké míry může ospravedlňovat absence dividendové politiky a vyšší míra zadlužení. Přesto se nám zdá, že trhy dostatečně nereflektují posun v redukci dluhu a potenciál relativně brzké výplaty dividend. Celkově si tak myslíme, že jsou akcie mírně podhodnocené.

Cílová cena je 2 % nad fair value.

Za pomoci výše uvedených parametrů jsme stanovili **cílovou cenu pro akcie CME na 5,2 USD** (fair value plus 2 %).

¹ Zdrojem je webová adresa – http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

² Zdrojem je publikace Société Générale – The Big Picture: On the dot, publikovaná 8. března 2019 v 7:43 CET

Parametry ocenění akcií společnosti CME

| | 2019e | 2020f | 2021f | 2022f | 2023f |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| Vážené náklady kapitálu | 6,9 % | 7,4 % | 8,0 % | 14,0 % | 14,1 % |
| Náklady na vlastní kapitál | 13,4 % | 13,3 % | 13,6 % | 14,0 % | 14,1 % |
| Beta | 1,473 | 1,473 | 1,473 | 1,473 | 1,473 |
| Bezriziková úroková míra | 2,6 % | 2,6 % | 2,9 % | 3,3 % | 3,4 % |
| Akciová riziková přírůžka | 6,0 % | 6,0 % | 6,0 % | 6,0 % | 6,0 % |
| Riziková prémie země | 2,0 % | 1,9 % | 1,9 % | 1,9 % | 1,9 % |
| Náklady na dluh (před daní) | 3,6 % | 3,5 % | 3,5 % | 3,5 % | 3,5 % |
| Diskontované FCFF | | | | | |
| OIBDA | 234,3 | 253,5 | 271,8 | 295,2 | 318,2 |
| Zaplacené daně | -36,4 | -40,6 | -43,9 | -47,6 | -50,8 |
| Změna pracovního kapitálu | 5,0 | -19,7 | -8,5 | -17,5 | -13,5 |
| Kapitálové výdaje | -25,8 | -27,1 | -28,5 | -29,9 | -31,4 |
| FCFF | 177,1 | 166,0 | 190,9 | 200,3 | 222,5 |
| Explicit value | 756 | | | | |
| Dlouhodobá míra růstu | 2,0 % | | | | |
| Terminal value | 1 183 | | | | |
| Čistý dluh | -654 | | | | |
| Fair value (mil. USD) | 1 286 | | | | |
| Fair value na akcii (USD) | 5,1 | | | | |
| Sektorová atraktivita | 0,0 % | | | | |
| Atraktivita společnosti | 0,0 % | | | | |
| Spekulativní potenciál | 2,0 % | | | | |
| Cílová cena na akcii (USD) | 5,2 | | | | |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Následující tabulka ukazuje citlivost hodnoty fair value na změny diskontní sazby a dlouhodobé míry růstu.

Analýza citlivosti ocenění

| Fair value na akcii | 1,0 % | 1,5 % | 2,0 % | 2,5 % | 3,0 % |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Vážené náklady kapitálu / míra růstu | | | | | |
| -100 bb | 5,3 | 5,6 | 5,8 | 6,1 | 6,4 |
| -50 bb | 5,0 | 5,2 | 5,4 | 5,7 | 6,0 |
| 10,1 % / 14,1 % * | 4,7 | 4,9 | 5,1 | 5,3 | 5,6 |
| +50 bb | 4,4 | 4,6 | 4,8 | 5,0 | 5,2 |
| +100 bb | 4,1 | 4,3 | 4,5 | 4,7 | 4,9 |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **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.
- **Konkurence.** CME je dominantním subjektem na svých trzích, ale aktivity konkurence mohou vést ke zvýšení nákladů na tvorbu programů. Reklama se také může postupně přesouvat z televizních obrazovek na internet.
- **Úrokové riziko.** Společnost má vysoké zadlužení a nárůst úrokových sazeb by přinesl významné navýšení nákladů a negativně by tak ovlivnil ziskovost a tvorbu cash flow společnosti a měl negativní vliv na ohodnocení akcie.

Finanční údaje CME

| mil. USD | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020f | 2021f | 2022f | 2023f |
|------------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| OCENĚNÍ | | | | | | | | |
| P/E (x) | -3,4 | 19,7 | 6,2 | 9,8 | 8,6 | 7,9 | 7,0 | 6,4 |
| Price/cash flow (x) | -8,0 | 10,5 | 9,0 | 9,2 | 11,0 | 12,9 | 13,6 | 15,0 |
| Price/volný cash flow (x) | 4,1 | 9,7 | 7,9 | 7,3 | 7,7 | 6,8 | 6,6 | 5,9 |
| Price/účetní hodnota (x) | -5,8 | -169,0 | 4,3 | 3,4 | 2,9 | 2,6 | 2,4 | 2,3 |
| EV/výnosy (x) | -0,7 | -0,2 | 0,3 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,7 |
| EV/EBITDA (x) | 11,5 | 11,6 | 7,9 | 8,2 | 7,5 | 7,0 | 6,4 | 6,0 |
| ÚDAJE NA AKCII (USD) | | | | | | | | |
| EPS | -0,7 | 0,2 | 0,6 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,8 |
| Cash flow | -0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,3 |
| Vlastní kapitál (book value) | -0,4 | 0,0 | 0,9 | 1,5 | 1,7 | 1,9 | 2,1 | 2,2 |
| Hrubá dividendy | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,18 | 0,21 | 0,23 | 0,25 | 0,28 |
| VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT | | | | | | | | |
| Tržby | 583 | 643 | 704 | 743 | 791 | 835 | 905 | 964 |
| Celkové náklady | -477 | -503 | -526 | -547 | -578 | -607 | -654 | -693 |
| OIBDA | 142 | 180 | 223 | 236 | 253 | 268 | 291 | 311 |
| Provozní zisk | 106 | 140 | 178 | 196 | 213 | 229 | 251 | 271 |
| Depreciace a amortizace | -36 | -40 | -42 | -40 | -40 | -39 | -40 | -40 |
| Zisk před zdaněním | -173 | 74 | 125 | 169 | 190 | 207 | 230 | 250 |
| Čistý zisk | -181 | 49 | 158 | 132 | 150 | 164 | 184 | 201 |
| VÝKAZ CASH FLOW | | | | | | | | |
| OIBDA | 142 | 180 | 223 | 236 | 253 | 268 | 291 | 311 |
| Změna provozního kapitálu | 42 | -29 | -45 | 4 | -18 | -6 | -17 | -12 |
| Jiné provozní CF | -431 | -311 | -362 | -343 | -392 | -424 | -462 | -495 |
| Provozní CF | -77 | 93 | 109 | 140 | 117 | 100 | 95 | 86 |
| Investiční CF | -27 | -28 | -25 | -26 | -27 | -28 | -30 | -31 |
| CF z finančních aktivit | 88 | -58 | -182 | -169 | -82 | -88 | -57 | -64 |
| Čistá změna hotovosti | -18 | 18 | 3 | -54 | 8 | -16 | 7 | -10 |
| ROZVAHA | | | | | | | | |
| Celková aktiva | 1 391 | 1 628 | 1 488 | 1 515 | 1 532 | 1 569 | 1 629 | 1 677 |
| Dlouhodobá aktiva | 1 050 | 1 207 | 1 114 | 1 171 | 1 167 | 1 200 | 1 227 | 1 261 |
| Oběžná aktiva | 340 | 421 | 374 | 343 | 365 | 369 | 403 | 417 |
| Vlastní kapitál | -107 | -6 | 229 | 382 | 439 | 487 | 534 | 561 |
| Dlouhodobé závazky | 1 071 | 1 182 | 850 | 690 | 647 | 615 | 613 | 614 |
| Krátkodobé závazky | 172 | 187 | 140 | 165 | 163 | 176 | 185 | 197 |
| Čisté zadlužení | -1 015 | -1 106 | -765 | -650 | -607 | -587 | -580 | -590 |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční údaje CME

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020f | 2021f | 2022f | 2023f |
|----------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ZISKOVOST | | | | | | | | |
| ROE (%) | n/a | n/a | 141,0 | 43,2 | 36,9 | 35,6 | 35,4 | 35,8 |
| ROA (%) | -12,8 | 3,3 | 10,1 | 8,7 | 9,9 | 10,7 | 11,6 | 12,2 |
| MARŽE | | | | | | | | |
| OIBDA marže (%) | 24,3 | 28,0 | 31,6 | 31,8 | 32,0 | 32,1 | 32,2 | 32,4 |
| Provozní marže (%) | 18,1 | 21,8 | 25,2 | 26,3 | 26,9 | 27,5 | 27,8 | 28,2 |
| Čistá marže (%) | -31,0 | 7,7 | 22,4 | 17,7 | 19,0 | 19,8 | 20,4 | 21,0 |
| DYNAMIKA RŮSTU | | | | | | | | |
| Tržby (%) | -3,8 | 10,3 | 9,5 | 4,7 | 7,6 | 6,8 | 8,3 | 7,1 |
| Celkové náklady (%) | -6,7 | 5,4 | 4,6 | 3,2 | 6,6 | 6,0 | 7,8 | 6,5 |
| OIBDA (%) | 15,3 | 27,0 | 23,9 | 5,2 | 8,2 | 7,2 | 8,6 | 7,8 |
| Vykázaný čistý zisk (%) | 56,3 | -127,4 | 218,9 | -17,2 | 15,1 | 11,3 | 11,8 | 10,1 |
| FINANCOVÁNÍ | | | | | | | | |
| Čistý dluh / OIBDA (x) | 7,2 | 6,2 | 3,4 | 2,8 | 2,4 | 2,1 | 1,9 | 1,8 |
| Čistý dluh / vlastní kapitál (x) | -9,5 | -191,6 | 3,3 | 1,7 | 1,4 | 1,2 | 1,0 | 1,0 |
| Aktiva / vlastní kapitál (x) | -13,1 | -282,2 | 6,5 | 4,0 | 3,5 | 3,2 | 3,0 | 2,9 |
| Úrokové krytí (x) | 1,1 | 2,2 | 4,5 | 9,0 | 11,7 | 13,2 | 14,8 | 15,9 |

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

Monika Junické
 (420) 222 008 509
 monika_junicke@kb.cz

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

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

Jiří Kostka
 (420) 222 008 560
 jiri_kostka@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Hlavní ekonom SG Poland
Jaroslav Janecki
 (48) 225 284 162
 jaroslav.janecki@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank
Evgeny Koshelev
 (7) 495 725 5637
 evgeny.koshelev@rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG
Florian Libcor
 (40) 213 016 869
 florian.libcor@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

Akciovní analytik
Laura Simion, CFA
 (40) 213 014 370
 laura.simion@brd.ro

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky
Klaus Baader
 (852) 2166 4095
 klaus.baader@sgcib.com

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

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

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

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

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

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

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

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

Čína
Wei Yao
 (33) 1 57 29 69 60
 wei.yao@sgcib.com

Japonsko
Takuji Aida
 (81) 3-6777-8063
 takuji.aida@sgcib.com

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

Korea
Suktae Oh
 (82) 2195 7430
 suktae.oh@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
Guy Stear
 (33) 1 41 13 63 99
 guy.stear@sgcib.com

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

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

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

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

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

Vedoucí strategie sazeb pro Evropu
Ciaran O'Hagan
 (33) 1 42 13 58 60
 ciaran.ohagan@sgcib.com

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

Vedoucí strategie sazeb pro USA
Subadra Rajappa
 (1) 212 278 5241
 subadra.rajappa@sgcib.com

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

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

Kevin Ferret
 (44) 20 7676 7073
 kevin.ferret@sgcib.com

Měnové kurzy
Kit Juckes
 (44) 20 7676 7972
 kit.juckes@sgcib.com

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

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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů
Jason Daw
 (65) 6326 7890
 jason.daw@sgcib.com

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

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

Kiyong Seong
 (852) 2166 4658
 kiyong.seong@sgcib.com

Marek Drimal
 (44) 20 7550 2395
 marek.drimal@sgcib.com

Bertrand Delgado
 +1 212 278 6918
 bertrand.delgado-calderon@sgcib.com

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, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. 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 vyplývajícimu 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. 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>

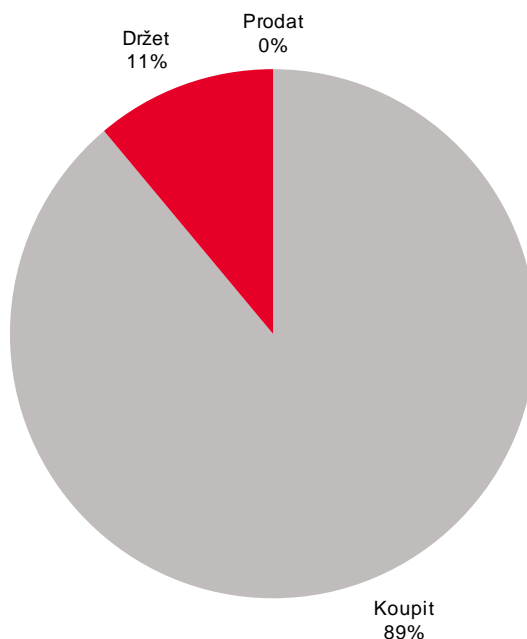
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 zohledňuje také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v období 3-6 měsíců po vydání doporučení. Cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou tak nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců následujících po období prvních 3-6 měsíců od vydání doporučení. 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 (9 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Doporučení KB Equity Research pro 12měsíční horizont

KOUPIT: odhadovaný celkový výnos ve výši 15 % a více v horizontu následujících 12 měsíců

DRŽET: odhadovaný celkový výnos ve výši 0 až 15 % v horizontu následujících 12 měsíců

PRODAT: odhadovaný celkový výnos nižší než 0 % v horizontu následujících 12 měsíců

Celkový výnos pro akcionáře znamená odhad cenového zhodnocení akcie plus všechny odhadované peněžní dividendy včetně příjmů z mimořádných dividend vyplacených v následujících 12 měsících. Konkrétní doporučení je určeno podle odhadovaného celkového výnosu uvedeného výše v čase zahájení pokrývání akcie nebo změny doporučení. V mezičase může dojít k cenovým pohybům či jiným situacím na trzích, které mohou implikovat jiné doporučení. Takové mezitímní odchylky od původního doporučení jsou možné, ale jsou předmětem revize KB Equity Research.

Přehled doporučení vydaných KB a vztahy s jednotlivými emitenty

| | Avast | CME | ČEZ | Fortuna | Kofola | MONETA Money Bank | O2 CR | PFNon- wovens | Philip Morris CR | Vienna Insurance |
|------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|-----------|------------|-----------|-------------------------|------------|------------------|---------------------|---------------------|
| Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů | | | | | | | | | | |
| Doporučení | koupit | koupit | koupit | konec | koupit | koupit | koupit | držet | koupit | koupit |
| Cílová cena | GBP 342 | USD 5,2 | CZK 620 | pokrývání | CZK 484 | CZK 97 | CZK 298 | CZK 924 | CZK 18308 | EUR 27 |
| Datum | 15.6.2018 | 28.3.2019 | 11.6.2018 | 9.5.2018 | 26.9.2018 | 7.3.2019 | 12.12.2018 | 26.10.2018 | 3.12.2018 | 11.9.2018 |
| Cena v den publikace | GBP 214 | USD 3,8 | CZK 557 | CZK 206 | CZK 282 | CZK 79,9 | CZK 239 | CZK 888 | CZK 14800 | EUR 23,2 |
| Investiční horizont | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců |
| Autor | J. Kostka | J. Kostka | M. Frayer | J. Kostka | J. Kostka | M. Frayer | M. Frayer | M. Frayer | J. Kostka | M. Frayer |
| Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně) | | | | | | | | | | |
| Doporučení | | koupit | koupit | prodat | | koupit | držet | v revizi | koupit | koupit |
| Cílová cena | | USD 5 | CZK 542 | CZK 198 | | CZK 93 | CZK 270 | v revizi | CZK 17546 | EUR 26 |
| Datum | | 27.7.2017 | 20.9.2017 | 4.1.2018 | | 6.3.2018 | 18.9.2017 | 17.5.2018 | 22.8.2017 | 3.3.2017 |
| Doporučení | | koupit | držet | koupit | | koupit | držet | prodat | držet | |
| Cílová cena | | USD 4,2 | CZK 448 | CZK 198 | | CZK 90 | CZK 267 | CZK 876 | CZK 13500 | |
| Datum | | 27.4.2017 | 14.9.2016 | 30.11.2017 | | 17.8.2017 | 31.1.2017 | 13.9.2017 | 25.5.2017 | |
| Doporučení | | koupit | koupit | v revizi | | koupit | koupit | prodat | koupit | |
| Cílová cena | | USD 3,7 | CZK 420 | v revizi | | CZK 95 | CZK 267 | CZK 876 | CZK 13500 | |
| Datum | | 10.3.2017 | 12.2.2016 | 9.11.2017 | | 9.6.2017 | 9.12.2016 | 13.9.2017 | 13.6.2016 | |
| Doporučení | | | | držet | | | držet | držet | | |
| Cílová cena | | | | CZK 128 | | | CZK 260 | CZK 876 | | |
| Datum | | | | 12.6.2017 | | | 22.3.2016 | 19.4.2017 | | |
| Metody ocenění | DFCF | DFCF | DFCF | DFCF | DFCF | DFCF DDM ERM | DFCF DDM | DFCF | DDM | DDM ERM |
| Četnost doporučení | 2x ročně | 2x ročně | 2x ročně | 2x ročně | 2x ročně | 2x ročně | 2x ročně | 2x ročně | 2x ročně | 2x ročně |
| Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5% | ne | 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 | ne |
| Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 % | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne |
| Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 % | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne |
| Významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi | ne | 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 | 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 | ne |
| KB market making pro tituly příslušného emitenta | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne |

Pozn.: DFCF – Model diskontovaného volného cash flow, DDM – Dividendový diskontní model, ERM – Excess return model

* Autor investičního doporučení vlastní 635 ks akcií emitenta Moneta Money Bank. Autor není oprávněn nabývat další akcie žádného emitenta zde uvedeného.

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Do uvedeného přehledu nezahrnujeme naše jednorázová krátkodobá doporučení založená na analýzách Sociétés Générale.