

**21.4.2009****New World Resources**

Nové doporučení – koupit

Cílová cena - 5,86 EUR

Cílová cena - 154 Kč

Cílová cena - 50,95 GBp

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:

1076 EE Amsterdam

Netherlands

<http://www.newworldresources.eu/>

Ticker: BAANWR (BCPP)

Odvětví: těžba uhlí

Tržní kapitalizace - 19 916 mil. Kč

Uzavírací cena k 21.4.2009 - 75,5 Kč

Roční minimum - 59 Kč

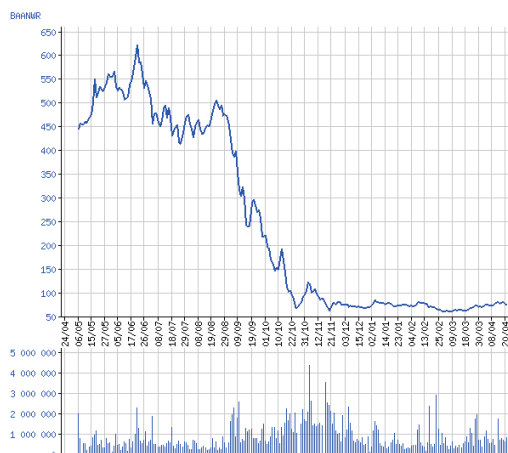
Roční maximum - 624 Kč

Podíl v PX: 3,41 %

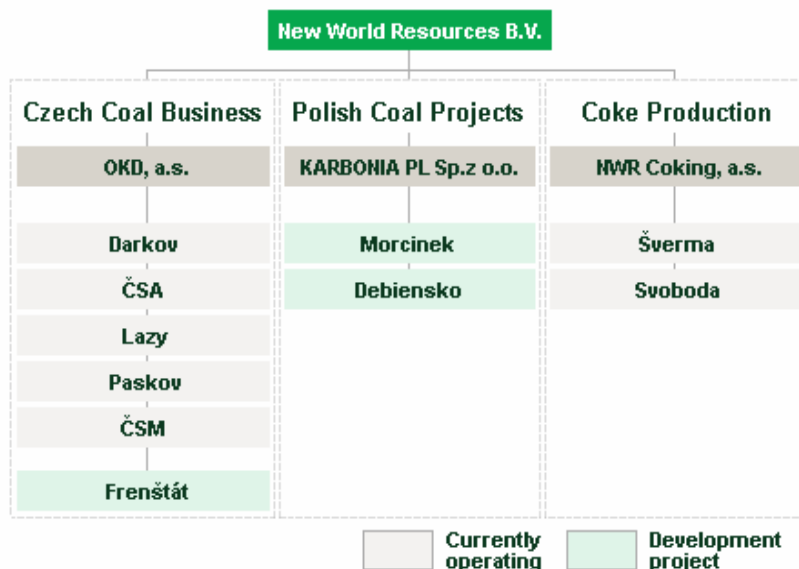
Struktura akcionářů:

RPG Industrie SE – 63,8 %

Free Float - 36,2 %

Graf. č. 2 vývoj kurzu společnosti

Společnost New World Resources je největším producentem uhlí a koksu v České republice a jedním z nejvýznamnějších hráčů v regionu střední a východní Evropy. Uhlí je těženo hlavně přes dceřinnou společnost OKD, která je předním dodavatelem koksárenského uhlí a koksu pro ocelářské firmy v regionu CEE (především ČR, Rakousko a Slovensko). Jedná se o významného hráče v regionu s omezenou konkurencí (největší konkurenci představují polští těžaři). Díky vysokým přepravním nákladům je omezený vstup další konkurence z uhlých velmocí jako Austrálie či některé asijské státy.

Graf. č. 1 struktura společnosti NWR(zdroj: <http://www.newworldresources.eu/en/about-us/company-structure/>)

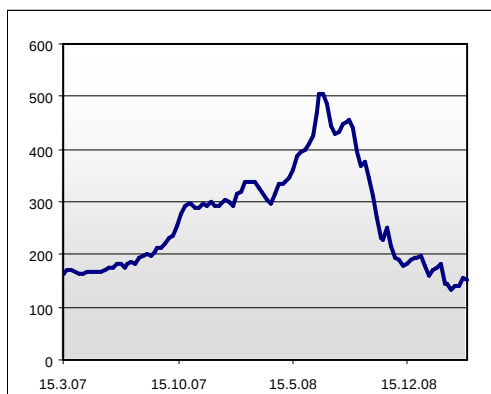
Od svého vstupu na kapitálový trh v květnu roku 2008 prodělal tento akciový titul poměrně bouřlivý vývoj. Po značném úvodním optimismu, kdy kurz vyrostl nad 620 korun za akcii, nastal v souladu s poklesem cen komodit (především pak ropy a uhlí) propad až na současné hodnoty 80 Kč za akcii. Od svých maximálních hodnot oslabily akcie společnosti NWR, obdobně jako většina komoditních akcií, o více jak 80 %.

Při vyhlášení hospodářských výsledků za rok 2008 společnost oznámila snížení prodejní ceny uhlí, koksu a pokles objemu produkce za rok 2009. Právě omezená poptávka po uhlí a koksu a s tím související pokles cen ve středoevropském regionu, kde společnost působí, je hlavním důvodem snížení cílové ceny o 75 % z 585 Kč na současných 154 Kč za akcii. Díky hospodářské recesi v regionu CEE očekáváme zhoršení hospodářských výsledků a tlak na marže společnosti New world resources.

Tab. č. 1 Základní ukazatele

NWR	2007	2008
Produkce (mil. tun)	13,1	12,7
Tržby (mil. EUR)	1 367	2041
EBITDA (mil. EUR)	351	697
Marže EBITDA (%)	25,7	34
Čistý zisk(mil. EUR)	196	351,6
P/E	10,7	2,2
P/S	2,12	0,5
ROA (%)	8,63	9,5
ROE (%)	25,92	22,3

Trh s uhlím

Graf č. 3 světový index cen uhlí**Graf č. 4 Ceny uhlí na evropské burze ARA**

Celosvětová finanční a ekonomická krize, která se v současné době naplno projevuje, způsobila výrazný propad poptávky po energetických komoditách, uhlí nevyjímaje. Energetický a především ocelářský sektor, které jsou největšími spotřebiteli uhlí, patří mezi nejvíce zasažené odvětví ekonomiky (jedná se o cyklické odvětví). Pokles poptávky od největších ocelářských společností zapříčinil omezení produkce, která společně s poklesem cen uhlí negativně ovlivňuje hospodaření společnosti NWR. Díky tomu, že odběratele uhlí zasáhla hospodářská krize, mohou se těžaři dočkat výraznějšího poklesu produkce i cen. Očekáváme, že v tomto roce poklesne jak cena uhlí tak i objem produkce společnosti. Na další rok předpokládáme stagnaci cen i objemu prodaného uhlí.

Situace na trhu s uhlím

S růstem globálního hospodářství a především velmi rychlým vývojem rozvojových ekonomik (Čína, Indie...) se poměrně razantně zvyšovala spotřeba všech energií včetně uhlí. Na trhu s touto komoditou tak často nastávala situace, že poptávka převyšovala nabídku, což vedlo k prudkému růstu cen, a to jak u uhlí, tak i u ostatních energetických komodit. Ceny uhlí v rozmezí 2006 až polovinou roku 2008 zaznamenaly prudké zvýšení o více jak 350 % nad 500 dolarů za tunu uhlí. Nárůst poptávky společně s vysokou cenou této komodity vedl k otevírání nových nalezišť. Hospodářská krize však způsobila celosvětovou recesi a pokles poptávky. Tento stav vedl až k nafouknutí komoditní bubliny, která ve druhé polovině roku 2008 splaskla. Prudký pokles spotřeby uhlí a současně zvýšená nabídka vedly k propadu cen uhlí (prakticky všech energetických komodit) o více jak 70 %.

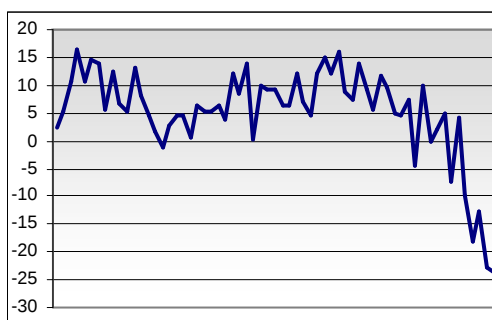
Trh s uhlím je velmi silně regionálně rozdělen a existují významné cenové rozdíly mezi jednotlivými oblastmi. Díky velkým dopravním nákladům (vzhledem k ceně) se převážná většina uhlí spotřebovává regionálně. Podle WCI je pouze necelých 18 % celkové spotřeby uhlí obchodováno na mezinárodních trzích. Ceny uhlí obchodované na evropské burze Amsterdam Rotterdam Antverpy (ARA) se vyvíjejí stejným směrem jako světové ceny uhlí (viz graf č. 3 a 4). Jedná se však o klíčový trh, podle kterého jsou následně určovány prodejní ceny uhlí společnosti NWR. Graf číslo 4 ukazuje vývoj cen energetického uhlí v rozmezí 9.9.2007 – 9.3.2009. Také zde je patrný prudký nárůst cen této komodity nad 200 dolarů za tunu a následný propad o 70 % na 68 dolarů za tunu uhlí. Je pravděpodobné, že v příštích měsících dojde ke stabilizaci cen uhlí. A v posledním čtvrtletí tohoto roku očekáváme mírný nárůst cen. Nepředpokládáme, že ceny energetického uhlí, měřeno uvedeným indexem, poklesnou pod 60 dolarů za tunu.

Tab. č. 2 průmyslová produkce a objem produkce NWR.

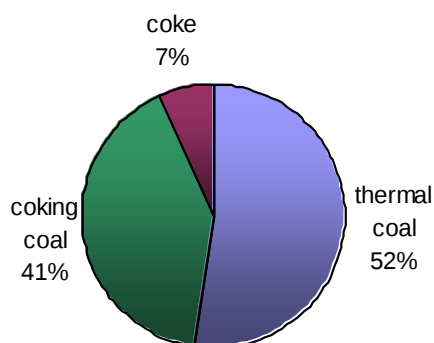
země	produkce	průmysl*
ČR	43,34%	-23,30%
Rakousko	16,81%	-6,50%
Slovensko	13,74%	-27,0%
Německo	7,56%	-19,30%
Ostatní	18,56%	

* průmysl za měsíc leden meziroční porovnání

Graf č.5 průmyslová produkce 2003 – 2009



Graf č.6 Produkce uhlí společnosti NWR



Tab. č. 3 předpokládané prodejní ceny uhlí (eur/tunu)

Ceny uhlí	2009	2010	2011	2012	2013
koksovarenské uhlí	91	92	109	120	136
energetické uhlí	79	81	87	92	95
koks	225	230	260	290	310

Situace v ČR a středoevropském regionu

Hospodářská recese a útlum se postupně rozšířily také do regionu střední a východní Evropy (CEE). Tento region je klíčovým trhem pro společnost NWR. V souladu se světovou krizí se celý region CEE nachází v hospodářské recesi. Současná krize se velmi negativně projevila především na silně cyklickém průmyslovém a stavebním sektoru. Právě průmyslový sektor (v čele s oceláři) je pro společnost NWR nejvýznamnější odvětví (největší spotřeba uhlí). Prudký pokles poptávky po průmyslové produkci a propad cen uhlí na světových trzích přispěly ke ztížení vyjednávání s klíčovými zákazníky společnosti o odebíraných objemech a cenách uhlí.

Česká republika, kam směřuje převážná většina produkce společnosti NWR (viz tab. č. 2), je průmyslovou otevřenou ekonomikou a v současné době se potýká s výrazným poklesem průmyslové produkce. Situace v tomto odvětví je stále kritická, když průmysl klesá již několik měsíců více jak dvouciferným tempem. Propad průmyslu za leden byl o 23,3 % a za únor o 23,4 %. Výrazný úbytek zakázek je patrný v ocelářském odvětví. Jeden z největších zákazníků společnosti Arcelor Mittal je nucený omezit výrobu (odstávka koksárny a jedné vysokotavicí pece o odstavení druhé se spekuluje). Za první kvartál se v České republice propadla výroba oceli v meziročním porovnání o 43 %, z předchozích 1,8 miliónu tun na 1,026 miliónu tun. Obdobná situace je i v ostatních středoevropských ekonomikách. Kromě Rakouska je meziroční propad průmyslové produkce dvouciferný. Je zřejmé, že situace v průmyslu ve středoevropských ekonomikách je opravdu kritická a padá na své dno. Výrazný pokles průmyslu se nutně projeví na snížení produkce společnosti NWR. Nicméně předpokládáme, že během druhého čtvrtletí dosáhne průmysl svého dna a ve druhé polovině bude docházet k jeho stabilizaci. Růst výroby v průmyslu očekáváme v roce 2010.

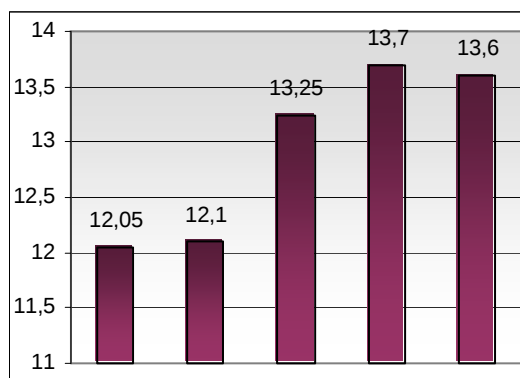
Produkce uhlí

Společnost New World Resources se zabývá těžbou dvou typů uhlí, jedná se o koksovatelné a energetické uhlí. Koksovatelné uhlí, které se na celkové produkci podílí z více jak 50 %, se nejvíce používá v ocelářském průmyslu. Právě již zmiňované problémy celého odvětví a největších zákazníků zapříčinily pokles produkce koksovatelného uhlí. Očekáváme, že objem koksovatelného uhlí klesne v roce 2009 oproti předchozímu roku na 6 miliónu tun. V roce 2010 očekáváme mírný nárůst na 6,1 miliónu tun. Při vyhlásování výsledků za rok 2008 společnost oznámila, že je smluvně uzavřeno 45 % letošní plánované produkce, což značí velkou nejistotu a vyšší konkurenční tlak v odvětví. V souladu s vedením společnosti předpokládáme, že průměrná prodejní cena koksovatelného uhlí bude 91 EUR za tunu, což je oproti roku 2008 pokles o 33 %.

Tab. č. 4 předpokládaná produkce společnosti NWR (tun uhlí)

Ceny uhlí	2009	2010	2011	2012	2013
koksařenské uhlí	6	6,1	6,8	7,2	7,1
energetické uhlí	5,1	5,3	5,4	5,4	5,5
koks	0,85	0,8	1,05	1,1	1,1

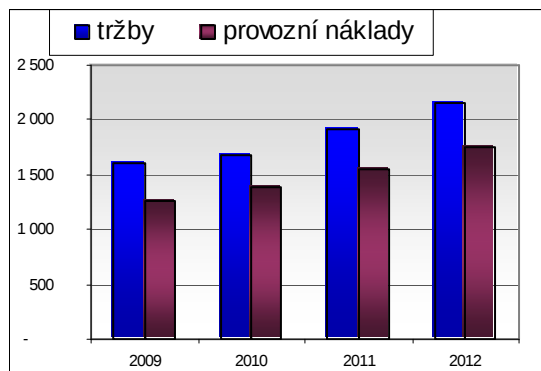
Graf č. 7 predikovaná produkce v období 2009-2013 (mil. tun)



Tab. č. 5 predikce hospodaření společnosti (mil. EUR)

	2009	2010	2011	2012
tržby	1 614	1 679	1 914	2 151
provozní náklady	1 302	1 392	1 558	1 745
EBITDA	339	299	361	414
EBIT	162	120	168	228
Čistý zisk	110	91	111	160

Graf č. 8 Vývoj tržeb a provozních nákladů (mil eur)



Energetické uhlí (zhruba 42 % objemu produkce) je primárně používáno v elektrárnách při výrobě elektřiny, mezi nejvýznamnější zákazníky patří Čez, Dalkia a ArcelorMittal. U tohoto typu uhlí předpokládáme oproti předchozímu roku spíše stagnaci produkce. Očekáváme, že produkce za rok 2009 bude 5,1 milionů tun a v roce 2010 nepatrně vzroste na 5,3 milionů tun (viz tab. č. 4). Situace u tohoto typu uhlí je optimističtější než u koksovatelného uhlí. Podle vyjádření managementu se očekává v tomto roce nárůst ceny energetického uhlí na 79 euro za tunu, což představuje meziroční zdražení o 14 %. V příštím roce počítáme s dalším zvýšením ceny na 81 euro za tunu uhlí.

Značně nejistá a obtížně predikovatelná situace je na trhu s koksem. Hospodářská krize srazila razantně poptávku po této komoditě a v současné situaci je na trhu mírný převis nabídky nad poptávkou. Vyjednávání s klíčovými zákazníky o objemu produkce a cenách jsou v této době značně složitá a kontrakty jsou uzavírány pouze na krátkou dobu (měsíční či kvartální kontrakty). Společnost oznámila, že očekává meziroční pokles produkce o 34 % na 0,85 milionu tun koksu. Prozatím je smluvně zajištěno 86 % tohoto objemu. V tomto roce počítáme s průměrnými cenami koksu ve výši 225 euro za tunu a v příštím roce předpokládáme nárůst na 230 euro za tunu (management indikoval ceny za rok 2009 ve výši 230 euro). Ceny a objem produkce viz tabulky č. 3 a 4.

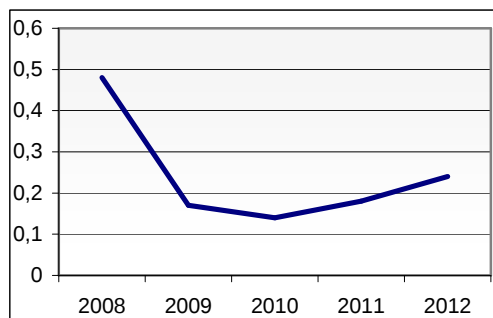
Hospodaření společnosti

Hospodářské výsledky společnosti New World Resources se vyznačují značnou citlivostí na ceny uhlí. Současná složitá situace na trhu s touto komoditou vede k nižšímu objemu produkce i poklesu cen uhlí. Díky výše uvedeným okolnostem předpokládáme, že v roce 2009 dojde k poklesu tržeb o 21 % na 1 614 milionů euro. Ve stejném roce předpokládáme, díky snížení objemu produkce, pokles provozních nákladů o 4,7 % na 1 302 milionů euro (tab.č. 5). Ke snížení zaměstnaneckých nákladů přispěje v budoucích letech také realizace programu POP 2010. Klesající poptávka po uhlí a koksu se bude odrážet v ziskových maržích společnosti. Očekáváme pokles zisku o 69 % na 110 milionů euro. V následujícím roce 2010 počítáme s mírným oživením ekonomiky a nepatrným nárůstem tržeb společnosti o 4 %. Díky rychleji rostoucím nákladům však počítáme s dalším poklesem zisku o 17 % na 91 milionů euro. Přehled viz tabulka č. 5.

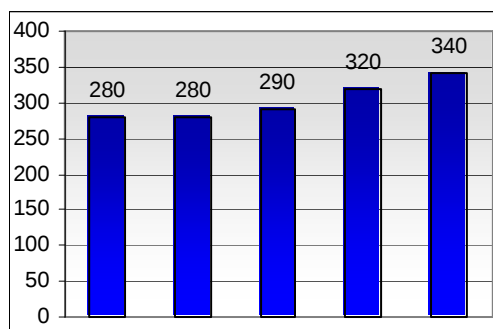
Tab. č. 6 čistý zisk a dividendy

Rok	2009	2010	2011	2012
Čistý zisk (mil. EUR)	110	91	111	160
Dividenda(EUR)	0,17	0,14	0,17	0,24

Graf . č 9 odhadovaný vývoj dividendy



Graf č. 10 Odhadovaný CAPEX v rozmezí 2009–2013 (mil. EUR)



Dividenda

Zhoršující se ekonomické podmínky ovlivní také výplatu dividendy v následujících letech (přehled tab. č. 6). Za rok 2008 byla vyplacena dividendy ve výši 46 centů na akcii a výplatní poměr se tak ze slibovaných 50 % snížil na 35 %. Předpokládáme, že poměr použitý na dividendu bude v následujících letech také nižší než 50 %. Počítáme, že z čistého zisku bude na výplatu dividendy použito 40 % čistého zisku společnosti. Snížení výplatního poměru na 40 % je především z důvodu ekonomické krize a také nutnosti dalších výdajů na projekt polského dolu Debiensko.

CAPEX

Na grafu č.10 jsou uvedeny naše odhady kapitálových výdajů (CAPEX). Společnost sama uvedla, že CAPEX za rok 2009 dosáhne hodnoty 289 milionů euro. Pokud si rozebereme hlavní položky z těchto výdajů, tak v roce 2009 největší část připadne na realizaci plánu POP 2010, a to 116 milionů euro (dokončení programu proběhne v příštím roce a bude stát 47 mil. EUR). Souběžně probíhá modernizace koksárenských baterií, kde jsou pro tento rok plánované investice ve výši 29 milionů euro. Dalších 17 milionů bude investováno do polského projektu v těžební oblasti Debiensko. Zbylé peníze budou použity na údržbu a zvyšování bezpečnosti v dolech. V následujících letech počítáme s mírným růstem kapitálových výdajů, a to především díky pokračující realizaci projektu Debiensko.

Projekty

Projekt Debiensko

NWR i v současných nelehkých podmínkách stále plánuje expanzi do Polska, konkrétně do těžební oblasti Debiensko, která se nachází v jižní části Polska blízko hranic s Českou republikou. V roce 2008 získalo NWR od polských úřadů těžební licenci na 50 let. Plánované investice na celý projekt jsou v rozmezí 600 - 800 milionů euro. V současné době na polském území probíhá studie těžby a proveditelnosti. Ve druhé polovině roku 2009 by mělo být rozhodnuto zda bude NWR v projektu pokračovat či bude zastaven. Předpokládáme, že projekt bude, i přes současný pokles poptávky po uhlí, v roce 2014 dokončen a od roku 2015 by se zde mohlo začít těžit. Odhadované rezervy v této oblasti jsou 190 milionů tun uhlí a předpokládaná produkce může dosáhnout objemu 5 mil tun uhlí ročně. V našem modelu počítáme s realizací tohoto těžebního projektu a výdaji ve výši 800 milionů euro. Existuje však nemalé riziko, že v případě negativních výsledků studie proveditelnosti nebude projekt realizován.

Restrukturalizační plán POP 2010

Program Optimalizace Produkce 2010 (POP 2010) má za cíl zvýšení efektivity a produktivity práce. Tento plán se skládá ze dvou etap, v nichž bude dodáno 10 porubových a 12 ražbových technologií. V rámci programu bude dodána i manipulační technika pro přepravu a montáž těžších technologií. Jedná se o dvou fázový program, jehož první část byla na začátku tohoto roku dokončena instalací pěti nových těžebních strojů. Právě investicemi do nových zařízení a technologií zvyšuje společnost svoji produktivitu a blíží se tak produktivitě německých konkurentů a převyšuje efektivitou těžby svou konkurenci z Polska.

Ferrexpo

Vedení NWR rozhodlo o zrušení nákupu téměř 25 % podílu v ukrajinské těžební společnosti Ferrexpo za 126,6 milionů GBP (cca. 140 mil. EUR). Tento podíl drží v současné době majoritní akcionář NWR společnost RPG Industrie SE. Tento krok o zrušení plánovaného nákupu vnímáme pozitivně. Jednalo se o investici do v současné době problémového odvětví a především pak ve značně rizikovém regionu.

Model a jeho předpoklady

Cílová cena na akcii byla stanovena na 154,- Kč...

Diskontní míra byla stanovena na hodnotu 12,79 %...

K určení cílové ceny bylo použito dvou fázového modelu FCFE...

Stanovení cílové ceny

Pomocí modelu Free Cash Flow to Equity (FCFE) byla stanovena nová cílová cena pro akcie společnosti NWR, a to na hodnotu 154 Kč za akcii. Oproti původní byla nová cílová cena snížena o 74 %. Za snížením stojí především současná hospodářská recese a prudké zpomalení poptávky po uhlí a propad cen uhlí. Cena na úrovni 154 Kč poskytuje vzhledem k současné tržní ceně růstový potenciál 92 %. Horizont investice je 12 měsíců.

Pro výpočet uvedené vnitřní hodnoty společnosti New World Resources byl použit model Free Cash Flow to Equity. Pro potřeby modelu bylo nutno odhadnout hned několik účetních položek (tržby, zisk, náklady, odpisy, investice..). K výpočtu bylo použito vlastních expertních odhadů budoucího hospodaření firmy v kombinaci s odhady uveřejňované agenturou Bloomberg. Kalkulace tohoto modelu je založena na výpočtu volného cash flow a jeho následné diskontování.

Diskontní míra pro akciový titul New World Resources byla stanovena na úroveň 12,79 procenta. Ke změně diskontní míry nás vedlo především současné volatilní a nestálé chování finančních trhů a značný nárůst averze k riziku. Diskontní míra byla stanovena jako součet bezrizikové složky a prémie za riziko. Bezriziková složka byla stanovena na základě výnosu z desetiletého státního dluhopisu, a to na hodnotu 5,34 %. K nárůstu došlo především u rizikové složky, a to na 7,45 %. Prémie za riziko byla stanovena dle dlouhodobého výnosu výnosu akciového trhu upraveného o riziko pro emerging markets (riziko země) a odhadnutý koeficient beta pro akcie společnost NWR.

Pro ocenění bylo použito dvoufázového modelu FCFE. V první části byla stanovena hodnota NWR v rozmezí pěti let 2009 – 2013 a ve druhé fázi byla stanovena tzv. pokračující hodnota společnosti (od roku 2014 do nekonečna). U obou částí modelu byla použita stejná diskontní míra 12,79 %. V první fázi, kdy počítáme s průměrným růstem tržeb 4,26 % (v roce 2009 je předpokládán pokles o 21 %), byla stanovena hodnota ve výši 286 milionů euro. Ve druhé fázi modelu v období 2013 až do nekonečna, kdy je počítáno s průměrným ročním růstem tržeb 4,6 % byla stanovena hodnota 1 260,258 milionů euro. Tempo růstu bylo stanoveno na základě odhadované inflace a reálného růstu ekonomiky. Celkově tak byla stanovena vnitřní hodnota společnosti na 1 546,258 milionů euro a následně rozpočtena cena na akcii (154 Kč nebo 5,86 EUR).

Pro přepočet cílové ceny akcií společnosti NWR na české koruny a britské libry bylo použito směných kurzů: EUR/CZK – 26,3 a EUR/GBP – 1,15.

Ing. Josef Novotný
Finanční analytik
www.fio.cz
josef.novotny@fio.cz

Dozor nad Fio, burzovní společností, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio, burzovní společností, a.s. (dále "Fio") Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu všech emisí zařazených ve SPAD.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny nebo s ohledem na jiné skutečnosti a vývoj na trhu, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenese odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvedoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.