

New World Resources

CZE

Hospodářské výsledky za 1Q2009

18.5.2009

Aktuální doporučení: DRŽET (hold)

Předchozí doporučení: KOUPIT (buy)

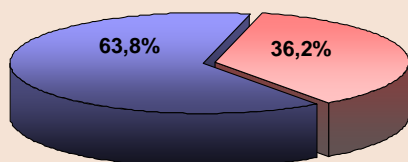
Aktuální cílová cena: 95 CZK

Předchozí cílová cena: 110 CZK

Vývoj akcií New World Resources



Struktura akcionářů NWR



■ RPG Industries ■ Free Float

Základní informace o akciích NWR

Data ke dni:	18.5.2009
Cena akcie:	100 CZK
Počet vydaných akcií:	263,7 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	26,6 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	1,0 mld.
52-week max:	624 CZK
52-week min:	59 CZK
Průměrný denní objem:	210 mil. CZK

Sídlo firmy:

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

Web: www.newworldresources.eu

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

Společnost New World Resources zveřejnila své konsolidované výsledky hospodaření dle IFRS za první čtvrtletí roku 2009 oproti původnímu očekávání o den dříve, tedy v pondělí 18. května 2009 v 8:00 CET.

NA ZÁKLADĚ ZVEŘEJNĚNÝCH DAT MĚNÍME CÍLOVOU CENU AKCIÍ NEW WORLD RESOURCES NA 95 CZK (z původních 110 CZK). VZHLEDEM K TOMU, ŽE NAŠE CÍLOVÁ CENA JE MÍRNĚ POD ÚROVŇÍ AKTUÁLNÍ TRŽNÍ CENY AKCIÍ NWR (100 CZK), MĚNÍME NAŠE INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ ZE STUPNĚ „KOUPIT“ NA STUPEŇ „DRŽET“.

HOSPODÁŘSKÉ VÝSLEDKY NEW WORLD RESOURCES ZA 1Q2009

V naší predikci hospodářských výsledků New World Resources (NWR) jsme očekávali, že se výsledky společnosti jen velmi těsně udrží v černých číslech, nakonec se velmi mírně ocitly v číslech červených. Čistou ztrátu 2,1 mil. EUR (-0,01 EUR/akcii) lze tedy považovat sice za in-line s naší projekcí, nicméně za horší než očekávaný výsledek při srovnání s tržním konsensem (+15 mil. EUR). Na provozní úrovni výsledky téměř přesně splnily naše očekávání, výrazně slabší byly nicméně tržby. Hlavním důvodem rozdílu byl ještě nižší než očekávaný prodej uhlí (resp. vyšší nárůst zásob) a výrazně nižší než námi očekávaný objem zobchodované elektrické energie. Vzhledem k tomu, že obě tyto položky sice negativně ovlivnily výši vykázaných tržeb, nikoliv však provozní zisk, je rozdíl na tržbách spíše technickou záležitostí (i když má své důležité implikace pro celoroční vývoj – viz dále).

Hospodářské výsledky New World Resources za 1Q2009

(mil. EUR)	1Q2009e		Tržní	1Q2008	y/y
	1Q2009	CYRRUS	konsensus		
Tržby	270,3	302,9	365,0	523,9	-48,4%
EBITDA	59,6	60,9	67,0	211,6	-71,8%
Provozní zisk	20,0	21,0	29,0	168,9	-88,2%
Zisk před zdaněním	2,0	4,2	x	154,0	-98,7%
Čistý zisk	-2,1	3,2	15,0	117,8	-101,8%
EPS (EUR)	-0,01	0,01	0,05	0,35	-102,8%

ZDROJ: NWR, CYRRUS, a.s.

New World Resources je jako komoditní firma vystavena poměrně výraznému kolísání tržeb v závislosti na vývoji procyklické poptávky po energiích a výkyvech v jejich cenách. Není tedy divu, že právě vývoj poptávky a cen uhlí na trhu je tím nejdůležitějším faktorem, které ovlivňuje dosažený hospodářský výsledek. Společnost ještě při prezentaci celoročních výsledků na konci února 2009 odhadovala roční těžbu uhlí ve výši 12,1 mil. tun, my jsme před zveřejněním výsledků za 1Q2009 očekávali 11,4 mil. tun, nakonec to vypadá na mnohem hlubší propad těžby na 10,5 mil. tun uhlí (meziročně -17%). Tento očekávaný výrazný útlum produkce reflektuje zvláště významný pokles poptávky po oceli ve středoevropském regionu (produkce oceli hlavních zákazníků NWR v 1Q2009 poklesla o 41%, a to při zhoršujícím se meziměsíčním trendu, kdy propad v březnu byl 48%). Tento fakt se odráží na nárůstu neprodaných zásob uhlí, které za 1Q2009 vzrostly na 1,1 mil. tun (+217% y/y) a i když očekáváme ke konci roku jejich mírné snížení, do roku 2010 půjdou zřejmě vyšší než by tomu bylo za běžných okolností.

Nárůst zásob by měl být způsoben z naprosté většiny koksovatelným uhlím, což je logické vzhledem k aktuální tržní situaci a vyplývá to i z prohlášení vedení NWR, že podíl koksovatelného uhlí na celkové letošní těžbě by měl zůstat v původně oznámených intencích, tedy 52% koksárenské uhlí vs. 48% energetické uhlí. Naopak u čistých prodejků lze očekávat opačné rozložení sil. Naše aktualizovaná očekávání těžby uhlí resp. produkce koksu jsou uvedeny v následující tabulce:

Předpokládaná struktura produkce NWR					
	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Coking coal production (mil. t/year)	5,356	5,306	6,020	6,549	7,211
% of total production	51%	52%	56%	59%	62%
Steam coal production (mil. t/year)	5,063	4,811	4,727	4,459	4,456
% of total production	49%	48%	44%	41%	38%
Total production of coal (mil. t/year)	10,420	10,117	10,746	11,008	11,667
Production of coke (mil. t/year)	0,704	0,718	0,826	0,840	0,840

ZDROJ: NWR, CYRRUS, a.s.

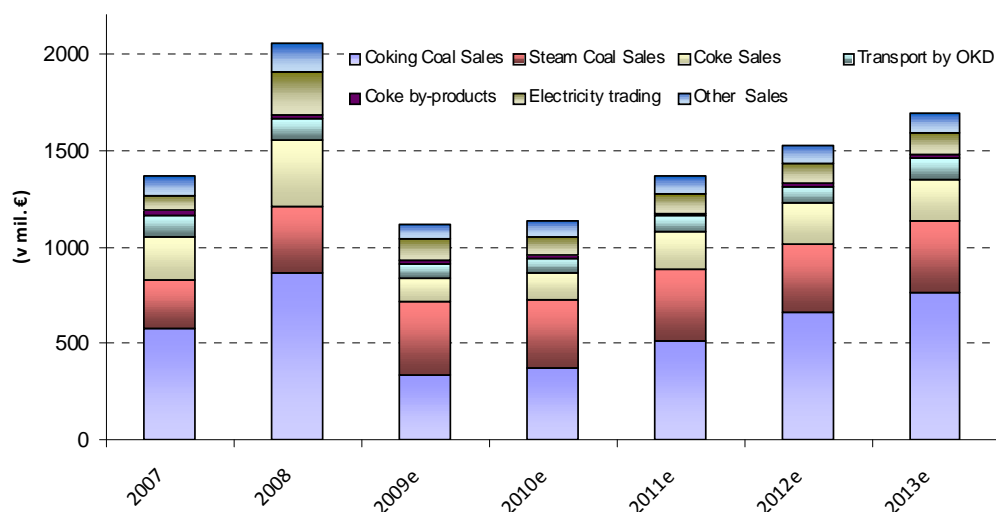
Z hlediska vývoje cen dnes oznámené výsledky nepřinesly příliš nových informací. Průměrné realizované ceny za 1Q2009 se sice liší od cen, které NWR oznámilo svůj odhad pro letošní rok, to je však způsobeno zejména efektem dobíhání kontraktů z roku 2008, kdy byly výrazně vyšší ceny koksárenského uhlí a naopak nižší ceny uhlí energetického. Vzhledem k aktuálnímu vývoji trhu mírně snížíme očekávané průměrné realizované ceny uhlí pro rok 2009 (předchází predikce viz náš nedávný analytický report k NWR na http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF/NWR_04_2009.pdf) na 88 EUR/t u koksovatelného uhlí, 78 EUR/t u energetického uhlí a nejvýraznější je úprava u koksu, u něhož jsme snížili projekci z 220 EUR/t na 180 EUR/t.

Úpravy predikce cen uhlí a koksu							
(EUR/t)	2007	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Steam coal revize	48	69	78	76	80	82	82
Steam coal původní	48	69	79	76	80	82	82
Coking coal revize	90	137	88	90	98	115	120
Coking coal původní	90	137	90	88	98	115	120
Coke revize	178	302	180	195	225	240	260
Coke původní	178	302	220	210	230	265	280

ZDROJ: NWR, CYRRUS, a.s.

Na základě výše uvedených faktorů jsme snížili očekávané tržby NWR pro letošní rok na pouhých 1,16 mld. EUR (tržby 2008 2,04 mld. EUR, tj. meziroční pokles o 43%). Úpravy pro následující roky zůstaly minimální ve srovnání s dubnovým reportem (viz odkaz výše) s jednou výjimkou a tou je změna projekce u tržeb z prodeje koksu. Ta je způsobena oznámeným uspíšením odstavení jedné ze dvou koksáren (Šverma), k němuž mělo podle původních plánů dojít až v roce 2011. Podle vyjádření managementu NWR by koksárna Šverma měla zastavit produkci do poloviny letošního roku. Uspíšení zavření této továrny je způsobeno aktuálním propadem poptávky po koksu – letos NWR očekává vlastní produkci koksu pouze 710 tis. tun (vs. únorové očekávání 850 tis. tun), k čemuž bude stačit stávající kapacita koksárny Svoboda. Ta by po probíhající modernizaci měla mít roční kapacitu 850 tis. tun. V našem modelu jsme proto snížili budoucí produkci koksu, která původně měla dosahovat až 1,3 mil. tun koksu.

Očekávaný vývoj tržeb NWR



ZDROJ: NWR, CYRRUS, a.s.

Jestliže nad tržbami má firma relativně malou „moc“, pozornost managementu je logicky upřena na nákladovou a investiční stránku, což dnes zveřejněné hospodářské výsledky potvrdily. Vývoj nákladových položek v 1Q2009 byl de facto v souladu s naší projekcí s jedinou výhradou a to nižšími objemy zobchodované elektrické energie. Tato položka však ovlivňuje přibližně stejným dílem tržby i náklady a je tedy ziskově neutrální. Spotřeba materiálu a energií dosáhla v 1Q2009 106,7 mld. Kč, což znamená meziroční pokles o 31% resp. 26% bez vlivu změn FX. Kromě již zmíněné položky „obchodování s elektrickou energií“ byly všechny položky této nákladové kategorie in-line s naší projekcí s výjimkou nákladů na součástky a náhradní díly, které meziročně vzrostly o 14%, nicméně ve zbytku roku by tento nárůst měl být kompenzován (vyšší spotřeba spare parts na začátku roku).

Očekávaný vývoj provozních nákladů NWR

mil. EUR	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
Material & energy consumption	579,8	404,3	379,4	403,2	414,9
Service expenses	351,8	240,2	247,1	277,1	307,2
Personnel expenses	433,7	352,7	318,3	347,7	366,5
D&A	168,5	168,6	176,4	188,3	203,6
Other Operating costs	10,2	10,0	10,0	10,0	10,0
TOTAL OPERATING COSTS	1 545,4	1 170,8	1 126,2	1 221,3	1 302,2
EBITDA	699,0	204,2	238,1	331,8	427,9
<i>EBITDA margin</i>	<i>34,2%</i>	<i>17,6%</i>	<i>20,3%</i>	<i>23,5%</i>	<i>27,2%</i>
EBIT	530,5	35,7	61,7	143,5	224,4
<i>EBIT margin</i>	<i>26,0%</i>	<i>3,1%</i>	<i>5,3%</i>	<i>10,2%</i>	<i>14,2%</i>
Cash costs (EUR/t)	73,8	70,5	69,8	71,7	75,0

ZDROJ: NWR, CYRRUS, a.s.

U nákladů na služby byl údaj za 1Q2009 o něco nižší než jsme očekávali, konkrétně 64,2 mil. EUR vs. 69,6 mil. EUR očekávání, hlavní podíl na tom však opět nese spíše mimořádná položka a sice výrazný meziroční pokles (-48% y/y) nákladů na údržbu (což vidíme jako snahu o akutní snížení nákladů). Podle očekávání poklesly náklady na agenturní pracovníky, což souvisí jednak s útlumem těžby, jednak s nabíhajícími úsporami díky modernizaci těžebního zařízení v rámci programu POP 2010. Rovněž personální náklady poklesly v meziročním vyjádření (-5%) na 95,2 mil. EUR, což odpovídá našim odhadům. Odpisy v 1Q2009 dosáhly relativně nízké úrovně 38,5 mil. EUR vs. naše projekce 39,8 mil. EUR, nicméně především díky kurzovým vlivům (bez nich +4% y/y). Zisk na úrovni EBITDA tak dosáhl v 1Q2009 59,6 mil. EUR vs. naše očekávání 60,9 mil. EUR, provozní zisk potom dosáhl 20,0 mil. EUR (náš odhad 21 mil. EUR), což je meziroční pokles o 88,2%.

Vzhledem k tomu, že na finanční úrovni výsledky očekáváme za letošní rok negativní výsledek ve výši -55 mil. EUR, je evidentní, že společnost NWR by za celý letošní rok měla zůstat v červených číslech. Konkrétně očekáváme čistou ztrátu ve výši -14,4 mil. EUR (EPS -0,05 EUR na akcii). Velmi blízko breaku se zřejmě hospodářský výsledek NWR udrží i v roce 2010 (při námi předpokládané stagnaci cen, dalším poklesu těžby a pokračujících nákladových úsporách). Aktualizovaný pro-forma výkaz zisků a ztrát viz následující tabulka:

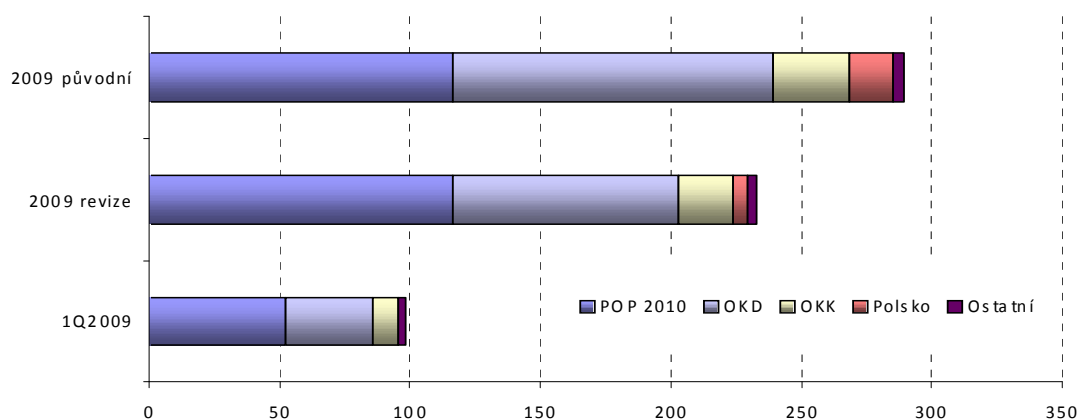
Pro-forma výkaz zisků a ztrát NWR

INCOME STATEMENT (mil. EUR)	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
Sales	1367,1	2041,1	1158,6	1172,4	1413,4	1611,9
Material & Energy	(364,0)	(579,8)	(404,3)	(379,4)	(403,2)	(421,9)
General & Administrative expenses	(306,4)	(351,8)	(240,2)	(247,1)	(277,1)	(314,6)
Personnel Expenses	(335,0)	(433,7)	(352,7)	(318,3)	(347,7)	(375,1)
Other operating Expenses	10,8	0,0	(5,0)	(5,0)	(5,0)	(10,0)
Operating Costs	(1160,9)	(1342,0)	(1170,8)	(1126,2)	(1221,3)	(1325,3)
EBITDA	372,5	699,0	204,2	238,1	331,8	441,4
Depreciation & Amortization	(166,3)	(168,5)	(168,6)	(176,4)	(188,3)	(203,7)
EBIT	207,5	530,5	35,7	61,7	143,5	237,7
Pre-Tax Profit	245,4	472,2	(19,1)	10,7	87,9	173,8
Taxes	(49,0)	(120,5)	4,7	(2,5)	(19,3)	(36,5)
Net Income	196,5	351,6	(14,4)	8,2	68,6	137,3
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Income after minorities	196,5	351,6	(14,4)	8,2	68,6	137,3

ZDROJ: NWR, CYRRUS, a.s.

Vzhledem k útlumu prodeje uhlí a celkově nepříznivým podmínkám na trhu se společnost New World Resources logicky rozhodla také k úpravám v investičním plánu na následující období. Již dříve bylo rozhodnuto o dočasném pozastavení resp. maximálním útlumu kapitálových investic spojených s polským projektem Debiensko. Při příležitosti dnes oznámených hospodářských výsledků firma informovala o dalším snížení plánovaných CAPEX pro letošní rok z původních 289 mil. EUR na 234 mil. EUR (tedy pokles o 55 mil. EUR). V souladu se svými dřívějšími prohlášeními NWR nezasahuje do kapitálových výdajů souvisejících s úsporným a modernizačním programem POP 2010 (což hodnotíme pozitivně), jak ukazuje následující graf:

Změna plánu kapitálových investic (CAPEX)



ZDROJ: NWR,

ZMĚNA CÍLOVÉ CENY A INVESTIČNÍHO DOPORUČENÍ

Na základě aktuálně zveřejněných hospodářských výsledků NWR za 1Q2009 a úprav v našem oceňovacím modelu měníme cílovou cenu pro akcie NWR. Pro ocenění akcií jsme zvolili stejnou metodu jako při posledním updatu analýzy z dubna 2009 (viz http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF/NWR_04_2009.pdf), tedy standardní model diskontovaných volných peněžních toků (DCF) ve variantě Free Cash-flow to Equity (FCFE). Ve srovnání s naší nedávnou analýzou došlo na finančních trzích ke zmírnění napětí, což se odrazilo v nižší rizikové prémii pro český dluhopisový trh. Díky tomuto faktoru a poklesu výnosu 10-letého státního dluhopisu jsme mírně snížili požadovanou míru návratnosti investice (náklady vlastního kapitálu) z 15,25% na 14,45%:

Změny požadované míry výnosnosti			
		Předchozí	Aktuální
Risk-free rate	CZ Government Bond 10Y	5,35%	5,00%
Beta	vs. UKX & PX	1,50	1,50
Equity premium	Long-term US equity premium	4,50%	4,50%
	CZ sovereign default spread	1,40%	1,20%
Discount rate	Equity/bond volatility spread	1,50	1,50
	Total Equity premium	6,60%	6,30%
	Cost of Equity	15,25%	14,45%

ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Na základě těchto vstupních předpokladů jsme dospěli k nové cílové ceně pro akcie NWR ve výši **95 CZK**. Tato cena je mírně pod tržní cenou NWR (závěr dne 18.5.2009 100 CZK), proto snižujeme naše investiční doporučení ze stupně „KOUPIT“ na stupeň „DRŽET“.

Model Free Cash-flow to Equity							
mil. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Net Income	- 14,4	8,2	68,6	137,3	173,8	193,3	208,2
Depreciation	168,6	176,4	188,3	203,7	216,4	230,0	234,0
WC change	15,9	- 10,0	- 2,1	- 4,0	- 10,8	- 1,3	- 0,8
CAPEX	243,1	242,3	176,8	179,1	167,1	175,4	174,3
Principal repayment	55,0	55,0	55,0	312,7	258,0	335,5	350,0
New debt	242,0	114,0	61,5	225,2	118,1	40,0	206,3
FCFE	82,2	11,2	88,6	78,3	94,0	- 46,2	124,9
Discount factor	0,87	0,76	0,66	0,57	0,50	0,43	0,38
Discounted FCFE	146,3	- 6,6	55,7	40,4	36,1	- 21,2	46,7
1st stage PV	297						
Net Income _{t+1}	238,0						
ROE _t	13,0%						
Cost of Equity	14,9%						
Nominal growth to infinity	4,0%						
Continuing value	1 511						
2st stage PV	572						
Share of 2st stage	66%						
EQUITY VALUE	869						
	GBP	CZK	EUR				
Exchange rate to EUR	0,907	26,80	1,00				
No. of common shares	263,7						
EQUITY VALU PE R SHARE	2,99	88	3,30				
FAIR SHARE PRICE (1/2 year discount)	3,22	95	3,55				

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Analytické oddělení:

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

Trading & Sales:

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

Portfolio management:

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

Corporate finance:

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

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