

### New World Resources

25.2.2010

**Aktuální doporučení: KOUPIIT (BUY)**

**Aktuální cílová cena: 215 CZK**

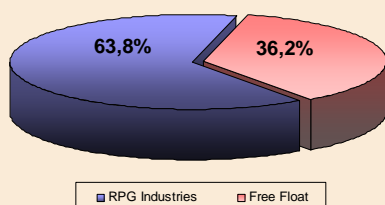
Předchozí doporučení: PRODAT

Předchozí cílová cena: 155 CZK

### Vývoj akcií New World Resources



### Struktura akcionářů NWR



### Základní informace o akciích NWR

Data ke dni:	25.2.2010
Cena akcie:	177 CZK
Počet vydaných akcií:	264 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	46,7 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	1,8 mld.
52-week max:	214 CZK
52-week min:	59 CZK
Průměrný denní objem:	125 mil. CZK

### Sídlo firmy:

Fred. Roeskestraat 123, 3rd floor  
1076 EE Amsterdam  
The Netherlands

Web: [www.newworldresources.eu](http://www.newworldresources.eu)

ISIN: NL0006282204  
WKN: AOMX0A  
Bloomberg: NWR CP, NWR LN  
Reuters: NWRSp.PR

(v mil. EUR)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Sales	1367,1	2041,1	1116,8	1298,2	1464,5	1643,7
EBITDA	372,5	699,0	182,8	307,3	415,3	485,1
Net Income	196,5	351,6	(61,6)	120,4	142,4	190,8
EPS (EUR)	0,74	1,33	(0,23)	0,46	0,54	0,72
DPS (EUR)	N.A.	0,46	0,00	0,09	0,19	0,33
Dividend yield (%)	N.A.	6,6%	0,0%	1,3%	2,7%	4,7%
ROaE (%)	23,8%	68,5%	neg	18,8%	18,6%	22,1%
P/E (x)	9,3	5,2	neg	33,0	12,9	9,6
EV/EBITDA (x)	6,0	3,2	12,3	7,3	5,4	4,6
P/BV (x)	4,9	2,8	3,3	2,5	2,3	2,0

Zdroje: NWR, CYRRUS, a.s.

- Společnost New World Resources včera oznámila hospodářské výsledky za 4Q a celý rok 2009. Po třech ztrátových čtvrtletích se společnost v posledních třech měsících roku vrátila do černých čísel, za pomoci vyšších prodejů uhlí i nečekaně nízkých finančních nákladů. Díky tomu překonala naše i tržní očekávání a celoroční ztráta se tak smrškla na 61,6 mil. EUR (1,6 mld. Kč).
- Na trhu s koksovateľným uhlím došlo v posledních měsících roku 2009 k oživení poptávky. To lze částečně vysvětlit efektem šrotovného, které povzbudilo výrobu automobilů a tedy i poptávku po oceli. Ocelářské podniky, klíčoví zákazníci NWR, zvýšili ve druhé polovině roku 2009 produkci a potažmo poptávku po koksovateľném uhlí resp. koksu. Ačkoliv i nadále vidíme oživení průmyslu v CEE jako poměrně křehké, zdá se, že nejhorší období již má průmysl za sebou.
- V současné době je trh s uhlím velmi napjatý, a to i přes stále velmi vlažné oživení průmyslu ve světě. Jedinými důvody této situace je Čína, jejíž čisté importy značně ovlivňují celosvětový trh s uhlím a tedy i ceny. Vliv Číny přitom v průběhu krize značně narostl, vřdyt její podíl na světové poptávce po oceli vzrostl jen za poslední rok velmi výrazně: z 37% v roce 2008 na 47% v roce 2009. Důsledkem je značný tlak na růst cen, který ještě eskaluje kvůli velmi tuhé zimě na severní polokouli (především v USA).
- Společnost NWR na začátku února zveřejnila očekávaný objem produkce pro letošní rok i výsledky vyjednávání o cenách uhlí a koksu. U produkce zůstává firma poměrně opatrná a očekává těžbu 11 mil. tun uhlí, což je na stejné úrovni jako těžba 2009. Hlavním driverem, který by tedy měl dovést hospodaření NWR v letošním roce do zisku, by tedy měl být cenový vývoj. Zatímco u energetického uhlí ceny ve srovnání s rokem 2009 klesnou (ze 72 EUR/t na 63 EUR/t), u klíčového koksovateľného uhlí (mělo by tvořit cca 60% letošní těžby) a koksu ceny rostou. Ovšem – zatím pouze pro 1Q2010. O cenách koksovateľného uhlí za zbytek roku resp. na období duben 2010 až březen 2011, bude NWR se svými zákazníky jednat v následujících týdnech.
- Na základě aktualizovaných výhledů těžby a cen uhlí jsme revidovali naši cílovou cenu akcií NWR. Náš model diskontovaných peněžních toků FCFF ukazuje na **12-měsíční cílovou cenu 215 CZK/akcii** ve srovnání s předchozí cílovou cenou 155 Kč/akcii. Nová cílová cena je o 21% vyšší než aktuální tržní cena, proto **měníme naše investiční doporučení ze stupně „prodat“ na stupeň „koupit“**.

## HOSPODÁŘSKÉ VÝSLEDKY NWR ZA ROK 2009

- Společnost New World Resources zveřejnila konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za celý rok 2009 ve středu 24. února 2010 v 8:00 CET. Poprvé letos dosáhla ve čtvrtém čtvrtletí zisku, čímž překonala naše i tržní očekávání, nicméně především díky neprovozním položkám (výrazně nižší finanční náklady).

### Hospodářské výsledky New World Resources za rok 2009

(mil. EUR)	4Q2009e		Tržní	4Q2008	y/y	Skutečnost / konsensus
	4Q2009	CYRRUS	konsensus			
Tržby	341,2	326,4	323,6	488,6	-30,2%	5,4%
EBITDA	69,2	46,4	49,7	176,7	-60,8%	39,3%
Provozní zisk	19,9	1,2	7,7	134,6	-85,2%	158,6%
Zisk před zdaněním	18,2	-21,0	n.a.	121,4	-85,0%	n.a.
Čistý zisk pro akcionáře	7,5	-13,0	-7,8	92,2	-91,9%	n.m.
Zisk/ztráta na akcii EPS	0,03	-0,05	-0,04	0,35	-91,4%	n.m.

(mil. EUR)	FY2009e		Tržní	FY2008	y/y	Skutečnost / konsensus
	FY2009	CYRRUS	konsensus			
Tržby	1 116,8	1 102,1	1 101,7	2 041,1	-45,3%	1,4%
EBITDA	182,8	160,0	165,1	699,0	-73,8%	10,7%
Provozní zisk	10,0	-8,7	0,1	530,5	-98,1%	n.m.
Zisk před zdaněním	-57,9	-97,1	n.a.	472,2	n.m.	n.a.
Čistý zisk pro akcionáře	-61,6	-82,1	-77,8	351,6	n.m.	20,8%
Zisk/ztráta na akcii EPS	-0,23	-0,31	-0,30	1,33	n.m.	22,8%

ZDROJ: NWR, CYRRUS, a.s.

### Cenový vývoj a tržby

- Na úrovni tržeb společnost NWR překvapila mírně vyššími tržbami (341,2 mil. EUR vs. očekávání 326,4 mil. EUR). Rozdíl oproti naší projekci ovšem vyplývá prakticky výhradně z položky ostatní výnosy – tedy položky, která neukazuje na žádný trend a je obtížně predikovatelná.
- U hlavních výnosových kategorií, tzn. u výnosů z prodeje koksovateľného uhlí, energetického uhlí a koksu, se naše projekce od reality liší jen v detailech. Důvodem je to, že NWR již na začátku února oznámila vytěžené i prodané množství uhlí 2009, stejně jako celoroční průměrné realizované ceny. Z těchto dat jsme tedy odvodili konkrétní data pro jednotlivé typy uhlí.
- NWR vytěžila ve 4Q 1,45 mil. tun koksovateľného uhlí (+12,3= q/q) a prodala 1,59 mil. tun uhlí. Průměrná realizovaná cena dosáhla za celý rok 87 EUR/t, což znamená, že v samotném 4Q byla prodejní cena nižší než v předchozích čtvrtletích (79 EUR/t vs. 85 EUR/t ve třetím kvartále). Důvodem poklesu průměrné prodejní ceny byl prodej nižších kvalit koksovateľného uhlí a snaha prodat co největší objem uhlí před koncem roku (mj. kvůli splnění podmínek dluhu – viz dále). U energetického uhlí došlo ve 4Q k tradičnímu sezónnímu růstu těžby i prodejů. NWR vytěžila 1,53 mil. tun uhlí a prodala 1,53 mil. tun uhlí. Průměrná cena za rok 2009 zůstala relativně stabilní na 72 EUR/t.
- Solidní zlepšení přišlo v posledních 3 měsících loňského roku na trhu s koksem. Společnost NWR ve 4Q prodala 207 tis. tun (při produkci 252 tis. tun) za průměrnou realizovanou cenu 159 EUR/t. To představuje solidní cenový odraz z velmi nízkých cen koksu kolem 130 EUR/t v předchozích čtvrtletích a zvýšení průměrné realizované ceny koksu v roce 2009 na 149 EUR/t.
- Ostatní tržby byly víceméně v souladu s naší projekcí (přeprava, by-products) s výjimkou ostatních výnosů, které byly cca o 15 mil. EUR vyšší. Celkově tak považujeme oznámené tržby za 4Q za v souladu s očekáváním.

### Provozní náklady a marže

- Provozní náklady v 4Q byly lehce vyšší než jsme očekávali. Rozdíl byl především u kategorie materiál a energie, kde jsme za 4Q očekávali náklady o cca 10 mil. EUR nižší. Vyšší byly i odpisy.
- Podobná situace by měla být i v letošním roce, kde očekáváme jen minimální růst personálních nákladů i administrativních nákladů a naopak vyšší růst nákladů na materiál a energie (především kvůli vyšším materiálovým nákladům spojeným s intenzivnějším rozvojem nových ložisek ve stávajících dolech OKD).
- Jedním z podstatných rozdílů oproti naší projekci byla nižší negativní změna zásob vytěženého uhlí (tj. nižší náklady na prodané zásoby). NWR ve 4Q prodala podle našich kalkulací cca 0,5 mil. tun uhlí ze svých dříve vytěžených zásob, což by při „normálních“ cenách představovalo negativní dopad do provozního zisku ve výši cca 30 mil. EUR. Ve skutečnosti byl tento dopad jen cca 11 mil. EUR, což znamená, že NWR prodávala zásoby za výrazně nižší ceny.
- I z toho je vidět snaha co nejvíce snížit čistý dluh před koncem roku tak, aby firma splnila podmínky dluhu (max. 3,25x čistý dluh vs. EBITDA). To se firmě nakonec podařilo (i díky evidentním opatřením v pracovním kapitálu – z bilance je patrný kromě poklesu zásob i pokles pohledávek). Výše zmíněné faktory vedly k tomu, že NWR ve 4Q dosáhla EBITDA ve výši 69 mil. EUR vs. naše očekávání 46 mil. EUR a provozního zisku 20 mil. EUR vs. náš odhad pouze 1 mil. EUR. EBITDA marže tak dosáhla 20,3% a EBIT marže 5,8%.

### Finanční výsledek

- Největším překvapením ve výsledcích za 4Q je pro nás velmi nízká ztráta ve finanční části výsledovky. Ačkoliv je tato položka tradičně špatně odhadnutelná a volatilní, necelé 2 mil. EUR ztráty ve srovnání s 28 mil. ztrátou ve 3Q, 20 mil. EUR ztrátou ve 2Q a 17 mil. EUR ztrátou v 1Q je tento výsledek skutečně překvapením.
- Podle NWR je to způsobeno především výrazně nižší ztrátou z derivátových operací a nižšími úrokovými náklady (díky příznivějším úrokovým sazbám na trhu). Tento výsledek nicméně nic nevyovídá o provozní stránce hospodaření NWR a navíc jej považujeme za dočasný výkyv (jinými slovy, pro letošní rok počítáme s menší, ale ne tak významně, ztrátou z finančních operací).

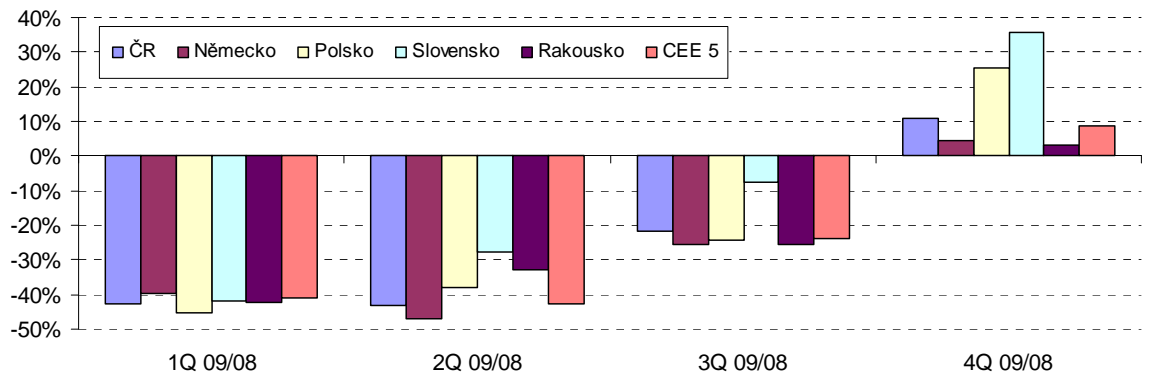
### Čistý zisk/ztráta a dividenda

- Díky nižším nákladů na prodané zásoby uhlí a výrazně nižší finanční ztrátě dosáhla NWR ve 4Q zisku před zdaněním 18,2 mil. EUR vs. námi očekávaná ztráta 21 mil. EUR. Tento vývoj vedl k tomu, že daňová povinnost byla tentokrát pozitivní, proto na čistém zisku je rozdíl oproti naší projekci nižší než u zisku před zdaněním.
- Čistý zisk za 4Q tak dosáhl 7,5 mil. EUR, za celý rok 2009 potom NWR vykázala ztrátu 61,6 mil. EUR. Tato ztráta představuje 23c na akcii (po odečtení vlivu nepokračujících operací, tj. NWR Energy) 25c na akcii (6,5 Kč/akcii).
- Společnost v souladu s naším očekáváním potvrdila, že za období 2H2009 nevyplatí žádnou dividendu vzhledem k dosažené ztrátě. Dividendová politika založená na vyplácení cca poloviny dosaženého čistého zisku v rámci ekonomického cyklu zůstává v platnosti.
- Vzhledem k tomu, že za letošní rok očekáváme u NWR návrat k zisku, je možné, že společnost již za 1H2010 vyplatí dividendu. Pokud se tak však stane, očekáváme spíše nižší výplatní poměr (cca 20-25%). Je možné, že NWR vyplatí na dividendě část výnosu z prodeje své divize NWR Energy (její prodej by měl být podle posledních informací dokončen až během druhého čtvrtletí letošního roku), i když pravděpodobnější je (podle indikací z NWR) spíše použití tohoto výnosu na případné předčasné splacení části dluhu.

## VÝHLED TĚŽBY

- Společnost NWR na začátku února představila výhled cen a těžby na rok 2010. Z hlediska předpokládané těžby zůstává společnost (oprávněně) konzervativní a prozatím očekává celoroční těžbu uhlí ve výši 11 mil. tun, tedy stejnou úroveň těžby jako v ekonomicky obtížném roce 2009. Tento výhled podle nás odpovídá realitě, především nejistotě ohledně pokračování oživení poptávky v ocelářském průmyslu. V případě, že bude oživení pokračovat i ve zbytku roku, lze očekávat vyšší celoroční těžbu. V našem modelu však nyní pracujeme s projekcí 11,1 mil. tun vytěženého uhlí.
- Podle NWR by měl být podíl koksovateľného uhlí vs. energetického uhlí v těžbě 2010 cca 60:40 ve prospěch dražšího, koksářského uhlí. V letošním roce byl tento poměr 55:45, nicméně právě poměr 60:40 je blíže „běžným“ podmínkám. Přesto si myslíme, že dosažení tohoto poměru (z hlediska těžby koksovateľného uhlí) bude poměrně výzvou a v našem modelu počítáme s poměrem 59:41, konkrétně s vytěžením 6,5 mil. tun koksovateľného uhlí a 4,6 mil. tun energetického uhlí.
- NWR se tedy letos s největší pravděpodobností nedostane na dosah své produkční kapacity (běžná předkrizová těžba 12,5 až 13 mil. tun, očekávaná těžba 11,1 mil. tun tak představuje cca 85% produkční kapacity NWR). Jak již bylo zmíněno dříve, trh s ocelí se v posledních měsících loňského roku vzpamatoval, výroba oceli však i přesto zůstala v roce 2009 v zemích působnosti NWR o cca 27% pod úrovní roku 2008.

## Vývoj produkce oceli v regionu působnosti NWR\*



\* CEE5, kam zahrnujeme ČR, Polsko, Rakousko, Slovensko a Německo

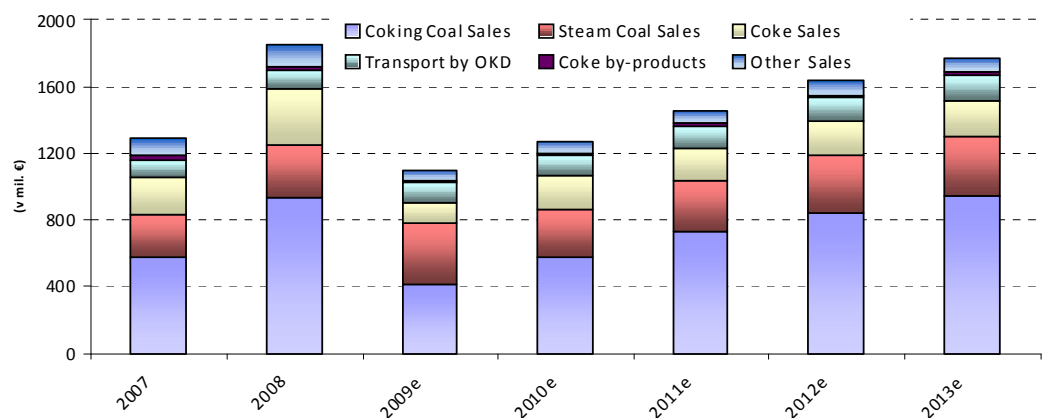
Zdroje: World steel association, CYRRUS, a.s.

- U koksu NWR využívá příznivějších tržních podmínek a ponechává i v letošním roce v provozu svoji koksovnu Šverma, která měla být původně již v létě minulého roku zavřena. Očekáváme, že k definitivnímu odstavení této koksovny dojde ve druhé části letošního roku. Ještě předtím nicméně Šverma podpoří růst produkce koksu z loňských 0,84 mil. tun na letošní plán 1 mil. tun. V následujících letech by se potom produkce koksu měla soustředit výhradně v koksovně Svoboda a roční produkce by měla dosahovat cca 0,85 mil. tun koksu.

## OČEKÁVANÝ CENOVÝ VÝVOJ UHLÍ A KOKSU

- Hlavním motorem růstu tržeb 2010 by tedy spíše než vytěžené a prodané objemy (zásoby vytěženého uhlí NWR jsou nyní v blízkosti optimální úrovně, tj. neočekáváme významný pohyb zásob během roku) měly být ceny koksovateľného uhlí a koksu. U energetického uhlí naopak dojde k meziročnímu poklesu ceny o 12,5% na 63 EUR/t. Důvodem jsou především vysoké zásoby uhlí v regionu (především v Polsku) a nižší spotřeba elektrické energie v souvislosti s ekonomickým útlumem. NWR u energetického uhlí zůstává u běžného období leden až prosinec a na začátku února oznámená očekávaná cena 63 EUR/t tak platí pro toto období roku 2010.
- U koksovateľného uhlí naopak došlo k významné změně. Smlouva s klíčovými zákazníky byla prozatím uzavřena pouze na první kvartál 2010 s tím, že NWR přejde na tzv. japonský fiskální rok, který začíná v dubnu. V následujících týdnech by tedy měla probíhat jednání o cenách na fiskální rok 04/10 až 03/11. Díky tomuto posunu bude možné do vyjednávání zahrnout i výsledky obdobných jednání na klíčových trzích, tedy především v Asii (kde jsou právě v březnu dojednávány roční kontrakty).
- Tento posun se zatím jeví být pro NWR výhodný, protože momentální situace na trhu v Asii nahrává vyšším cenám koksovateľného uhlí. Například největší světový těžář BHP Billiton požaduje po japonských ocelárnách pro následující fiskální rok cenu 200 USD/t (147 EUR/t, +55% y/y). Vzhledem k poměrně akutnímu převisu poptávky v tomto regionu (kvůli čistým importům z Číny, tuhé zimě v USA a výpadkům těžby v Austrálii) lze skutečně očekávat i významnější cenové skoky.
- NWR v únoru oznámila, že dojednaná cena koksovateľného uhlí na 1Q2010 je 103 EUR/t (při kurzu CZK/EUR 24,5, při aktuálním kurzu 25,8 bude cena o něco nižší, cca 100 EUR/t). Předpokládáme, že NWR bude schopno vyjednat pro následující fiskální rok ještě o něco vyšší cenu, právě kvůli výše zmíněným pozitivním podmínkám na trhu. I když NWR jako vnitrozemský těžář může z tohoto cenového vývoje ve světě těžit jen omezeně a nadbytek kapacit v CEE jeho pozici naopak oslabuje. V naší projekci proto počítáme s průměrnou realizovanou cenou koksovateľného uhlí pro rok 2010 na úrovni 110 EUR/t (při kurzu 25,3 CZK/EUR).
- U koksu NWR oznámilo očekávanou průměrnou cenu za první kvartál 2010 ve výši 195 EUR/t. To je solidní nárůst ceny z hlubin první poloviny roku 2009 (cca 130 EUR/t), i zde očekáváme, že průměrná realizovaná cena v roce 2010 bude ještě o něco vyšší, konkrétně na 210 EUR/t.

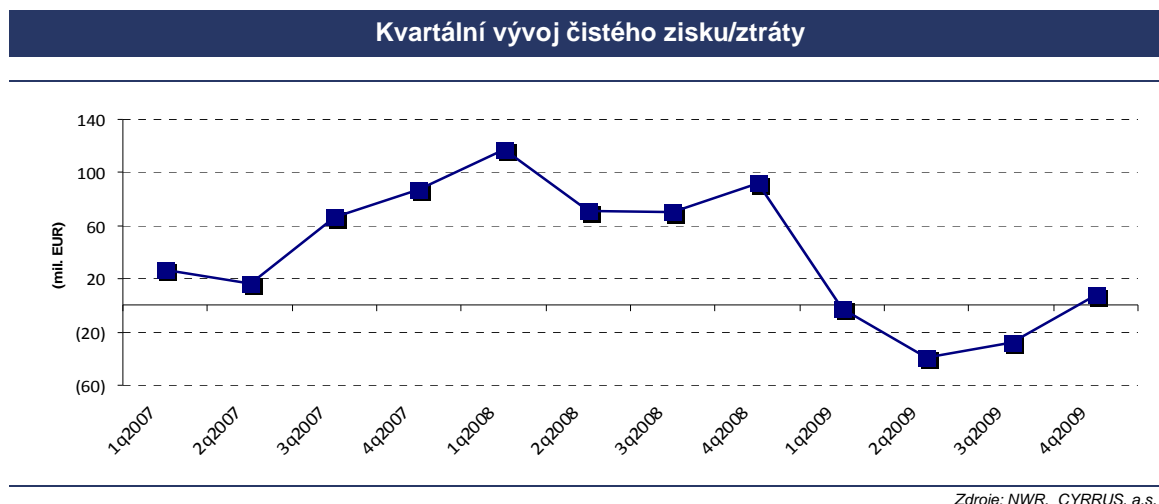
### Očekávaný vývoj tržeb



Zdroje: NWR, CYRRUS, a.s.

## ZPĚT DO ČERNÝCH ČÍSEL

- Hospodaření NWR se v posledním čtvrtletí loňského roku vrátilo k zisku po třech předchozích ztrátových kvartálech. Předpokládáme, že během letošního roku se výsledky NWR v černých číslech již udrží, i když se budeme stále pohybovat poměrně blízko *break-even* bodu. Trend posledních kvartálů je dobře patrný v následujícím grafu:



- Jak již bylo řečeno výše, hlavním driverem by letos měly být zotavené ceny koksovatelného uhlí a koku. Díky nim očekáváme letos tržby vyšší o cca 16% ve srovnání s rokem 2009. Předpokládáme nicméně také, že provozní náklady letos porostou mnohem nižším tempem (+3,9% y/y). K tomu přispěje dohoda s odbory, díky níž by letos měly zůstat mzdové náklady na přibližně stejné úrovni jako v roce 2009. Mírný růst očekáváme u služeb (+3,1% y/y), především kvůli nákladům na dopravu (tato položka je ovšem ziskově neutrální).
- Největší nárůst očekáváme u nákladů na materiál a energie. Zde podle vyjádření NWR lze letos očekávat nárůst nákladů kvůli vyšší aktivitě v oblasti rozvoje těžby ve stávajících dolech. Druhým faktorem bude vyšší výroba koku a tedy náklady na nákup externího uhlí z Polska. U této kategorie nákladů proto letos očekáváme růst o 11,4% y/y.
- EBITDA by letos měla vzrůst na 307 mil. EUR (+68% y/y), EBITDA marže by tak měla dosáhnout 23,7%. Provozní zisk potom očekáváme ve výši 128 mil. EUR (EBIT marže 9,9%).

## Očekávaný vývoj provozních nákladů a marží

mil. EUR	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Material & energy	364,0	579,8	292,3	325,7	324,1	362,9
Service expenses	306,4	351,3	293,6	303,5	326,9	358,9
Personnel expenses	355,3	434,6	351,1	351,8	388,1	426,8
D&A	166,3	168,5	179,2	179,2	177,0	187,4
Other Operating costs	15,0	10,2	15,9	15,0	15,0	15,0
<b>TOTAL OPERATING COSTS</b>	<b>1 160,9</b>	<b>1 365,3</b>	<b>1 125,8</b>	<b>1 170,2</b>	<b>1 226,1</b>	<b>1 346,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>372,5</b>	<b>699,0</b>	<b>182,8</b>	<b>307,3</b>	<b>415,3</b>	<b>485,1</b>
<i>EBITDA margin</i>	<i>27,2%</i>	<i>34,8%</i>	<i>16,4%</i>	<i>23,7%</i>	<i>28,4%</i>	<i>29,5%</i>
<b>EBIT</b>	<b>207,5</b>	<b>530,5</b>	<b>10,0</b>	<b>128,1</b>	<b>238,3</b>	<b>297,7</b>
<i>EBIT margin</i>	<i>15,2%</i>	<i>26,0%</i>	<i>0,9%</i>	<i>9,9%</i>	<i>16,3%</i>	<i>18,1%</i>

Zdroje: NWR, CYRRUS, a.s.

## DEBIENSKO A CAPEX

- Společnost NWR při příležitosti představení výsledků hospodaření za rok 2009 zveřejnila také novinky kolem svého dolu v polském Debiensku. Aktualizace se týká především očekávaného CEPEXu a možné těžby energetického uhlí v menších hloubkách. NWR se o další strategii v Polsku rozhodne během letošního roku. Přípravné práce na otevření dolu budou trvat přibližně 5 let, lze tedy očekávat, že těžba by v tomto dole mohla začít v roce 2016 – to je v souladu s tím, co máme započítáno v modelu.
- Pozitivně vnímáme, že NWR nyní hovoří o kapitálových nákladech ve výši 350 až 400 mil. EUR, což je méně než máme započítáno v modelu (500 mil. EUR). Nejvyšší kapitálové výdaje přitom lze očekávat v první dvou letech a následně v pátém roce.
- U ostatních kapitálových výdajů počítáme s běžným CAPEXem ve výši cca 100 mil. EUR v nejbližších letech. K tomu je třeba připočítat výše zmíněný polský CAPEX a v letošním roce ještě cca 85 mil. EUR CAPEX spojený s projektem modernizace těžby POP 2010 resp. COP 2010. U POP 2010 se jedná o odloženou platbu ve výši cca 50 mil. EUR (oznámáno již dříve), u COP 2010 potom o 35 mil. EUR.

## SPLNĚNÍ PODMÍNEK DLUHU A EMISE DLUHOPISŮ

- Společnost NWR se kvůli propadu hospodaření dostala ke konci roku do potíží se splněním podmínek dluhu (Senior Facilities Agreement). Tou základní je udržování poměru čistého dluhu k zisku EBITDA pod úroveň 3,25-násobku. Tato podmínka spolu s dalšími dvěma (podíl nadřazeného čistého dluhu k EBITDA pod 2,75x, poměr EBITDA k čistým úrokovým platbám alespoň 3,5x) je testována vždy ke konci příslušného kvartálu na 12-ti měsíční trailing bázi (tj. EBITDA za poslední 4 kvartály).
- Vzhledem k tomu, že EBITDA se v prvních třech kvartálech 2009 významně propadla, byla společnost nucena ve 4Q učinit veškerá možná opatření, aby zvýšila stav peněžních prostředků (cash) a tím snížila čistý dluh (ke konci roku 2009 se již do EBITDA nepočítala ještě vysoká hodnota ze 4Q2008). V hospodaření společnosti to bylo patrné na prodejích uhlí z vytěžených zásob za výrazně nižší ceny nebo na snížení objemu pohledávek.
- Společnost díky těmto opatřením nakonec dokázala vcelku bez potíží kovenanty splnit, když poměr čistého dluhu k trailing EBITDA ke konci roku 2009 činil 2,6x vs. hranice 3,25x.

### Poměr čistého dluhu k EBITDA

	4Q 2008	1Q 2009	2Q 2009	3Q 2009	4Q 2009
Dluh	1 048	1 015	1 013	1 065	1 034
Cash	679	557	392	433	548
Čistý dluh	369	459	621	632	486
EBITDA 12m	699	545	422	290	183
<b>Čistý dluh/EBITDA</b>	<b>0,53</b>	<b>0,84</b>	<b>1,47</b>	<b>2,18</b>	<b>2,66</b>

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

- Společnost v únoru oznámila, že zamýšlí emitovat nadřazené zajištěné dluhopisy ve výši 700 mil. EUR, jimiž by splatila výše uvedený dlouhodobý úvěr. Kvůli eskalaci fiskálních problémů Řecka se však v současné době zhoršila situace na trhu a financování této emise by bylo nepřiměřené drahé. Společnost tak prozatím od emise upustila, není ovšem vyloučeno, že v případě zlepšených podmínek na trhu k emise ještě letos dojde.



## OCENĚNÍ AKCIÍ NEW WORLD RESOURCES

- Pro ocenění akcií NWR jsme již tradičně použili model diskontovaných peněžních toků ve verzi FCFF. Ve srovnání s naší předchozí analýzou (vydaná 17.9.2009) došlo k několika změnám ve vstupních předpokladech modelu. Poklesla bezriziková úroková sazba na trhu (výnos 10-letého státního dluhopisu ČR) z 5,1% na 4,3%, poklesl také beta koeficient, naopak mírně vzrostla riziková prémie ČR (5-letý CDS) kvůli situaci v Řecku. Celkové vážené náklady kapitálu WACC o něco vzrostly pro první fázi modelu (kvůli poklesu poměru D/E), pro druhou fázi zůstaly na 11%.

### Vstupní předpoklady modelu DCF

Cost of Equity			WACC	
Risk-free rate	CZ Government Bond 10Y	4,30%	Cost of debt	6,0%
Beta	vs. UKX & PX	1,40	After-tax cost of debt	4,8%
Equity premium	Long-term US equity premium	4,50%	Equity/(Equity+Debt)	50,0%
	CZ sovereign default spread	0,90%	Debt/(Equity+Debt)	50,0%
	Equity/bond volatility spread	1,50	<b>WACC 1st stage</b>	<b>8,9%</b>
	Total Equity premium	5,9%	Target E/(E+D)	75,0%
<b>Discount rate</b>	<b>Cost of Equity</b>	<b>13,1%</b>	Target D/(E+D)	25,0%
Tax	Effective tax rate	20%	<b>WACC 2st stage</b>	<b>11,0%</b>

Zdroje: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

- Pro ocenění akcií NWR jsme použili dvoufázový model FCFF s první fází 2010 až 2016 (tj. 7 let) a následující pokračující fází (continuing value). Model ukazuje čistou současnou hodnotu první fáze 1,008 mld. EUR a hodnotu pokračující fáze 1,575 mld. EUR (podíl první fáze 39%). Čistá současná hodnota na akcii vychází 7,5 EUR (193 Kč/akcii), 12-měsíční cílová cena potom **215 Kč/akcii** (730 GBP, použité kurzy 25,9 CZK/EUR resp. 29,4 CZK/GBP).

### Model FCFF a cílová cena NWR

mil. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
EBIT	128,1	238,3	297,7	336,5	372,0	390,3	410,9
Tax	16,0	40,2	50,7	60,9	65,7	69,7	71,9
NOPAT	168,8	192,9	236,0	270,6	304,4	325,6	337,9
D&A	179,2	177,0	187,4	193,4	196,7	198,7	201,3
CAPEX	239,0	251,4	256,2	204,5	194,6	235,1	196,3
Change in WC	90,7	(32,0)	(18,7)	(24,5)	(0,2)	(1,6)	0,8
FCFF	199,8	86,5	148,5	235,0	306,3	287,5	343,8
Discount factor	0,84	0,77	0,71	0,65	0,60	0,55	0,50
Discounted FCFF	168,3	66,9	105,4	153,1	183,2	157,8	173,3
NPV of 1st stage	1008,1						
NOPAT t+1		360,2					
ROIC		11,0%					
Nominal growth to infinity		2,0%					
WACC		11,0%					
Continuing value		3272,0					
NPV of CV		1575,2					
Enterprise Value		2583,3					
minus Net Debt		485,9					
minus Mine provisions		126,1					
NPV		1971,4					
Common shares outstanding (mil.)	264,0	CZK	GBP				
NPV per share	7,5	193	6,58				
<b>Target Price</b>	<b>8,3</b>	<b>215</b>	<b>7,30</b>				

Zdroje: NWR, CYRRUS, a.s.



- V tabulce níže doplňujeme závěru modelu DCF analýzou citlivosti modelu na změny vstupních parametrů (WACC a ROIC).

Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů						
		ROIC to infinity				
		7,0%	9,0%	11,0%	13,0%	15,0%
WACC	9,0%	236	253	264	271	277
	10,0%	212	227	236	243	248
	11,0%	193	206	215	221	225
	12,0%	178	190	198	203	207
	13,0%	166	177	184	188	192

Zdroje: NWR, CYRRUS, a.s.

## SHRNUTÍ A DOPORUČENÍ

- Na trhu s koksovatelným uhlím došlo v posledních měsících roku 2009 k oživení poptávky. To lze částečně vysvětlit efektem šrotovného, které povzbudilo výrobu automobilů a tedy i poptávku po oceli. Ocelářské podniky, klíčoví zákazníci NWR, zvýšili ve druhé polovině roku 2009 produkci a potažmo poptávku po koksovatelném uhlí resp. koksu. Ačkoliv i nadále vidíme oživení průmyslu v CEE jako poměrně křehké, zdá se, že nejhorší období již má průmysl za sebou.
- V současné době je trh s uhlím velmi napjatý, a to i přes stále velmi vlažné oživení průmyslu ve světě. Jedinými důvody této situace je Čína, jejíž čisté importy značně ovlivňují celosvětový trh s uhlím a tedy i ceny. Vliv Číny přitom v průběhu krize značně narostl, vždyť její podíl na světové poptávce po oceli vzrostl jen za poslední rok velmi výrazně: z 37% v roce 2008 na 47% v roce 2009. Důsledkem je značný tlak na růst cen, který ještě eskaluje kvůli velmi tuhé zimě na severní polokouli (především v USA).
- Společnost NWR na začátku února zveřejnila očekávaný objem produkce pro letošní rok i výsledky vyjednávání o cenách uhlí a koksu. U produkce zůstává firma poměrně opatrná a očekává těžbu 11 mil. tun uhlí, což je na stejné úrovni jako těžba 2009. Hlavním driverem, který by tedy měl dovést hospodaření NWR v letošním roce do zisku, by tedy měl být cenový vývoj. Zatímco u energetického uhlí ceny ve srovnání s rokem 2009 klesnou (ze 72 EUR/t na 63 EUR/t), u klíčového koksovatelného uhlí (mělo by tvořit cca 60% letošní těžby) a koksu ceny rostou. Ovšem – zatím pouze pro 1Q2010. O cenách koksovatelného uhlí za zbytek roku resp. na období duben 2010 až březen 2011, bude NWR se svými zákazníky jednat v následujících týdnech.
- Na základě aktualizovaných výhledů těžby a cen uhlí jsme revidovali naši cílovou cenu akcií NWR. Náš model diskontovaných peněžních toků FCF ukazuje na **12-měsíční cílovou cenu 215 CZK/akcii** ve srovnání s předchozí cílovou cenou 155 Kč/akcii. Nová cílová cena je o 21% vyšší než aktuální tržní cena, vzhledem k cykličtější povaze trhu s uhlím i hospodaření samotné společnosti NWR **měníme naše investiční doporučení ze stupně „prodat“ na stupeň „KOUPIT“**.

## Pro-forma finanční výkazy a ukazatele

INCOME STATEMENT		2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<i>(mil. EUR)</i>							
Sales		1367,1	2041,1	1116,8	1298,2	1464,5	1643,7
Material & Energy		(364,0)	(579,8)	(292,3)	(325,7)	(324,1)	(362,9)
General & Administrative expenses		(306,4)	(351,8)	(293,6)	(303,5)	(326,9)	(358,9)
Personnel Expenses		(335,0)	(433,7)	(351,1)	(351,8)	(388,1)	(426,8)
Other operating Expenses		10,8	0,0	(15,9)	(10,0)	(10,0)	(10,0)
Operating Costs		(984,3)	(1376,3)	(1125,8)	(1170,2)	(1226,1)	(1346,0)
EBITDA		372,5	699,0	182,8	307,3	415,3	485,1
Depreciation & Amortization		(166,3)	(168,5)	(172,8)	(179,2)	(177,0)	(187,4)
EBIT		207,5	530,5	10,0	128,1	238,3	297,7
Pre-Tax Profit		245,4	472,2	(57,9)	69,4	182,6	241,6
Taxes		(49,0)	(120,5)	(5,8)	(16,0)	(40,2)	(50,7)
Net Income		196,5	351,6	(63,7)	53,4	142,4	190,8
Minority interests		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Income after minorities		196,5	351,6	(61,6)	120,4	142,4	190,8
<b>BALANCE SHEET</b>							
		2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
<i>(mil. EUR)</i>							
Fixed Assets		1049,4	1088,1	1158,3	1189,6	1249,0	1297,9
Total Non-Current Assets		1265,1	1292,8	1343,5	1387,1	1442,5	1489,1
Cash & equivalents		474,2	678,9	547,8	512,9	539,1	497,5
Total Current Assets		767,6	956,7	786,7	821,3	910,6	815,5
<b>Shareholder's equity</b>		<b>377,5</b>	<b>646,3</b>	<b>560,2</b>	<b>720,3</b>	<b>812,8</b>	<b>917,8</b>
Minority interests		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Equity		377,5	646,3	560,2	720,3	812,8	917,8
Total Non-Current Liabilities		1321,9	1256,3	1263,2	1207,4	1261,7	935,0
Total Current Liabilities		333,4	346,9	349,7	280,7	278,5	451,8
Total Liabilities		1655,3	1603,2	1655,4	1488,1	1540,2	1386,8
<b>TOTAL ASSETS</b>		<b>2032,8</b>	<b>2249,5</b>	<b>2215,5</b>	<b>2208,4</b>	<b>2353,1</b>	<b>2304,6</b>
<b>RATIOS &amp; MULTIPLES</b>							
		2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
Earnings per share	(CZK)	0,74	1,33	(0,23)	0,46	0,54	0,72
Payout ratio	(x)	N.A.	0,35	0,00	0,20	0,35	0,45
Dividend per share	(CZK)	N.A.	0,46	0,00	0,09	0,19	0,33
Dividend yield	(%)	N.A.	6,6%	0,0%	1,3%	2,7%	4,7%
ROaE	(%)	23,8%	68,5%	neg	18,8%	18,6%	22,1%
ROCE	(%)	10,5%	29,4%	0,5%	6,8%	11,9%	15,2%
ROaA	(%)	9,1%	25,4%	0,4%	5,8%	10,5%	12,8%
EBITDA margin	(%)	27,2%	34,8%	16,4%	23,7%	28,4%	29,5%
EBIT margin	(%)	15,2%	26,0%	0,9%	9,9%	16,3%	18,1%
Net Income margin	(%)	14,4%	17,2%	neg	9,3%	9,7%	11,6%
Interest coverage	(x)	4,1	3,1	0,1	2,3	4,3	6,0
Current ratio	(x)	2,2	3,9	2,2	2,9	3,3	1,8
Net Debt/EBITDA	(x)	1,9	0,5	2,4	1,4	1,0	0,7
P/E	(x)	9,3	5,2	neg	33,0	12,9	9,6
EV/EBITDA	(x)	6,0	3,2	12,3	7,3	5,4	4,6
P/BV	(x)	4,9	2,8	3,3	2,5	2,3	2,0

*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 **25.2.2010**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	1	10,0
Akumulovat	2	20,0
Držet	6	60,0
Prodat	1	10,0

- 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  $\pm 5\%$  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 databázi 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 uzavřenu 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 zdí 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