

NEW WORLD RESOURCES

Australské povodně vs. nižší těžba uhlí

Marek Hatlapatka
Analytik
hatlapatka@cyrrus.cz
+420 538 705 743

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: AKUMULOVAT
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: 310 CZK

Datum vydání analýzy: 14. února 2011
Současná tržní cena: 279 CZK
Potenciál k cílové ceně: 11%

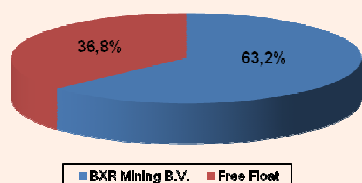
Předchozí doporučení: KOUPIT
Předchozí cílová cena: 325 CZK
Datum vydání předchozí analýzy: 24. dubna 2010

		2009	2010E	2011E	2012E
Výnosy	(mil. EUR)	1 116,8	1 595,7	1 710,6	1 815,3
EBITDA	(mil. EUR)	182,8	465,6	588,8	612,1
Provozní zisk	(mil. EUR)	10,0	298,3	409,1	412,4
Čistý zisk	(mil. EUR)	-61,6	232,3	247,3	254,3
Zisk na akcii (EPS)	(EUR)	-0,23	0,87	0,93	0,95
P/E	(x)	neg	13,4	12,1	12,1
Dividendový výnos	(%)	0,0%	2,6%	3,3%	3,7%

Vývoj akcií New World Resources



Struktura akcionářů NWR



Základní informace o akciích NWR

Data ke dni: 14.2.2011
Cena akcie: 279 CZK
Počet vydaných akcií: 266,4 mil.
Tržní kapitalizace CZK: 74,3 mld.
Tržní kapitalizace EUR: 3,0 mld.
52-week max: 318 CZK
52-week min: 174 CZK
Průměrný denní objem: 160 mil. CZK

Sídlo firmy:

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

Web: www.newworldresources.eu

ISIN: NL0006282204
WKN: A0MX0A
Bloomberg: NWR CP, NWR LN
Reuters: NWRSp.PR

- Tržní sentiment v těžařském sektoru ve světě je v posledních týdnech poměrně příznivý, což odráží jednak pokračující globální ekonomické oživení, jednak růstu cen komodit, především uhlí, kvůli nabídkovým šokům. Především obrovské záplavy v australském Queenslandu mají značný vliv na současnou tržní (ne)rovnováhu a ceny koksovateľného uhlí. Není pochyb o tom, že i New World Resources využije současnou situaci na trhu a pro japonský fiskální rok 2011 dosáhne vyšších cen koksovateľného uhlí než by tomu bylo jinak. Očekáváme, že NWR v dubnu oznámí růst ceny pro JFY2011 z 163 na 170 EUR/t (230 USD/t), což vidíme jako spíše konzervativní scénář.
- Nárůst cen uhlí je kompenzován negativním překvapením v podobě nižšího než očekávaného plánu těžby/prodeje uhlí na rok 2011. Společnost NWR nedávno oznámila, že letos plánuje vytěžít pouze 11 mil. tun uhlí, což je o cca 4% méně než v roce 2010, my jsme přitom očekávali mírný meziroční růst těžby. Druhou negativní zprávou je vyšší očekávaný podíl levnějšího energetického uhlí na prodejkách, jinými slovy, nižší těžba se týká koksovateľného uhlí. Důvodem jsou údajně nepříznivé geologické podmínky v jednom z dolů, které již negativně ovlivnily těžbu/prodeje ve 4Q2010.
- Výše uvedené skutečnosti jsme promítli do našeho modelu, což se nicméně ve srovnání s naší poslední analýzou příliš nedotklo očekávaného zisku pro následující roky (nižší těžba je kompenzována vyššími cenami). Myslíme si však, že současná tržní očekávání ohledně zisků 2011 a 2012 je příliš optimistická. Aktuální tržní konsensus zisku 2011 podle nás není dosažitelný ani v případě vyšších než námi očekávaných cen pro JFY2011, i když připouštíme, že naše prognóza má rizika vychýlená spíše na pozitivní stranu (tj. k vyššímu zisku).
- Společnost NWR oznámí své výsledky hospodaření za FY2010 ve čtvrtek 24. února, nicméně příliš prostoru pro překvapení již nevidíme. Mnohem významnější bude informace o vyjednaných cenách pro JFY2011 a také data o vývoji těžby za 1Q2011 s ohledem na avizované geologické podmínky. Tyto potenciální katalyzátory přijdou na řadu v jarních měsících (duben/květen).
- V našem oceňovacím modelu DCF jsme učinili několik změn (např. rozšíření první fáze predikce do roku 2020), po započtení výše diskutovaných faktorů jsme dospěli ke stanovení **12-měsíční cílové ceny akcií NWR ve výši 310 CZK**. Tato cena převyšuje poslední závěrečný tržní kurz (279 CZK, cob 11.2.2011) o 11%, proto **snížujeme naše investiční doporučení ze stupně „koupit“ na stupeň „AKUMULOVAT“**.

Co čekat od výsledků za 4Q2010?

Společnost New World Resources (NWR) v pátek 28. ledna 2011 zveřejnila mimo jiné i některá data o vývoji těžby a prodeje uhlí resp. koksu v posledním kvartále roku 2010. Toto oznámení částečně poodhalilo čísla, která můžeme očekávat při zveřejnění výsledků hospodaření NWR za 4Q2010 resp. FY2010 (výsledky budou oznámeny před otevřením trhu 24.2.2011).

Společnost NWR oznámila, že za celý rok 2010 dosáhla těžby uhlí na úrovni 11,44 mil. tun, což je lehce pod cílem 11,5 mil. tun. Příčinou lehkého nesplnění cíle není slabší poptávka po uhlí, jak by se mohlo na současném trhu zdát, ale musíme ji hledat spíše na straně nabídky – v nižší než plánované těžbě v jednom z dolů. Ta sice byla podle slov managementu NWR částečně kompenzována vyšší těžbou převážně energetického uhlí v jiném dole, nicméně se tato změna struktury pochopitelně odráží ve výnosech i ziscích za 4Q i FY2010. Konkrétní očekávané dopady ukazuje následující tabulka:

Dopad oznámených údajů o produkci a prodeji uhlí v 4Q2010 na výsledky NWR

		Původní odhad CYRRUS 4Q2010	Nový odhad CYRRUS 4Q2010	Původní odhad CYRRUS FY2010	Nový odhad CYRRUS FY2010	Podíl původní	Podíl nový
Koksovatelné uhlí těžba (mil. t)		1,630	1,453	6,108	5,931	53,6%	51,8%
Energetické uhlí těžba (mil. t)		1,668	1,900	5,280	5,512	46,4%	48,2%
Uhlí celkem těžba (mil. t)		3,298	3,353	11,388	11,443	100,0%	100,0%
Koksovatelné uhlí prodej (mil. t)		1,460	1,264	5,453	5,257	51,1%	49,1%
Energetické uhlí prodej (mil. t)		1,650	1,880	5,223	5,453	48,9%	50,9%
Uhlí celkem prodej (mil. t)		3,110	3,144	10,676	10,710	100,0%	100,0%

	Původní odhad CYRRUS 4Q2010	Nový odhad CYRRUS 4Q2010	Původní odhad CYRRUS FY2010	Nový odhad CYRRUS FY2010	Rozdíl 4Q2010	Rozdíl FY2010
Výnos z prodeje koksovatelného uhlí (mil. EUR)	234,3	202,7	773,6	741,9	-13%	-4%
Výnos z prodeje energetického uhlí (mil. EUR)	100,7	114,7	322,7	336,7	14%	4%
Výnos z prodeje uhlí a koksu celkem (mil. EUR)	426,9	411,9	1395,2	1380,2	-4%	-1%
EBITDA (mil. EUR)	178,2	162,5	480,8	465,1	-9%	-3%
Čistý zisk (mil. EUR)	81,6	68,8	245,3	232,5	-16%	-5%
Zisk na akcii (EUR)	0,31	0,26	0,92	0,87	-16%	-5%
Zisk na akcii (CZK)	7,5	6,3	22,4	21,1	-16%	-5%

Zdroj: NWR, CYRRUS

Z tabulky je patrné, že společnost NWR vytěžila i prodala více uhlí, než jsme předpokládali v modelu. V něm jsme vycházeli z toho, že NWR není schopna splnit sousledně tři cíle, které oznámila: vytěžít 11,5 mil. tun uhlí, prodat 10,5 mil. tun uhlí (z toho 5,5 mil. t koksovatelného uhlí) a snížit zásoby uhlí na úroveň cca 200 tis. tun (z 253 tis. tun na konci 3Q2010). To se nakonec potvrdilo, i když jiným způsobem, než jsme očekávali. Výrazně nižší těžba koksovatelného uhlí a naopak vyšší těžba energetického uhlí (které je až na vnitřní spotřebu veškeré prodáno) umožnily pokles zásob (zřejmě těsně nad hranici 200 tis. tun a zároveň se NWR dostalo na dohled cíli těžby 10,5 mil. tun. Prodeje uhlí byly velmi silné, zvláště 1,88 mil. tun prodaného energetického uhlí ve 4Q je skutečně vysoké číslo (o 23% vyšší než ve stejném období roku 2009 a nejvyšší minimálně za poslední 3 roky). Takto vysoké prodeje energetického uhlí však nelze očekávat dlouhodobě, otázkou (která bude zodpovězena při výsledcích na konci února) také je, zda nejsou vysoké prodeje energetického uhlí vykoupeny nižšími realizovanými cenami (NWR evidentně prodalo uhlí nad rámec ročního kontraktu).

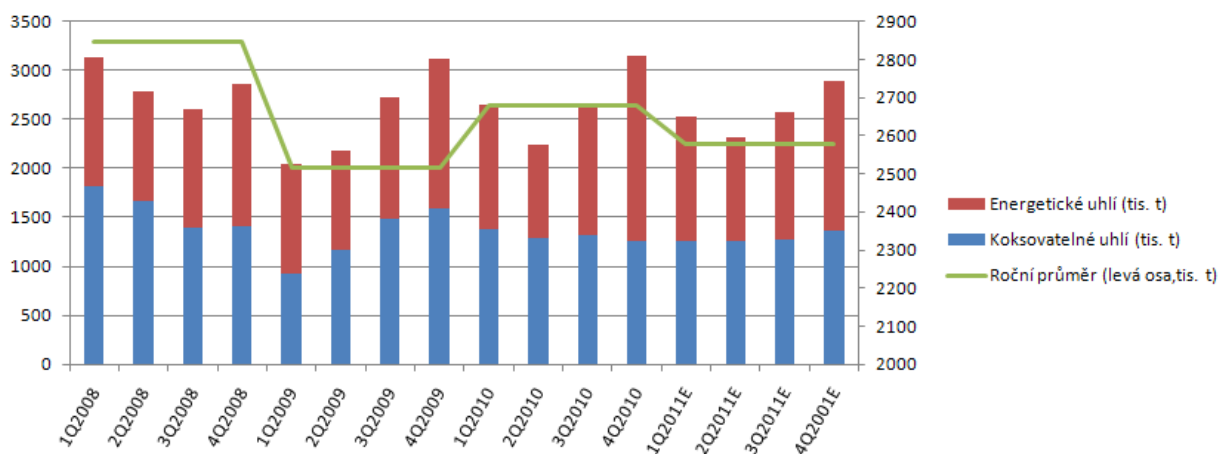
Tabulka výše ukazuje, že prodeje NWR v roce 2010 nakonec sestávaly z 51% z energetického uhlí a jen z 49% z koksovatelného uhlí. Výnosy z prodeje koksovatelného uhlí jsou tak o cca 32 mil. EUR nižší než původně očekávané, výnosy z prodeje energetického uhlí naopak o 14 mil. EUR vyšší. Zde jde jasně vidět skutečnost, že aktuální vysoký rozdíl v cenách obou druhů uhlí (koksovatelné je cca 2,5x dražší) znamená, že vyšší prodeje energetického uhlí nejsou schopny plně kompenzovat výpadek prodeje koksovatelného uhlí. Tržby z prodeje uhlí a koksu tak nyní očekáváme o 4% (4Q) resp. 1% (FY2010) nižší než původně. Na čistém zisku je dopad ještě vyšší (-16% 4Q resp. -5%

FY2010) kvůli relativně vysoké finanční páce a mimo jiné i díky tomu, že NWR zřejmě muselo nakoupit o něco více uhlí pro OKK z Polska než původně předpokládalo.

Plánované objemy a struktura těžby/prodejů 2011

Podstatnější než data za 4Q2010 jsou pochopitelně výhledy na rok 2011 a dále. Společnost NWR trhu v pátek poskytla data, na základě nichž jsme upravili naše očekávání pro rok 2011. Většina změn je negativním směrem, především kvůli a) nižší očekávané těžbě a prodejům, b) méně příznivé struktuře prodejů s větším podílem levnějšího energetického uhlí. Naopak pozitivně působí vliv aktuální napjaté situace na světovém trhu s koksovatelným uhlím, především v důsledku nepříznivých klimatických podmínek v hlavních oblastech těžby a dopravy uhlí (Queensland v Austrálii, JAR, Indonésie, Kolumbie).

Kvartální prodeje uhlí NWR



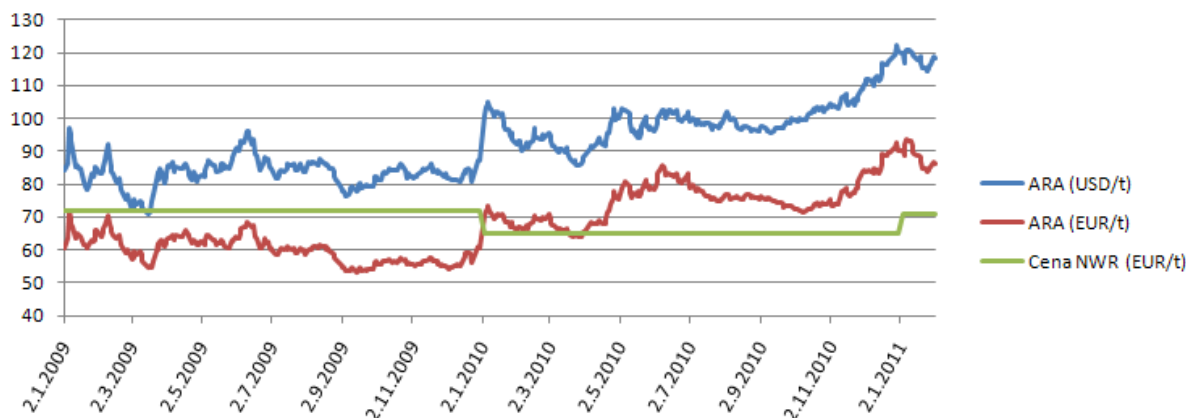
Zdroj: Bloomberg, Coalportal, NWR, CYRRUS

Společnost NWR oznámila plán na rok 2011 vytěžít 11 mil. tun uhlí a prodat 10,3 mil. tun uhlí resp. u koksu 800 tis. tun výroby a 720 tis. tun prodejů. Všechna tato čísla jsou nižší než jsme očekávali. U těžby uhlí jsme očekávali mírný růst vs. 2010 na 11,6 mil. tun, místo toho dochází k cca 4% meziročnímu poklesu očekávané těžby. Podobně i u prodejů místo námi očekávaných 10,7 mil. tun NWR očekává jen 10,3 mil. tun (i když dodává, že má kapacitu k produkci/prodeji dalších 0,4 mil. tun uhlí, pokud to dovolí těžební podmínky a poptávka). Rozdíl v prodejích není tak vysoký jako v produkci z toho důvodu, že NWR očekává prodeje koksovatelného vs. energetického uhlí cca 50:50, zatímco my jsme v našich projekcích počítali s poměrem 52:48 ve prospěch koksovatelného uhlí. Tento posun v mixu těžby/prodejů je pro hospodaření NWR negativní vzhledem k vysokým rozdílům v cenách obou druhů uhlí a rozdílným maržím (cena koksovatelného uhlí je cca 2,5x vyšší než cena energetického uhlí při téměř stejných nákladech těžby).

Energetické uhlí: cena i objemy v souladu s naším modelem

Ceny energetického uhlí ve světě od doby zotavení globální ekonomiky mírně rostly, rozhodně se však nejednalo o takovou rally jako jsme pozorovali u některých jiných komodit. Na přelomu let 2009/10 se cena uhlí s dodáním v ARA pohybovala na úrovni 85 USD/t (55 EUR/t) a NWR si se svými zákazníky vyjednala roční cenový kontrakt ve výši 63 EUR/t (tj. cca 15% prémie vůči tržní ceně). V průběhu roku se cena uhlí ARA pohybovala v poměrně úzkém pásmu 90-100 USD/t, průměrná roční cena uhlí v EUR vyjádření činila nakonec 75 EUR/t (tj. cca 15% prémie vůči ceně dojednané NWR). Od listopadu 2010 došlo k výraznému růstu ceny energetického uhlí v souvislosti s a) rychlým nástupem zimy na severní polokouli; b) silnými dešti v některých producentických zemích (Austrálie, JAR, Indonésie, Kolumbie). I když nejhorší situace na přelomu roku byla v australském Queenslandu, který je klíčový pro koksovatelné, nikoliv energetické uhlí, ceny druhého jmenovaného také prudce vzrostly, z hodnot kolem 100 USD/t nad 120 USD/t (90 EUR/t) a v současné době se drží mezi 115-120 USD/t.

Vývoj cen energetického uhlí ve světě vs. ceny NWR



Zdroj: Bloomberg, NWR, CYRRUS

NWR o cenách energetického uhlí vyjednává tradičně na sklonku předchozího roku, tj. pro ceny uhlí 2011 především v listopadu a prosinci 2010. V této době sice již rostly ceny energetického uhlí na trhu, nicméně nebylo možné počítat s tím, že by NWR dosáhlo cen v blízkosti tržní ceny. Jednak proto, že klíčová část jednání zřejmě skončila ještě před největšími nárůsty na přelomu roku, jednak proto, že nárůsty cen na trhu jsou důsledkem mimořádné situace (povodně), což se jen obtížně promítá do celoročního cenového kontraktu. My jsme v našem modelu počítali s tím, že NWR dosáhne průměrné prodejní ceny energetického uhlí na rok 2011 ve výši 70-73 EUR/t (tj. 93-97 USD/t), tj. cca 15% diskont vůči tehdejší tržní ceně. Tento předpoklad se potvrdil, když společnost oznámila dosažení ceny 71 EUR/t. Jen připomínáme, že se jedná o druhou historicky nejvyšší roční cenu energetického uhlí (v roce 2009 to bylo 72 EUR/t).

Jak již bylo řečeno výše, NWR očekává těžbu uhlí v letošním roce na úrovni 11,0 mil. tun a prodeje 10,3 mil. tun uhlí. Polovinu prodejů by mělo činit energetické uhlí, tj. cca 5,15 mil. tun. To značí meziroční pokles z 5,51 mil. tun v roce 2010 (tj. -6,6% y/y). Zde je však nutné uvést, že prodané objemy 2010 byly výrazně vyšší než v předešlých letech (5,3 mil. v 2007, 5,1 mil. v 2008 resp. 4,9 mil. v 2009), takže se spíše jedná o návrat na obvyklou úroveň. Výše zmíněný cíl těžby/prodejů je v souladu s dosavadními předpoklady našeho modelu (5,2 mil. tun).

Koksovatelné uhlí: nižší těžbu nedokáže kompenzovat ani nárůst cen

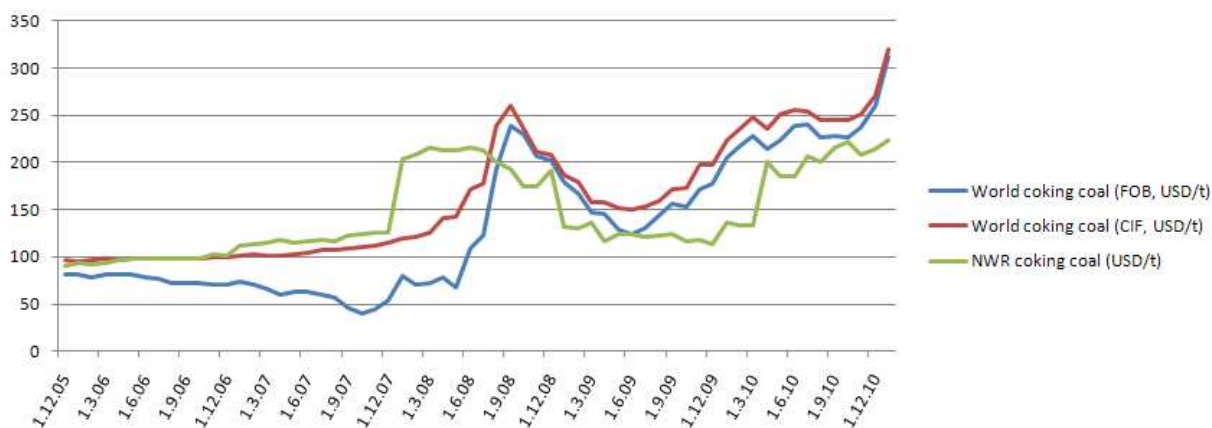
Začneme plánovanými objemy na rok 2011. Ty jsou pro nás mírným zklamáním. V modelu jsme dosud počítali s nárůstem těžby koksovatelného uhlí na 6,4 mil. tun z původně očekávaných loňských 6,1 mil. tun (realita 2010 nakonec 5,9 mil. t), oznámená data nicméně ukazují na plán těžby ve výši cca 5,8 mil. tun (při prodeji 5,15 mil. t a spotřebě OKK 0,65 mil. t), tedy cca 7% y/y pokles z již tak relativně nízkých hodnot roku 2010. NWR uvádí, že v případě příznivého vývoje v podmínkách těžby a poptávky na trhu má NWR dodatečnou kapacitu vytěžit 0,4 mil. tun v roce 2011 (tj. celoroční těžba 11,4 mil. t). Podle našeho názoru je nyní problém spíše na straně těžby než poptávky v regionu (resp. možná souladu poptávky a nabídky konkrétního typu koksovatelného uhlí) a bez znalosti dalších podrobností proto s dodatečně vytěženým/prodaným uhlím zatím nepočítáme.

Cenový vývoj je v poslední době velmi zajímavý. Ačkoliv typickým cyklónovým období pro Austrálii jsou první měsíce roku, silné deště tentokrát v australské provincii Queensland udeřily již na podzim a vyvrcholily na konci roku největšími záplavami v oblasti za posledních minimálně 50 let. Důsledky pocítil a pocítuje především světový trh s koksovatelným uhlím. Právě Queensland je totiž místem exportu cca 85% celkového australského exportu tohoto typu uhlí a celkově se na mezinárodním obchodě podílí z téměř jedné třetiny. Prakticky všichni hlavní producenti uhlí v regionu byli nuceni vyhlásit výjimečný stav (force majeure) a dodávky uhlí z regionu se prakticky zastavily (kromě zatopených dolů byla také zastavena železniční doprava do přístavů a zásoby uhlí ještě nebyly připraveny na běžnou cyklónovou sezónu).

Důsledkem byl prudký růst spotových cen koksovatelného uhlí k úrovním až 370 USD/t (275 EUR/t) v Queenslandu resp. 300 USD/t v jiných částech Austrálie z cen kolem 225 USD/t (167 EUR/t), což byly ceny, za něž si dohodly dodávky koksovatelného uhlí japonské ocelárny s australskými producenty na 1Q2011 (a v nichž se ještě nejhorší období povodní neprojevilo). Odhady nyní hovoří často až o cenách přes 400 USD/t jak na spotovém trhu, tak i pro ceny na 2Q2011. V současné době sice již některé doly začínají nabíhat na produkci, nicméně kapacita železniční dopravy do přístavů je stále velmi omezena a zásoby uhlí jak v přístavech, tak i u producentů, jsou podle zdrojů z trhu na extrémně nízkých úrovních.

NWR v současné době prodává cca 80% koksovatelného uhlí na základě ročního kontraktu na japonský fiskální rok (duben až březen), zbylých 20% potom na základě kvartálních kontraktů. Cena koksovatelného uhlí pro 1Q2011 je tedy prakticky jasná, pro 80% produkce platí cena dohodnutá na jaře 2010 pro JFY2010 (163 EUR/t), pro zbylých 20% produkce NWR oznámila cenu na úrovni 165 EUR/t, což představuje nárůst z hodnoty 154 EUR/t pro 4Q2010 (+7% q/q). Průměrná realizovaná cena by tak při kurzu 24,3 CZK/EUR měla v 1Q2011 být 163,4 EUR/t.

Vývoj cen koksovatelného uhlí ve světě vs. ceny NWR



Cena pro zbytek roku 2011 je momentálně jedním z největších otazníků pro ocenění NWR. Jak bylo popsáno výše, spotové ceny na trhu s koksovatelným uhlím vystřelily k rekordním úrovním díky nepříznivým klimatickým podmínkám v Austrálii (i v jiných těžbařských oblastech). Většina expertů na trhu se shoduje na tom, že benchmarkové ceny pro 2Q2011 (které jsou obvykle klíčové pro ceny NWR na následující JFY) porostou z 225 USD/t pro 1Q2011 na minimálně 270 USD/t, spíše k 300 USD/t. Nemyslíme si nicméně, že NWR bude schopno na celý JFY2011 vyjednat ceny v blízkosti těchto vysokých úrovní. Lze totiž oprávněně očekávat, že při plném obnovení těžby a dopravy uhlí v Austrálii ceny ve druhé polovině roku klesnou zpět na „běžnou“ úroveň.

My v našem modelu v současné době počítáme se scénářem, v němž si NWR se svými odběrateli dohodne cenu koksovatelného uhlí na JFY2011 ve výši 170 EUR/t (230 USD/t), což by znamenalo 4,3% nárůst vs. JFY2010. Připouštíme, že se jedná o relativně konzervativní scénář a v tomto směru může dojít v březnu/dubnu k pozitivnímu překvapení, pokud bude v té době situace na světovém trhu ještě více napjatá než nyní (další cyklóny v Austrálii, pomalejší obnova těžby/dopravy atd.). Na druhou stranu zákazníci NWR ví, že na trzích se nyní jedná o dočasný výkyv cen a nebudou chtít zavázat se k příliš vysokým cenám na celý JFY2011. Nabízí se zde také řešení v podobně dočasných či trvalých přechodů na kvartální cenové kontrakty v plné výši, nikoliv pouze na 20% produkce koksovatelného uhlí, jako doposud. Jen připomínáme, že hlavní světoví hráči na trhu již na kvartální kontrakty přešli. Jsme toho názoru, že přechod na kompletní kvartální systém (alespoň u coking coal) by měl v úhrnu pozitivní vliv na rozdíl mezi cenami NWR a světovými cenami.

Dopad na očekávané výsledky NWR v roce 2011

Oznámené plánované objemy těžby/prodejů uhlí a koksu spolu s novou predikcí cen pro rok 2011 poměrně významně ovlivní hospodářské výsledky NWR v roce 2011. Současný konsensuální odhad analytiků (Bloomberg konsensus k 11.2.2011) je 348 mil. EUR, což je při oznámených plánovaných letošních prodejkách uhlí podle našeho názoru jen stěží dosažitelná hranice. A to i v případě, pokud by NWR nakonec vyjednálo vyšší než námi očekávané ceny koksovatelného uhlí na JFY2011.

Níže uvedená čísla jsou založena na očekávané těžbě 5,84 mil. tun koksovatelného uhlí a 5,21 mil. tun energetického uhlí (celkem 11,05 mil. tun), respektive prodejkách 5,16 mil. tun koksovatelného a 5,15 mil. tun energetického uhlí. Odhady jsou dále založeny na průměrném ročním kurzu 24,1 CZK/EUR (tedy o něco silnější CZK než v guidance NWR, 24,3 CZK/EUR), stabilní úrovni zásob uhlí (203 tis. t) a níže uvedených průměrných prodejních cenách. U OKK počítáme s roční produkcí 790 tis. tun koksu a prodejkou 725 tis. tun (guidance NWR je 720 tis. t). V modelu dále předpokládáme, že 66% potřebného koksu pro OKK bude obstaráno z vnitřních zdrojů (OKD).

Očekávaný vývoj hospodaření NWR v roce 2011

		1Q2011	2Q2011	3Q2011	4Q2011	1H2011	9M2011	FY2011
Těžba koksovatelného uhlí	(tis. tun)	1 415	1 461	1 442	1 521	2 876	4 317	5 838
Potřeba OKK	(tis. tun)	158	200	161	160	357	518	678
Prodej koksovatelného uhlí	(tis. tun)	1 257	1 261	1 281	1 361	2 518	3 799	5 160
Průměrná prodejní cena	(EUR/t)	165	175	169	166			168
Výnosy z prodeje koksovatelného uhlí	(tis. EUR)	207 158	221 183	215 890	225 892	428 341	644 231	870 123
Těžba energetického uhlí	(tis. tun)	1 284	1 063	1 312	1 548	2 346	3 659	5 207
Prodeje energetického uhlí	(tis. tun)	1 270	1 051	1 298	1 531	2 321	3 619	5 150
Průměrná prodejní cena	(EUR/t)	72	71	71	72			71
Výnosy z prodeje energetického uhlí	(tis. EUR)	90 891	74 641	92 540	110 065	165 532	258 073	368 138
Produkcce koksu	(tis. tun)	184	233	188	186	416	604	790
Prodej koksu	(tis. tun)	169	214	172	171	382	554	725
Průměrná prodejní cena	(EUR/t)	342	335	326	329			331
Výnosy z prodeje koksu	(tis. EUR)	57 596	71 523	56 213	56 187	129 118	185 331	241 518
Celkové výnosy	(tis. EUR)	411 125	424 653	427 528	453 110	835 778	1 257 306	1 710 416
EBITDA	(tis. EUR)	139 356	156 827	143 511	149 105	296 183	439 693	588 798
Provozní zisk	(tis. EUR)	94 965	112 077	98 401	103 636	207 042	305 443	409 078
Zisk před zdaněním	(tis. EUR)	71 952	89 064	75 388	80 623	161 017	236 405	317 028
Čistý zisk	(tis. EUR)	56 123	69 470	58 803	62 886	125 593	184 396	247 282
Zisk na akcii (EPS)	(EUR)	0,21	0,26	0,22	0,24	0,47	0,69	0,93

Zdroj: NWR, CYRRUS

Jak ukazuje výše uvedená tabulka, dle našich aktualizovaných předpokladů bude čistý zisk NWR za rok 2011 činit 247,3 mil. EUR, což je -29% vs. tržní konsensus před oznámením očekávané těžby/prodejů a cen 2011. Na druhou stranu je číslo velmi blízko našemu odhadu zisku 2011 z předchozí analýzy (246,2 mil. EUR), i když tehdy jsme počítali s vyšší těžbou/prodeji a naopak nižšími cenami uhlí a koksu. V přepočtu na akcii činí očekávaný zisk 2011 0,93 EUR (22,6 CZK), což dává P/E 2011e ve výši 12,3x.

Jak jsme uvedli výše, připouštíme, že riziko naší projekce je spíše vychýleno směrem nahoru (k pozitivnímu překvapení) a odhad vyjednané ceny koksovateľného uhlí na JFY2011 je za současných tržních podmínek poměrně obtížný. Níže proto připojujeme citlivostní analýzu na změnu ceny na JFY2011. Analýza potvrzuje vyšší citlivost čistého zisku na změnu ceny produkce než je tomu u výnosů, což koresponduje s poměrně velkou provozní i finanční pákou (vysoký podíl fixních nákladů, vyšší míra zadlužení). Tabulka ukazuje, že růst dojednané ceny 80% produkce koksovateľného uhlí o 5 EUR/t znamená cca 1% růst výnosů a 3-4% růst čistého zisku.

Očekávaný vývoj hospodaření NWR v roce 2011

Dohodnutá cena koksovateľného uhlí na JFY 2011	155	160	165	170	175	180	185	190	195	200
Celkové výnosy NWR 2011 (mil. EUR)	1 656	1 675	1 693	1 711	1 729	1 747	1 765	1 783	1 801	1 819
Změna výnosů při změně ceny o 5 EUR/t		1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Dohodnutá cena koksovateľného uhlí na JFY 2011	155	160	165	170	175	180	185	190	195	200
Čistý zisk NWR 2011 (mil. EUR)	220	229	238	247	256	265	274	283	292	301
Změna čistého zisku při změně ceny o 5 EUR/t		4,1%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%

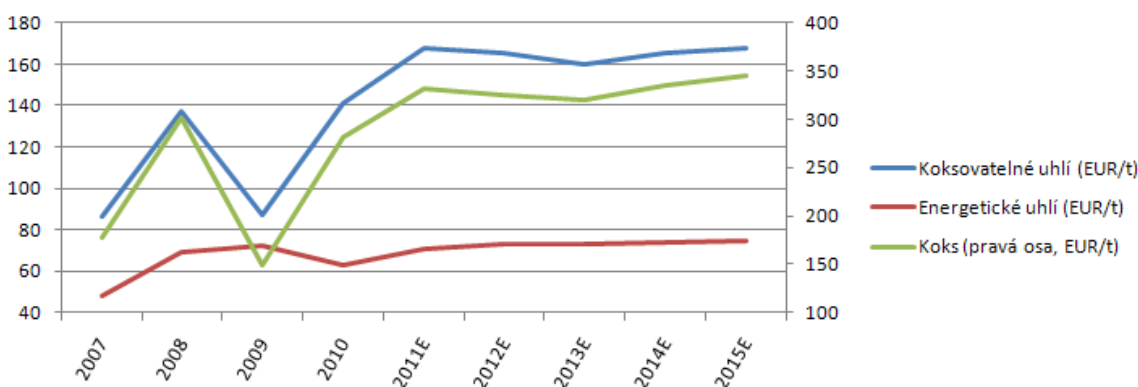
Zdroj: NWR, CYRRUS

Střednědobý výhled: vysoké ceny uhlí. Ale co objemy těžby?

Světové ceny koksovateľného uhlí (a do určité míry i energetického vlivem například možného cross-overu určitých typů uhlí) jsou v současné době značně vychýlené z dlouhodobé rovnováhy vinou nabídkového šoku v podobě (nejen) australských povodní. Tento šok do určité míry maskuje ostatní vlivy, které na ceny uhlí na seaborne trhu působí. Vzhledem k tomu, že na nabídkové straně se zatím žádná revoluce ve smyslu spuštění významných nových zdrojů koksovateľného uhlí (máme na mysli především projekty společností Rio Tinto a Vale v Mozambiku, které ovšem stále čeká ještě dlouhá cesta na mezinárodní trh) nechystá, soustředíme se především na poptávkovou stranu. A zde je klíčem jednoznačně Čína a další země regionu (Indie, Indonésie, Korea).

Čína i v roce 2010 byla čistým dovozcem koksovateľného uhlí a lze předpokládat, že jím zůstane i v nejbližších letech. Jak rychle však poroste poptávka této velmoci? Místní centrální banka a vláda podnikají v poslední době stále více kroků proti inflačním tlakům (viz nedávné další zvýšení depozitní sazby i povinných minimálních rezerv). My v této analýze pracujeme s řekněme „středním“ scénářem, podle něhož ekonomický růst Číny v letech 2012-2015 mírně zpomalí z hodnot okolo 10% ročně k úrovni 7% ročně. Nepracujeme tedy se scénářem výrazného utlumení růstu (hodnoty růstu kolem 4-5% můžeme v Číně považovat za hranici faktické recese), ale ani se scénářem pokračujícího silného dvojciferného růstu ekonomiky.

Očekávaný vývoj cen uhlí do roku 2015



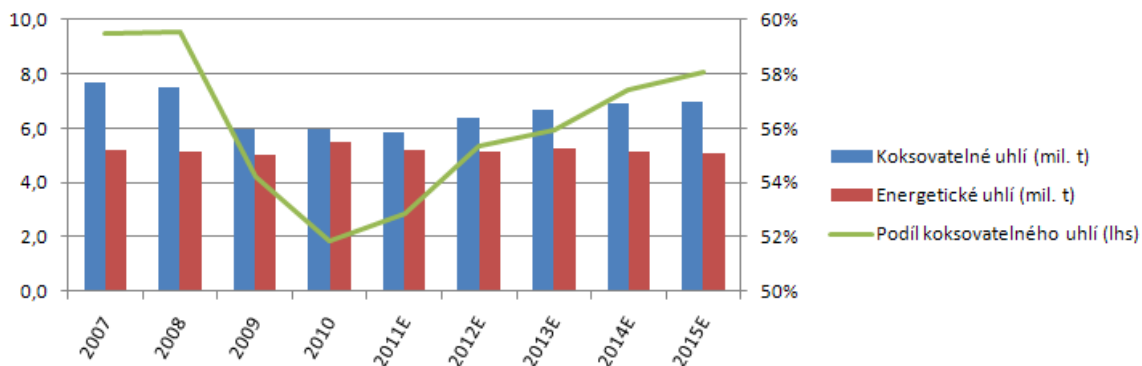
Zdroj: NWR, CYRRUS

Výše popsáný scénář podle nás dokáže pro příští roky udržet ceny koksovateľného uhlí na mezinárodním trhu nad hranicí 200 USD/t (150 EUR/t). Na druhou stranu, po vyrovnání vlivu australských povodní nevidíme důvod (samozřejmě bez případného vlivu dalších přírodních katastrof a nabídkových či poptávkových šoků) pro setrvávání cen koksovateľného uhlí nad 250 USD/t (185 EUR/t) či pro růst cen nad tyto úrovně. V modelu proto pro roky 2012-2015 počítáme s cenami okolo 165 EUR/t u koksovateľného uhlí. U energetického uhlí vidíme možnost mírného růstu cen NWR ve stejném období k úrovni 73-75 EUR/t.

Hospodaření společnosti NWR je nicméně díky své vysoké provozní (vysoký podíl fixních nákladů) i finanční (relativně vysoké finanční náklady) páce citlivé nejen na cenový vývoj, ale také na vytěžené/prodané objemy uhlí. Jak jsme rozebírali výše, cíle těžby/prodeje 2011 nás i trh zklamaly. Otázkou je především to, zda se jedná pouze o dočasné problémy s těžbou, nebo to může být předzvěst zvyšující se frekvence geologických problémů těžby, což by s ohledem na znalost prostředí (značná hloubka těžby, geologické zlomy) nebylo ničím zcela překvapivým. Doposud si však investoři všímali především poptávkové strany, což se může pro následující roky do určité míry změnit. Na druhou stranu případná nižší produkce koksovateľného uhlí NWR by na trhu ve střední Evropě mohla v případě i nadále

se zotavující a následně rostoucí poptávky po tomto typu uhlí působit směrem k růstu cenových tlaků a částečně tak kompenzovat negativní vliv nižší těžby.

Očekávaný vývoj struktury produkce uhlí OKD do roku 2015



Zdroj: NWR, CYRRUS

Z výše uvedeného grafu je dobře patrný rozdíl mezi chováním obou hlavních typů uhlí, tj. relativně stabilní těžba energetického uhlí (kolem 5 mil. t ročně) a cyklické chování koksovatelného uhlí. Toto chování bylo doposud ovlivňováno především poptávkovými vlivy, otázkou nyní je, zda dříve předpokládaný postupný nárůst podílu koksovatelného uhlí na celkové těžbě NWR do blízkosti 60% je nyní reálný. My jsme prozatím v našem modelu mírně snížili tento návrat a v roce 2015 nyní očekáváme mix obou typů uhlí OKD v poměru 58:42 (připomínáme, že se jedná o těžbu, nikoliv prodeje). Celková těžba uhlí OKD by tak podle naší současné projekce měla z letošních 11,05 mil. tun vzrůst na 11,55 mil. tun v roce 2012 a v následujících 3 letech se držet kolem úrovně 12 mil. tun. Od roku 2016/17 v modelu očekáváme postupný náběh těžby v polském dole Debiensko (zpočátku především energetické uhlí, posléze stále více koksovatelné uhlí).

Ocenění akcií NWR

K ocenění akcií New World Resources tradičně používáme model diskontovaných peněžních toků v jeho dvoufázové verzi. První fázi, explicitní finanční projekci, jsme ve srovnání s minulou analýzou posunuli o rok a především prodloužili, místo původních 7 let na 10 let. První fáze tedy začíná v roce 2011 a končí 2020. Druhá fáze modelu je postavena na předpokladu 1% ročního nominálního růstu provozního zisku, 12% ROIC a 10,5% WACC. Druhá fáze modelu představuje relativně malou (ve srovnání s „běžnou“ úrovní) část celkové čisté současné hodnoty akcií NWR (49%).

Ocenění akcií NWR dle modelu DCF

(mil. EUR)	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
EBIT	416,6	412,4	354,8	353,9	356,9	300,5	423,6	506,3	571,3	582,6	618,8
Tax	71,3	67,6	58,2	58,5	59,1	48,3	71,1	94,4	112,3	115,9	122,8
NOPAT	297,9	297,9	258,6	256,2	257,8	216,1	352,5	411,9	459,0	466,7	496,0
D&A	179,7	199,7	213,2	222,1	228,8	236,4	244,6	231,8	214,5	189,6	168,2
CAPEX	171,7	212,3	255,6	253,5	263,5	198,9	178,2	155,3	144,4	128,9	105,1
Change in WC	-45,8	-18,3	-21,3	-0,1	0,2	2,9	-3,0	-10,0	-7,8	-2,5	-1,3
FCFF	260,1	267,0	194,9	224,7	223,3	256,5	415,9	478,4	521,2	524,9	557,9
Risk-free Rate	4,1%	4,2%	4,3%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Beta	1,45	1,40	1,40	1,40	1,35	1,35	1,35	1,35	1,30	1,30	1,30
Equity risk premium	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Cost of Equity	12,4%	12,2%	12,3%	12,2%	12,1%	11,9%	11,9%	11,9%	11,7%	11,7%	11,7%
Cost of Debt	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Tax rate	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
After tax cost of debt	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Debt / (Debt + Equity)	47%	41%	35%	29%	26%	24%	23%	21%	20%	20%	20%
WACC	9,4%	9,7%	10,1%	10,4%	10,5%	10,5%	10,6%	10,7%	10,5%	10,5%	10,5%
Discount factor	0,91	0,83	0,75	0,67	0,61	0,55	0,49	0,44	0,41	0,37	0,33
Discounted FCFF	237,8	222,1	146,1	151,0	135,5	141,1	205,8	212,8	211,9	193,1	185,6
NPV of 1st stage	1 857										
NOPAT t+1	496										
ROIC	12,0%										
Nominal growth to infinity	1,0%										
WACC	10,5%										
Economic profit CV (ROIC - WACC)	1,5%										
Continuing value	4 776										
NPV of CV	1 757										
Enterprise Value	3 614										
minus Net Debt	445										
minus Mine provisions	130										
NPV	3 039										
Common shares outstanding (mil.)	266										
	EUR	CZK	GBP								
FX	1,0	24,2	0,84								
NPV per share	11,41	276	9,62								
12M target price	12,82	310	10,80								

Zdroj: NWR, CYRRUS

Jak vyplývá z výše uvedené tabulky, model DCF ukazuje aktuální férovou hodnotu NWR ve výši 276 CZK/akcii, což znamená **roční cílovou cenu 310 CZK/akcii**. Tato cílová cena je o 15 CZK/akcii nižší než předchozí cílová cena 325 CZK. Nová cílová cena převyšuje aktuální tržní cenu akcií NWR (279 CZK, závěr trhu 11.2.2011) o 11,1%, proto **snížujeme naše investiční doporučení pro akcie NWR ze stupně „koupit“ na stupeň „AKUMULOVAT“**.

Závěry modelu DCF jsou doplněny analýzou citlivosti modelu na změnu vstupních parametrů pro druhou fázi, konkrétně pro předpoklad WACC a ROIC.

Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

		ROIC				
		8,0%	10,0%	12,0%	14,0%	16,0%
WACC	8,5%	348	354	358	361	363
	9,5%	322	328	331	334	336
	10,5%	302	307	310	312	314
	11,5%	286	290	293	295	297
	12,5%	272	276	279	281	282

Zdroj: CYRRUS

Zkrácené pro-forma finanční výkazy a ukazatele

Finanční a účetní data a ukazatele

INCOME STATEMENT		2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
<i>(mil. EUR)</i>							
Sales		2041,1	1116,8	1595,7	1710,6	1815,3	1854,9
Material & Energy		(579,8)	(292,3)	(372,6)	(389,4)	(410,9)	(428,2)
General & Administrative expense		(351,8)	(293,6)	(340,8)	(346,0)	(369,2)	(391,9)
Personnel Expenses		(433,7)	(351,1)	(367,1)	(368,1)	(403,2)	(446,8)
Other operating Expenses		0,0	(15,9)	(13,4)	(18,3)	(20,0)	(20,0)
EBITDA		699,0	182,8	465,6	588,8	612,1	568,0
Depreciation & Amortization		(168,5)	(172,8)	(167,3)	(179,7)	(199,7)	(213,2)
EBIT		530,5	10,0	298,3	409,1	412,4	354,8
Pre-Tax Profit		351,6	(57,9)	260,2	317,0	254,3	219,0
Taxes		(120,5)	(5,8)	(30,4)	(69,7)	(67,6)	(58,2)
Net Income		351,6	(61,6)	232,3	247,3	254,3	219,0
BALANCE SHEET		2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
<i>(mil. EUR)</i>							
Fixed Assets		1088,1	1158,3	1286,5	1283,9	1302,2	1350,5
Total Non-Current Assets		1292,8	1343,5	1486,3	1479,6	1495,6	1538,8
Cash & equivalents		678,9	547,8	512,9	456,8	497,5	526,5
Total Current Assets		956,7	786,7	780,8	808,7	864,0	832,5
Total assets		2249,5	2215,5	2267,1	2288,3	2359,6	2371,3
Shareholder's equity		646,3	560,2	772,8	924,5	1064,4	1173,9
Minority interests		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Equity		646,3	560,2	772,8	924,5	1064,4	1173,9
Total Non-Current Liabilities		1256,3	1263,2	1232,3	1139,2	1066,9	966,9
Total Current Liabilities		346,9	349,7	262,0	224,6	228,3	230,5
Total Liabilities		1603,2	1655,4	1494,3	1363,8	1295,2	1197,4
Equity & Liabilities		2249,5	2215,5	2267,1	2288,3	2359,6	2371,3
RATIOS & MULTIPLES		2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Earnings per share	(EUR)	1,32	(0,23)	0,87	0,93	0,95	0,82
Payout ratio	(x)	0,35	0,00	0,35	0,40	0,45	0,50
Dividend per share	(EUR)	0,46	0,00	0,30	0,38	0,43	0,41
Dividend yield	(%)	4,0%	0,0%	2,6%	3,3%	3,7%	3,6%
ROaE	(%)	68,5%	neg	34,4%	29,8%	25,6%	19,6%
ROIC	(%)	29,4%	0,5%	15,4%	20,5%	19,7%	16,6%
ROaA	(%)	25,4%	0,4%	13,3%	18,3%	17,7%	15,0%
EBITDA margin	(%)	34,8%	16,4%	29,2%	34,9%	33,7%	30,6%
EBIT margin	(%)	26,0%	0,9%	18,7%	24,4%	22,7%	19,1%
Net Income margin	(%)	17,2%	neg	14,4%	14,8%	14,0%	11,8%
Interest coverage	(x)	3,1	0,1	4,9	8,2	8,7	8,4
Current ratio	(x)	4,0	2,2	3,0	3,6	3,8	3,6
Net Debt/EBITDA	(x)	0,5	2,4	1,1	0,6	0,3	0,2
P/E	(x)	8,7	neg	13,4	12,1	12,1	14,0
EV/EBITDA	(x)	3,7	14,3	5,6	4,4	4,3	4,6
P/BV	(x)	4,7	5,5	4,0	3,3	2,9	2,6

Zdroj: NWR, CYRRUS

Informace dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **14.2.2011**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	6	40,0
Akumulovat	6	40,0
Držet	1	6,7
Prodat	2	13,3

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 zvláště 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.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Praha	potmesil@cyrrus.cz	Farmaceutický průmysl, development
Ondřej Moravanský	Brno	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, textilní průmysl, média
Jan Roh	Brno	roh@cyrrus.cz	Automobilový průmysl

Trading & Sales:

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

Portfolio management:

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

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jiří Běhal	Brno	behal@cyrrus.cz

Výhrada (disclaimer):

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a.s., obchodníkem 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 nenesे 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. 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