

17.9.2008

### New World Resources

Těžba uhlí

**Nové doporučení: PRODAT (SELL)**

Předchozí doporučení: DRŽET (HOLD)

**Cílová cena CZK: 155 CZK**

Předchozí cílová cena CZK: 95 CZK

**Target price GBp: 543 GBp**

Prior target price GBp: 355 GBp

Aktuální tržní cena: 174 CZK

### Vývoj akcií NWR za posledních 12 měsíců



Zdroj: Bloomberg

### Základní informace

Data ke dni: 16.9.2009

Cena akcie: 174 CZK

Počet vydaných akcií: 264,0 mil. ks

Tržní kapitalizace: 46,0 mld. CZK

Tržní kapitalizace: 1,8 mld. EUR

52-week max: 315 CZK

52-week min: 59 CZK

Průměrný denní objem ve SPAD: 150 mil. CZK

Nejbližší hospodářské výsledky: 18.11.2009

### 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](http://www.newworldresources.eu)

ISIN: NL0006282204

WKN: AOMX0A

Bloomberg: NWR CP, NWR LN

Reuters: NWRSp.PR

(v mil. EUR)	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Sales	1367,1	2041,1	1091,2	1254,0	1376,7
EBITDA	372,5	699,0	190,7	271,3	356,9
Net Income	196,5	351,6	(26,5)	42,4	106,5
EPS (EUR)	0,74	1,31	(0,10)	0,16	0,40
DPS (EUR)	N.A.	0,46	0,00	0,00	0,12
Dividend yield (%)	N.A.	N.A.	6,8%	0,0%	0,0%
ROaE (%)	23,8%	67,6%	-4,4%	7,1%	16,1%
P/E (x)	9,1	5,2	neg	33,0	16,9
EV/EBITDA (x)	6,7	3,6	13,0	9,2	7,0
P/BV (x)	4,8	2,8	3,2	2,9	2,5

Zdroje: NWR, CYRRUS, a.s.

- Černé scénáře vývoje globální a potažmo středoevropské ekonomiky se nepotvrdily, poslední vývoj ukazuje na určitou stabilizaci či dokonce oživení trhu. Po jarních extrémních propadech ocelárenského průmyslu ve střední Evropě došlo v letních měsících k oživení, což se pozitivně projevilo i do poptávky po koksovatelem uhlí a koksu NWR. Společnost díky tomu mj. odložila odstavení koksárny Šverma a připustila možnost vyšší letošní těžby uhlí než bylo původně očekáváno (10,5 mil. tun).
- Rizika v současnosti pozorovaného oživení jsou však stále značná. Nelze ignorovat dočasný pozitivní vliv šrotovného na poptávku po oceli a tedy i koksárenském uhlí. Až poslední měsíce letošního roku a začátek roku 2010 nám ukáží, zda i bez těchto dočasných podpor lze počítat s určitým oživením poptávky. I proto jsme očekávané prodeje zvýšili oproti předchozí analýze pouze mírně.
- Pololetní výsledky hospodaření NWR přinesly ztrátu 41,4 mil. EUR (1 mld. CZK), předpokládáme nicméně, že tato ztráta se ve druhé části roku mírně sníží. V roce 2010 by se hospodaření NWR mělo vyhoupnout lehce do černých čísel, výraznější oživení však očekáváme až od roku 2011. Rizika přitom vidíme stále spíše směrem dolů. Vyšší ceny uhlí díky poptávce v Číně kompenzují vysoké zásoby vytěženého uhlí ve střední Evropě a křehké oživení průmyslu.
- K ocenění akcií NWR jsme použili standardní model DCF. Ve srovnání s předešlou analýzou (květen 2009) jsme o rok posunuli první fázi modelu (nyní 2010-2016), což spolu s mírným navýšením očekávaných prodejů a poklesem průměrných vážených nákladů kapitálu (nižší rizikové přírážky na trhu) vedlo ke **zvýšení 12-měsíční cílové ceny akcií NWR z původních 95 CZK na aktuálních 155 CZK**. Ovšem vzhledem k tomu, že aktuální tržní cena akcií NWR (174 CZK, závěrečná cena k 16/9/2009) je o cca 12% vyšší, zároveň **snížíme naše investiční doporučení pro akcie NWR ze stupně „DRŽET“ na stupeň „PRODAT“**.
- Závěry modelu DCF potvrzuje i analýza srovnáním vybraných multiplikátorů NWR a ostatních firem v odvětví. Akcie NWR se nyní obchodují s výraznou premií vůči sektoru dle EV/EBITDA 2010e i P/E 2010e, přičemž důvody pro takovou premii ocenění nevidíme (v minulosti se akcie NWR obchodovaly spíše s diskontem vůči odvětví).

## HOSPODÁŘSKÉ VÝSLEDKY ZA 1H2009

*Hospodaření NWR za první pololetí v červených číslech*

Všeobecně se očekávalo, že druhé čtvrtletí bude pro NWR nejhorším v rámci celého roku a tento předpoklad byl naplněn. Čistá ztráta za období duben až červen 2009 dosáhla téměř 40 mil. EUR (1 mld. CZK) kvůli výraznému poklesu těžby a vysokému podílu fixních nákladů NWR. Společnost se v souladu s předpoklady k očekávanému vývoji ve druhém pololetí vyjadřuje opatrně, i když připouští určitou stabilizaci až zlepšení tržní situace (především v ocelářském sektoru), což by podle managementu firmy mohlo případně i vyústit ve vyšší než aktuálně plánovanou roční těžbu uhlí (10,5 mil. t). V rámci nutné restrukturalizace a protikrizových opatření se NWR také rozhodla prodat své energetické aktivity, tj. společnosti NWR Energy, NWR Energetika a Czech-Karbon. Vzhledem k této skutečnosti jsou tak veškeré tržby a náklady těchto společností ve výsledcích reportovány jako výsledky z nepokračujících operací. Celkově výsledky hodnotíme jako téměř v souladu s naším očekáváním.

### Hospodářské výsledky New World Resources za 1H2009

<i>(mil. EUR)</i>	1H2009e		Tržní		<i>y/y</i>
	1H2009*	CYRRUS	konsensus	1H2008	
Tržby*	539,0	534,9	526,9	1 037,1	-48,0%
EBITDA*	82,5	81,2	87,0	356,3	-76,9%
Provozní zisk	0,4	0,2	9,8	271,3	-99,9%
Zisk před zdaněním	-37,4	-37,1	n.a.	254,0	n.m.
Čistý zisk	-41,4	-35,0	-25,1	189,1	n.m.
EPS (EUR)	-0,16	-0,13	-0,10	0,71	n.m.

<i>(mil. EUR)</i>	2Q2009e		Tržní		<i>y/y</i>
	2Q2009*	CYRRUS	konsensus	2Q2008	
Tržby	268,7	264,6	256,6	513,1	-47,6%
EBITDA	22,9	21,6	27,4	144,7	-84,2%
Provozní zisk	-19,6	-19,8	-10,2	102,4	n.m.
Zisk před zdaněním	-39,4	-39,1	n.a.	100,0	n.m.
Čistý zisk	-39,2	-32,8	-22,9	71,3	n.m.
EPS (EUR)	-0,15	-0,12	-0,09	0,27	n.m.

\* data včetně nepokračujících operací

Zdroje: NWR, CYRRUS, a.s.

Obr. 1: Hospodářské výsledky NWR za 1H2009

*Tržby meziročně o 48% níže*

První pololetí bylo z hlediska tržeb podle očekávání slabé (meziročně tržby poklesly o 48%). Prudký propad objednávek především u koksárenského uhlí v prvním kvartále a s tím související nárůst zásob musel být ve druhém čtvrtletí vykompenzován výrazným poklesem těžby (2,4 mil. tun uhlí v 2Q2009 vs. 3,1 mil. tun v 1Q2009). Celkově NWR za první pololetí vytěžila 5,51 mil. tun uhlí (52,4% ročního cíle), my jsme očekávali o něco nižší těžbu (5,45 mil. t), především u koksárenského uhlí. Vzhledem k tomu, že úroveň neprodaných zásob dosáhla prakticky stejné výše jako jsme očekávali, mírně vyšší těžba se přetavila také do čistých prodejů. NWR tak za 1H2009 prodala 4,21 mil. tun uhlí vs. naše očekávání 4,12 mil. tun.

*Ceny koksu značně poznamenány krizí*

U průměrných prodejních cen nedošlo k žádnému většímu překvapení, společnost NWR v prvním pololetí prodávala koksárenské uhlí za 95 EUR/t (očekávali jsme 97 EUR/t), energetické uhlí za 75 EUR/t (v souladu s očekáváním) a koks za 158 EUR/t (očekávali jsme 160 EUR/t). Celkově tak dosáhly tržby z prodeje koksárenského uhlí 198,7 mil. EUR (-56% y/y), tržby z prodeje energetického uhlí 159,4 mil. EUR (+1% y/y) a tržby z prodeje koksu 46,6 mil. EUR (-75% y/y). Po započítání ostatních položek výnosů (včetně výnosů z prodeje elektrické energie) dosáhly celkové tržby za 1H2009 539 mil. EUR, což odpovídá naší projekci 535 mil. EUR a představuje 48% meziroční pokles.

*Vysoký podíl fixních nákladů tlačí na marže...*

Provozní náklady nepřekvapily. NWR se snaží snižovat náklady, což je ovšem v krátkém čase limitováno nepružností některých z nich a také strategickými důvody (např. razantnější personální opatření by mohla v budoucnosti při oživení trhu způsobit problémy s nedostatkem kvalifikované pracovní síly). Provozní náklady (z pokračujících operací) za první pololetí tak dosáhly 452,3 mil. EUR, což je 22% meziroční pokles. Náklady na vytěženou tunu uhlí zůstaly meziročně stabilní na úrovni 72 EUR/t. EBITDA dosáhla 76 mil. EUR, při započítání energetického byznysu 82,5 mil. EUR (-77% y/y). Provozní zisk potom skončil prakticky na nule (+0,4 mil. EUR).

*...což spolu s vysokými finanční náklady dostalo NWR do ztráty*

Jeden z největších rozdílů mezi tržním očekáváním a skutečností se rekrutoval z finanční části výsledovky. Čisté finanční náklady za druhý kvartál dosáhly téměř 20 mil. EUR, zatímco trh počítal s mnohem nižší částkou. Naše očekávání nicméně bylo v souladu s realitou (-19,3 mil. EUR), což znamená, že i zisk před zdaněním dopadl přibližně podle naší projekce. Konkrétně se NWR za první pololetí ocitla ve ztrátě před zdaněním ve výši 37,4 mil. EUR. Rozdíl oproti naší predikci na čistém zisku je způsoben relativně vysokou pozitivní efektivní mírou zdanění ve druhém kvartále (daň 2,6 mil. EUR). Čistá ztráta tak místo námi očekávaných -35 mil. EUR dosáhla -41,4 mil. EUR ve srovnání s 189 mil. EUR zisku za 1H2008. Ve vyjádření na jednu akcii se jedná o ztrátu 16c/akcii.

*Výhled mírně lepší, ale stále nejistý*

Výhled na druhé pololetí zůstává nejistý, i když NWR vidí určitou stabilizaci trhu a mírné oživení v ocelářském průmyslu (což potvrzují i veřejně známá data, viz naše predikce výsledků NWR). Při příznivých podmínkách na trhu dokonce management nevyklučuje ani vyšší než aktuálně očekávanou (10,5 mil. t) roční těžbu uhlí. Očekávané oživení prodeje by mělo také vyústit v ziskové období mezi červencem a prosincem 2009 (my očekáváme za 2H2009 čistý zisk +15 mil. EUR). V souladu s očekáváním firma oznámila, že nevyplatí žádnou dividendu za období prvního pololetí 2009, na dlouhodobé dividendové politice se nic nemění.

*NWR hodlá prodat energetická aktiva*

Management společnosti NWR promptně reaguje na neustále se měnící se situaci na středoevropském trhu resp. obecněji v CEE ekonomikách. Na straně jedné se vedení NWR rozhodlo v reakci na současnou tržní situaci a v souladu se snahou firmy soustředit se výhradně na jádrové činnosti související s těžbou uhlí, k prodeji svého energetického byznysu. Ten představují společnosti NWR Energy, NWR Energetika a Czech-Karbon. Podle vyjádření firmy se o prodeji intenzivně jedná a dokončen by mohl být ve druhé části roku nebo na začátku roku 2010. Vzhledem k tomu, že prodej elektřiny přináší NWR minimální ziskovou marži (cca 2,5%), považujeme tento krok za logický a správný s minimálním krátkodobým dopadem na hospodářské výsledky a naopak příznivým dopadem na bilanci.

### Hospodářské výsledky aktiv určených k prodeji

(EUR mil.)	Tržby	EBITDA	EBITDA marže	EBIT	EBIT marže	Čistý zisk	Č.zisk marže
1H2008	140,5	5,8	4,2%	5,8	4,2%	3,8	2,7%
1H2009	89,7	6,4	7,1%	6,3	7,1%	2,2	2,5%

Zdroj: NWR

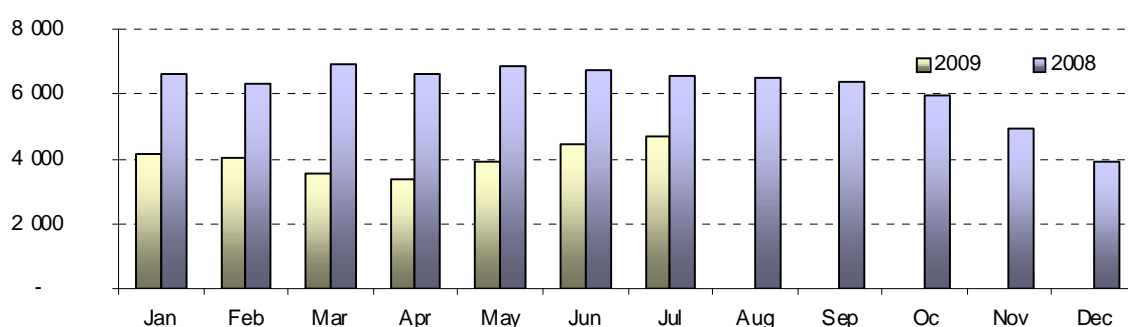
Obr. 2: Hospodářské výsledky aktiv určených k prodeji

## RECESE: ŠROTOVNÉ NEBO SKUTEČNÁ STABILIZACE?

### Stabilizace výroby oceli ve střední Evropě

Aktuální obrázek ekonomické recese v globálním i středoevropském měřítku je nicméně příznivější než tomu bylo na jaře (viz náš poslední report k NWR). V tomto směru je pro NWR klíčová ocelářská výroba v ČR a okolních zemích. V prvních měsících letošního roku se výroba oceli v zemích CEE5 (řadíme zde Německo, Polsko, ČR, Slovensko a Rakousko) propadala meziročně téměř o polovinu (viz graf níže). Dna bylo dosaženo v dubnu, kdy výroba v CEE5 dosáhla pouze 3,31 mil. mt oceli, což představovalo meziroční pokles o 49,6%. Od května se situace začala zlepšovat ve smyslu stabilizace trhu a výroba začala meziměsíčně růst (+16% v květnu, +15% v červnu, +5% v červenci). Meziroční propad výroby v CEE5 se tak snížil na stále vysokých, přesto již ne tak černých 28%.

### Vývoj výroby oceli ve vybraných zemích střední Evropy



Data za ČR, Slovensko, Rakousko, Polsko a Německo, v mil. mt

Zdroje: World steel association, CYRRUS, a.s.

Obr. 3: Vývoj výroby oceli ve střední Evropě

### Jen díky šrotovnému?

Základní otázka nyní samozřejmě zní, do jaké míry za oživení trhu s ocelí (a tedy i s koksem resp. koksovatelným uhlím) mohou dočasná podpurná opatření vlád evropských zemí – především tzv. šrotovné. Podle našeho názoru je šrotovné významným faktorem vývoje poptávky po oceli v posledních měsících, což znamená určité riziko pro měsíce následující. Efekt šrotovného bude ustupovat s tím, jak končí programy v jednotlivých zemích (především v Německu). Obavy přitom pramení z toho, že šrotovné pouze uspíšilo poptávku po levnějších automobilech, která by se jinak realizovala postupně v následujících letech. To by mohlo představovat riziko toho, že poptávka po automobilech v Evropě neoživí takovým způsobem, jaký by bylo možné očekávat při běžném oživení po období recese. To by následně mohlo mít negativní dopad na tržby a zisky NWR například v roce 2010.

### Vývoj výroby oceli od začátku roku v jednotlivých zemích CEE5

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul
CZE m/m	-	-9,9%	-3,9%	-9,0%	11,9%	17,0%	3,4%
GER m/m	-	-4,4%	-18,8%	-9,3%	15,8%	15,8%	7,2%
POL m/m	-	-1,8%	-2,1%	1,3%	18,8%	19,0%	3,4%
SLK m/m	-	87,0%	2,0%	-5,2%	19,2%	-7,5%	0,6%
AUT m/m	-	-16,1%	3,2%	4,2%	16,8%	19,9%	2,9%
<b>CEE5 m/m vážený průměr</b>	-	<b>-2,2%</b>	<b>-12,1%</b>	<b>-6,1%</b>	<b>16,3%</b>	<b>14,7%</b>	<b>5,3%</b>
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul
CZE y/y	-35,3%	-43,0%	-49,6%	-50,9%	-46,8%	-31,4%	-34,3%
GER y/y	-35,3%	-32,4%	-50,6%	-53,3%	-47,7%	-39,9%	-28,8%
POL y/y	-40,4%	-42,6%	-52,1%	-46,3%	-41,3%	-26,1%	-27,6%
SLK y/y	-62,6%	-30,3%	-32,7%	-34,3%	-23,4%	-25,0%	-27,9%
AUT y/y	-37,8%	-45,0%	-44,8%	-44,8%	-35,2%	-17,2%	-20,6%
<b>CEE5 y/y vážený průměr</b>	<b>-37,2%</b>	<b>-35,8%</b>	<b>-48,8%</b>	<b>-49,6%</b>	<b>-43,2%</b>	<b>-33,2%</b>	<b>-28,1%</b>

Zdroje: World steel association, CYRRUS, a.s.

Obr. 4: Vývoj výroby oceli od začátku roku v jednotlivých zemích CEE5

## MÍRNÉ ZVÝŠENÍ ODHADŮ PRODEJE UHLÍ A KOKSU

*Letošní těžba by mohla překročit původní plán...*

Společnost NWR na základě uvedeného vývoje nyní připouští, že letošní těžba by mohla překonat cíl oznámený při prezentaci výsledků za první kvartál ( 10,5 mil. tun uhlí). Při pokračování příznivého trendu z letních měsíců by tak letošní těžba mohla dosáhnout až 11 mil. tun uhlí. Je zřejmé, že dodatečná těžba 0,5 mil. tun uhlí by představovala těžbu koksovatelného uhlí, jehož podíl na těžbě by se tak zvýšil podle naší predikce na cca 54%. Společnost však zároveň přiznává, že jistota ohledně vývoje poptávky směrem ke konci roku je stále nízká.

*...my jsme zvýšili odhad těžby na 10,7 mil. t*

My jsme na základě posledního vývoje na trhu o kroků NWR mírně zvýšili odhad letošní těžby uhlí z 10,4 mil. tun na 10,7 mil. tun. Z toho by mělo koksovatelné uhlí představovat 5,85 mil. tun (-22,3% y/y) a energetické uhlí 4,89 mil. tun (-4,5% y/y). Vzhledem k aktuální situaci na trhu se společnost NWR rozhodla k odložení původně zamýšleného odstavení koksovny Šverma na pozdější dobu. Koksovna měla být odstavena již v průběhu letních měsíců letošního roku, díky oživení v poptávce po koksu se nicméně management rozhodl ponechat závod v provozu minimálně do konce roku. Význam tohoto kroku na očekávané hospodářské výsledky bude velmi nízký, protože při aktuálních spotových cenách koksu NWR zřejmě dosahuje jen velmi nízké ziskové marže u produkce koksu. Každopádně jsme zvýšili odhad letošní výroby koksu z původně očekávaných 710 tis. tun na 760 tis. tun.

### Změna očekávané těžby uhlí a výroby koksu

(mil. t)	2008	2009e nová	2009e původní	2010e nová	2010e původní	2011e nová	2011e původní
Koksovatelné uhlí	7,53	5,85	5,46	6,33	5,79	7,05	6,59
Energetické uhlí	5,12	4,89	4,96	4,91	4,84	5,01	4,89
Uhlí celkem	12,65	10,74	10,42	11,24	10,63	12,06	11,48
Koks	1,14	0,76	0,71	0,80	0,82	0,84	0,84

Zdroje: NWR, CYRRUS, a.s.

Obr. 5: Změna očekávané těžby uhlí a výroby koksu

*Ceny uhlí ve druhém pololetí stabilní*

Z hlediska cen došlo v našem modelu jen k mírným úpravám. Společnost NWR v prvním pololetí prodávala koksovárenské uhlí za průměrnou cenu 95 EUR/t, především však díky vyšším cenám v prvním čtvrtletí (doběh kontraktů z roku 2008, průměrná cena 103 EUR/t). V samotném druhém čtvrtletí činila průměrná prodejní cena 88 EUR a obdobnou cenu očekáváme i po zbytek roku. To by mělo vést k průměrné prodejní ceně koksovatelného uhlí za rok 2009 ve výši 92 EUR/t. U energetického uhlí je cena poměrně stabilní okolo úrovně 75 EUR a stejnou průměrnou cenu očekáváme i za celý rok 2009. Nejvíce volatilní je cena u koksu, u něhož NWR prodává prakticky na základě spotových tržních cen. Ty v druhém čtvrtletí klesly až k 135 EUR/t, pro druhou polovinu roku očekáváme zlepšení cen a celkovou průměrnou roční prodejní cenu 165 EUR/t.

*V optimističtější scénáři by NWR mohlo příští rok vytěžít až 12 mil. tun uhlí...*

Klíčovou otázkou nyní je další vývoj, tedy především rok 2010. Otazník přitom visí jak nad cenami uhlí a koksu, tak i nad objemem těžby a její strukturou. V zásadě můžeme vyčlenit dva možné scénáře: v tom prvním, optimistickém, bude oživení, pozorované nyní, pokračovat i nadále, i když mírným tempem. V takovém případě by bylo možné očekávat, že objem těžby NWR snadno přesáhne 11 mil. tun uhlí a mohl by atakovat i hranici 12 mil. tun (předkrizová těžba byla na úrovni 12,5 mil. t). Mělo by dojít k růstu ceny koksovatelného uhlí a především koksu, jehož ceny nejvíce podléhají aktuální ekonomické situaci a během krize se snížily nejvíce.

*...v pesimističtější variantě  
to bude pouze cca 11 mil.  
tun uhlí*

*U energetického uhlí  
očekáváme mírný pokles  
cen pro rok 2010*

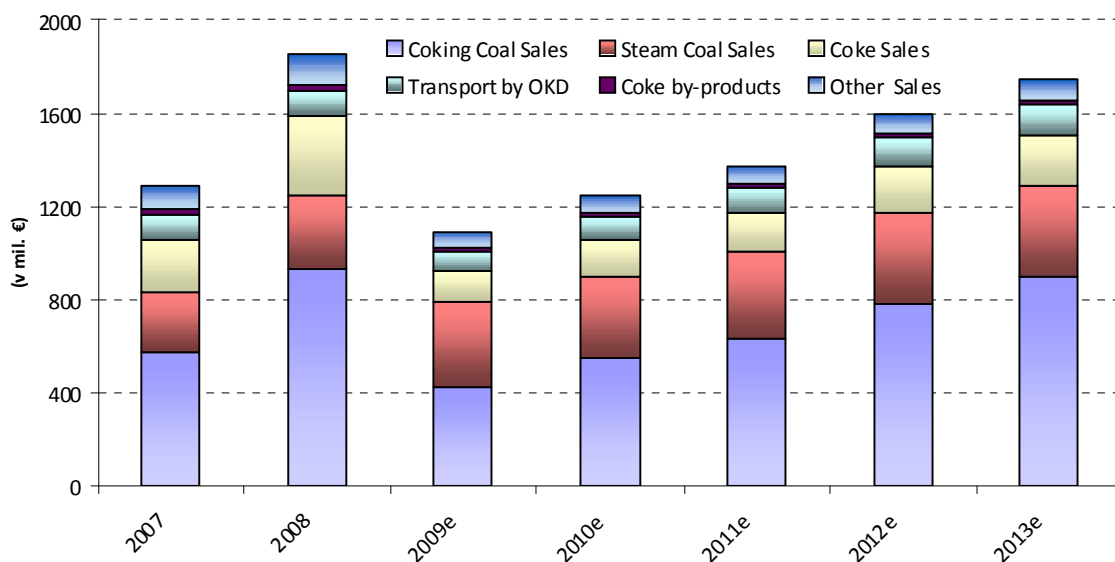
*Naopak ceny  
koksovatelného uhlí by  
měly mírně vzrůst*

Druhý – pesimističtější – scénář předpokládá, že velká část oživení trhu je způsobena šrotovným a tento efekt ještě před koncem roku postupně odezní. V takovém případě bychom mohli pro příští rok očekávat pouze velmi mírné (jednociferné) nárůsty produkce oceli (po výrazných letošních poklesech) a celková výroba by tak i v roce 2010 zůstala hluboko pod předkrizovou produkcí. To by i nadále vyvíjelo tlak na ceny koksu a koksovatelného uhlí, které by tak mohly zůstat v blízkosti aktuálních cen.

U energetického uhlí nevidíme prostor pro růst cen na rok 2010. Naopak vzhledem k nárůstu ceny pro letošní rok (cca +9% y/y), stagnaci velkoobchodních cen elektrické energie a relativně nízké poptávce po elektřině pro rok 2010, lze očekávat spíše mírný pokles ceny energetického uhlí, kterou NWR vyjednává na příští rok. Mimo jiné i proto, že ČEZ si pro svoji elektrárnu v Dětmarovicích bude zřejmě i pro příští rok schopen vyjednat relativně nízké ceny (díky své silné vyjednávací pozici). My v naší predikci proto počítáme s cenou 72 EUR/t pro rok 2010.

U koksovatelného uhlí je situace složitější. Spotové ceny tohoto uhlí šly v poslední době na světových trzích nahoru, především díky čínské poptávce (až k 120 EUR/t). Na druhou stranu vliv Číny na ceny ve střední Evropě nyní vidíme jako omezený, především kvůli vysokým neprodaným zásobám uhlí v regionu (např. v Polsku). Vyjednávání o cenách na rok 2010 bude silně záviset na momentální situaci na trhu a jeho krátkodobých vyhlídkách (viz dva scénáře popsané výše). My v modelu počítáme s mírným růstem ceny pro příští rok z hodnot pod 90 EUR/t na 98 EUR/t, rizika nicméně vidíme spíše směrem dolů. U koksu, který NWR na rozdíl od uhlí prodává de facto na spotové bázi, očekáváme určitou nápravu extrémního poklesu tržních cen, kterého jsme byli svědky v druhém kvartále letošního roku. V roce 2010 tak počítáme s průměrnou cenou koksu ve výši 190 EUR/t.

### Predikce tržeb společnosti NWR



Zdroje: NWR, CYRRUS, a.s.

Obr. 6: Predikce tržeb společnosti NWR

Celkově tak na základě výše uvedených předpokladů očekáváme letošní tržby NWR ve výši 1,09 mld. EUR, v následujících letech potom očekáváme postupné zvyšování tržeb, které by nicméně v nejbližších letech neměly dosáhnout úrovně z roku 2009.

## MARŽE STÁLE POD TLAKEM

*Vyšší tržby nepovedou k výraznému zlepšení ziskových marží*

Mírné zvýšení projekce tržeb se v očekávaných ziskových maržích projevuje jen marginálně. Zvýšení odhadu výnosů je totiž z větší části dílem zvýšení očekávané těžby a prodejů než zvýšením predikce cen. Tento fakt znamená, že část zvýšení tržeb „ukrojí“ adekvátní zvýšení provozních nákladů – vyšší spotřeba energií a také vyšší potřeba pracovní síly, než by se mohlo jevit před několika měsíci. To potvrdil i management firmy, který připustil, že by firma mohla navýšit počet horníků právě kvůli vyšší těžbě. Navíc skutečnost, že koksovna Šverma nebude uzavřena nyní, znamená adekvátní nárůst mzdových nákladů.

### Změna projekce očekávaných marží

	2008	2009e nová	2009e původní	2010e nová	2010e původní	2011e nová	2011e původní
EBITDA marže	33,9%	17,5%	17,6%	21,6%	20,3%	25,9%	23,5%
EBIT marže	25,7%	2,8%	3,1%	8,7%	5,3%	13,3%	10,2%
EBT marže	22,8%	-3,0%	-1,7%	4,4%	0,9%	9,9%	6,2%
Čistá zisková marže	17,0%	-2,4%	-1,2%	3,4%	0,7%	7,7%	4,9%

*Zdroje: NWR, CYRRUS, a.s.*

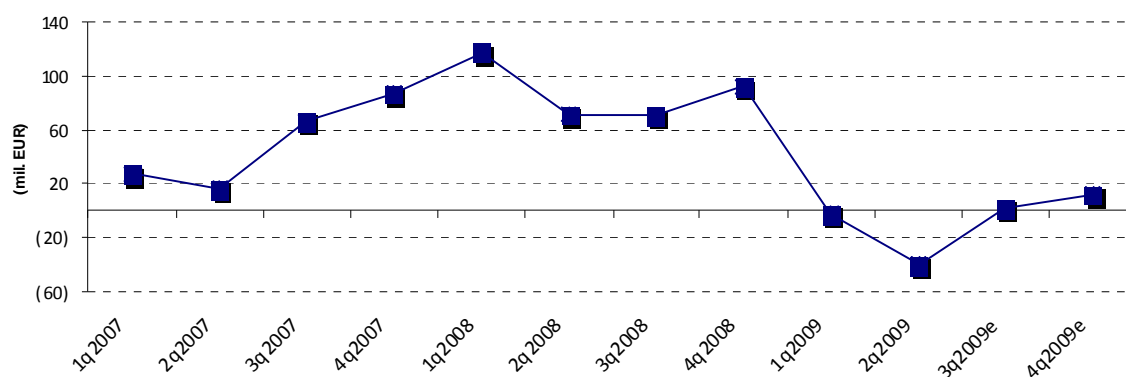
Obr. 7: Změna projekce očekávaných marží

Jak je patrné z výše uvedené tabulky, u marží pro letošní rok jsme projekci mírně snížili především ve spodních částech výsledovky, hlavně kvůli vyšším než původně očekávaným čistým finančním nákladům v 1H2009. Naopak došlo ke zvýšení očekávaných marží pro roky 2010 a 2011, což souvisí s očekávanou vyšší těžbou na jedné straně a úsporami nákladů souvisejícími s programem POP2010 resp. COP2010.

*Pro letošní rok očekáváme ztrátu 26,5 mld. EUR*

Podle naší projekce by tedy hospodaření společnosti NWR v letošním roce mělo skončit ztrátou (očekáváme -26,5 mil. EUR, což implikuje zisk ve druhém pololetí ve výši cca 15 mil. EUR), v příštím roce by se již NWR mělo dostat do zisku, i když ten bude zřejmě jen velmi mírný se stále určitým rizikem ztráty v případě dalšího zhoršení globální ekonomické situace. Na úroveň čistého zisku dosaženého v roce 2008 se přitom NWR zřejmě v nejbližších šesti letech nedostane. V přepočtech na jednu akcii by letošní ztráta měla činit 0,10 EUR, v dalších letech počítáme se ziskem na akcii 0,16 EUR resp. 0,40 EUR.

### Vývoj čistého zisku/ztráty NWR v jednotlivých čtvrtletích



*Zdroje: NWR, CYRRUS, a.s.*

Obr. 8: Vývoj čistého zisku/ztráty NWR v jednotlivých čtvrtletích

## OCENĚNÍ AKCIÍ NEW WORLD RESOURCES

*K ocenění akcií společnosti  
NWR jsme použili tradiční  
model DCF*

Pro ocenění akcií New World Resources vycházíme ze standardního modelu diskontovaných volných peněžních toků (DCF) ve variantě Free Cash-flow to Firm (FCFF). Vzhledem k aktuální tržní situaci a skutečnosti, že trh v současné době dává poměrně velký důraz na analýzu peer-group, tedy na tržní ocenění celého sektoru a v rámci něj jednotlivých titulů z daného odvětví, doplňujeme naše ocenění také o analýzu poměrových ukazatelů (peer-group valuaace).

V posledních měsících se na trhu evidentně snížily rizikové přírážky (což lze pozorovat například na dluhopisových spreadech). To vedlo k určitému snížení požadované míry výnosnosti resp. průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Vstupní parametry nákladů kapitálu jsou uvedeny v následující tabulce:

Vstupní předpoklady modelu DCF					
Cost of Equity			WACC		
Risk-free rate	CZ Government Bond 10Y	5,10%	Cost of debt		6,2%
Beta	vs. UKX & PX	1,58	After-tax cost of debt		5,0%
Equity premium	Long-term US equity premium	4,50%	Equity/(Equity+Debt)		38,0%
	CZ sovereign default spread	0,70%	Debt/(Equity+Debt)		62,0%
	Equity/bond volatility spread	1,50	<b>WACC 1st stage</b>		<b>8,4%</b>
	Total Equity premium	5,7%	Target E/(E+D)		68,3%
<b>Discount rate</b>	<b>Cost of Equity</b>	<b>14,1%</b>	Target D/(E+D)		31,7%
Tax	Effective tax rate	20%	<b>WACC 2st stage</b>		<b>11,2%</b>

*Zdroje: NWR, CYRRUS, a.s.*

Obr. 9: Vstupní parametry požadované míry výnosnosti (WACC)

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 mírně vzrostl ve srovnání s minulým reportem (květen 2009) z 5,0% na 5,1%.

*Snížení nervozity na trzích se  
projevilo mj. i snížením  
diskontní sazby*

Jak již bylo naznačeno výše, došlo na trhu k určitému uklidnění, což se odrazilo v poklesu rizikových prémie na trhu. Především díky tomu jsme snížili požadovanou výnosnost vlastního kapitálu (Cost of Equity) z 14,5% na 14,1%. Při předpokladu 20% efektivní daně z příjmu náklady dluhu po zdanění dosahují 5%. Pro první fázi modelu (2010-2016) s podílem vlastního kapitálu na celkovém kapitálu 38% vychází WACC na úrovni 8,4%. Pro druhou fázi, kdy podíl vlastního kapitálu roste až na 68% (2017e) se WACC zvyšují na 11,2%.

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 kapitálu WACC ve výši 8,4% pro první fázi modelu resp. 11,2% pro druhou fázi.**

Jak již bylo řečeno výše, pro ocenění akcií jsme použili standardní diskontní model DCF. Jedná se o verzi dvoufázového FCFF, přičemž délka první fáze je sedm let, ve srovnání s předchozím oceněním jsme posunuli období první fáze o jeden rok na 2010-2016. Následuje druhá fáze, pokračující hodnota (continuing value, CV).



Model FCFF a cílová cena NWR

mil. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
EBIT	108,7	183,4	273,4	321,5	367,1	355,1	382,0
Tax	12,7	30,0	47,9	62,0	71,5	68,9	78,2
NOPAT	90,9	156,4	223,9	265,1	304,2	296,2	316,1
D&A	162,5	173,5	185,2	192,2	196,4	198,7	201,8
CAPEX	290,7	275,9	260,8	234,5	233,9	212,2	193,0
Change in WC	90,8	(35,8)	(19,3)	(26,3)	(3,5)	0,7	(5,3)
FCFF	53,5	18,2	129,0	196,6	263,1	283,5	319,7
Discount factor	0,85	0,78	0,72	0,67	0,62	0,57	0,52
Discounted FCFF	45,5	14,3	93,3	131,2	161,9	160,9	167,3
NPV of 1st stage	774,3						
NOPAT t+1	360,0						
ROIC	11,0%						
Nominal growth to infinity	2,5%						
WACC	11,2%						
Continuing value	3200,3						
NPV of CV	1522,8						
Enterprise Value	2297,1						
minus Net Debt	620,6						
minus Mine provisions	105,5						
NPV	1571,0						
Common shares outstanding (mil.)	264,0	CZK	GBP				
NPV per share	6,0	151	5,28				
Target Price	6,1	155	5,43				

Zdroj: CYRRUS, a.s.

Obr. 10: Model DCF a cílová cena akcií NWR

Model DCF stanovuje cílovou cenu akcií NWR ve výši 155 CZK

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že současná hodnota volných peněžních toků v rámci první fáze modelu (2010-2016) činí 774 mil. EUR. Pro výpočet pokračující hodnoty (CV) vycházíme z očekávaného zisku NOPAT v roce t+1 (tedy 2017), očekávané rentability investovaného kapitálu v roce t (2016), průměrných vážených nákladů kapitálu WACC vypočtených v tabulce na obr. 9 (viz výše) a očekávaného nominálního růstu do nekonečna. Ten jsme stanovili ve výši 2,5% (0% reálný růst, 2,5% inflace), což je nižší tempo růstu než používáme pro celý trh (4%). 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 1,57 mld. EUR. Podíl druhé fáze modelu na celkové současné hodnotě činí 66%.

Na základě výše uvedeného výpočtu stanovujeme cílovou cenu akcií New World Resources na **5,43 GBP** resp. **155 CZK** (CZK/GBP 28,3). Uvedené výpočty doplňujeme analýzou citlivosti na změny vybraných vstupních parametrů modelu, konkrétně na změny diskontní sazby a rentability investovaného kapitálu:

Analýza citlivosti modelu FCFF na změny vstupních parametrů

		ROIC to infinity				
		9,0%	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%
WACC	9,2%	187	194	199	204	208
	10,2%	163	169	174	178	182
	11,2%	145	150	155	158	161
	12,2%	130	135	139	142	145
	13,2%	119	123	127	130	132

Zdroje: CYRRUS, a.s.

Obr. 11: Analýza citlivosti modelu FCFF na změny vstupních parametrů (v CZK na akcii)

Ocenění společnosti NWR doplňujeme porovnáním multiplikátorů s konkurenčními firmami v odvětví. Trh se v současné době tímto způsobem ocenění do značné míry řídí, což lze vidět na vysokém stupni korelace mezi cenami jednotlivých titulů z jednoho odvětví, v tomto případě těžby uhlí. A to i přesto, že rozdíly mezi jednotlivými společnostmi jsou poměrně zásadní (způsob těžby, typ těženého uhlí, geografická poloha, ziskové marže, míra zadlužení...) a trh podle našeho názoru k těmto významným rozdílům aktuálně přikládá menší váhu než by odpovídalo realitě.

### Srovnání tržního ocenění NWR a odvětví

Company	Country	P/E			EV/EBITDA			EV/SALES		
		2008	2009e	2010e	2008	2009e	2010e	2008	2009e	2010e
Raspadskaya	RUS	4,7	44,0	12,8	3,0	13,5	7,2	2,2	6,2	4,0
Belon	RUS	27,3	(60,6)	8,3	9,5	12,9	6,8	2,3	2,4	1,6
Southern Kuzbass	RUS	1,9	110,0	8,8	1,2	5,4	4,9	0,6	0,7	0,7
China Coal Energy	CHINA	19,3	16,7	15,2	1,5	1,4	1,2	0,4	0,4	0,3
Yanzhou Coal Mining	CHINA	11,3	14,0	12,3	2,1	3,2	2,8	0,9	1,1	1,0
China Shenhua Energy	CHINA	25,2	21,3	19,0	2,3	2,0	1,8	1,1	1,0	0,9
PT Tambang Batubara	INDONESIA	20,0	11,4	13,6	12,2	7,3	8,6	4,3	3,2	3,3
Centennial Coal	AUS	14,7	18,3	11,5	6,5	6,2	4,7	1,5	1,6	1,6
Coal & Allien Industries	AUS	9,9	15,3	16,4	6,0	9,0	9,3	2,5	3,1	3,3
MacArthur Coal	AUS	11,3	12,4	21,7	9,8	8,0	12,8	3,0	3,0	3,9
Arch Coal	USA	8,7	63,2	17,9	7,0	11,2	7,3	1,6	1,9	1,6
Consol Energy	USA	18,5	14,0	13,7	9,6	6,6	6,3	2,0	2,0	1,8
Foundation Coal	USA	138,2	19,9	12,9	7,3	6,1	5,2	1,3	1,3	1,2
UK Coal	UK	neg	neg	neg	5,0	6,8	3,8	0,5	0,5	0,5
Median EM		19,3	16,7	12,8	2,3	5,4	4,9	1,1	1,1	1,0
Median DM		13,0	16,8	15,0	7,0	6,8	6,3	1,6	1,9	1,6
Median		14,7	16,7	13,6	6,2	6,7	5,7	1,6	1,7	1,6
<b>New World Resources</b>	<b>CZE</b>	<b>4,0</b>	<b>neg</b>	<b>33,0</b>	<b>3,6</b>	<b>13,0</b>	<b>9,1</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>
Premium/Discount Median EM		-79,0%	n.m.	157,5%	58,2%	141,4%	85,6%	13,3%	100,7%	96,7%
Premium/Discount Median DM		-68,8%	n.m.	119,3%	-48,7%	90,1%	44,5%	-25,7%	19,5%	24,5%
Premium/Discount Median All		-72,4%	n.m.	141,9%	-42,2%	93,7%	58,7%	-23,2%	30,5%	25,1%

\* data eop 15/9/2009

Zdroje: Bloomberg, NWR, CYRRUS, a.s.

Obr. 12: Srovnání tržního ocenění NWR a odvětví

Pro tržní srovnání jsme zvolili stejnou skupinu společností z odvětví těžby uhlí jako v předchozích reportech. Tato skupina je rozdělena na dvě části: první tvoří těžaři působící na rozvíjejících se trzích (EM), druhou naopak tvoří společnosti z vyspělých trhů USA, Austrálie a Velké Británie (DM). Pro porovnání jsme zvolili tradiční poměrové ukazatele využívané v tomto sektoru, tedy především EV/EBITDA a P/E, doplněné o ukazatel EV/SALES, který je často využíván v nestandardních, krizových dobách.

*Pro srovnávací analýzu jsme zvolili skupinu 14 konkurentů*

Ačkoliv v tabulce výše uvádíme ukazatele pro roky 2008 až 2010e, z hlediska ocenění v současné době nemá rok 2008 žádnou vypovídací schopnost. Také údaje za rok 2009e nepovažujeme pro účely ocenění za příliš podstatné, trh se nyní dívá na to, jak se těžařským společnostem podaří vyjít z hlubokých propadů letošního roku v roce příštím. Proto svoji pozornost věnujeme prakticky výhradně multiples za rok 2010e.

Z obr. 12 je patrný poměrně značný rozdíl v ocenění obou skupin srovnávaných společností. Například u EV/EBITDA 2010e činí průměrná hodnota u skupiny EM 4,9x, zatímco u DM 6,3x. Podobná je situace i u P/E 2010e (12,8x resp. 15,0x) a EV/SALES (1,0x vs. 1,6x). Můžeme říci, že tento rozdíl v ocenění je trvalejšího charakteru a bylo jej možné pozorovat i před krizí. Akcie společnosti NWR by se v tomto smyslu měly přiřazovat a porovnávat spíše se skupinou EM, tzn. jejich ocenění by zjednodušeně mělo být blíže průměru EM a pod průměrem DM.

*I podle srovnávací analýzy se akcie NWR nyní jeví jako nadhodnocené*

Podle EV/EBITDA 2010e se akcie NWR aktuálně obchodují výrazně nad průměry odvětví, konkrétně o 86% nad mediánem EM resp. o 45% nad průměrem DM. Ještě větší prémie jsou k vidění u akcií NWR dle P/E 2010e (vysoký CAPEX a finanční náklady). I pokud budeme brát na zřetel ukazatel EV/SALES 2010e, stále zůstáváme o cca 25% nad průměrem odvětví. I pokud bychom část této premie přičetli očekávanému silnějšímu oživení zisků od roku 2011 (které může být vyšší než u peer group), stále nevidíme přesvědčivé důvody, proč by se akcie NWR měly obchodovat s takovou premií vůči odvětví. To je patrné například z porovnání dosahovaných ziskových marží, kde pro rok 2010e NWR značně zaostává za průměrnými očekávanými hodnotami odvětví, viz níže.

### Srovnání ziskových marží NWR a odvětví

Company	EBITDA margin			Net income margin		
	2008	2009e	2010e	2008	2009e	2010e
Raspadskaya	72,9%	46,2%	55,8%	44,2%	13,3%	29,4%
Belon	23,9%	18,5%	23,2%	4,3%	-2,0%	9,9%
Southern Kuzbass	52,0%	13,2%	13,5%	25,2%	0,5%	5,8%
China Coal Energy	25,1%	27,5%	27,7%	4,3%	5,2%	4,9%
Yanzhou Coal Mining	41,0%	35,2%	35,7%	7,9%	8,3%	8,4%
China Shenhua Energy	47,3%	50,9%	50,4%	4,3%	4,7%	4,7%
PT Tambang Batubara	35,5%	43,7%	37,7%	23,7%	30,8%	26,2%
Centennial Coal	23,7%	25,5%	33,5%	9,7%	8,0%	12,8%
Coal & Allied Industries	41,5%	34,2%	35,5%	26,1%	20,9%	21,1%
MacArthur Coal	30,8%	37,3%	30,1%	28,9%	25,9%	19,1%
Arch Coal	23,4%	16,9%	21,7%	13,5%	2,1%	6,3%
Consol Energy	20,7%	29,9%	29,3%	9,8%	12,7%	12,2%
Foundation Coal	17,7%	21,1%	22,8%	0,7%	4,8%	6,8%
UK Coal	10,4%	8,0%	13,7%	-5,2%	-21,7%	-5,2%
<b>New World Resources</b>	<b>33,9%</b>	<b>17,5%</b>	<b>21,6%</b>	<b>17,0%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>3,4%</b>
Median	28,0%	28,7%	29,7%	9,7%	6,6%	9,1%

Zdroje: Bloomberg, NWR, CYRRUS, a.s.

Obr. 13: Srovnání ziskových marží NWR a odvětví

Srovnání ocenění akcií NWR a odvětví potvrzuje závěry modelu DCF o tom, že akcie NWR jsou aktuálně na trhu nadhodnoceny, dokonce toto srovnání indikuje, že férová cena akcií NWR je ještě nižší než ukazuje model DCF.

## SHRNUTÍ A DOPORUČENÍ

*Vzhledem k závěrům modelu DCF snižujeme investiční doporučení na akcie NWR na stupeň „Prodat“*

Akcie NWR v posledních měsících zaznamenaly cca zdvojnásobení tržní ceny. Ačkoliv je část růstu ceny možné přiřadit o něco optimističtějšímu výhledu globální ekonomiky a zotavujícím se cenám energií, podle našeho názoru byla tato rally příliš silná a neodpovídá fundamentální hodnotě firmy ani srovnání ocenění s ostatními firmami v odvětví.

Ačkoliv má zřejmě NWR z hlediska hospodářských čísel to nejhorší za sebou, což jsme reflektovali v našem modelu zvýšením cílové ceny z 95 CZK na 155 CZK, tato nová cílová cena zůstává pod aktuální tržní cenou 174 CZK, konkrétně o 11%. **Vzhledem k tomu měníme naše investiční doporučení pro akcie New World Resources z původního „DRŽET“ na „PRODAT“.**

## ZKRÁCENÉ PRO-FORMA VÝKAZY A UKAZATELE

### Pro-forma finanční výkazy a finanční ukazatele

INCOME STATEMENT		2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
<i>(mil. EUR)</i>							
Sales		1367,1	2041,1	1091,2	1254,0	1376,7	1599,8
Material & Energy		(364,0)	(579,8)	(279,7)	(299,1)	(312,0)	(354,4)
General & Administrative expenses		(306,4)	(351,8)	(271,0)	(286,3)	(309,7)	(351,1)
Personnel Expenses		(335,0)	(433,7)	(358,2)	(359,1)	(388,0)	(425,7)
Other operating Expenses		10,8	0,0	(10,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)
Operating Costs		(984,3)	(1376,3)	(1078,6)	(1117,1)	(1193,2)	(1326,4)
EBITDA		372,5	699,0	190,7	271,3	356,9	458,6
Depreciation & Amortization		(166,3)	(168,5)	(159,6)	(162,5)	(173,5)	(185,2)
EBIT		207,5	530,5	31,0	108,7	183,4	273,4
Pre-Tax Profit		245,4	472,2	(32,6)	55,0	136,5	228,2
Taxes		(49,0)	(120,5)	0,7	(12,7)	(30,0)	(47,9)
Net Income		196,5	351,6	(31,9)	42,4	106,5	180,2
Minority interests		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Income after minorities		196,5	351,6	(26,5)	42,4	106,5	180,2
<b>BALANCE SHEET</b>							
		2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
<i>(mil. EUR)</i>							
Fixed Assets		1049,4	1088,1	1140,0	1258,5	1345,9	1401,4
Total Non-Current Assets		1265,1	1292,8	1338,8	1455,5	1538,5	1592,2
Cash & equivalents		474,2	678,9	469,7	341,6	429,5	207,3
Total Current Assets		767,6	956,7	798,2	648,7	705,9	597,3
<b>Shareholder's equity</b>		<b>377,5</b>	<b>646,3</b>	<b>567,2</b>	<b>619,6</b>	<b>704,1</b>	<b>803,2</b>
Minority interests		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Equity		377,5	646,3	567,2	619,6	704,1	803,2
Total Non-Current Liabilities		1321,9	1256,3	1262,5	1213,5	1267,4	857,6
Total Current Liabilities		333,4	346,9	307,3	271,1	272,9	528,7
Total Liabilities		1655,3	1603,2	1569,8	1484,6	1540,3	1386,2
<b>TOTAL ASSETS</b>		<b>2032,8</b>	<b>2249,5</b>	<b>2137,0</b>	<b>2104,2</b>	<b>2244,4</b>	<b>2189,5</b>
<b>RATIOS &amp; MULTIPLES</b>							
		2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
Earnings per share	(CZK)	0,74	1,31	(0,10)	0,16	0,40	0,68
Payout ratio	(x)	N.A.	0,35	0,00	0,00	0,30	0,45
Dividend per share	(CZK)	N.A.	0,46	0,00	0,00	0,12	0,31
Dividend yield	(%)	N.A.	6,8%	0,0%	0,0%	1,8%	4,5%
ROaE	(%)	23,8%	67,6%	-4,4%	7,1%	16,1%	23,9%
ROCE	(%)	10,5%	29,0%	1,6%	5,9%	9,6%	15,1%
ROaA	(%)	9,1%	24,9%	1,4%	5,1%	8,4%	12,3%
EBITDA margin	(%)	27,2%	33,9%	17,5%	21,6%	25,9%	28,7%
EBIT margin	(%)	15,2%	25,7%	2,8%	8,7%	13,3%	17,1%
Net Income margin	(%)	14,4%	17,0%	-2,4%	3,4%	7,7%	11,3%
Interest coverage	(x)	4,1	7,5	0,6	1,9	3,2	5,3
Current ratio	(x)	2,2	3,6	2,6	2,4	2,6	1,1
Net Debt/EBITDA	(x)	1,9	0,6	3,1	2,4	1,7	1,5
P/E	(x)	9,1	5,2	neg	33,0	16,9	10,0
EV/EBITDA	(x)	6,7	3,6	13,0	9,2	7,0	5,4
P/BV	(x)	4,8	2,8	3,2	2,9	2,5	2,2

Zdroje: NWR, CYRRUS, a.s.

## Informace CYRRUS, a.s. dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení

### Informace dle § 7 odst. 3 vyhlášky

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **16.9.2009**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	2	16,7
Akumulovat	0	0,0
Držet	8	66,7
Prodat	2	16,7

b) Podíl emitentů, jichž se týkala doporučení spadající do každého ze stupňů doporučení podle písmene a), kterým obchodník s cennými papíry CYRRUS, a.s. poskytl v uplynulých 12 měsících investiční služby významného rozsahu, a to zvlášť pro každý stupeň podle písmene a):

Společnost CYRRUS, a.s. neposkytla v uplynulých 12 měsících emitentům, kterých se týká některý ze stupňů investičních doporučení dle písmene a) investiční služby významného rozsahu.

#### Stupně investičních doporučení CYRRUS, a.s.

##### **Koupit:**

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota akcie je o 15% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 15% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

##### **Akumulovat:**

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je o 5% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 5% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

##### **Držet**

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je v rozmezí +5% vůči aktuálnímu kursu nebo existují speciální důvody, proč očekávat stagnaci kursu titulu (např. je stanovena cena povinného odkupu, očekávají se výsledky odkupu apod.).

##### **Prodat**

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je o více než 5% nižší než aktuální kurs nebo existují speciální důvody očekávat pokles kursu pod aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

##### **Časové rozlišení:**

Běžně jsou doporučení poskytována jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů (maržové obchody, certifikáty, warranty...) na analyzované aktivum s minimální pákou 3, tzn. procentní hodnoty uvedené výše se dělí třemi.

#### Odhady budoucích výsledků hospodaření

Odhady budoucích výsledků hospodaření pro akciové tituly ze segmentu SPAD BCPP použité v investičních doporučeních CYRRUS, a.s. jsou vlastní odhady společnosti, není-li uvedeno jinak. Odhady budoucích výsledků hospodaření pro ostatní akciové tituly jsou převzaty z databází Bloomberg, příp. Reuters.

**Analytické oddělení:**

Marek Hatlapatka	Analytik	<a href="mailto:hatlapatka@cyrrus.cz">hatlapatka@cyrrus.cz</a>	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Analytik	<a href="mailto:prochazka@cyrrus.cz">prochazka@cyrrus.cz</a>	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Analytik	<a href="mailto:potmesil@cyrrus.cz">potmesil@cyrrus.cz</a>	Farmacie, development
Ondřej Moravanský	Analytik	<a href="mailto:moravansky@cyrrus.cz">moravansky@cyrrus.cz</a>	Telekomunikace, IT, média

**Trading & Sales:**

Pavel Pikna	Brno	<a href="mailto:pikna@cyrrus.cz">pikna@cyrrus.cz</a>
Kamil Kricner	Praha	<a href="mailto:kricner@cyrrus.cz">kricner@cyrrus.cz</a>

**Portfolio management:**

Peter Dömény	Brno	<a href="mailto:domeny@cyrrus.cz">domeny@cyrrus.cz</a>
Jindřich Rovný	Praha	<a href="mailto:rovny@cyrrus.cz">rovny@cyrrus.cz</a>

**Corporate finance:**

Tomáš Kunčický	Brno	<a href="mailto:kuncicky@cyrrus.cz">kuncicky@cyrrus.cz</a>
Karel Potměšil	Praha	<a href="mailto:potmesil@cyrrus.cz">potmesil@cyrrus.cz</a>

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