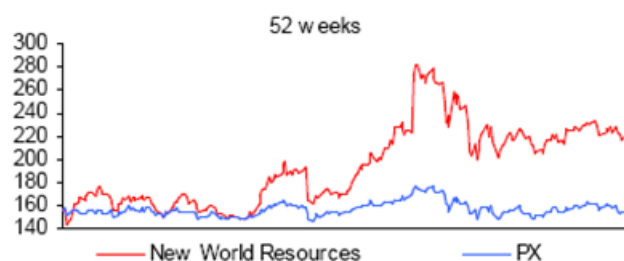


New World Resources Akumulovat

EUR mn	2009	2010e	2011e	2012e
Net sales	1,116.8	1,639.3	1,756.5	1,738.7
EBITDA	178.7	556.8	637.6	574.7
EBIT	10.0	392.1	469.4	400.3
Net result after min.	-61.6	330.7	329.1	281.6
EPS (EUR)	-0.23	1.25	1.24	1.06
CEPS (EUR)	0.46	1.80	1.82	1.67
BVPS (EUR)	2.12	3.16	3.67	4.09
Div./share (EUR)	0.00	0.63	0.62	0.63
EV/EBITDA (x)	11.7	4.7	3.9	4.2
P/E (x)	nm	6.9	6.9	8.1
P/CE (x)	13.4	4.8	4.7	5.2
Dividend Yield	0.0%	7.3%	7.2%	7.4%



Performance in EUR	12M	6M	3M	1M
	36.0%	25.2%	-7.1%	-4.9%

Share price (CZK)	213.30	Reuters	NWRsp.PR	Free float	36.3%
Number of shares (mn)	264.3	Bloomberg	NWR PZ	Shareholders	řPG Industries S.A. (63.7%)
Market capitalization (EUR mn)	2,271.0	Div. Ex-date	14/09/10		
Enterprise value (EUR mn)	2,602.8	Target price	253.0	Homepage:	www.newworldresources.eu

Dobře zajištěno proti krátkodobé slabosti

– I když byly prodeje za 2. kvartál slabší než se čekalo, mírně jsme zvýšili odhad letošní EBITDA díky vyšším očekávaným prodejům koksů (z 1 mil. tun na 1,1 mil. tun) a cenám po zveřejnění dohodnutých cen na 3. kvartál. Silné tovární objednávky v Německu nás podporují v přesvědčení, že NWR splní své cíle v segmentu koksovateľného uhlí, zatímco energetické uhlí je stále slabé.

– Snížili jsme odhady EBITDA v období 2011-12 o 7% kvůli mírně sníženým cenám a odhadům objemů koksovateľného uhlí v důsledku slabších trhů v Asii a nejistému makroekonomickému výhledu. Také jsme v důsledku slabých pololetních údajů snížili odhad tržeb z vedlejších produktů. Úrokové náklady se zvýší o 33% kvůli novým dluhopisům v objemu 500 mil. € se 7,9% kupónem.

– Průměrné ceny koksovateľného uhlí a koksů by měly v roce 2011 růst díky nízké bázi z letošního roku. Možné asi 20% zvýšení cen elektřiny (kvůli boomer solární energie) a vyšší náklady na těžbu budou vyrovnány vyššími maržemi v segmentu koksů a pomalejšímu zhodnocování Kč proti €. EBITDA by proto ve 2011 měla růst o zdravých 14%.

– NWR pololetní dividendou 0,21€ na akcii (naš odhad byl 0,13€) obnovilo výplatu dividend a celkově vidíme jako pravděpodobné, že společnost z letošního hospodářského výsledku vyplatí v součtu dividendu 0,63€ na akcii (tzn. dividendový výnos 7,3%).

– NWR se obchoduje 14% pod konkurencí na očekávané 2011 EV/EBITDA 3,9 a P/E 6,9. Celý sektor je oceněn na EV/EBITDA 4,9, takže je podle nás v ocenění započítáno nesplnění odhadů.

– Na základě scénářové (s pravděpodobnostmi 50 / 25 / 25 pro základní / horší / optimistický scénář) analýzy DCF stanovujeme roční cílovou cenu na 253 Kč za akcii. Cílová cena (EV/EBITDA na 5,2 a P/E_{11e} na 8,2) implikuje 18% růstový potenciál. Snížujeme naše doporučení z Kupovat na Akumulovat kvůli sníženým odhadům EBITDA a vyšším váženým nákladům na kapitál (WACC), ale současně potvrzujeme náš pozitivní pohled na akcie NWR.

Review výsledků za 2. kvartál: pod odhady kvůli nižším prodaným objemům

NWR zaostalo za našimi odhady EBITDA o 24% kvůli:

- 68% z překvapení u prodeje vychází z nižších prodaných objemů koksovateľného uhlí (5% pod), energetického uhlí (10% pod) a z nižších ostatních tržeb, zatímco koks byl lehce lepší. Ceny koksu a koksovateľného uhlí byly přesně v souladu s našimi odhady.
- 11% překvapení vychází z vyšších provozních nákladů, na nákup koksovateľného uhlí pro koksování a vyšších nákladů těžby kvůli nákladnému obnovení rozvojových prací
- 21% negativního překvapení vychází z vyšší účetní hodnoty prodaných zásob, což je z pohledu peněžních toků bez významu
- NWR také (s 2,68 mil. tun; +11,7% r/r) o 4,8% zaostala za našim odhadem produkce uhlí

Společnost prohlásila, že nižší prodeje za 2. kvartál jsou především kvůli sezónním faktorům a že v červenci nebyly žádné odložené odběry od zákazníků a prodeje byly dobré. NRW také potvrdilo cíl produkce uhlí (11,5 mil. tun; +4,5% r/r), koksu (1 mil. tun; +18,6% r/r) a cíl prodaného objemu koksovateľného uhlí (5,5 mil. tun; +6,4% r/r) a energetického uhlí (5 mil. tun; +2,2% r/r). Cíl prodaných objemů koksu je nastaven na 1,1 mil. tun, což je 10% nad našim původním odhadem.

Tabulka: Výsledky za 2. kvartál

Consolidated, IFRS (EUR, mn)	Reported			Expected	
	2Q 10	2Q 09	y/y	Erste Group	Consensus
Revenues	387.4	240.4	61.2%	413.7	416.5
EBITDA	111.7	56.8	96.7%	147.0	134.8
EBIT	72.0	17.2	319.1%	105.0	89.9
Net income	129.6	-39.3	-429.8%	151.0	123.6
EBITDA margin	28.8%	23.6%	22.1%	35.5%	32.4%
EBIT margin	18.6%	7.1%	160.1%	25.4%	21.6%
Net margin	33.5%	-16.3%	-304.6%	36.5%	29.7%

Zdroj: Firemní data, Erste Group Research

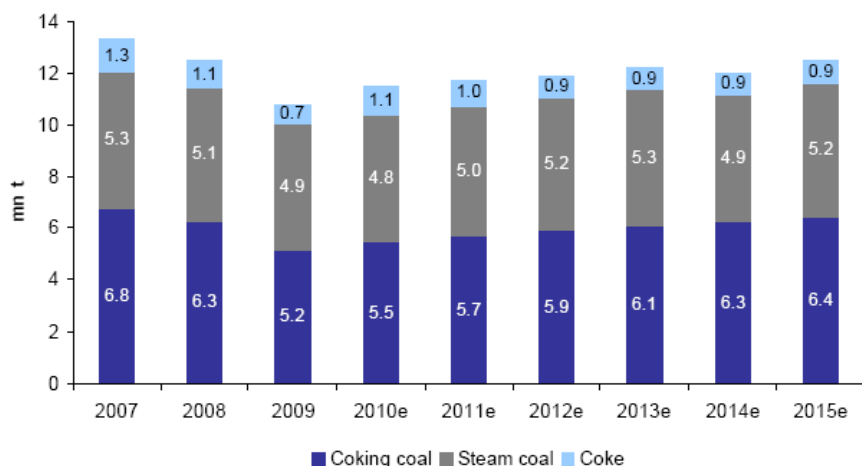
NWR ohlášenou pololetní dividendou 0,21€ na akcii (tzn. včetně příjmu z prodeje NWR Energy 50% dividendový výplatní poměr; náš odhad 0,13€) znovuoobnovilo výplatu dividend. Pololetní dividendu odpovídá ročnímu dividendovému výnosu okolo 4,8% (poslední obchodní den s nárokem na dividendu je 14.9.2010).

Co se týče projektu rozšíření Debiensko, NWR vstupuje do nové fáze s plánovanými investičními výdaji 25 mil. € na detailní analýzu proveditelnosti v následujících 12 měsících. Proto je zjevné, že se NWR rozhodlo pokračovat s projektem za 350-400 mil. € a 3 mil. tun ročně. Odhadujeme, že produkce začne během 5 let a je zahrnuta do našeho modelu DCF.

2010 je zajištěné, mírně nižší odhady pro období 2011-12

- Nadále očekáváme zpomalení v koksovateľném uhlí (+27% r/r v 1. polovině 2010) kvůli končícímu efektu obnovy zásob (zásoby přidaly 1,5% k 4,1% r/r růstu německého HDP za 2. kvartál). Avšak velice pozitivní německé PMI (v červenci na 61 b.) naznačuje, že by NWR mělo splnit roční cíl (+6,5% r/r).
- Lehce jsme snížili náš odhad pro příští rok i střednědobé odhady objemů koksovateľného uhlí v důsledku rizika pomalejšího oživení světové ekonomiky. Dočasné uzavření ocelárny ve Vítkovicích (od července) by v případě trvalého uzavření mohlo nepřímo snížit objemy koksovateľného uhlí NWR až o 5-6%. Avšak snížení o 2-3% je více realistické.
- Prodeje koksu byly v 1. polovině 2010 velice silné (56% cíle), a proto hodnotíme cíl koksu (1,1 mil. tun vs. náš dřívější odhad 1 mil. tun) jako snadno dosažitelný a zvyšujeme náš odhad. Odhadované snížení v příštím roce na 1 mil. tun je technickým důsledkem nižších zásob koksu a klesající produkce (výrobní kapacita se snižuje z 1 mil. tun na 850 tis. tun).
- Stále očekáváme, že NWR mírně zaostane (s 4,8 mil. tun) za cílem prodejních objemů energetického uhlí. Co se týče energetického uhlí, byla 1. polovina roku slabá, což hodnotíme jako důsledek vysokých zásob v regionu, které budou jen postupně klesat k rozumnějším úrovním.

Graf: prodejní objemy

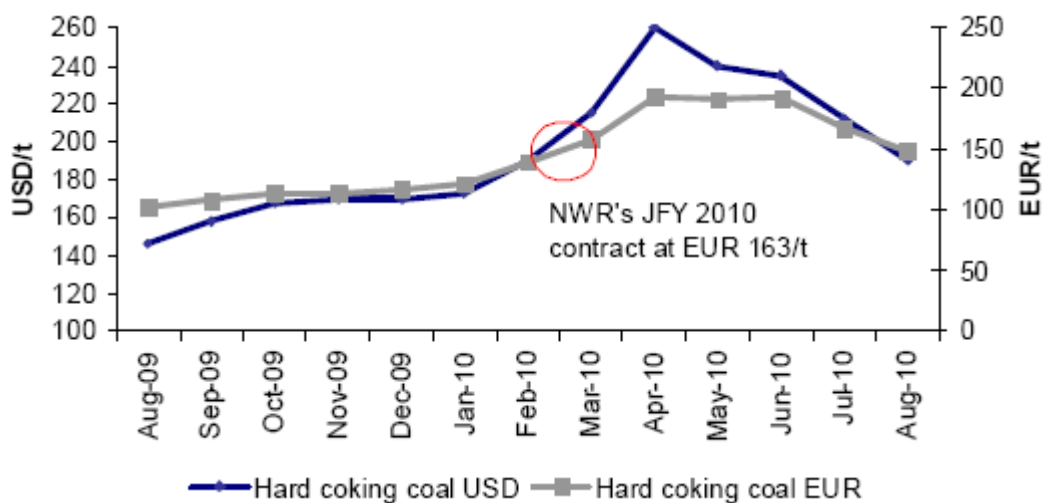


Zdroj: NWR, odhady Erste Group

Ceny:

Potvrzujeme naše odhady cen koksovateľného a energetického uhlí pro rok 2010. Spotové ceny koksovateľného uhlí se v Asii snížily z vrcholu v dubnu okolo 260 \$ za tunu na asi 190 \$ za tunu. V současnosti jsou okolo březnových úrovní, kdy NWR uzavřela kontrakty na období duben 2010 až březen 2011 na 163 \$ za tunu, týkající se 80% objemů koksovateľného uhlí. Proto je NWR dobře zajištěno proti krátkodobé slabosti spotových cen. Pro roky 2011-12 odhad cen mírně snižujeme z důvodu nejisté makroekonomické situace ve světě.

Graf: spotové ceny v Asii



Zdroj: POSCO, zdroje z trhu

Ceny koksu jsou pro letošní 3. kvartál dohodnuty na 362€ za tunu (+42% ve srovnání s 2. kvartálem). I když věříme, že se ceny koksu v 4. kvartálu sniží zpátky k úrovním okolo 320€ za tunu, zvyšujeme odhad průměrné ceny koksu v letošním roce o 13,5%.

Zvýšili jsme náš odhad cen koksu o 4,8% a 3,1% v období 2011-12 když by napjatý trh měl podle našeho názoru ve střednědobém horizontu umožnit vyšší marže. Vyšší cena je vyrovnaná nižšími prodanými objemy v roce 2011 kvůli nižšímu stavu zásob dostupných k prodeji.

EBITDA v 2011 by měla nadále díky nízké bázi růst

Snížili jsme odhady EBITDA pro období 2011-12 o 7% kvůli očekávanému slabšímu oživení prodaných objemů koksovateľného uhlí, mírně nižším cenám a menšímu množství zásob koksu dostupných k prodeji. Odhad provozních nákladů je téměř beze změny. Zohlednili jsme očekávané asi 20% zvýšení cen elektřiny v ČR kvůli vyšším nákladům vykopené elektřiny od solárních farem, což je vyrovnané pomalejším než očekávaným posílením Kč vůči €. Celkově odhadujeme, že EBITDA v 2011 vzroste zdravým 14% r/r tempem díky vyšším průměrným cenám uhlí a koksu (nízký základ v 1. polovině 2010) a lehce rostoucí produkci.

Tabulka: změny odhadů

Consolidated, IFRS (EUR, mn)	2010e			2011e			2012e		
	Now	Before	Change	Now	Before	Change	Now	Before	Change
Total revenues	1639.3	1611.8	1.7%	1756.5	1813.6	-3.1%	1738.7	1823.6	-4.7%
EBITDA	556.8	553.2	0.7%	637.5	685.5	-7.0%	574.6	620.3	-7.4%
EBIT	392.1	361.0	8.6%	469.4	497.2	-5.6%	400.2	431.3	-7.2%
Net profit	330.7	305.0	8.5%	329.0	358.2	-8.1%	281.6	324.4	-13.2%
EBITDA margin	34.0%	34.3%	-1.0%	36.3%	37.8%	-4.0%	33.0%	34.0%	-2.8%
Net margin	20.2%	18.9%	6.6%	18.7%	19.8%	-5.2%	16.2%	17.8%	-9.0%

(EUR/t, mn t)	2010e			2011e			2012e		
	Now	Before	Change	Now	Before	Change	Now	Before	Change
Prices									
Coking coal	141	141	0.0%	148	150	-1.0%	136	140	-3.0%
Steam coal	65	65	0.0%	70	70	0.4%	79	84	-6.0%
Coke	278	245	13.5%	300	286	4.8%	306	297	3.1%
Volumes									
Coking coal	5.5	5.6	-2.3%	5.7	5.8	-1.3%	5.9	6.0	-2.3%
Steam coal	4.8	4.8	0.0%	5.0	5.0	0.0%	5.2	5.2	0.0%
Coke	1.1	1.0	10.6%	1.0	1.1	-9.8%	0.9	0.9	0.0%

Zdroj: Erste Group Research

Vliv vyšších úroků na finanční náklady

Zvýšili jsme odhad úrokových nákladů o 33% (nebo 16 mil.€) kvůli refinancování levných seniorních úvěrů dluhopisy s 7,875% úrokem a splatností v 2018. To je vyrovnáno nižšími odhadovanými odpisy (v roce 2009 došlo k jednorázovému odpisu týkajícího se uzavření jedné koksárny) a mírně lepší efektivní daňové sazbě (vyplývající z daňové odčitelnosti úroků na nových dluhopisech). Proto je náš odhad čistého zisku zvýšený o 8,5% v letošním roce, zatímco odhad pro rok 2011 je nižší kvůli pomalejšímu růstu tržeb. Meziroční pokles čistého zisku v roce 2011 je způsobený jednorázovým příjmem 82 mil.€ z prodeje NWR Energy v roce 2010. Rok 2012 již zohledňuje návrat k normalizovaným cenám koksovateľného a energetického uhlí a vyššími úrokovými nákladům NWR. Vyšší úrokové náklady mají také negativní vliv na naši kalkulaci vážených nákladů na kapitál (WACC) v DCF.

Počítáme, že provozní CF NWR bude od roku 2011 dosahovat přebytku nad plánovanými investičními výdaji vysoko nad 150 mil.€ / rok z roku 2011, zatímco CF v roce 2010 je podpořené prodejem aktiv. Proto odhadujeme dividendové platby s 50% dividendovým výplatním poměrem v období 2010-11, v souladu s politikou NWR.

Tabulka: odhad dividend

EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
DPS to class A shareholders	0.63	0.62	0.63	0.54	0.61	0.64
DY	7.3%	7.3%	7.4%	6.3%	7.1%	7.5%

Zdroj: odhady Erste Group

Ocenění DCF

K ocenění NWR jsme použili třiscénářový DCF model. Základní scénář počítá s pokračujícím mírným růstem regionálního HDP a „měkkého přistání“ čínské produkce oceli. Horší scénář předpokládá pokles benchmarkových cen koksovateľného uhlí na 150 \$ za tunu v případě výrazného poklesu produkce oceli v Číně. Optimistický scénář předpokládá rychlé oživení čínské poptávky a následný růst benchmarkových cen zpátky k 210 \$ za tunu.

Zvýšili jsme naše WACC (o 20 bb v pokračující hodnotě), což zohledňuje vyšší úrokové náklady společnosti po emisi nových dluhopisů. Odhadované náklady dluhu proto vzrostly z 4,7% na 6,5% v období predikce a z 6% na 7% u pokračující hodnoty. To je částečně vyrovnáno lehce nižší bezrizikovou úrokovou mírou v období predikce (dříve 3,7%).

Na základě třiscénářové analýzy DCF (odhady pro letošní rok, náklady dluhu náklady vlastního kapitálu jsou shodné pro všechny tři scénáře) stanovujeme roční cílovou cenu na 253 Kč za akcii. To znamená 18% růstový potenciál a doporučení Akumulovat.

Scenario	Weight	12M TP
Base case	50%	263
Worse case	25%	177
Better case	25%	306
Weighted average		253

Base case

- Volumes 10-15 CAGR: Steam coal 1.2%, coking coal 3.2%
- Coking coal price: EUR 148/t in 2011, EUR 126/t in 2015
- Other: Coke conversion margin: 15%; Debiensko included

		Terminal value growth				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	8.7%	265	278	293	310	331
	9.2%	253	264	277	292	309
	9.7%	242	252	263	276	291
	10.2%	233	241	251	263	275
	10.7%	224	232	241	251	262

Worse case

- Volumes 10-15 CAGR: Steam coal 0.5%, coking coal 1.6%
- Coking coal price: EUR 134/t in 2011, EUR 121/t in 2015
- Other: Coke conversion margin: 5%; Debiensko not included, TV growth reduced to 1%

		Terminal value growth				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	8.7%	178	185	193	202	212
	9.2%	172	178	185	193	201
	9.7%	166	171	177	184	192
	10.2%	160	165	171	177	184
	10.7%	155	160	165	170	176

Better case

- Volumes 10-15 CAGR: Steam coal 1.2%, coking coal 4.2%
- Coking coal price: EUR 163/t in 2011, EUR 134/t in 2015
- Other: Coke conversion margin: 15%; Debiensko included

		Terminal value growth				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	8.7%	308	323	339	359	382
	9.2%	294	307	322	338	358
	9.7%	282	294	306	321	337
	10.2%	272	282	293	305	320
	10.7%	262	271	281	292	304

DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ

Tento text je českým shmutím akciového reportu vydaného v anglickém jazyce dne 16.4.2010 a obsahuje základní body tohoto reportu. Report je určen pouze pro osobní informaci adresáta a nesmí být reprodukován, distribuován nebo publikován bez předchozího souhlasu Erste Bank Group AG a České spořitelny, a.s. Další důležitá upozornění jsou uvedena v originální anglické verzi reportu.

Obecně. Tento dokument je považován za doplňkový zdroj informací našich klientů a není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů. Je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak Česká spořitelna, a.s. neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Názory, prognózy a odhady v materiálu prezentované odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. Publikace neprošla jazykovou úpravou. Správním úřadem vykonávajícím dozor nad Českou spořitelnou, a.s. je Česká národní banka.

Počítivá prezentace doporučení. Emitenti analyzovaných investičních nástrojů nebyli před rozšířením této analýzy seznámeni s jejím obsahem a analýza nebyla na základě jejich pokynů nijak upravována. Analýza je tvořena na základě standardních finančních a ekonometrických modelů. V případě akciových doporučení se jedná zejména o různé varianty metody diskontování budoucích cash flows a metodu čisté hodnoty aktiv společnosti. V případě dluhopisů a měn jsou standardními metodami uzavřené makroekonomické modely typu Clarida-Gali-Gertler nebo typu QPM ČNB.

Stupeň investičního doporučení u akciových titulů. Cílové ceny pro 12-měsíční horizont akcií odrážejí férovou hodnotu akcií, při jejímž stanovení jsou brány v potaz fundamentální faktory a další informace relevantní pro cenu akcie. Všechna slovní doporučení vychází z fundamentální hodnoty cenných papírů a neodrážejí relativní výkonnost akcie vůči jiným regionálním titulům. Slovní doporučení odrážejí vztah mezi cílovou cenou a cenou akcie při určení cílové ceny, tj. vydáním příslušné podnikové analýzy. V závorkách jsou uvedeny příslušné číselné hodnoty: *kupovat* (cílová cena 20% nad cenou akcie), *akumulovat* (10% až 20% nad), *držet* (0% až 10% nad), *redukovat* (cílová cena leží v pásmu -10% až 0% vzhledem k ceně akcie při určení cílové ceny) a *prodávat* (pod -10%).

Rizika. Minulý výkon investičních nástrojů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé investiční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna, a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Prognózaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů či riziko tržních kolísání. Prognózaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena vychází z předpokladů uvedených v analýze. Jiný než očekávaný vývoj těchto předpokladů představuje rovněž klíčové riziko.

Aktualizace. Investiční doporučení, analýzy a prognózy jsou aktualizovány v rámci pravidelných publikací České spořitelny, a.s. a Erste Bank Group. Cílové ceny akcií jsou aktualizovány v podnikových analýzách pokrývaných společností, které vycházejí nepravidelně a odrážejí aktuální dění v daném oboru nebo pokrývané společnosti.

Hodnocení analytika. Hodnocení analytiků není přímo závislé na výsledcích obchodování finanční skupiny ČS s pokrývanými investičními nástroji. Nepřímá vazba spočívá ve vazbě hodnocení analytiků na zisku celé Finanční skupiny České spořitelny, na kterém se do jisté míry podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Konflikt zájmů. Česká spořitelna, a.s., Erste Bank, jejich dceřiné společnosti a klienti mohou mít pozice v investičních nástrojích uvedených v doporučení, mohou obchodovat s investičními nástroji společností uvedených v doporučení nebo mohou těmto společnostem poskytovat investiční nebo bankovní služby. Odbor ekonomických a strategických analýz České spořitelny, a.s. je organizačně a fyzicky oddělen od útvarů Divize finančních trhů České spořitelny, a.s.. Zájmy a z nich plynoucí případné střety zájmů Finanční skupiny České spořitelny vůči analyzovaným akciovým společnostem v České republice (společnosti obchodované v systému SPAD mimo Erste Bank) jsou uvedeny v příložené tabulce.

Typ střetu zájmu

- (1) ČS a/nebo propojená osoba má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta větší než 5 %
- (2) emitent má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu ČS a/nebo propojené osoby větší než 5 %
- (3) ČS a/nebo propojená osoba má jiný významný finanční zájem ve vztahu k emitentovi
- (4) ČS a/nebo propojená osoba je tvůrcem trhu nebo osobou jinak zajišťující likviditu ve vztahu k finančním nástrojům vydaným emitentem
- (5) ČS a/nebo propojená osoba byla v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem
- (6) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu jinou smlouvu o poskytování investičních služeb
- (7) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení.

Emitent	Sřet zájmu (uved'te zde číselné označení přísušného typu sřetu zájmu)
AAA Auto	4
CETV	4, 5, 6
ČEZ	4, 5, 6
ECM	4
KIT Digital	4
Komerční banka	4
NWR	4
ORCO	4, 6
Pegas	4
Philip Morris ČR	4
Teléfonica O2 Czech Republic	4
Unipetrol	4
VIG	3, 4, 5