

8.4.2008

New World Resources

Těžba uhlí

Nové doporučení: KOUPIIT (BUY)

Předchozí doporučení: KOUPIIT (BUY)

Cílová cena CZK: 110 CZK

Předchozí cílová cena CZK: 337 CZK

Target price GBp: 375 GBp

Prior target price GBp: 1040 GBp

Aktuální tržní cena: 74 CZK

Vývoj akcií NWR od vstupu na burzu



Zdroj: Bloomberg

Základní informace

Data ke dni: 7.4.2009

Cena akcie: 74 CZK

Počet vydaných akcií: 263,7 mil. ks

Tržní kapitalizace: 19,6 mld. CZK

Tržní kapitalizace: 740 mil. EUR

52-week max: 624 CZK

52-week min: 59 CZK

Průměrný denní objem ve SPAD: 209 mil. CZK

Nejbližší hospodářské výsledky: 19.5.2009

Sídlo firmy:

Fred. Roeskestraat 123, 3rd floor

1076 EE Amsterdam

The Netherlands

Struktura akcionářů:

RPG Industries (63,8%)

Free Float (36,2%)

website: www.newworldresources.eu

ISIN: NL0006282204

WKN: A0MX0A

Bloomberg: NWR CP, NWR LN

Reuters: NWRSp.PR

(v mil. EUR)	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Sales	1367,1	2041,1	1584,1	1518,4	1678,0
EBITDA	372,5	699,0	351,4	310,2	380,6
Net Income	196,5	351,6	97,9	64,8	105,1
Earnings per share	0,74	1,33	0,37	0,25	0,40
Dividend per share	N.A.	0,46	0,15	0,11	0,18
Dividend yield	N.A.	N.A.	16,5%	5,3%	4,0%
ROaE	23,8%	68,5%	14,4%	8,9%	13,6%
P/E	3,7	2,1	7,5	11,3	7,0
EV/EBITDA	2,0	1,1	2,1	2,4	1,9
P/BV	1,9	1,1	1,0	1,0	0,9

- Ekonomická krize od říjnového vydání naší poslední revize cílové ceny NWR nabrala na mimořádné intenzitě. Výrazný útlum evropského ocelářského průmyslu v posledních měsících značně změnil rozložení sil na trhu s koksárenským uhlím a koksem ve střední Evropě. Několik let trvající převis poptávky nad nabídkou je minulostí, což se pochopitelně projevilo ve vyjednáváních mezi NWR a klíčovými zákazníky o cenách a objemech uhlí pro letošní rok. NWR **pro letošní rok očekává těžbu ve výši 12,1 mil. tun (-5% y/y). Předpokládáme, že odhad objemu těžby může být během roku dále snížen.**
- U energetického uhlí došlo k nečekanému nárůstu ceny z 69 na 79 EUR za tunu, důležitější koksárenské uhlí bylo prozatím nasmlouváno za 91,5 EUR vs. 137 EUR za tunu v roce 2008 a koks za 230 EUR za tunu vs. loňských 302 EUR. Podle očekávání vzrostl podíl kratších (kvartálních) cenových kontraktů, letošní průměrné ceny všech druhů uhlí i koksu se tak mohou v závislosti na měnících se ekonomických podmínkách ještě podstatně měnit.
- Hospodářské výsledky** za čtvrtý kvartál a celý rok 2008 nepřinesly zásadní překvapení, čistý zisk na akcii dosáhl za celý rok 1,33 EUR, dividendy 0,46 EUR. To představuje 35% výplatní poměr, což je sice nižší než avizovaný 50% výplatní poměr, nicméně ten je definován jako průměrný v rámci ekonomického cyklu, jinými slovy v současné ekonomické krizi musíme počítat s nižším dividendovým výplatním poměrem.
- Ekonomická krize ovlivnila také avizovanou koupi podílu v ukrajinské společnosti **Ferrexpo**. Ten měl být převeden od mateřské RPGI na NWR, nicméně po vlně nevole ze strany menšinových akcionářů, kteří pochopitelně nebyli ochotni zaplatit za tento podíl cenu vyjednanou na podzim 2008, se management NWR rozhodl hlasování o této akvizici zrušit.
- Vzhledem k tomu, že NWR v současné době čeká na výsledky studie proveditelnosti pro důl Debiensko v Polsku a podle našeho názoru existuje nezanedbatelná pravděpodobnost, že celý projekt bude pozastaven, **aktuální ocenění jsme postavili na číslech bez dolu Debiensko.**
- Letošní a příští rok budou pro NWR velmi obtížné a pokles cen a částečně i těžby se negativně projeví na ziscích společnosti. Pro letošní rok očekáváme **pokles čistého zisku na 98 mil. EUR (-72% y/y).**
- Na základě výše zmíněných faktorů jsme provedli ocenění společnosti NWR modelem diskontovaných peněžních toků (FCFE) a v souladu s jeho závěry snižujeme cílovou cenu pro akcie společnosti NWR na **110 CZK (375 GBp)**. Vzhledem k tomu, že tato cílová cena převyšuje aktuální tržní cenu akcií NWR o 49%, ponecháváme investiční doporučení na stupni „**koupit**“.

HOSPODÁŘSKÉ VÝSLEDKY ZA ROK 2008

Společnost New World Resources má za sebou první celoroční hospodářské výsledky jako firma, jejíž akcie jsou kótovány na burzách. Samotné hospodářské výsledky společnosti za 4q2008 a celý rok 2008, které byly zveřejněny 24.2.2009, mnoho překvapení investorům nepřinesly. Až na tržby prakticky přesně dosáhly našeho očekávání (viz tabulka níže). U tržeb došlo k jediné odchylce, když my i trh jsme očekávali vyšší tržby v posledních třech měsících roku. Důvodem je především nižší než očekávaný objem těžby a prodeje uhlí, kde čisté prodeje dosáhly za celý rok 11,4 mil. tun (ve srovnání s námi očekávanými 11,6 mil. t), celková těžba dosáhla 12,66 mil. tun ve srovnání s námi očekávanými 12,68 mil. tunami. Průměrné ceny za rok 2008 již poslední kvartál příliš neovlivnil, průměrná cena koksárenského uhlí dosáhla 137 EUR (očekávání 135 EUR, meziročně +55%), cena energetického uhlí 69 EUR (očekávání 67 EUR) a cena koksu 302 EUR (očekávání 305 EUR). Celkově tak tržby za 4q2008 dosáhly 489 mil. EUR, což představuje meziroční nárůst o 23,7%, za celý rok 2008 dosáhly tržby 2,04 mld. EUR.

Hospodářské výsledky NWR a srovnání s tržním očekáváním

mil. EUR	4Q2008e		Tržní		4Q2007	y/y
	4Q2008	CYRRUS	konsensus			
Tržby	488,6	533,2	533,0	394,9	23,7%	
EBITDA	176,7	177,0	177,0	107,8	63,9%	
EBIT	134,6	135,9	136,0	61,9	117,4%	
Zisk před zdaněním	121,4	119,0	X	96,8	25,4%	
Čistý zisk	92,3	90,2	99,0	87,2	5,8%	
EPS*	0,35	0,34	0,36	0,33	6,1%	

mil. EUR	2008e		Tržní		2007	y/y
	2008	CYRRUS	konsensus			
Tržby	2 041,2	2 085,8	2 086,0	1367,1	49,3%	
EBITDA	699,0	699,3	699,0	373,8	87,0%	
EBIT	530,5	531,8	531,0	207,5	155,7%	
Zisk před zdaněním	472,2	469,8	X	245,4	92,4%	
Čistý zisk	351,7	349,6	356,0	196,5	79,0%	
EPS*	1,33	1,33	1,34	0,75	77,3%	

ZDROJ: NWR, CYRRUS, a.s.

Obr. 1: Hospodářské výsledky skupiny NWR za 4q2008 a FY2008

Nižší tržby v posledním kvartále však nevedly k nižším než očekávaným ziskovým maržím vzhledem k tomu, že i na úrovni provozních nákladů firma vykázala čísla lepší než námi predikovaná, i díky oslabující koruně (většina nákladů je v Kč, NWR účtuje v EUR). spotřeba materiálu a energií dosáhla ve 4q2008 148,6 mil. EUR (naše očekávání 149,0 mil. EUR), což je meziročně o 44,5% více především kvůli nákladům na těžební materiál a elektřinu. Výrazně nižší než očekávané byly personální náklady, které dosáhly v 4q2008 100,7 mil. EUR vs. očekávání 105,9 mil. EUR a na celkových nižších provozních nákladech se projevil také nižší odpisy. Celkově tak provozní náklady dosáhly za celý rok 2008 úrovně 1365 mil. EUR, tedy o 21 mil. EUR méně než jsme očekávali. EBITDA marže dosáhla za celý rok 2008 34,2%, EBIT marže 26,0%, obě hodnoty mírně nad naším očekáváním.

Finanční výsledek byl také o něco lepší než námi očekávaný, konkrétně -13,3 mil. EUR vs. očekávaných -17 mil. EUR (4q2008), což vyústilo v zisk před zdaněním ve výši 121,4 mil. EUR (očekávání 119 mil. EUR). Za celý rok 2008 dosáhl zisk před zdaněním 472,2 mil. EUR, meziročně o 92,4% více. Efektivní sazba daně se dostala za celý rok 2008 na 25,5%, za samotný 4q2008 24,0% (očekávali jsme 24,2%), což vyústilo v čistý zisk za poslední tři měsíce ve výši 92,3 mil. EUR (+5,8% y/y) resp. 351,7 mil. EUR za celý rok 2008 (79% y/y). Ve vyjádření na jednu akcii (EPS) dosáhl zisk za celý rok 2008 1,33 EUR (35,5 Kč), což dává aktuální P/E 2,1x.

DOPAD EKONOMICKÉ RECESE NA CENY UHLÍ

Klíčovým faktorem, který ovlivňuje hodnotu akcií společnosti New World Resources (NWR), je nepochybně cenový vývoj na komoditních trzích. Od naší poslední revize cílové ceny (22.10.2008) se poměry na trzích výrazně zhoršily. Cena ropy pokračovala v propadu a z hodnot kolem 70 USD/bbl se dostala až pod 40 USD/bbl a v současné době se obchoduje na úrovni cca 50 USD/bbl. Cena uhlí (ARA) klesla ve stejném období ze 110 USD/t na 80 USD/t.

Makroekonomické předpoklady modelu							
	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
GDP Czech Republic (growth)	6,0%	3,2%	-1,5%	0,1%	2,2%	3,0%	3,3%
CPI y/y	2,8%	6,3%	1,2%	1,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Brent Crude (USD/bbl)	73	98	50	55	67	74	75
Electricity Base Load (EUR/MWh)	52	70	50	50	52	55	60
CZK/EUR eop	26,62	26,60	26,80	26,50	25,98	25,47	22,50
CZK/EUR avg	27,76	24,25	27,10	26,83	26,31	25,79	22,50
CZK/USD eop	18,08	19,00	20,50	19,80	19,00	18,50	18,00
CZK/USD avg	20,29	17,10	20,80	20,00	19,20	18,50	18,00

ZDROJ: ČSÚ, ČNB, BLOOMBERG, CYRRUS, a.s.

Obr. 2: Makroekonomické předpoklady modelu

Hospodářský útlum se v posledních měsících výrazně rozšířil i do regionu střední a východní Evropy (CEE). Například průmyslová výroba v ČR v listopadu klesla meziročně o 18%, v prosinci o 12,8% a v lednu (poslední známé číslo) dokonce o 23,3%. Meziroční pokles o dvojciferné číslo byl přitom v historii samostatné ČR k vidění pouze jednou, v lednu 1999. Nejen hloubka poklesu, ale také dynamika zhoršování ekonomické situace značně ztěžovala vyjednávání o kontraktech pro rok 2009 mezi NWR a klíčovými odběrateli (ocelárny). Vyjednané podmínky tak byly zveřejněny až při prezentaci celoročních hospodářských výsledků NWR na konci února, přičemž je nutné podotknout, že jednání jsou stále živá a dojednané cenové kontrakty jsou ve značné míře pouze na část roku (to platí především u cenových kontraktů na odběr koksu).

Změna predikce cen uhlí a koksu								
	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Steam coal původní	45	48	67	69	66	70	72	74
Steam coal revize	45	48	69	79	76	80	82	82
Coking coal původní	79	90	131	119	105	120	130	130
Coking coal revize	79	90	137	90	88	98	115	120
Coke původní	144	178	315	300	270	290	325	325
Coke revize	144	178	302	220	210	230	265	280

ZDROJ: NWR, CYRRUS, a.s.

Obr. 3: Změna predikce cen uhlí a koksu NWR

Z výše uvedené tabulky je patrné, že jsme snížili odhad cen uhlí i koksu ve srovnání s předchozí analýzou. U energetického uhlí (steam coal) jsme predikci zvýšili pro letošní rok na 79 EUR/t, což je cena indikovaná NWR a předpokládáme, že se v této výši v průměru udrží po celý rok (u energetického uhlí je doposud nejvyšší podíl již uzavřených cenových kontraktů, konkrétně 77% letošního plánovaného objemu produkce k datu zveřejnění hospodářských výsledků za rok 2008). Pro rok 2010 nicméně počítáme s mírným poklesem ceny vzhledem k pokračujícímu útlumu ekonomiky a tedy i spotřebě elektrické energie v ČR a okolních zemích.

U koksárenského uhlí (coking coal) NWR oznámila, že k datu výsledků zatím uzavřela cenové kontrakty k cca 45% letošního plánované produkce při průměrné ceně 91,5 EUR/t. To je výrazný meziroční pokles (-33% y/y), který ukazuje, jak výrazně je zhoršení ekonomických podmínek v průmyslovém sektoru a jak velká nejistota mezi odběrateli (tedy především velkými ocelárenskými podniky)

přetrvává. Vzhledem k tomu, že výhled české ekonomiky se v posledních týdnech i nadále zhoršoval, předpokládáme, že vyjednávání o dalších cenových kontraktech budou ještě obtížnější. Proto v našem modelu pracujeme s průměrnou cenou koksárenského uhlí pro rok 2009 ve výši 90 EUR/t, tedy méně než 91,5 EUR/t, které zatím NWR indikuje. I u tohoto druhu uhlí očekáváme další mírný pokles ceny pro rok 2010 (na 88 EUR/t) a poté od roku 2011 obrat související s předpokládaným oživením ekonomického růstu v průběhu roku 2010.

Nejsložitější situace panuje na trhu se samotným koksem. Zde se kvůli krizi začal výrazně prosazovat převis nabídky nad poptávkou, což pro NWR znamená prudký pokles cen, snížení produkce a menší jistotu a visibilitu ohledně cen i objemů pro zbytek letošního roku. Převáděno do čísel, NWR oznámilo, že produkce koksu se letos pravděpodobně sníží na 850 tis. tun (-34% y/y), přičemž z tohoto objemu si NWR prozatím smluvně zajistila jen 86%. Z hlediska cen se složitě ekonomické prostředí projevilo v neochotě zákazníků uzavírat dlouhodobější, tj. pololetní či roční kontrakty (jak bylo zvykem v minulých letech) a ceny v průměrné výši 230 EUR (-24% y/y) tak byly prozatím vyjednány pouze na 1Q2009. I zde jsme v naší projekci cen vyšli z předpokladu, že průměrná cena pro rok 2009 bude ještě o něco nižší, konkrétně 220 EUR/t (meziroční pokles o 27%).

PRODUKCE A TRŽBY

Hospodářská recese se projevuje poklesem cen uhlí a koksu, což samozřejmě odráží situaci na trhu, tedy prudký pokles poptávky po oceli a tedy i koksárenském uhlí a koksu. Podle stávajících dlouhodobých rámcových smluv nesmí být meziroční pokles odběru od NWR vyšší než 10%. My jsme před zveřejněním celoročních výsledků očekávali, že NWR oznámí cca 7,5% meziroční pokles očekávané těžby, nakonec je pokles pouze 5% na 12,1 mil. tun uhlí. To považujeme za v rámci možností solidní číslo, nicméně v modelu přesto počítáme s nižší skutečnou těžbou, konkrétně rovných 12,0 mil. tun uhlí. Ekonomické podmínky podle našeho názoru mohou vést k revizi cíle těžby směrem dolů.

Podstatnou změnou s dopadem do tržeb je ovšem také očekávaná změna struktury těžby a s ní spojené podíly jednotlivých druhů uhlí na celkových tržbách. V roce 2008 společnost prodala 11,4 mil. tun uhlí, z čehož 6,3 mil. tun tvořilo koksárenské uhlí a 5,1 mil. tun uhlí energetické. Poměr byl tedy 55:45 ve prospěch dražšího koksárenského uhlí. Tato situace se letos změní ve prospěch energetického uhlí, podle guidance společnosti NWR by se měl letos poměr vyrovnat na 52:48 ve prospěch koksárenského uhlí (z hlediska těžby).

Očekávaná struktura produkce uhlí NWR

	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Coking coal production (mil. t/year)	6,232	6,404	6,849	7,364	8,081
% of total production	52%	53%	56%	59%	61%
Steam coal production (mil. t/year)	5,773	5,692	5,462	5,201	5,254
% of total production	48%	47%	44%	41%	39%
Total production of coal (mil. t/year)	12,005	12,096	12,310	12,564	13,335
Production of coke (mil. t/year)	0,840	0,874	1,005	1,257	1,282

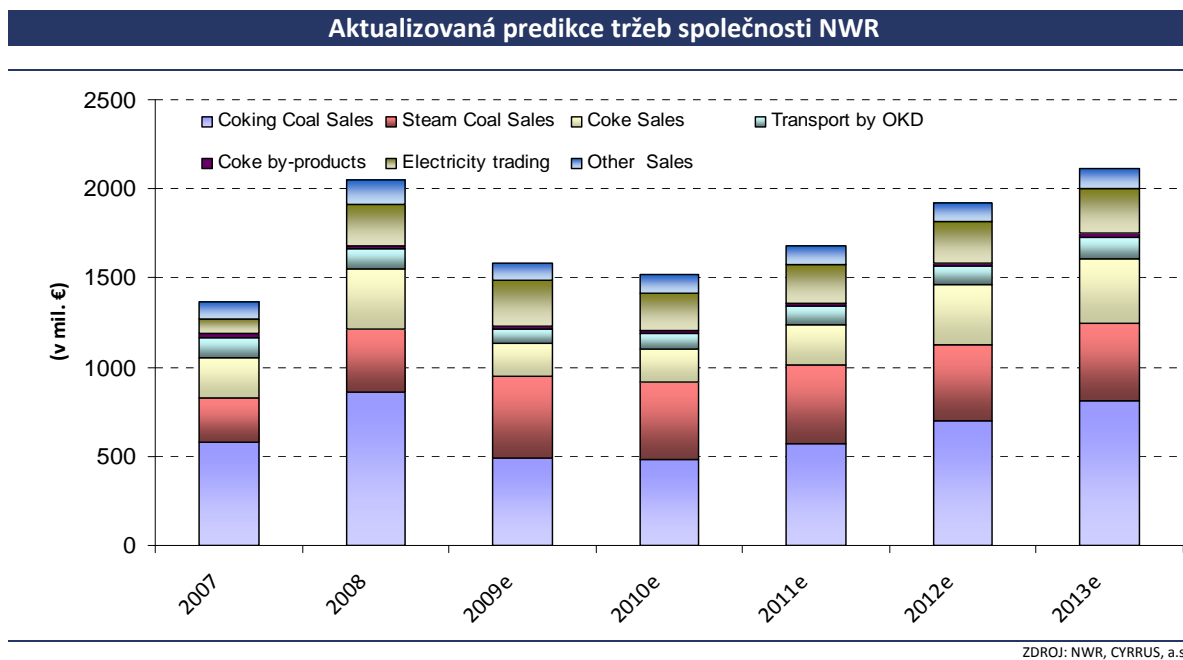
ZDROJ: NWR, CYRRUS, a.s.

Obr. 4: Očekávaná struktura produkce uhlí NWR

Považujeme za logické a správné, aby NWR dočasně zvýšilo podíl energetického uhlí ve své těžbě a prodeji. Poptávka po energetickém uhlí je stabilnější a především se výrazně snížil spread mezi cenou obou druhů uhlí. Zatímco ještě v loňském roce byl tento rozdíl na tunu uhlí 68 EUR, letos se smrskne na pouhých 11 EUR. Vidíme proto jako výhodu využít této situace k dočasnému posílení těžby energetického

uhlí a „uchování si“ koksárenského uhlí na dobu opětovného oživení ekonomické aktivity a tedy i předpokládaného růstu ceny tohoto uhlí.

O produkci koksu jsme se již zmínili v kapitole o cenách, doplníme tedy, že očekáváme letošní produkci koksu ve výši 840 tis. tun (oficiální guidance NWR je 850 tis. tun). Při výše zmíněných předpokladech o vývoji cen a objemu produkce a prodeje predikujeme následující tržby na příští roky:



Obr. 5: Aktualizovaná predikce tržeb společnosti NWR

Z tabulky je patrné, že pro letošní rok očekáváme výrazný propad tržeb, konkrétně z 2,04 mld. EUR na 1,58 mld. EUR (-22,4% y/y) a tento pokles by se kvůli očekávanému dalšímu poklesu cen uhlí v roce 2010 měl ještě mírně prohloubit na 1,5 mld. EUR. V dalších letech predikujeme postupný nárůst tržeb na úroveň 2008, díky rostoucím cenám uhlí a koksu, opětovnému zvyšování objemu. S těžbou v polských dolech v aktualizovaném modelu nepočítáme vzhledem k tomu, že NWR v současné době rozhoduje o budoucnosti tohoto projektu.

TLAK NA MARŽE A ZISKY ČÁSTEČNĚ MÍRNÍ POP 2010

Nižší než dříve očekávané tržby se pochopitelně odrážejí ve zvýšeném tlaku na ziskové marže. Vzhledem k poměrně silné provozní páce, tedy značnému podílu (v krátkém čase) fixních nákladů na celkových provozních nákladech tak dochází k poměrně výraznému snížení ziskových marží. Například EBITDA marže pro letošní rok by měla dosáhnout 22,2% po loňských 34,2%, marže čistého zisku by se měla propadnout ze 17,2% na pouhých 6%.

Celkové provozní náklady předpokládáme o 7,4% nižší než v roce 2008. Nižší těžba se odrazí v poklesu některých nákladových kategorií, především u spotřeby energií a materiálu a servisních nákladů (nižší potřeba kontraktačních pracovníků). Určité úspory přinese i pokrok v úsporném programu POP 2010. V jeho rámci již byla podle údajů prezentovaných managementem firmy při zveřejnění výsledků za rok 2008 dokončena první fáze POP 2010, tedy instalace čtyř nových těžebních zařízení. Ta jsou již v provozu od konce roku 2008 a letos k nim přibudou další (viz další kapitola o CAPEXu).

Predikce provozních nákladů a ziskových marží

<i>mil. EUR</i>	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Material & energy consumption	364,0	579,8	569,2	532,3	549,9	606,8	661,6
Service expenses	306,4	351,8	286,3	299,1	332,5	370,2	424,4
Personnel expenses	355,3	433,7	387,3	396,7	425,0	452,8	498,0
D&A	166,3	168,5	173,7	180,6	191,4	205,9	218,1
Other Operating costs	15,0	10,2	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
TOTAL OPERATING COSTS	1 160,9	1 545,4	1 431,5	1 413,7	1 503,7	1 645,7	1 817,2
EBITDA	372,5	699,0	351,4	310,2	380,6	491,1	522,4
<i>EBITDA margin</i>	<i>27,2%</i>	<i>34,2%</i>	<i>22,2%</i>	<i>20,4%</i>	<i>22,7%</i>	<i>25,6%</i>	<i>24,7%</i>
EBIT	207,5	530,5	177,7	129,7	189,3	285,2	304,3
<i>EBIT margin</i>	<i>15,2%</i>	<i>26,0%</i>	<i>11,2%</i>	<i>8,5%</i>	<i>11,3%</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,4%</i>
Cash costs (EUR/t)	58,5	73,8	70,5	70,9	74,3	81,0	84,4

ZDROJ: NWR, CYRRUS, a.s.

Obr. 6: Predikce provozních nákladů a ziskových marží

Úspory díky nové technice a vývoji u některých nákladových položek by měly letos vyústit v nižší náklady na těžbu (cash mining costs). Sama firma předpokládá, že průměrné cash costs budou letos ve vyjádření na tunu produkce nižší než v roce 2008, kdy dosáhly 74 EUR/t. My v modelu předpokládáme, že díky rychlejšímu než plánovanému postupu POP 2010 by cash costs mohly letos dosáhnout 71 EUR a přibližně na stejné úrovni se udržet i v roce 2010.

Na finanční úrovni předpokládáme relativně stabilní vývoj vzhledem k tomu, že NWR letos nečekají žádné mimořádné povinnosti v oblasti refinancování dluhu. Při čistých finančních nákladech 48 mil. EUR tak očekáváme pro letošní rok čistý zisk pod úrovní 100 mil. EUR, konkrétně 98 mil. EUR (meziroční pokles o 72%).

DIVIDENDOVÝ VÝPLATNÍ POMĚR ZATÍM POD 50%

Společnost NWR má za sebou necelý rok na burze a právě dokončuje svůj první dividendový rok. K dividendě 0,28 EUR na akcii za první polovinu roku 2008 se management firmy rozhodl za druhé pololetí vyplatit 0,18 EUR ze zisku na akcii 0,62 EUR. Dividendový výplatní poměr tedy za 2H2008 dosáhl 29%, za celý rok 2008 potom 35%. Tento výplatní poměr je pod indikovaným cílovým poměrem 50% čistého zisku, nicméně zde je nutné upozornit na to, že NWR cíluje 50% výplatní poměr v rámci hospodářského cyklu, jinými slovy, průměrný dividendový výplatní poměr by měl dosahovat 50% čistého zisku, přičemž v horších časech je nutné počítat s nižším poměrem, naopak v časech dobrých může poměr překonat zmíněnou 50% hranici.

Očekávaný vývoj dividend

<i>EUR</i>	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Očekávaný čistý zisk (mil. EUR)	351,8	97,9	64,8	105,1	175,5	206,5
Očekávaný čistý zisk na akcii (EPS)	1,33	0,37	0,25	0,40	0,67	0,78
Dividendový výplatní poměr	0,35	0,40	0,45	0,45	0,50	0,50
Očekávaná dividend na akcii (DPS)	0,46	0,15	0,11	0,18	0,33	0,39

ZDROJ: NWR, CYRRUS, a.s.

Obr. 7: Očekávaný vývoj dividend

Vzhledem k tomu, v jak složité ekonomické situaci se NWR i celá česká ekonomika nyní nacházejí, je logické, že výplatní poměr v roce 2008 nedosáhl 50% a s největší pravděpodobností jej nedosáhne ani letos. My v našem modelu počítáme se 40% letošním dividendovým výplatním poměrem, který by na základě očekávaného čistého zisku 98 mil. EUR (tedy 0,37 EUR na akcii) měl přinést dividendu ve výši 0,15 EUR na akcii (aktuální dividendový výnos 5,3%).

FINANČNÍ KRIZE A INVESTIČNÍ PROJEKTY NWR

Společnost New World Resources pochopitelně reaguje na současnou nepříznivou situaci na trzích, což se odráží i v jejích investičních rozhodnutích. I kvůli finanční krizi představenstvo ustoupilo od plánovaného převodu podílu v ukrajinské firmě Ferrexpo na NWR a v současné době reviduje své záměry v Polsku (Debiensko). Naopak úsporný a modernizační program POP 2010 není současnou krizí nijak dotčen.

FERREXPO

Velmi podstatná událost byla oznámena během března 2009. Plánovaný převod 25% podílu v ukrajinské společnosti Ferrexpo z mateřské společnosti RPI na NWR byl z rozhodnutí představenstva NWR zrušen (blíže k akvizici viz náš předchozí report: http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF/NWR_UPDATE_1008.pdf). Důvodem byla silná nevole ze strany minoritních akcionářů NWR, která vyplývala ze značného poklesu tržní hodnoty tohoto podílu od října 2008, kdy proběhla akvizice podílu ve Ferrexpu. RPI získalo tento podíl za 126,6 mil. GBP, což znamenalo 86 pencí na akcii. Od té doby ovšem akcie Ferrexpo klesly až ke 22p a i když se následně odrazily a v současné době se obchodují za 62p, stále se jedná o cenu o 28% nižší než akviziční cena.

Ačkoliv jsme toho názoru, že Ferrexpo může být do budoucna zajímavou firmou, již v předešlém reportu jsme vyjádřili názor, že jedním z jeho hlavních přínosů by mělo být „otevření dveří“ na ukrajinský trh, získání kontaktů na něm a příprava na případnou budoucí expanzi NWR na ukrajinský uhelný trh. Z tohoto hlediska je téměř lhostejné, zda bude podíl Ferrexpa nyní ve vlastnictví samotného NWR, nebo jeho mateřské společnosti RPI. Rozhodnutí proto vnímáme pozitivně, protože uklidní minoritní akcionáře a uchrání cash NWR v současných obtížných ekonomických podmínkách. Z vyjádření NWR lze dedukovat, že v budoucnu může k převodu vlastnictví podílu ve Ferrexpu ještě dojít. Tomu nahrává i fakt, že CEO společnosti Ferrexpo, Kostyantyn Zhevago, byl nominován do představenstva NWR. O jeho nominaci se bude hlasovat na řádné valné hromadě 28. dubna 2009.

DEBIENSKO

I z toho, jak se management firmy postavil k akvizici Ferrexpo, lze vyvodit, že na nepříznivé ekonomické prostředí zareagoval změnou strategie, kterou bychom mohli nazvat „vše pro bezproblémové přežití krize“. Podobně jako mnoho jiných firem i NWR za pochodu přehodnocuje svoji investiční politiku, což se může významně dotknout i plánované (a částečně již rozběhlé) expanzi v Polsku. V oblasti Debiensko zatím byly provedeny první zkušební vrty a v současné době se pracuje na studii proveditelnosti, která by měla být dokončena ještě během 1H2009. Někdy v letních měsících proto můžeme očekávat vyjádření managementu NWR k dalšímu postupu (či naopak zastavení) v Debiensku.

Vzhledem k tomu, že aktuální tržní situace podle našeho názoru dává poměrně značný předpoklad, že studie proveditelnosti povede k rozhodnutí managementu NWR dočasně utlumit, přehodnotit či úplně zastavit investiční akce v Debiensku, rozhodli jsme se z aktuálního ocenění očekávaný vliv tohoto dolu na hospodářské výsledky i CAPEX nezapočítávat do ocenění akcií NWR. Jinými slovy, v rámci predikce tržeb, nákladů, zisku a kapitálových výdajů pro první (explicitně plánovanou) fázi modelu FCFE, nepočítáme s tím, že by do roku 2015 naběhla těžba uhlí v Debiensku.

POP 2010

již výše jsme se zmínili o pokračování programu modernizace těžby POP 2010. První fáze programu byla úspěšně dokončena, když byly do konce roku 2008 instalovány čtyři těžební zařízení, v lednu 2009 přibýlo páté. První zkušenosti potvrzují či dokonce převyšují očekávání ohledně zvýšení produktivity. Podle údajů

NWR je průměrná denní produktivita nového zařízení na trojnásobku až čtyřnásobku starého zařízení, čímž se blíží produktivitě například německých dolů.

Současný stav programu modernizace těžby POP 2010

	Longwall mining equipment			Gateroad development equipment	
	Low seam	Mid seam	High seam	Roadheaders	Jumbos and loaders
Phase I					
Karviná	✓ 1 set	✓ 1 set	✓ 1 set	✓ 2 sets	
Darkov			✓ 1 set	✓ 1 set	
Paskov					✓ 2 sets
ČSM		✓ 1 set		✓ 1 set	
Phase II					
Karviná		1 set		✓ 2 sets	
Darkov		1 set		✓ 1 set	
Paskov	1 set				2 sets
ČSM		1 set	1 set	✓ 1 set	

ZDROJ: NWR Annual Report 2009

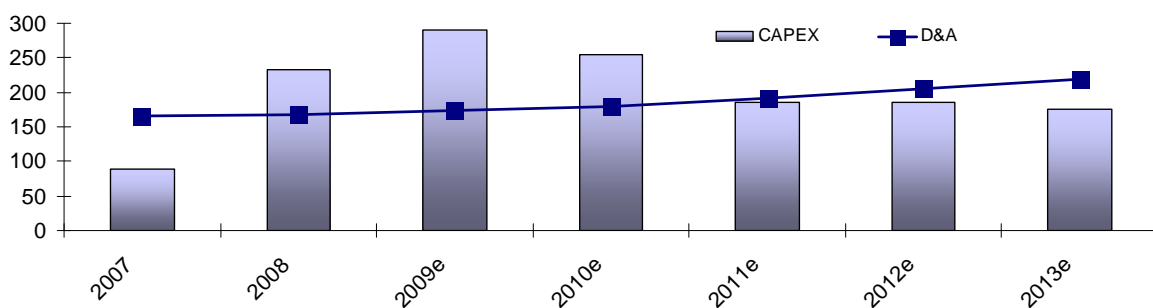
Obr. 8: Současný stav programu modernizace těžby POP 2010

Současný stav a plán na letošní rok jsou patrné z obr. 8 výše. V letošním roce by tedy mělo být instalováno dalších pět těžebních zařízení, čímž by se počet moderních longwalls zvýšil na 10. Nákladové úspory očekáváme částečně již v letošním roce, ve větším však až od roku 2010 dále.

CAPEX

Z hlediska kapitálových výdajů (CAPEX) zbývá v rámci programu POP 2010 dofinancovat 163 mil. EUR, z nichž 116 mil. EUR by mělo případnou na letošní rok. Kromě toho běží i program modernizace výroby koku (COP 2010), kde by kapitálové investice pro letošní rok měly dosáhnout 29 mil. EUR. Celkově společnost NWR letos očekává CAPEX 289 mil. EUR. Tato hodnota se však může na základě operativních rozhodnutí managementu a dalšího vývoje tržní situace měnit, přičemž podle vyjádření NWR lze flexibilně hýbat se všemi položkami CAPEX s výjimkou výdajů na POP 2010 (viz výše) a plánovaných výdajů do zvyšování bezpečnosti těžby. Pro plánovaný CAPEX na rok 2010 a dále je stěžejní další rozhodnutí o polských dolech a vývoj situace na trzích (objemy, ceny...). Jak již bylo řečeno výše, počítáme s tím, že projekt Debiensko bude utlumen či dočasně pozastaven, což se v CAPEX projeví snížením plánovaných výdajů (toto snížení má pozitivní vliv na výslednou hodnotu akcií NWR, což částečně kompenzuje negativní dopad nezapočítání Debienska na výkaz zisků a ztrát).

Očekávaný vývoj kapitálových výdajů a odpisů (v mil. EUR)



ZDROJ: NWR, CYRRUS, a.s.

Obr. 9: Očekávaný vývoj kapitálových výdajů a odpisů

OCENĚNÍ AKCIÍ NEW WORLD RESOURCES

Pro ocenění akcií New World Resources vycházím ze standardního modelu diskontovaných volných peněžních toků (DCF) ve variantě Free Cash-flow to Equity (FCFE). Metodu srovnání poměrových ukazatelů se sektorem, resp. ostatními firmami ze sektoru, použijeme pouze okrajově pro srovnání výstupů obou metod ocenění. Důvodem je to, že celý sektor těžby uhlí nepovažujeme v současné době za správně oceněný, což snižuje vypovídací schopnost metody tržního srovnání pro ocenění akcií NWR.

V důsledku probíhající finanční krize došlo na trzích k růstu averze vůči riziku a s tím spojenému růstu požadovaných rizikových premií. Tuto skutečnost jsme reflektovali v modelu prostřednictvím změn ve výpočtu požadované míry výnosnosti (diskontní sazby). Vstupní parametry nákladů kapitálu jsou uvedeny v následující tabulce:

Vstupní parametry požadované míry výnosnosti		
Risk-free rate	CZ Government Bond 10Y	5,35%
Beta	vs. UKX & PX	1,50
Equity premium	Long-term US equity premium	4,50%
	CZ sovereign default spread	1,40%
	Equity/bond volatility spread	1,50
	Total Equity premium	6,60%
Discount rate	Cost of Equity	15,25%

ZDROJ: Bloomberg, Damodaran, CYRRUS, a.s.

Obr. 10: Vstupní parametry požadované míry výnosnosti (diskontní sazby)

Jako bezrizikovou úrokovou míru jsme tradičně zvolili 10-letý český státní dluhopis, který svojí durací a likviditou podle našeho názoru nejlépe splňuje požadavek na bezrizikový výnos ve vztahu k akciím obchodovaným na pražské burze. Výnos do splatnosti tohoto státního dluhopisu vzrostl ve srovnání s říjnem 2008 (tedy datem poslední revize cílové ceny NWR) o půl procentního bodu.

Riziková premie byla značně navýšena ve srovnání s předchozí analýzou z 5% na 6,6%. K dlouhodobé akciové rizikové premii US trhu 4,5% jsme připočítali spread mezi výnosem českého dluhopisu v USD a US dluhopisem (se stejným ratingem) a vynásobili jej odhadem rozdílu mezi volatilitou akciového a dluhopisového trhu (1,5x viz Damodaran pro emerging markets).

Vzhledem k tomu, že akcie NWR se prozatím na trhu obchodují poměrně krátkou dobu na stanovení klasického koeficientu beta (tradičně odvozujeme od dat za dva roky), tento koeficient jsme aproximovali podle aktuální bety vůči indexům PX resp. FTSE100 a beta koeficientu těžařského sektoru. Na základě výše uvedeného postupu **jsme stanovili požadovanou míru výnosnosti (náklady vlastního kapitálu) ve výši 15,25%.**

Jak již bylo řečeno výše, pro ocenění akcií jsme použili standardní diskontní model DCF. Jedná se o verzi dvoufázového FCFE, přičemž délka první fáze je sedm let, tzn. 2009-2015, následuje druhá fáze, pokračující hodnota (continuing value, CV). Obě fáze jsou diskontovány stejnou požadovanou mírou výnosnosti (viz výše).

Model Free Cash-flow to Equity

mil. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Net Income	97,9	64,8	105,1	175,5	206,5	227,9	240,6
Depreciation	173,7	180,6	191,4	205,9	218,1	231,3	234,9
WC change	94,9	- 10,6	- 8,2	- 3,1	- 2,3	- 0,4	- 0,7
CAPEX	289,5	253,9	186,0	186,3	175,9	184,8	183,5
Principal repayment	55,0	55,0	55,0	312,7	258,0	335,5	350,0
New debt	213,0	89,7	41,3	213,0	118,9	40,0	191,7
FCFE	45,3	36,8	105,0	98,5	112,0	- 20,8	134,4
Discount factor	0,87	0,75	0,65	0,57	0,49	0,43	0,37
Discounted FCFE	204,0	11,7	57,9	52,3	52,8	- 9,2	49,2
1st stage PV	419						
Net Income _{t+1}	267,4						
ROE _t	17,0%						
Cost of Equity	15,3%						
Nominal growth to infinity	4,0%						
Continuing value	1 817						
2st stage PV	673						
Share of 2st stage	62%						
EQUITY VALUE	1 092						
	GBP	CZK	EUR				
Exchange rate to EUR	0,907	26,60	1,00				
No. of common shares	263,7						
EQUITY VALUE PER SHARE	3,75	110	4,14				

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 11: Model Free cash-flow to Equity

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že současná hodnota volných peněžních toků v rámci první fáze modelu (2009-2015) činí 419 mil. EUR. Pro výpočet pokračující hodnoty (CV) vycházíme z očekávaného čistého zisku v roce t+1 (tedy 2016), očekávané rentability vlastního kapitálu v roce t (2015), nákladů kapitálu vypočtených v tabulce na obr. 10 (viz výše) a očekávaného nominálního růstu do nekonečna. Ten jsme stanovili ve výši 4% (1,5% reálný růst, 2,5% inflace), což je nižší tempo růstu než používáme pro celý trh (5%). Jinými slovy, vycházíme z předpokladu nižšího dlouhodobého růstu odvětví těžby uhlí než celé ekonomiky. Na základě výše uvedených předpokladů jsme stanovili čistou současnou hodnotu CV ve výši 673 mil. EUR. Podíl druhé fáze modelu na celkové současné hodnotě 1092 mil. EUR činí 62%.

Na základě v tabulce uvedených směnných kurzů mezi EUR a CZK resp. GBP stanovujeme čistou současnou hodnotu akcií New World Resources na **3,75 GBP** resp. **110 CZK**. Uvedené výpočty doplňujeme analýzou citlivosti na změny vybraných vstupních parametrů modelu, konkrétně na změny diskontní sazby a nominálního růstu do nekonečna:

Analýza citlivosti modelu FCFE na změnu vstupních parametrů

		Return on Equity for continuing value				
		9%	13%	17%	21%	25%
Discount rate	11,3%	145	169	181	189	195
	13,3%	112	129	138	143	147
	15,3%	92	104	110	114	117
	17,3%	77	87	91	94	96
	19,3%	67	74	78	80	82

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Obr. 12: Analýza citlivosti modelu FCFE na změnu vstupních parametrů (v CZK na akcii)

Ocenění společnosti NWR doplňujeme porovnání multiplikátorů s konkurenčními firmami v odvětví. Vzhledem k tomu, že zastáváme názor, že celý sektor těžby uhlí není v současné době správně ohodnocen a neposkytuje tak příliš vhodnou základnu pro srovnání resp. ocenění srovnáním, považujeme tuto metodu v současné situaci na trhu za výhradně doplňkovou bez vlivu na konečnou cílovou cenu a investiční doporučení pro akcie NWR.

Ocenění NWR dle porovnání cenových multiplikátorů

Company	Country	EV/EBITDA 2009e	P/E 2009e	P/BV 2009e	Mcap (EUR) mil. EUR	Weight segments	Weight total
Raspadskaya	RUS	2,89	7,90	0,72	646	5%	3%
Belon	RUS	3,50	10,60	0,74	156	1%	1%
Southern Kuzbass	RUS	2,96	3,50	0,31	326	3%	1%
China Coal Energy	CHINA	3,70	5,90	1,25	2 683	21%	12%
Yanzhou Coal Mining	CHINA	3,90	5,30	1,19	1 274	10%	6%
China Shenhua Energy	CHINA	4,50	7,30	2,00	6 698	52%	29%
PT Tambang Batubara	INDONESIA	2,40	8,00	1,77	1 129	9%	5%
Emerging markets average		3,96	6,85	1,62	12 912	100%	x
Centenial Coal	AUS	4,17	8,20	1,50	388	4%	2%
Coal & Allien Industries	AUS	4,81	7,70	4,10	3 306	33%	14%
MacArthur Coal	AUS	4,98	11,80	1,25	463	5%	2%
Arch Coal	USA	4,76	5,90	1,21	1 575	15%	7%
Consol Energy	USA	6,50	13,00	3,40	3 760	37%	16%
Foundation Coal	USA	4,40	6,50	3,19	547	5%	2%
UK Coal	UK	N.A.	3,90	0,33	130	1%	1%
Developed markets average		5,33	9,47	3,07	10 168	100%	x
Total peers average		4,56	8,00	2,26	23 080	x	100%
New World Resources	CZE	2,12	7,59	1,05			
Premium/discount to EM		-47%	11%	-35%			
Implied NWR value (0% discount to EM)	(CZK)	140	68	116			
NWR implied value per share	(CZK)			108			

ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Obr. 13: Ocenění akcií NWR dle porovnání cenových multiplikátorů

Z porovnání na obr. 13 je evidentní, že akcie New World Resources se v současné době obchodují s diskontem vůči peer group u ukazatelů EV/EBITDA resp. P/BV, při srovnání pouze s těžaři z emerging markets (EM) se akcie NWR obchodují s mírnou premií dle P/E 2009e. Při jednoduchém zprůměrování výsledných implikovaných hodnot akcie NWR (za podmínek 0% diskontu vůči EM a stejných vahách všech tří poměrových ukazatelů, tedy EV/EBITDA 2009e, P/E 2009e a P/BV 2009e) vychází férová cena akcie NWR **108 CZK**. Tento závěr je v souladu s hodnotou podle diskontního modelu FCFE (viz výše). Vzhledem k dynamicky se měnícímu ekonomickému prostředí a podle našeho názoru nepříliš spolehlivým a aktuálním odhadům zisků a vlastního kapitálu u jednotlivých společností dle agentury Bloomberg, považujeme výše uvedenou implikovanou hodnotu jako čistě orientační.

SHRNUTÍ A DOPORUČENÍ

Od naší poslední revize cílové ceny akcií společnosti New World Resources (říjen 2008) se výrazně zhoršila ekonomická situace ve světě i ve střední Evropě. Průmyslová aktivita prožívá bezprecedentní hluboký propad, který Evropa nezažila od druhé světové války. Většina ekonomik nejen na starém kontinentu se již ocitla nebo se letos ocitne v recesi, OECD ve své poslední zprávě předpovídá pro letošní rok 4,3% pokles nejvyspělejších ekonomik. My v této predikci například uvažujeme s 1,5% poklesem HDP České republiky pro letošní rok a meziroční stagnací v roce 2010. Rizika tohoto výhledu přitom vidíme především na spodní straně, tj. možnost ještě hlubšího propadu.

Tyto faktory vedly k dalšímu výraznému snížení cen koksárenského uhlí a koku. Společnost New World Resources letos sníží objem těžby o minimálně 5% a kvůli poklesu cen uhlí jí poklesnou tržby i ziskové marže. Pro letošní rok očekáváme poměrně prudký pokles čistého zisku o 72% y/y na 98 mil. EUR. Přesto jsme přesvědčeni, že firma zůstane v černých číslech i v případě, že by se tržní podmínky dále zhoršily a průměrné ceny uhlí a koku pro letošní rok by nakonec byly nižší než doposud prezentované.

Současné problémy globální a potažmo středoevropské ekonomiky zastihly společnost NWR na vzestupné fázi jejího investičního cyklu. Firma je uprostřed investičního programu POP 2010 (a COP 2010) a na prahu investic do nových dolů v Polsku, v první fázi v oblasti Debiensko. Pokles zisků a ztížený přístup k bankovním úvěrům (resp. dražší emise dluhopisů kvůli vyšším spreadům) vedou většinu firem včetně NWR k přehodnocení své investiční strategie se snahou co nejvíce chránit svoji likvidní pozici.

Není proto žádným překvapením, že NWR v současné době zvažuje, zda a v jaké podobě pokračovat v Debiensku. Studie proveditelnosti, kterou si firma nechala zpracovat u nezávislé specializované společnosti John T. Boyd Company, bude hotova v letních měsících. Na základě výsledků studie NWR rozhodne, zda bude pokračovat v přípravách těžby uhlí podle plánu nebo nikoliv. Mezi další možnosti postupu patří změna postupu a strategie rozvoje tohoto těžebního místa a samozřejmě i případné zastavení investic do doby, než se tržní situace zlepší. Vzhledem k těmto skutečnostem jsme v rámci tohoto ocenění vliv dolu Debiensko na tržby, náklady a částečně investice ignorovali.

Výše uvedené závěry modelu FCFE vedou ke stanovení **nové cílové ceny akcií společnosti New World Resources ve výši 110 CZK resp. 375 GBp**. Tato cílová cena převyšuje aktuální tržní cenu akcií NWR (závěrečný kurz k 7.4.2009) 74 CZK o 49%, proto naše investiční doporučení ponecháváme na stupni „**KOUPIT**“. Krátkodobý výhled ponecháváme na stupni „neutrální“ (viz poslední Měsíční přehled akciového trhu http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF/MESICNI_PREHLED_BREZEN_2009.pdf), což odráží aktuální složitou makroekonomickou situaci a pokračující nervozitu akciového trhu.

ZKRÁCENÉ PRO-FORMA VÝKAZY A UKAZATELE

Pro-forma finanční výkazy a poměrové ukazatele						
INCOME STATEMENT	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
<i>(mil. EUR)</i>						
Sales	1367,1	2041,1	1584,1	1518,4	1678,0	1920,9
Material & Energy	(364,0)	(579,8)	(569,2)	(532,3)	(549,9)	(606,8)
General & Administrative expenses	(306,4)	(351,8)	(286,3)	(299,1)	(332,5)	(370,2)
Personnel Expenses	(335,0)	(433,7)	(387,3)	(396,7)	(425,0)	(452,8)
Other operating Expenses	10,8	0,0	(15,0)	(5,0)	(5,0)	(10,0)
Operating Costs	(1160,9)	(1342,0)	(1431,5)	(1413,7)	(1503,7)	(1645,7)
EBITDA	372,5	699,0	351,4	310,2	380,6	491,1
Depreciation & Amortization	(166,3)	(168,5)	(173,7)	(180,6)	(191,4)	(205,9)
EBIT	207,5	530,5	177,7	129,7	189,3	285,2
Interest Income	13,1	17,7	19,6	17,0	17,8	11,0
Interest Paid	(51,0)	(69,6)	(69,6)	(69,3)	(71,5)	(68,9)
Provisions	0,0	4,2	(3,5)	(2,2)	(0,6)	(2,9)
Other financial expenses	0,0	10,8	(5,5)	(9,0)	(0,3)	(2,3)
Pre-Tax Profit	245,4	472,2	129,7	84,2	134,7	222,2
Taxes	(49,0)	(120,5)	(31,8)	(19,4)	(29,6)	(46,7)
Net Income	196,5	351,6	97,9	64,8	105,1	175,5
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Income after minorities	196,5	351,6	97,9	64,8	105,1	175,5
BALANCE SHEET	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
<i>(mil. EUR)</i>						
Fixed Assets	1049,4	1088,1	1181,8	1253,4	1243,6	1219,7
Total Non-Current Assets	1265,1	1292,8	1387,3	1454,7	1463,4	1457,0
Cash & equivalents	474,2	678,9	530,0	561,0	730,9	548,2
Total Current Assets	767,6	956,7	947,0	943,4	991,0	851,2
Shareholder's equity	377,5	646,3	708,8	744,5	802,3	890,0
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Equity	377,5	646,3	699,7	723,4	802,3	854,0
Total Non-Current Liabilities	1321,9	1256,3	1347,0	1388,4	1350,6	890,9
Total Current Liabilities	333,4	346,9	287,6	286,3	301,5	563,3
Total Liabilities	1655,3	1603,2	1634,6	1674,7	1652,2	1454,2
TOTAL ASSETS	2032,8	2249,5	2334,3	2398,1	2454,4	2308,2
RATIOS & MULTIPLES	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
Earnings per share (CZK)	0,74	1,33	0,37	0,25	0,40	0,67
Payout ratio (x)	N.A.	0,35	0,40	0,45	0,45	0,50
Dividend per share (CZK)	N.A.	0,46	0,15	0,11	0,18	0,33
Dividend yield (%)	N.A.	N.A.	16,3%	5,3%	3,9%	6,4%
ROaE (%)	23,8%	68,5%	14,4%	8,9%	13,6%	20,7%
ROCE (%)	10,5%	29,4%	9,2%	6,7%	9,2%	14,9%
ROaA (%)	9,1%	25,3%	8,0%	5,8%	8,1%	12,2%
EBITDA margin (%)	27,2%	34,2%	22,2%	20,4%	22,7%	25,6%
EBIT margin (%)	15,2%	26,0%	11,2%	8,5%	11,3%	14,8%
Net Income margin (%)	14,4%	17,2%	6,2%	4,3%	6,3%	9,1%
Interest coverage (x)	4,1	7,6	2,6	1,9	2,6	4,1
Current ratio (x)	2,2	3,6	2,8	2,8	3,3	1,5
Net Debt/EBITDA (x)	1,9	0,6	1,9	2,0	1,1	0,7
P/E (x)	3,8	2,1	7,6	11,5	7,1	4,2
EV/EBITDA (x)	2,0	1,1	2,1	2,4	2,0	1,5
P/BV (x)	2,0	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8

ZDROJ: NWR, CYRRUS, a.s.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Analytik	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Analytik	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Analytik	potmesil@cyrrus.cz	Farmacie, development
Ondřej Moravanský	Analytik	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, média

Trading & Sales:

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

Portfolio management:

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

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Karel Potměšil	Praha	potmesil@cyrrus.cz

Výhrada (disclaimer): Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure): Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřeno dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdů mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické zpravodajství je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

BRNO
 Veveří 111 (Platinum)
 616 00 Brno
 Tel.: +420 538 705 711

PRAHA
 Radlická 14, Anděl Park
 150 00 Praha 5, Smíchov
 Tel.: +420 221 592 361