

| Média | Aktualizace | Česká republika |

## CME

## Výrazné snížení zadlužení podporuje výhled na výplatu dividendy

## Koupit

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

## Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

## Typ investice

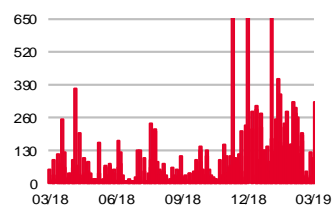
Cyklické odvětví

## 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	
52týdenní rozmezí	62 - 92
Tržní kap. (mld. CZK)	22,3
Tržní kap. (mil. GBP)	966
Volně obchod. (%)	44
<b>Výkon (%)</b>	<b>1m 3m 12m</b>
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/CME_4Q18resCZ)
<http://bit.ly/CMEFlash201902CZ>

SOCIÉTÉ  
GENERALE  
GROUP



**Jiří Kostka**  
(420) 222 008 560  
jiri\_kostka@kb.cz

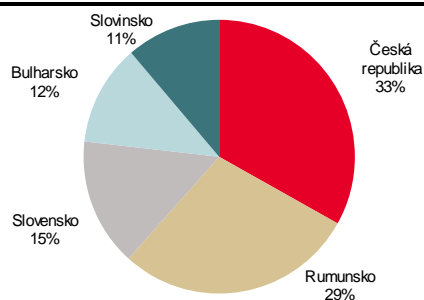
## Obsah

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

## Základní přehled o společnosti

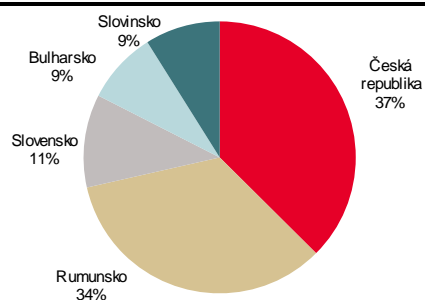
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>Společnost CME patří k hlavním mediálním lídrům na trzích, kde působí</li> <li>Diverzifikace geografické působnosti (Česko, Slovensko, Rumunsko, Bulharsko a Slovinsko)</li> <li>Několik let rostoucí ziskové marže</li> <li>Produkování vlastního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

Tržby podle segmentů (2018)



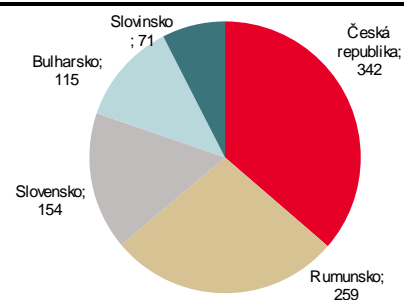
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

OIBDA podle segmentů (2018)



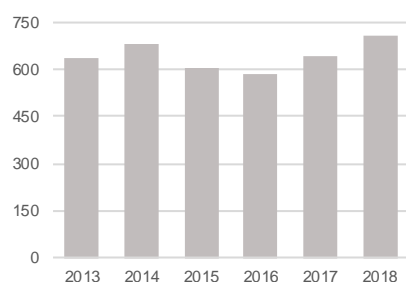
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

Velikost TV reklamního trhu (mil. USD)



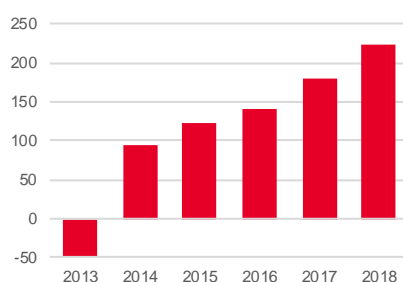
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

Historický vývoj tržeb (mil. USD)



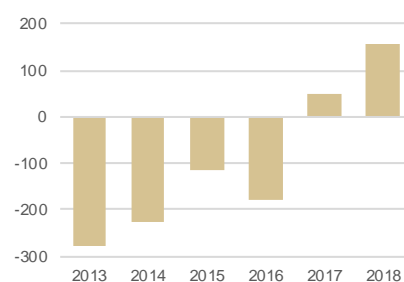
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

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

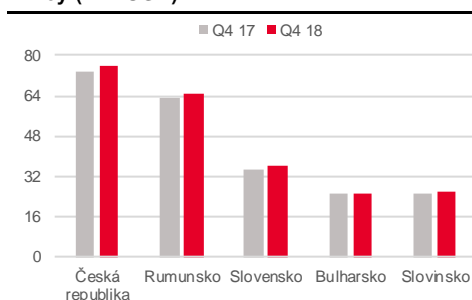
mil. USD	Q4 17	Q4 18	změna
Tržby	221,3	228,3	3,2 %
OIBDA	76,4	90,7	18,7 %
Provozní zisk	65,5	80,8	23,3 %
Čistý zisk	40,8	56,0	37,2 %

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 %.

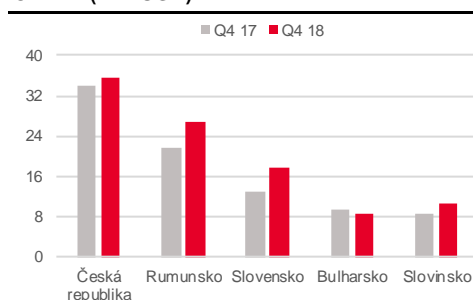
Tržby nejvíce zvýšil český segment, kde došlo k meziročnímu růstu o 3,3 % (75,9 mil. USD), následovaný Slovenskem, kde tržby vzrostly o 5,4 % (36,2 mil. USD). Celkově byl však růst tržeb ve čtvrtém kvartálu pomalejší než námi očekávaných 7,1 %. Největší podíl na tvorbě OIBDA má Česká republika, a to 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 %

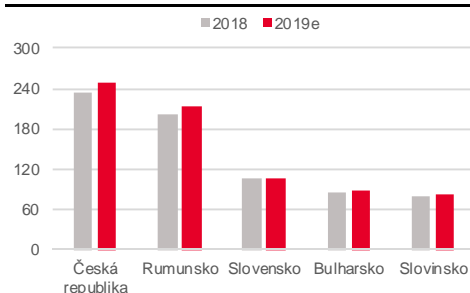
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

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.

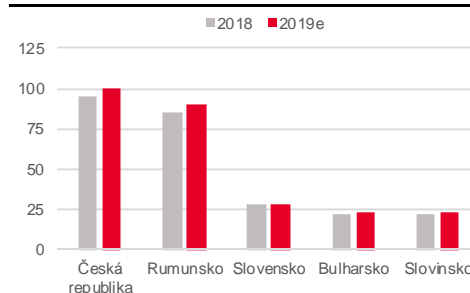
Očekávaný pokles čistého zisku o 17,2 % na 130,6 mil. USD je způsoben především proběhlou divesticí segmentu Chorvatsko v loňském roce, což vedlo k jednorázovému navýšení zisku. Společnost původně plánovala prodat i slovinskou část byznysu, ale vzhledem k potížím s udělením souhlasu tamním antimonopolním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

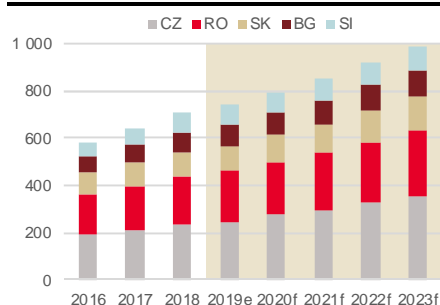
**Očekáváme postupné zlepšování výsledků hospodaření CME z důvodu konvergence výdajů na televizní reklamu v zemích střední a východní Evropy k západní Evropě.**

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

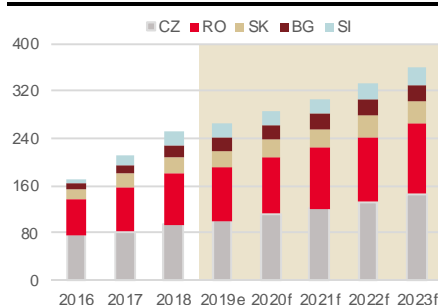
relativně vyrovnanou marží na úrovni 40 %. Dlouhodobě odhadujeme, že konsolidovaná OIBDA marže CME by se mohla pohybovat kolem 32% hladiny.

Tržby po segmentech (mil. USD)



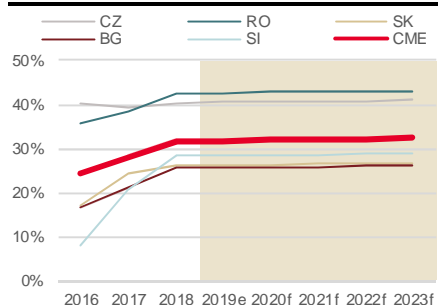
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

OIBDA po segmentech (mil. USD)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

OIBDA marže po segmentech (%)



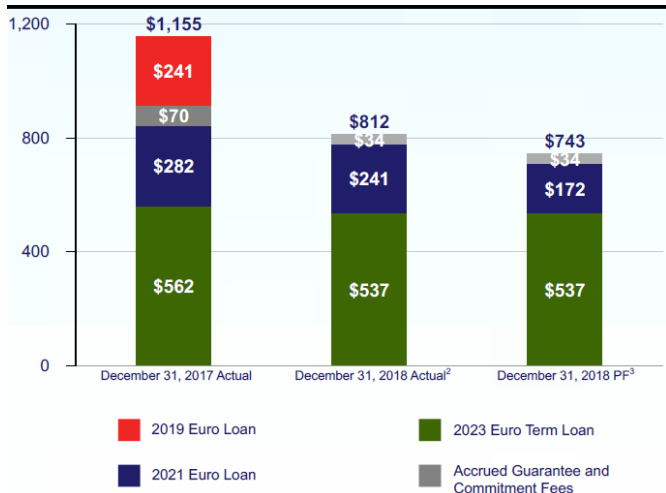
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, CME

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

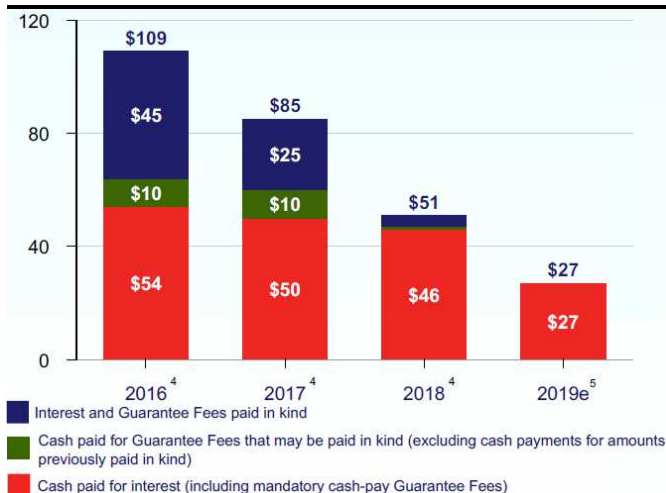
Téma vysokého zadlužení a díky tomu absence dividendové politiky rezonuje u CME již delší dobu. V loňském roce se však společnost razantně pustila do svého cíle na snížení vysokého zadlužení. Jak ukazuje i graf níže, tak **výše hrubého dluhu meziročně klesla o 343 mil. USD**. K mimořádným splátkám dluhu 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)

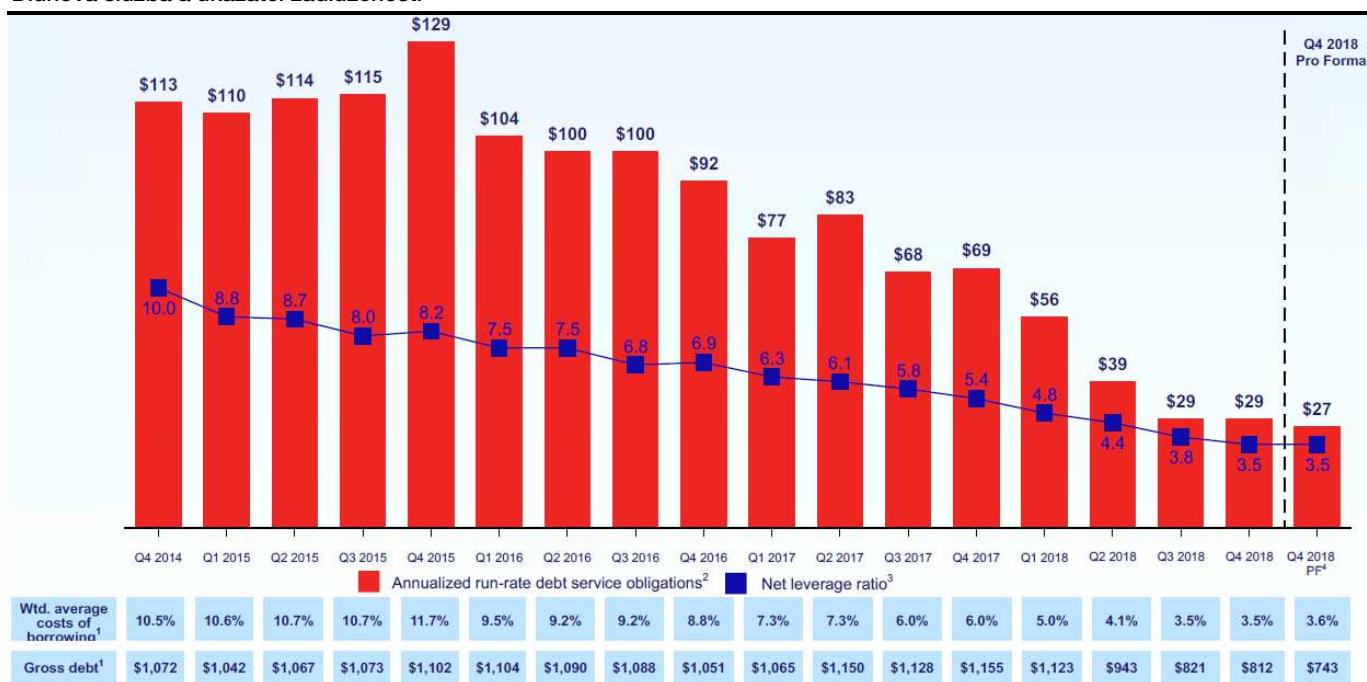


Zdroj: CME

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.
<b>Central European Media Enterprise</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>19,7</b>	<b>6,2</b>	<b>9,8</b>	<b>7,9</b>	<b>8,2</b>	<b>7,5</b>	<b>3,3</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>
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		
<b>Medián srovnávací skupiny</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>12,2</b>	<b>11,8</b>	<b>11,2</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>3,8</b>	<b>20,8</b>	<b>5,8</b>		
<b>STOXX Europe 600 Media Price E</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>19,9</b>	<b>15,5</b>	<b>14,4</b>	<b>10,4</b>	<b>10,0</b>	<b>9,5</b>	<b>4,6</b>	<b>14,1</b>	<b>n/a</b>		
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. Damodarana<sup>1</sup> 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 Générale<sup>2</sup> 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 %).

<sup>1</sup> Zdrojem je webová adresa – [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

<sup>2</sup> 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
<b>Vážené náklady kapitálu</b>	<b>6,9 %</b>	<b>7,4 %</b>	<b>8,0 %</b>	<b>14,0 %</b>	<b>14,1 %</b>
Naklady 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 %
<b>Diskontované FCFF</b>					
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				
<b>Fair value na akcii (USD)</b>	<b>5,1</b>				
Sektorová atraktivita	0,0 %				
Atraktivita společnosti	0,0 %				
Spekulativní potenciál	2,0 %				
<b>Cílová cena na akcii (USD)</b>	<b>5,2</b>				

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**

<b>Fair value na akcii</b>	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
<b>OCENĚNÍ</b>								
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
<b>ÚDAJE NA AKCII (USD)</b>								
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
<b>VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT</b>								
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
<b>VÝKAZ CASH FLOW</b>								
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
<b>ROZVAHA</b>								
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
<b>ZISKOVOST</b>								
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
<b>MARŽE</b>								
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
<b>DYNAMIKA RŮSTU</b>								
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
<b>FINANCOVÁNÍ</b>								
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 případech, 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>



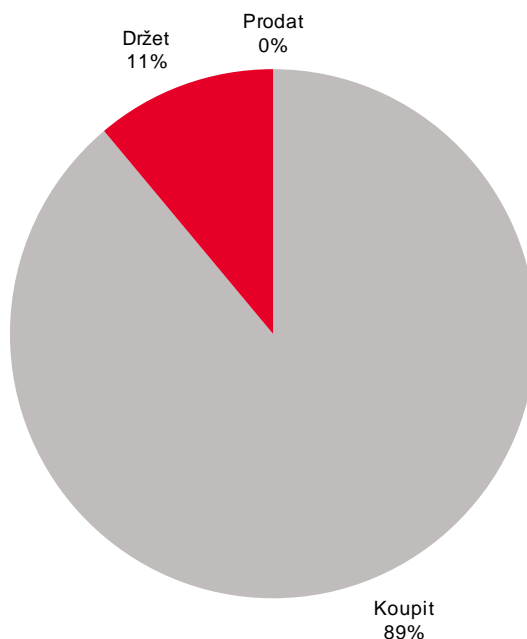
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 premie 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
<b>Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů</b>										
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
<b>Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)</b>										
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
<b>Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty</b>										
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.