

NEW WORLD RESOURCES

REVIZE CÍLOVÉ CENY

Marek Hatlapatka
hatlapatka@cyrrus.cz

22.10.2008

New World Resources
Těžba uhlí

Nové doporučení: KOUPIT

Předchozí doporučení: KOUPIT

Cílová cena CZK: 337 CZK

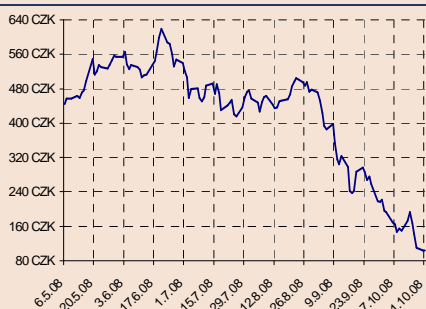
Předchozí cílová cena CZK: 600 CZK

Cílová cena GBp: 1040 GBp

Předchozí cílová cena GBp: 1940 GBp

Aktuální tržní cena: 104 CZK

Vývoj akcií NWR od vstupu na burzu



Zdroj: Bloomberg

Základní informace

Data ke dni: 21.10.2008

Cena akcie: 104 CZK

Počet vydaných akcií: 263,7 mil. ks

Tržní kapitalizace: 27,4 mld. CZK

Tržní kapitalizace: 1,96 mld. EUR

52-week max: 624 CZK

52-week min: 92 CZK

Průměrný denní objem ve SPAD: 312 mil. CZK

Nejbližší hospodářské výsledky: 20.11.2008

Sídlo firmy:

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

Struktura akcionářů:

RPG Industries (63,8%)

Free Float (36,2%)

website: www.newworldresources.eu

ISIN: NL0006282204

WKN: A0MX0A

Bloomberg: NWR CP, NWR LN

Reuters: NWRSp.PR

SOUHRN

- Akcie společnosti New World Resources (NWR) vstoupily úspěšně na pražskou a londýnskou burzu v květnu 2008. Finanční krize, která vznikla ve Spojených státech a postupně se rozšířila do celého světa, však v posledních měsících výrazně ovlivnila i cenu akcií společnosti.
- Prudký pokles ceny akcií NWR podle našeho názoru lze jen z menší míry vysvětlit změnou fundamentálních parametrů firmy, větší část poklesu je podle nás dílem všeobecné nervozity na trzích, rozprodávání aktiv velkých fondů a krátké historie titulu NWR na burzách v Praze a v Londýně.
- Tržní vývoj nás přiměl k revizi cílové ceny akcií společnosti NWR, s ohledem na současnou situaci na trzích jsme tuto revizi provedli co možná nejkonzervativněji. Tím máme na mysli především změnu použité oceňovací techniky, když jsme dočasně po dobu trvání krize standardní model diskontovaných peněžních toků FCFE nahradili konzervativnějším dividendovým diskontním modelem.
- V našem modelu jsme od úvodního doporučení, vydaného 12.6.2008, přistoupili k těmto základním úpravám:
 - a) **Nová predikce makroekonomického prostředí** - souvisí především s probíhající finanční krizí. V rámci této predikce jsme mimo jiné snížili odhad růstu české ekonomiky pro letošní rok (ze 4,3% na 4,1%) a roky 2009 resp. 2010 (z 4,5% na 3,2% resp. z 4,7% na 3,5%). Adekvátně jsme snížili také odhad růstu stavební a průmyslové výroby v ČR a v okolních CEE zemích.
 - b) **Změna finančních nákladů** – přestože jsme snížili odhad úrokových sazeb ČNB pro letošní a příští rok, napětí na finančním trhu nás vedlo k mírnému zvýšení rizikové prémie pro dluh společnosti NWR, což vyústilo v mírné zvýšení finančních nákladů.
 - c) **Úprava očekávaných cen uhlí a koku** – ačkoliv ceny uhlí na světových trzích kopírují vývoj cen ropy a dalších energií a ze svých maxim poměrně výrazně klesají, je nutné upozornit na to, že tyto ceny stále zůstávají nad cenami, které svým zákazníkům účtuje NWR. Vzhledem k tomu, že jsme již při našem úvodním doporučení kalkulovali s velmi konzervativními odhady cen uhlí a koku, nemuseli jsme v naší predikci přistupovat k výrazným úpravám cen pro následující roky.
 - d) **Úprava provozních nákladů** – pololetní hospodářské výsledky NWR nás přinutily mírně zvýšit některé položky provozních nákladů (mzdové náklady, materiál, energie...). To se odrazilo v nižších očekávaných maržích a v negativním vlivu na cílovou cenu.
- Společnost NWR indikuje výplatu přibližně poloviny čistého zisku na dividendách s možností růstu tohoto podílu do budoucna. Díky tomu a kvůli silně negativnímu sentimentu na finančních trzích jsme se rozhodli pro nové ocenění akcií NWR použitím dividendový diskontní model. Protože firma nevyplácí veškerý zisk na dividendách, považujeme tento model za velmi konzervativní, z čehož pramení i poměrně výrazné snížení naší 12-měsíční cílové ceny z 600 Kč na 337 Kč. Vzhledem k tomu, že aktuální tržní cena akcií NWR dosahuje 104 Kč, nová cílová cena představuje stále značný růstový potenciál ve výši 224%. Proto potvrzujeme naše investiční doporučení na stupni „koupit“.
- Krátkodobý výhled nicméně vzhledem k přetrvávajícímu negativnímu sentimentu na trzích a možnému dalšímu poklesu cen ropy a uhlí ponecháváme na stupni „neutral“.

Základní finanční údaje společnosti NWR z našeho modelu

		2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Třížby	mil. €	1 367	1 999	2 169	2 085	2 155	2 249
EBITDA	mil. €	374	648	752	692	695	719
EBIT	mil. €	208	479	577	503	493	502
Čistý zisk	mil. €	196	351	418	359	350	353
Zisk na akcii	€	0,64	1,33	1,59	1,36	1,33	1,34
Dividenda na akcii	€	n.a.	0,53	0,71	0,68	0,66	0,67
Dividendový výnos	%	n.a.	12,9	17,2	16,4	16,0	16,2
EBITDA marže	%	25,3	32,4	34,7	33,2	32,3	32,0
ROAE	%	20,5	58,8	44,8	31,5	26,6	23,7
P/E	x	6,5	3,1	2,6	3,0	3,1	3,1
EV/EBITDA	x	3,2	1,7	1,5	1,6	1,6	1,5

Zdroj: NWR, CYRRUS, a.s.

FINANČNÍ KRIZE – jaké jsou skutečné dopady pro NWR?

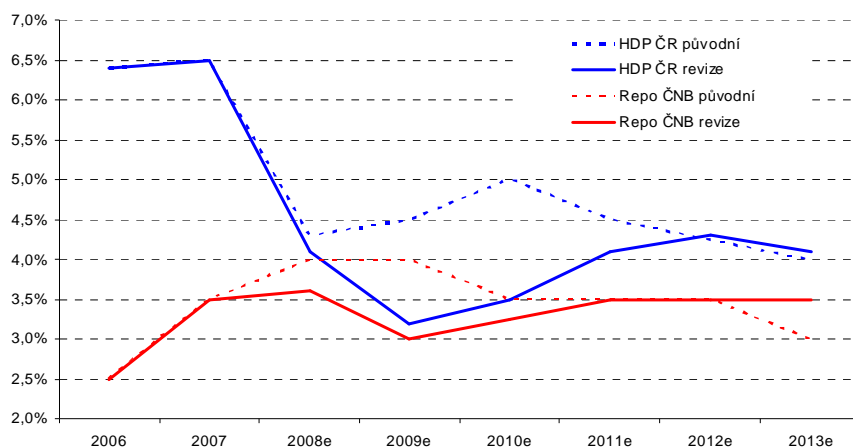
Současná finanční krize ovlivňuje akcie NWR prostřednictvím nárůstu rizikové prémie...

- Současná finanční krize významně ovlivňuje kurzy akcií společností stojících mimo finanční sektor. Kanálu přenosu je několik, tři z nich vidíme jako hlavní:
 - a) **Růst rizikové prémie** – v posledních týdnech a měsících výrazně vzrostla averze investorů vůči riziku, což plošně negativně ovlivňuje ocenění akcií včetně New World Resources. Tento faktor sice můžeme považovat za dočasný (a mimo jiné stojí za tím, že i přes dlouhodobé doporučení „koupit“ akcie NWR z krátkodobého pohledu hodnotíme „neutral“), nicméně v současné chvíli za nejmocnější.
 - b) **Pokles globálního ekonomického růstu** – finanční krize se začala přelévat do reálné ekonomiky. Americká ekonomika a některé evropské ekonomiky (Irsko, Španělsko, Velká Británie) se potýkají s recesí, další na jejím pokraji balancují, růst asijských tygrů se zpomaluje. To má bezprostřední vliv na výrazný pokles cen komodit včetně uhlí. To se odráží v nižších očekávaných ziscích firem z většiny odvětví, komoditní sektor (typicky procyklický) nevyjímaje. Dopad na NWR nelze zpochybnit, protože většina jeho produkce putuje do oceláren, jejichž výroba zřejmě bude minimálně v příštím roce trpět útlumem automobilové a částečně i stavební výroby. Zde je ovšem nutné upozornit na to, že NWR na CEE trhu dlouhodobě udržovala převis poptávky nad nabídkou koksárenského uhlí, což jí nyní poskytuje polštář zmírňující dopad očekávané klesající poptávky po koksu a koksárenském uhlí. Kombinace tohoto faktoru a stále ještě nižších realizovaných cen NWR ve srovnání s cenami na západních trzích by mělo umožnit společnosti dosáhnout i pro příští rok výrazného meziročního zvýšení cen uhlí. Slabší ekonomický růst se nicméně podle nás může projevit v cenách pro druhou polovinu 2009 resp. pro rok 2010, kde jsme proto naše projekce snížili (viz dále).

...ale také změnou vnějších makroekonomických podmínek...

Revidovali jsme očekávaný růst HDP ČR i vývoj úrokových sazeb v regionu.

ZMĚNA MAKROEKONOMICKÝCH PODMÍNEK



Zdroj: CYRRUS, a.s.

...a v neposlední řadě krizí likvidity, která dopadá především na velké investory z řad fondů

Vzhledem k výše uvedeným faktorům jsme přistoupili k revizi očekávaných cen uhlí pro nejbližší roky

Zatímco v příštím roce očekáváme další růst realizovaných cen uhlí, pro roky 2010 až 2012 jsme naše očekávání snížili.

- c) **Zhoršené podmínky financování** – finanční krize zhoršuje přístup mnoha podniků k externímu financování, může způsobit problémy se získáním nových úvěrů nebo zvýšit úročení stávajícího dluhu či zvýšit prémii vyžadovanou investory při emisi dluhopisů. Výhodou NWR je v tomto směru výnos z IPO, který firmě umožní financovat nebo alespoň spolufinancovat budoucí investiční aktivity z vnitřních zdrojů. I přesto jsme mírně upravili náklady na financování dluhu NWR s mírně negativním dopadem do hospodaření společnosti v příštích třech letech.

CENY UHLÍ A KOKSU

- Výše zmíněné faktory nás vedly k určitým úpravám očekávaných cen uhlí NWR pro další roky. Vzhledem k úrovním cen, kterých společnost dosáhla v prvním pololetí 2008 (viz tabulka níže), a vzhledem k tomu, že vyjednávání o cenách již bylo zahájeno (ceny budou zveřejněny na začátku roku 2009), předpokládáme, že ceny uhlí a koku pro příští rok i přes zhoršené ekonomické podmínky v meziročním srovnání výrazně vzrostou.

CENY UHLÍ NWR V 1H2008					
	1H2008	Náš model	Rozdíl	1H2007	y/y
Koksovatelné	129	127	2%	84	54%
Energetické	65	66	-2%	48	35%
Koks	295	297	-1%	165	79%

Zdroj: NWR, CYRRUS, a.s.

- Zhoršené ekonomické vnější prostředí jsme do našeho modelu promítli velmi konzervativním odhadem cen pro rok 2010, kde jsme snížili odhad cen energetického i koksárenského uhlí a především koku, který považujeme za nejvíce citlivý na ekonomické zpomalení české i dalších středoevropských ekonomik. Nově tedy meziročně počítáme s poklesem cen v roce 2010 ve srovnání s rokem 2009 o 11,5% y/y u koku resp. o 6,8% u koksárenského uhlí.

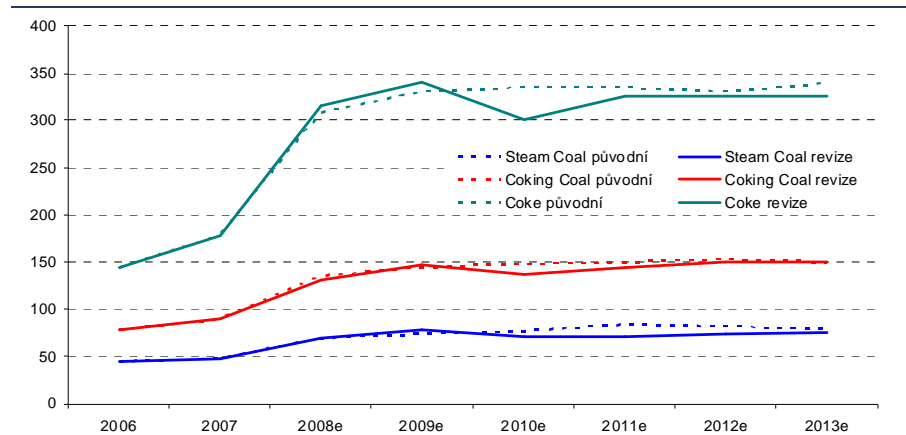
ZMĚNA PREDIKCE CEN UHLÍ A KOKSU NWR							
	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Steam Coal původní	45,3	48,0	69,0	74,0	77,0	84,0	82,0
Steam Coal revize	45,3	48,0	69,0	78,0	72,0	72,0	74,0
Coking Coal původní	78,9	89,7	136,0	145,0	148,0	150,0	153,0
Coking Coal revize	78,9	89,7	131,0	147,0	137,0	145,0	150,0
Coke původní	144,0	178,0	308,0	330,0	335,0	335,0	330,0
Coke revize	144,0	178,0	316,0	339,0	300,0	325,0	325,0

Pozn.: Steam Coal = energetické uhlí, Coking coal = koksárenské uhlí, Coke = koks.

Zdroj: NWR, CYRRUS, a.s.

- Pro další roky počítáme s téměř plochým vývojem cen uhlí i koku (viz graf níže), což je podle našeho názoru velmi konzervativní předpoklad, který de facto odpovídá situaci dlouhodobě přetrvávající globální ekonomické krize.

REVIDOVANÉ OČEKÁVANÉ CENY UHLÍ A KOKSU NWR



HOSPODÁŘSKÉ VÝSLEDKY ZA 1H2008

- Od vydání naší úvodní analýzy (12.6.2008) společnost NWR reportovala své pololetní hospodářské výsledky, první od vstupu společnosti na burzu. Zatímco na úrovni tržeb firma dosáhla resp. mírně překonala naše očekávání, na nižších úrovních výsledovky firma našim předpokladům nedostála, když čistý zisk ve výši 189,1 mil. EUR zaostal za naší predikcí 222,2 mil. EUR. Za negativním překvapením do určité míry stály jednorázové položky týkající se vstupu společnosti na burzu (11 mil. EUR poplatků za IPO resp. 12 mil. EUR na bonusech v akcích pro management firmy).

Hospodářské výsledky NWR za první pololetí 2008 zaostaly za našimi očekáváními...

Hospodářské výsledky za 1H2008 vs. náš model

	Skutečnost	Náš model	Rozdíl
Sales	1037,1	1020,8	2%
Material & Energy	289,1	251,5	15%
General & Administrative expenses	170,1	171,6	-1%
Personnel Expenses	230,4	196,7	17%
Operating Costs	681,2	619,8	10%
EBITDA	355,8	393,3	-10%
Depreciation & Amortization	85,1	85,3	0%
EBIT	270,8	308,0	-12%
Pre-Tax Profit	254,0	289,7	-12%
Taxes	64,9	67,4	-4%
Net Income	189,1	222,2	-15%
Minority interests	0,0	0,0	
Net Income after minorities	189,1	222,2	-15%

Zdroj: NWR, CYRRUS, a.s.

...částečně kvůli jednorázovým položkám spojeným s IPO....

- Zisk před úroky, odpisy, daněmi a amortizací (EBITDA) zaostal za naší predikcí celkově o 37,5 mil. EUR, bez výše zmíněných 23 mil. EUR tedy činí reálný rozdíl 14,5 mil. EUR. Ten jde na vrub především vyšším nákladům na materiál a energie a částečně také dalším personálním nákladům mimo mimořádné položky.
- Tento rozdíl nás vedl k úpravě provozních nákladů, především ke zvýšení nákladů na materiál a energie v souladu s růstem cen energií a vyšší spotřebě materiálů oproti našim odhadům v původním modelu.

OČEKÁVANÉ TRŽBY A ZISKY

	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Tržby	1 234,8	1 367,3	1 998,8	2 168,1	2 084,0	2 152,4	2 244,0
<i>změna vs. původní predikce</i>	0,0%	0,0%	0,9%	3,9%	-3,4%	-4,3%	-2,7%
EBITDA	313,7	346,4	680,5	803,7	711,2	725,9	760,2
<i>změna vs. původní predikce</i>	0,0%	0,0%	-14,8%	-1,1%	-14,0%	-15,4%	-11,4%
EBIT	156,7	180,1	511,6	612,3	522,3	523,2	542,9
<i>změna vs. původní predikce</i>	0,0%	0,0%	-18,8%	-4,0%	-18,1%	-20,2%	-15,3%
Čistý zisk	156,1	169,1	377,6	439,9	374,4	374,1	386,4
<i>změna vs. původní predikce</i>	0,0%	0,0%	-22,6%	-7,2%	-21,0%	-23,1%	-18,2%

Zdroj: NWR, CYRRUS, a.s.

Na základě těchto výsledků jsme přistoupili k revizi některých nákladových položek...

- Především změny v očekávaných cenách uhlí, nákladových položkách a ve finančních nákladech se následně projevují úpravou ziskových marží. Ty by měly svého vrcholu dosáhnout v příštím roce, kdy bude patrný vliv očekávaného růstu cen uhlí a koksu pro rok 2009 (viz výše). Následně naopak s tím, že v rámci opatrnosti predikujeme pokles cen uhlí v příštích dvou letech a následně jejich mírnější návrat na vyšší úroveň než dříve, počítáme s postupným mírným poklesem ziskových marží.

...což vyústilo v pokles očekávaných ziskových marží

ZMĚNA PREDIKCE ZISKOVÝCH MARŽÍ

	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
EBITDA marže revize	25,4%	25,3%	34,0%	37,1%	34,1%	33,7%	33,9%
EBITDA marže původní	25,4%	25,3%	40,3%	38,9%	38,3%	38,2%	37,2%
EBIT marže revize	12,7%	13,2%	25,6%	28,2%	25,1%	24,3%	24,2%
EBIT marže původní	12,7%	13,2%	31,8%	30,6%	29,6%	29,2%	27,8%
Net Income marže revize	12,6%	12,4%	18,9%	20,3%	18,0%	17,4%	17,2%
Net Income marže původní	12,6%	12,4%	24,6%	22,7%	22,0%	21,6%	20,5%

Zdroj: NWR, CYRRUS, a.s.

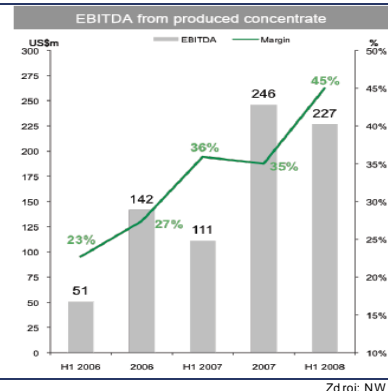
Společnost NWR koupila 25% podíl v ukrajinském těžaři železné rudy Ferrexpo

KOUPĚ PODÍLU V UKRAJINSKÉ FIRMĚ FERREXPO

- V pondělí 20.10.2008 společnost NWR oznámila, že od své mateřské společnosti RPGI odkoupí čtvrtinový podíl v ukrajinské společnosti Ferrexpo.
- Ferrexpo patří k největším těžařům železné rudy v regionu střední a východní Evropy s roční produkcí 28,9 mil. tun železné rudy a 9,1 mil. tun železných pelet.
- Společnost disponuje největšími prokázanými zásobami železné rudy v Evropě s 6,5 mld. tun zásob dle metodiky JORC resp. s dalšími až 14 mld. tun zásob dle bývalé sovětské metodiky.
- V následujících 10 letech hodlá firma zvýšit svoji roční produkci železné rudy na 35 mil. tun, čímž by se stala největším producentem této suroviny v Evropě.
- Předpokládáme, že společnost NWR si koupí podílu ve firmě Ferrexpo především připravuje půdu pro případné budoucí akvizice v oblasti těžby uhlí na Ukrajině. Již dříve právě Ukrajinu společnost jmenovala mezi teritorii, po nichž se v rámci svých budoucích expanzivních plánů poohlíží.
- Kromě toho je možné počítat s určitými synergiickými efekty vzhledem k částečně se překrývající regionální struktuře tržeb NWR a Ferrexpo. Na druhou stranu zde nelze příliš hovořit o diverzifikaci aktivit NWR vzhledem k tomu, že i Ferrexpo je významně závislé na poptávce ze strany největších oceláren ve střední a východní Evropě. Případný útlum v tomto segmentu tak bude mít díky akvizici spíše zesílený efekt na hospodářské výsledky NWR. To stejné pochopitelně platí i opačným směrem poté, co současná ekonomická krize odezní.

Regionální struktura tržeb Ferrexpo se částečně kryje s tržbami samotné NWR

FERREXPO



Zaplacená cena se nám jeví jako velmi příznivá, nicméně v investorech může tato akvizice krátkodobě vzbudit obavy z možného negativního vlivu na výplatu dividend

- Za 25%+1 akcii společnosti Ferrexpo zaplatí NWR 126,6 mil. GBP (163,3 mil. EUR), což v přepočtu znamená 86p na akcii (cena akcií k 20.10.2008 činila 77p). Tato cena je podle nás velmi příznivá a odráží do značné míry současnou finanční krizi a s ní související pokles cen aktiv.
- V přepočtu na poměrové ukazatele NWR za podíl zaplatilo 2,2 násobek očekávaného čistého zisku pro letošní rok (P/E 2,2x) resp. 1,7 násobek očekávaného zisku pro rok 2009. Dle ukazatele EV/EBITDA činí kupní cena 3,0x dle očekávaného EBITDA 2008e resp. 2,5x dle EV/EBITDA 2009e. Kupní cena aktiv ukrajinské společnosti se nám jeví jako velmi příznivá vzhledem k růstovému potenciálu Ferrexpa, i když tento potenciál bude s největší pravděpodobností v následujících několika letech negativně ovlivněn současnou krizí a možným útlumem ekonomik zemí střední a východní Evropy.
- Společnost oznámila, že akvizici bude plně financovat hotovostí (její stav k polovině roku 2008 činil 668 mil. EUR). Tento krok se nám jeví jako logický vzhledem k silnému hotovostní bilanci, kterou NWR po IPO v současnosti má a také vzhledem k současné napjaté situaci na finančních trzích, což omezuje, případně zdražuje použití úvěrů či dluhopisů k financování této operace.
- Na druhou stranu není vyloučeno, že tento výdaj může mít dopad na výši vyplacené dividendy za 2 pololetí 2008, což ostatně ve své prezentaci připouští i sama společnost NWR. Vzhledem k tomu, že právě vysoký očekávaný dividendový výnos je v současné době jedním z faktorů, které alespoň okrajově působí proti dalšímu pádu akcií NWR, může tato akvizice některé investory spíše znervózňit.
- V našem modelu každopádně zatím předpokládáme, že výplata dividendy nebude touto akvizicí ohrožena a akvizici prozatím považujeme z hlediska ocenění akcií NWR za neutrální. Další podrobnosti očekáváme při prezentaci kvartálních hospodářských výsledků 20. listopadu.

OCENĚNÍ AKCIÍ NWR – ZMĚNA POUŽITÉHO MODELU

Vzhledem k silně negativnímu tržnímu sentimentu jsme přistoupili ke změně oceňovacího modelu...

- Kvůli současné extrémní tržní situaci jsme se rozhodli dočasně změnit model ocenění akcií společnosti NWR. Místo původního běžného modelu diskontovaných cash flow (FCFE) jsme se zaměřili na velmi defenzivní a konzervativní ocenění dle dividendového diskontního modelu (DDM).
- Model DDM obvykle používáme pouze u akcií společností, které vyplácejí veškerý nebo téměř veškerý vygenerovaný čistý zisk na dividendách. To sice v současné době o společnosti NWR nelze říci, nicméně právě velmi nervózní tržní situace a také to, že výrazný pokles tržní ceny akcií NWR znamená značný nárůst dividendového výnosu, jsou podle nás vhodné podmínky pro využití tohoto modelu.
- Z následující tabulky je patrné, že NWR se kvůli razantnímu poklesu tržní ceny stalo titulem s velmi vysokým dividendovým výnosem, který dokonce převyšuje dividendové výnosy mnoha společností, které jsou tradičně investory považovány za dividendové tituly (například Telefónica O₂ nebo Philip Morris).

OČEKÁVANÉ DIVIDENDY						
	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Čistý zisk na akcii	1,44	1,74	1,42	1,42	1,46	2,14
Dividenda na akcii	0,57	0,78	0,71	0,71	0,73	1,11
Dividendový výnos	12%	16%	15%	15%	16%	23%
Výplatní poměr	40%	45%	50%	50%	50%	52%

Zdroj: NWR, CYRRUS, a.s.

...místo FCFE tak v této analýze používáme dividendový diskontní model

- V našem modelu se držíme strategie NWR vyplácet přibližně polovinu čistého zisku na dividendách (výplatní poměr 50%). Vyplacená dividendy za 1H2008 ve výši 0,28 EUR na akcii nicméně byla pod tímto limitem, proto pro letošní rok počítáme s výplatním poměrem 40% a tedy dividendou za 2H2008 ve výši 0,29 EUR na akcii. Pro příští rok poté počítáme s výplatním poměrem 45% (dividenda za celý rok 0,78 EUR na akcii) a v následujících letech s indikovanými 50% čistého zisku.
- Předpokládáme, že přibližně od roku 2018 bude firma schopna postupně začít navyšovat výplatní poměr s tím, jak se bude snižovat CAPEX, samozřejmě s tím, že tento předpoklad může vždy narušit významnější akvizice, která se případně společnosti NWR v budoucnu otevře.
- V následující tabulce jsou uvedeny vstupní předpoklady modelu, tedy parametry diskontní míry, která je použita k diskontování vyplacených dividend a projekce dividend. Jak je z tabulky patrné, počítáme s diskontní sazbou ve výši 9,8%.

DIVIDENDOVÝ DISKONTNÍ MODEL

risk-free rate		4,8%						
premium to equity		5,0%						
discount rate		9,8%						
	(mil. EUR)	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Net Income		378,6	459,9	374,4	374,1	386,4	564,4	723,2
Dividend payout		40,0%	45,0%	50,0%	50,0%	50,0%	52,0%	52,0%
Dividend paid		151,5	207,0	187,2	187,1	193,2	293,5	376,1
Discounted dividend		137,9	171,7	141,4	128,7	121,0	167,5	195,5
DDM value		3 545,4						
Number of shares (mil.)			263,7					
DDM value per share (€)			13,4					
DDM value per share (CZK)			337,4					
DDM value per share (GBP)			10,4					

Zdroj: CYRRUS, a.s.

Ten přichází s férovou cílovou cenou akcií NWR ve výši 337 Kč za akcii

- Dividendový diskontní model je založen na explicitní predikci čistého zisku a dividend pro celé předpokládané období těžby uhlí, které má v současné době NWR k dispozici. Stejně jako v našem původním modelu tedy počítáme s těžbou uhlí do roku 2045, přičemž vrchol těžby by měl nastat v letech 2017-2019 poté, co NWR plně zapojí své polské doly Debiensko a v moravsko-slezských dolech se úroveň těžby ještě udrží na relativně vysokých úrovních.
- Model DDM stanovuje férovou roční cílovou cenu akcií NWR na úrovni 1040 GBP, resp. 337 Kč. Vzhledem k použitému modelu představuje tato cena podle našeho názoru spodní hranici fundamentální hodnoty akcií společnosti NWR, přičemž tato cena je stále o 224% nad aktuálním tržním kurzem NWR.

OBOROVÉ SROVNÁNÍ – POKLES NAPŘÍČ SEKTOREM

- Oborové srovnání jsme do tohoto updatu analýzy NWR zařadili především z toho důvodu, abychom na peer-group dokumentovali, že výrazné poklesy cen akcií se netýkají výhradně akcií NWR, ale jsou sektorovým problémem, což dobře dokumentuje následující tabulka:

VÝVOJ CEN AKCIÍ V PEER-GROUP

Company	Cena akcie 10.6.2008	Cena akcie 21.10.2008	Změna %
Raspadskaya	9,47	1,50	-84%
Belon	185,0	35,0	-81%
Southern Kuzbass	136,0	34,0	-75%
China Coal Energy	15,0	4,86	-68%
Yanzhou Coal Mining	15,6	4,97	-68%
China Shenhua Energy	32,4	15,0	-54%
PT Tambang Batubara	15 100	5 550	-63%
Centenial Coal	5,1	3,23	-36%
Coal & Allien Industries	106,0	92,0	-13%
MacArthur Coal	19,9	5,91	-70%
Arch Coal	72,5	26,8	-63%
Consol Energy	102,8	39,4	-62%
Foundation Coal	74,0	23,9	-68%
UK Coal	5,51	1,36	-75%
New World Resources	16,9	3,21	-81%
Průměrný pokles EM (%)			-70%
Průměrný pokles DM (%)			-55%

EM = emerging markets, DM = developed markets

Zdroj: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Jak ukazuje oborové srovnání, prudký pokles cen akcií není izolovanou záležitostí NWR, nýbrž sektorovým problémem

- V souvislosti s výše uvedenou tabulkou je zřejmé, že trh za poslední čtyři měsíce výrazně snížil celkové ocenění sektoru těžařů uhlí a to nad rámec všeobecných propadů trhů (např. globální akciový index MSCI World klesl ve stejném období „pouze“ o 33%). Důvody většího poklesu těžařského sektoru ve srovnání s celkovým trhem lze hledat podle našeho názoru v několika základních faktorech:

- Procyklická povaha odvětví** – těžařské odvětví se chová typicky pro období poklesu ekonomického růstu ve světě resp. období recese. Výkonnost firem v tomto odvětví je tradičně výrazně závislá na poptávce po produktech cyklických odvětví jako je strojírenství a obzvláště automobilový průmysl a stavebnictví.
- Nadprůměrná výkonnost sektoru v první fázi krize** – růst cen komodit na trhu přetrvával téměř celý rok po vypuknutí finanční krize. Je pravděpodobné, že velká část peněz putovala z finančního sektoru právě do komodit, ať už přímo (viz vývoj cen ropy) nebo nepřímo do akcií z těžařských sektorů. Současný nadproporcionální pokles je tedy možno přiřadit efektu zpoždění dopadu celé krize na těžařský sektor a částečně také splasknutí ropné bubliny.
- Nucené výprodeje aktiv fondů** – s předchozím bodem souvisí i fakt, že mnoho velkých fondů mělo ještě před několika měsíci značný podíl svých aktiv investovaný v komoditních společnostech. Odliv klientských peněz o obecně krize likvidity přispěla k nuceným výprodejům těchto aktiv, což se výrazně dotklo právě firem z těžařského sektoru.
- Růst rizikové prémie** – investoři se v současné krizi snaží zbavovat všech aktiv s vyšším rizikem, což lze dokumentovat rozdílem v poklesu těžařských titulů zařazených do skupiny emerging markets (EM) a titulů developed markets (DM) v naší peer-group. Je evidentní, že akcie NWR investoři považují za součást první skupiny, čemuž odpovídají i poklesy akcií NWR, které mohou být znásobeny také krátkou historií titulu na burzách.

- Z výše uvedeného výčtu faktorů, které stojí za aktuálním poklesem ocenění jak akcií NWR, tak celého sektoru, vyplývá, že na trhu v současné době nehrají roli jen fundamentální faktory, ale také nucené prodeje, extrémní nervozita investorů a nejasný budoucí vývoj globální ekonomiky.
- Lze oprávněně předpokládat, že stejné faktory do určité míry stojí i za poklesem ceny akcií společnosti NWR, což podporuje závěry, ke kterým jsme dospěli v rámci modelu DDM.

Důvody většího než tržního poklesu těžařského sektoru lze hledat mimo jiné v procyklické povaze odvětví...

...nadprůměrné výkonnosti sektoru v první fázi finanční krize...

...nucených výprodejích velkých hráčů na trhu...

...a růstu rizikové prémie u akcií z emerging markets

Nicméně i v současných podmínkách se akcie NWR jeví z hlediska oborové komparace podhodnocené

- Vzhledem k výše zmíněnému nemá podle našeho názoru metoda ocenění akcií dle komparativní analýzy dostatečnou vypovídající schopnost ve smyslu určení vnitřní hodnoty akcií společnosti NWR. Hlavním důvodem je podle nás chybné ocenění celého sektoru, které hodnotu akcií společnosti NWR zkrlesluje.

CITLIVOSTNÍ ANALÝZA SROVNÁNÍ V RÁMCI PEER-GROUP

		Prémie vůči EM (EV/EBITDA 2008e)				
		0%	10%	20%	30%	40%
Diskont vůči DM (EV/EBITDA 2008e)	45%	112	126	142	160	180
	35%	122	126	130	135	139
	25%	133	137	142	146	150
	15%	147	151	155	160	164
	5%	163	167	172	176	180

Zdroj: CYRRUS, a.s.

- Na základě stejných předpokladů, s jakými jsme pracovali v naší původní analýze z června 2008 (tedy dle EV/EBITDA 2008e a 20% prémie vůči ocenění EM resp. 25% diskontu vůči DM – viz původní analýza) vychází aktuální cena akcií NWR na úrovni 142 Kč za akcii (viz tabulka výše). Tuto cenu je možné brát jako krátkodobý indikátor hodnoty akcií NWR při současných tržních podmínkách. Jinými slovy, i za současných podmínek na trhu jsou akcie v porovnání s konkurencí podhodnoceny o 37%.

SHRNUTÍ A INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ

- Akcie společnosti NWR jsou v poslední době pod extrémním tlakem, který je podle našeho názoru jen částečně opodstatněný změnou fundamentálních faktorů, především globální finanční krizí, která se negativně přenáší do reálných ekonomik a tlačí dolů ceny komodit včetně uhlí.
- Investoři podle našeho názoru neberou dostatečně v úvahu cenový polštář (prodejní ceny uhlí stále ještě nekonvergovaly k úrovni evropských cen), kterým NWR stále disponuje a který ji chrání od výraznějšího vlivu klesajících cen uhlí. I přesto jsme přistoupili ke snížení odhadu realizovaných cen pro roky 2010 až 2012 pod vlivem očekávaného zpomalení CEE ekonomik a předpokládané dočasně nižší poptávky po uhlí v regionu.
- Je pravděpodobné, že výprodeje jsou do značné míry důsledkem nucených prodejů aktiv velkých fondů, které své podíly snižují plošně a nedostatečně tak odráží fundamentální rozdíly mezi jednotlivými společnostmi z odvětví těžby uhlí.
- Výrazné poklesy ceny akcií společnosti znamenají, že NWR se dostává mezi velmi zajímavé dividendové tituly s potenciálním dividendovým výnosem v příštích letech ve výši cca 15% aktuální ceny. Právě dividendy spolu s některými dalšími faktory (například blížícím se koncem půlročního lock-up období) by podle našeho názoru měla při současných tržních cenách působit stabilizačně.
- Vzhledem k obtížným podmínkám na trhu a přetrvávající nervozitě jsme v rámci tohoto updatu analýzy přistoupili k dočasné změně oceňovací techniky, když jsme standardní FCFE model nahradili konzervativnějším dividendovým diskontním modelem. Ten je v běžných podmínkách považován za spodní hranici fundamentální hodnoty oceňované společnosti nevyplácející veškeré své zisky na dividendách.
- Na základě diskontování budoucích očekávaných dividend společnosti diskontní sazbou 9,8% (viz výše) jsme dospěli k **férové hodnotě akcie společnosti NWR dle DDM ve výši 1040 GBp resp. 337 Kč**. Tato cena převyšuje zavírací kurz akcií NWR ke dni 21.10.2008 o 224%, proto **naše dvanáctiměsíční investiční doporučení zůstává na stupni „koupit“**.
- Zároveň ovšem upozorňujeme, že současný negativní tržní sentiment může v krátkém horizontu i nadále zesilovat vliv nefundamentálních faktorů na cenu akcií NWR. **Proto stanovujeme krátkodobý výhled pro akcie NWR na stupeň „neutral“**.

Vzhledem k výše zmíněným skutečnostem a závěrům dividendového diskontního modelu...

...snižujeme cílovou cenu akcií NWR na 337 Kč, nicméně doporučení ponecháváme na stupni „koupit“ s krátkodobým výhledem „neutral“

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka
Jan Procházka
Karel Potměšil
Lucie Kundrátová
Ondřej Moravanský

Head of research
Chief analyst
Senior analytik
Analytik
Analytik

hatlapatka@cyrrus.cz
prochazka@cyrrus.cz
potmesil@cyrrus.cz
kundratova@cyrrus.cz
moravansky@cyrrus.cz

Banky, energetika, zahr. trhy
Energetika, letecká doprava
Farmacie, development
Petrochemie, spotřební zboží
Telekomunikace, IT, média

Trading & Sales:

Pavel Pikna
Kamil Kricner

Brno
Praha

pikna@cyrrus.cz
kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Peter Dömény
Jindřich Rovný

Brno
Praha

domeny@cyrrus.cz
rovny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický
Jan Michelfeit

Brno
Praha

kuncicky@cyrrus.cz
michelfeit@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 nenes 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