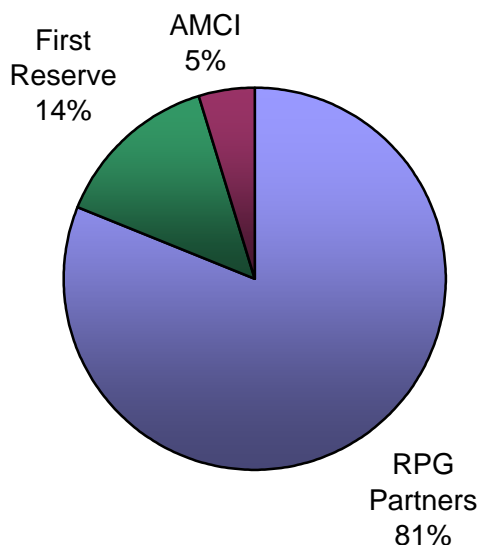


Holandská společnost New World Resources (NWR), jenž je vlastníkem největšího producenta uhlí v České republice OKD, uskutečňuje svůj záměr uvedení akcií na kapitálový trh. Společnost upíše své akcie na třech evropských burzách, jedná se o Prahu, Londýn a Varšavu. Přičemž primární burzou má být burza v Londýně (LSE). Úpis akcií v ČR probíhá v období 24.4 – 2.5.2008 a začátek obchodování na pražské burze byl stanoven na 6. května tohoto roku. Úpis proběhne v cenovém pásmu 10,75 – 13,25 GBP (při kurzu CZK/GBP 31,25 je pásmo úpisu 336 – 414 Kč). Nabídnuto bude 83,01 miliónu akcií, z toho 69,51 miliónů stávajících a zbylá část (13,5 mil.) nových akcií. Na burzu bude uvedeno 31,5 % akcií, celkový objem emise je 892 mil až 1,1 mld. GBP. Tržní kapitalizace společnosti se tak bude pohybovat mezi 2,8 - 3,5 mld. GBP. Získané finanční prostředky budou využity převážně na akvizice (především v Polsku a na Ukrajině) a také na investice do těžebních zařízení u stávajících dolů. Společnost NWR je ze 100 % vlastněna společností RPG. Majoritními akcionáři RPG jsou tzv. RPG Partners, kteří vlastní 81 %, zbylých 19 procent je rozděleno mezi dvě americké firmy, jedná se o First Reserve (14,3 %) a AMCI (4,7 %).

Graf č. 1 struktura akcionářů RPG

Společnost NWR se primárně zabývá těžbou a prodejem uhlí a výrobou koksu. Společnost je největším producentem uhlí a koksu v České republice a jedním z nejvýznamnějších hráčů v regionu střední a východní Evropy. Uhlí je těženo přes dceřinnou společnost OKD, která je jedním z největších soukromých zaměstnavatelů v ČR. Základem činnosti OKD je těžba kvalitního černého uhlí s nízkým obsahem síry (pod 1 %). Používá se převážně v energetickém a hutnickém průmyslu. Těžba probíhá v pěti dolech (viz graf č. 2) na 23 šachtách. Koks je vyráběn dceřinnou společností OKK, a to ve dvou koksárnách a pěti koksárenských bateriích. Za rok 2007 bylo vyprodukováno 1,3 miliónu tun koksu.

Graf č. 2 struktura společnosti NWR (zdroj: <http://www.newworldresources.eu/en/about-us/company-structure/>)



Těžba uhlí

NWR přes svou dceřinnou společnost OKD těží dva typy uhlí, jedná se o koksovatelné a energetické uhlí. Koksovatelné uhlí je používáno především jako surovina v ocelářském průmyslu při výrobě oceli. Energetické uhlí se primárně využívá jako palivo při výrobě elektrické energie. Koksovatelné uhlí je ve srovnání s energetickým kvalitnější a také dražší surovinou. Koksárenské uhlí, díky své vyšší ceně, poskytuje společnosti lepší ziskové marže. Za rok 2007 bylo prodáno 13,1 mil. tun uhlí, z čehož 7,8 mil. tun představovalo koksárenské uhlí (59 %) a ostatních 5,3 mil. tun bylo energetické uhlí (41 %). Podle vyjádření managementu se těžba v následujících letech nebude významně měnit, počítá se tedy, že do roku 2012 bude průměrný objem prodaného uhlí 13 mil. tun ročně.

Uhlí je těženo v pěti uhelných dolech, a to ve 23 těžebních šachtách. Všechny doly OKD jsou hlubinné, uhlí se těží prostřednictvím šachet a systému štol - dnes již výhradně mechanizovanými postupy. V současné době je uhlí dobýváno z maximální hloubky 1176 metrů. Investice do nových strojů a technologií umožní výrazně zvýšit hloubku odkud je uhlí dobýváno. Investice budou provedeny v rámci programu POP 2010 (Program Optimalizace Produkce 2010), celkově bude investováno 8,5 mld. Kč. Tento program se skládá ze dvou etap, v nichž bude dodáno 10 porubových a 12 ražbových technologií. V rámci programu bude dodána i manipulační technika pro přepravu a montáž těžších technologií.

Tab. č. 1 produkce uhlí a koksu v roce 2007

OKD			KKO	
těžební oblast	těžba mil./tun	rezervy mil./tun	koksárenská společnost	produkce tis./tun
ČSA	2,8	68,9	Šverma	720
Darkov	3,9	51,3	Svoboda	580
Lazy	1,9	25,9		
Paskov	1,1	27,8		
ČSM	2,73	55,2		
celkem	12,4	229,1	Celkem	1300

Těžební projekty

NWR plánuje rozšíření stávajících těžebních aktivit, a to jak v České republice, tak i do zahraničí (Polsko a Ukrajina). V současné době se jedná především o dva projekty v Polsku (Debiensko a Morcinek) a jeden projekt v České republice (Frenštát). Rozšíření aktivit na polské území je pro společnost klíčovou záležitostí, a to jak z hlediska rezerv, tak i z hlediska zvýšení konkurenceschopnosti právě oproti největším polským konkurentům.

Polské projekty

Debiensko

Projekt uhelného dolu Debiensko je v nejpokročilejší fázi vývoje ze všech plánovaných. Tento důl leží v jižní části Polska, zhruba 40 kilometrů od hranic z Českou republikou. Důl Debiensko byl v roce 2000 uzavřen společností Gliwicka Spółka Weglowa (státní společnost) kvůli nedostatku financí. Společnosti NWR byl prozatím vládními úřady v Polsku schválen těžební plán, který počítá s těžbou v hloubkách 750 – 1400 metrů pod povrchem. Odhadované rezervy v tomto dole jsou 190 mil. tun uhlí. NWR však bude muset do těžby v dole Debiensko investovat 600 – 800 mil. EUR. Odhadovaná produkce je 5 mil. tun uhlí ročně a předpokládaný začátek těžby je rok 2014. Odhaduje se, že v případě úspěšnosti tohoto projektu bude jeho podíl na celkových příjmech 20 %. V současné době se čeká na schválení těžební licence ze strany polských úřadů.

Tento projekt v sobě skrývá velké množství rizik, v Debiensku se osm let netěží a odhad zásob může být zkreslen. Nejistota panuje také okolo schválení těžební licence, polské regulační úřady prozatím nerozhodly o jejím udělení.

Morcinek

Další projekt se týká uhelného dolu Morcinek, který se nachází v jižní části Polska, blízko hranic s Českou republikou v těžební oblasti Kaczyce. Důl je v majetku státní polské společnosti Jastrzebska Spółka Weglova (“JSW”) a těžba zde byla zastavena v roce 1999. Polská vláda však doposud nerozhodla, zda bude tento důl privatizován a ani přes jednání s polskou vládou není jisté, že pokud proběhne privatizace získá NWR tento majetek. Rezervy uhlí v tomto dole nejsou vzhledem k počáteční fázi projektu známy.

Projekt Frenštát

Důl Frenštát se nachází 30 kilometrů jižně od Ostravy. Celková rozloha uhelného dolu přesahuje 63 km², rezervy se skládají ze dvou ložisek Frenštát-západ a Frenštát-východ. Společně se sousedícím průzkumným územím Čeladná-Krásná jde o jediné významné ložisko uhlí s dobytelnými slojemi karvinského souvrství mimo Karvinsko. Tento důl, jehož rezervy jsou odhadovány na 78 mil. tun uhlí, je v současné době v konzervačním režimu. Opětovné otevření dolu naráží na velmi silný odpor ekologických organizací.

Rezervy uhlí

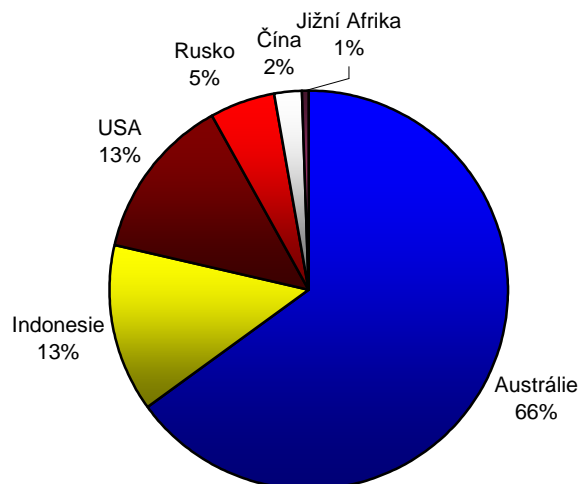
Jedním z klíčových a zároveň rizikových faktorů budoucí prosperity společnosti NWR jsou nevytěžené rezervy uhlí. Podle vyjádření společnosti jsou zásoby odhadované ve výši 419 mil. tun, což při těžbě 13 mil. tun ročně vystačí zhruba na 32 let těžby. Přes svoji nejvýznamnější dceřinnou společnost OKD vlastní rezervy ve výši 229,1 mil. tun. Z této sumy je 137,3 mil. tun prokázaných rezerv a 91,8 mil. tun jsou odhadované zásoby uhlí. Jedná se však o poměrně přesné odhady, provedené společností John T. Boyd Company, která patří mezi nejuznávanější odborníky v oboru. Zbýlých 189,9 mil. tun zásob se nachází na polském území, a to v uhelném dole Debiensko. Právě tyto rezervy jsou nejvíce rizikové a není jisté,

zda a kdy bude těžba zahájena. Zároveň je nutné provést poměrně rozsáhlé investice v rozmezí 600 – 800 mil. EUR. V případě, že společnost NWR tyto rezervy nezíská, zkrátí se její životnost na cca. 17 let, což může vést k výraznému poklesu hodnoty společnosti.

Trh s uhlím

Uhlí patří mezi nejvýznamnější zdroje energie na této planetě (více než 40 % el. energie je vyrobeno právě díky uhlí), díky své relativně snadné dostupnosti je nejpoužívanějším fosilním palivem na světě. Tato surovina se těží ve více než 50 zemích světa a uhelné zásoby jsou dostupné ve více než 70 státech. Největšími producenty uhlí jsou Austrálie, Čína, Indie, Rusko a Spojené Státy (největší exportéři viz graf č. 2). Podle odhadů World Coal Institute („WCI“) byla světová produkce černého uhlí za rok 2006 přibližně 5,37 miliard tun. Uhlí je využíváno především při výrobě oceli a elektrické energie, dále se používá pro různá průmyslová zařízení, včetně systémů centralizovaného zásobování teplem, papírenský a chemický průmysl.

Graf č. 3 Největší exportéři uhlí



Trh s uhlím je regionálně rozdělen a existují významné cenové rozdíly mezi jednotlivými oblastmi. Převážná většina uhlí, díky ohromným dopravním nákladům, se spotřebovává regionálně. Podle WCI je pouze necelých 18% celkové spotřeby uhlí obchodováno na mezinárodních trzích. Některé vyspělé ekonomiky (Západní Evropa a některé asijské státy) mají vysokou spotřebu uhlí, zatímco jejich vlastní zásoby jsou omezené. Naopak země jako Austrálie, Indonésie či Jižní Afrika mají relativně malou spotřebu uhlí a ohromné zásoby této komodity. Tento nepoměr souvisí nejen s umístěním uhelných nalezišť, ale také s ocelářským průmyslem a energetickou náročností jednotlivých ekonomik.

Graf č. 4 vývoj cen uhlí od roku 2002 (USD/tunu), zdroj: Bloomberg



Ceny uhlí vzrostly za posledních pět let téměř na sedminásobek své hodnoty, nejvýraznější růst byl v poledních dvou letech, kdy uhlí posílilo o více jak 300 %. Tlak na růst cen uhlí je vytvořen velmi silným růstem globální ekonomiky, prudkým posilováním cen ropy, zemního plynu a ostatních energií. S ekonomickým růstem přichází zvyšující se poptávka po elektrické energii a stavební rozvoj sebou přináší vysokou spotřebu oceli a ocelářských výrobků, což vede k vyšší poptávce po uhlí. Tato surovina je díky vysokým přepravním nákladům (v porovnání s prodejní cenou) obchodována především regionálně, což výrazně omezuje konkurenční boj. Je pravděpodobné, že růst cen uhlí ještě potrvá. Očekáváme, že ceny uhlí dosáhnou do roku 2009 svého maxima 300 USD za tunu. Následně je předpokládán mírný pokles cen pod hranic 250 USD za tunu uhlí v roce 2012. Ceny uhlí se jako u většiny komodit pohybují v dlouhodobých cyklech, z tohoto důvodu očekáváme jejich oslabování.

Společnost NWR působí ve středoevropském regionu, kde patří mezi nejvýznamnější hráče na trhu. Česká republika, je po Polsku a Německu největším producentem černého uhlí v Evropě. Hlavními konkurenty jsou především polské těžební společnosti. NWR se aktivně uchází o privatizaci polské státní společnosti Jastrzebska Spolska Weglowa (JSW), čímž by omezila konkurenci v regionu a zajistila si další uhelné rezervy. Vstup dalších konkurentů do regionu (těžební giganti z Austrálie či asijských zemí) je nepravděpodobný, a to především díky vysokým dopravním nákladům. Dopravní náklady z Austrálie, kde jsou největší naleziště uhlí, se pohybují okolo 40 USD za tunu. Poptávka po uhlí v regionu střední a východní Evropy má díky silnému ekonomickému růstu rostoucí trend. Ve prospěch NWR hovoří například umístění oceláren Arcelor Mittal (největší zákazník) v ČR.

Hospodaření společnosti

Hospodářské výsledky společnosti New World Resources jsou velmi úspěšné, a odrážejí tak silnou poptávku po uhlí ve Středoevropském regionu. Společnost je zaměřena především na velké zákazníky, s nimiž má uzavřené dlouhodobé smlouvy o dodávkách uhlí. Mezi největší klienty patří ocelářské společnosti jako Arcelor Mittal, U.S. Steel a Moravia Steel. Dalšími významnými odběrateli jsou Dalkia ČR a ČEZ.

Tab. č. 1 hospodaření společnosti

rok	2006	2007	2008*	2009*
tržby	1 235	1 367	1 895	2 265
náklady	927	1 008	1 080	1 280
EBIT	108	208	610	820
čistý zisk	101	196	460	615

* predikované hodnoty

Za rok 2007 zaznamenaly tržby, a především pak zisk společnosti silný nárůst, když tržby se zvýšily o 10,7 % a čistý zisk vzrostl o 94 %. Důvodem dobrých hospodářských výsledků je nárůst cen uhlí, ceny koksovateľného uhlí vzrostly ze 77 EUR za tunu na 87 EUR, ceny energetického uhlí se zvýšily ze 45 na 48 EUR za tunu uhlí a nejméně podražil koks, a to na 178 ze 144 EUR za tunu. I přes výrazný nárůst tržeb a zisku došlo pouze k malému zvýšení nákladů společnosti (8,7%), což má kladný vliv na ziskové marže. Pozitivní je nízký nárůst osobních nákladů, a to kvůli propuštění části zaměstnanců. Díky modernizaci jednotlivých provozů se očekává další snižování počtu zaměstnanců.

Oproti roku 2006 se zvýšil objem prodaného koksovateľného uhlí o 200 tisíc tun, tento typ uhlí je dražší než energetické a společnosti přináší vyšší ziskové marže. Celkový objem prodaného uhlí za rok 2007 poklesl na 13,1 mil. tun oproti 13,56 mil. tun v roce 2006. Více než 50% z tohoto objemu tvoří koksovateľné uhlí, téměř 40% pak energetické uhlí a zbylých 10% je koks.

Předpokládáme, že prodejní ceny uhlí budou následovat vývoj na globálním uhelném trhu a v následujících dvou letech zaznamenají výrazný růst. Průměrné ceny koksovateľného uhlí za rok 2008 odhadujeme na 125 EUR za tunu a v roce 2009 předpokládáme další růst až na 150 EUR za tunu. U energetického uhlí očekáváme nárůst na 71, respektive 90 EUR za tunu uhlí. Od roku 2009, kdy ceny dosáhnou svého vrcholu očekáváme jejich mírný pokles. Výraznější zvýšení objemu produkce v následujících čtyřech letech není pravděpodobné, produkce by se měla pohybovat okolo 13,2 mil. tun uhlí ročně.

Tab. č. 2 základní fundamentální ukazatele

	2007	2008*
EBITDA	374	750
ROE (%)	52	74
ROA (%)	9,6	11,2
P/E	27,7	12,2
Dividendy mil. EUR	1 077	173
Dividend. výnos (%)	19,8	3,4
Hrubá marže (%)	14,3	22,1

* predikované hodnoty

Pozitiva

- Konkurenční výhoda daná vysokými přepravními náklady, dovoz uhlí ze vzdálených těžebních oblastí (Austrálie, Čína...) není díky těmto nákladům rentabilní.
- Plánované projekty v Polsku a Ukrajině, mohou společnosti výrazně zvýšit rezervy uhlí.
- Kvalitní ložisko černého uhlí, jedná se o uhlí s nízkým obsahem síry (pod 1 %) s vysokou výhřevností.
- Příznivé podmínky ve Středoevropském regionu, vysoká poptávka po uhlí a relativně malý počet konkurentů.
- Vedoucí postavení na regionálním trhu a dlouhodobé vztahy s odběrateli.

Rizika

- Časová omezenost produkce, rezervy uhlí jsou maximálně na 32 let.
- Nejistá situace okolo polských projektů, těžební licence na důl Debiensko nebyla doposud schválena. Pokud nebudou tyto rezervy získané, dojde k podstatnému zkrácení doby těžby (cca. na 17 let).
- Závislost společnosti na relativně malém počtu velkých klientů.
- Cyklický vývoj cen uhlí, od roku 2009 očekává se jejich pokles.

Ocenění společnosti

Současná hodnota

Společnost New World Resources (NWR) byla ohodnocena jako součet hodnot jednotlivých částí majetku společnosti. V modelu bylo počítáno s uhelnými rezervami, aktivy společnosti jako nemovitosti, stroje a ostatní aktiva. V modelu bylo kalkulováno také se závazky společnosti, především pak dluhy. Nejvýznamnější položkou jsou rezervy uhlí, které jsou odhadovány na 419 milionů tun. Tyto zásoby byly oceněny na 5 190 mil. EUR. V těchto rezervách jsou započítány také zásoby v uhelném dole Debiensko ve výši 190 mil. tun. Tyto zásoby však zatím nejsou ve vlastnictví NWR. Další aktiva společnosti byla oceněna na 490 mil. EUR a závazky (včetně provizí) byly vyčísleny na hodnotu 544 mil. EUR. Celková současná hodnota společnosti byla vyčíslena na 5 133 mil. USD (129 308 mil. Kč). Při předpokládaném počtu akcií 263 739 999 kusů (není zde započítána opce navýšení), je aktuální hodnota společnosti připadající na jednu akcii 490 Kč.

Budoucí hodnota

Následně byla stanovena budoucí hodnota společnosti, a to s horizontem jeden rok. Cílová cena byla vypočtena na 585 Kč za akcii. Pro stanovení této ceny bylo použito modelu Free Cash Flow to Equity (FCFE). Pro potřeby modelu bylo nutno odhadnout hned několik účetních položek (tržby, zisk, náklady, odpisy, investice..). Výpočet vychází vlastních expertních odhadů budoucího hospodaření firmy v kombinaci s očekávanými hodnotami managementu společnosti. Kalkulace tohoto modelu je založena na výpočtu cash flow na akcii a jeho následném diskontování. Diskontní míra pro tento akciový titul byla stanovena jako součet bezrizikové míry a prémie za riziko, na 6,5

V modelu FCFE se počítá s průměrným ročním růstem tržeb společnosti o 13,8% v následujících letech a zároveň je odhadováno zvýšení nákladů v průměru o 8,1 % ročně. Dále je zde kalkulováno se začátkem těžby v uhelném dole Debiensko, a to od roku 2014 s roční produkcí 5 mil. tun uhlí. Investice do uvedeného dolu je kalkulována ve výši 800 mil. EUR. Od roku 2014 předpokládáme nárůst produkce na 19 mil. tun uhlí ročně. V modelu se nepočítá s otevřením dalšího dolu, jako jsou projekty dolu Frenštát a Morcinek. Dále počítáme, že společnost bude vyplácet 50 % z čistého zisku na dividendách.

Jako podpůrný byl využit model DDM, kde byly odhadnuty dividendy společnosti až do roku 2045. Následně byly tyto dividendy diskontovány, a to diskontní mírou 6,5 %. Cílová cena v tomto modelu byla stanovena 596 Kč za akcii. Ponecháváme tedy cílovou cenu 585 Kč stanovenou modelem FCFE.

Doporučujeme v případném zájmu o úpis akcií společnosti NWR, zadávat nabídku na úpis u horní hranice upisovacího pásma. Je pravděpodobné, že o úpis akcií bude velký zájem a akcie budou přeupsány.

Ing. Josef Novotný
Finanční analytik
www.fio.cz
josef.novotny@fio.cz

Dozor nad Fio, burzovní společností, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio, burzovní společností, a.s. (dále "Fio") Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu všech emisí zařazených ve SPAD.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny nebo s ohledem na jiné skutečnosti a vývoj na trhu, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenese odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukováné šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.