

Doporučení: Akumulovat

Cílová cena: 93 Kč

4.3.2013

Rozhodli jsme se přistoupit ke zvýšení investičního doporučení na akcie společnosti NWR ze stupně držet na stupeň akumulovat, při ponechání cílové ceny na úrovni 93 Kč. Tržní cena akcie, po mírně slabších než očekávaných výsledcích společnosti za 4Q 2012, poklesla o zhruba 12 % na aktuální úroveň kolem 76 Kč. Vzhledem k naší cílové ceně tak akcie NWR nabízejí zhruba 20% investiční potenciál. Pozitivní vliv na tržní cenu tohoto titulu vidíme v aktuálně příznivých indikacích na vývoj ceny koksovatelného uhlí v dalších měsících letošního roku. NWR ve 4Q 2012 prodávalo koksovatelné uhlí v průměru za 100 EUR/t, na 1Q 2013 má nasmlouvané ceny v průměru za 103 EUR/t. Domníváme se, že ceny aktuálně dosáhly svého dna (když v roce 2012 sjednané ceny koksovatelného uhlí mezi NWR a jeho odběrateli klesaly v každém čtvrtletí) a je zde tedy potenciál k růstu, i vzhledem k postupně oživující čínské ekonomice, která vytváří tlak na růst spotových benchmarkových cen nejvyššího koksovatelného uhlí (od loňského září vzrostly o cca 20 % na 168 USD/t). Aktuálně očekáváme, že v letošním roce NWR dosáhne průměrné sjednané ceny koksovatelného uhlí kolem úrovně 113 EUR/t s tím, že ceny by mohly výrazněji oživit ve druhé polovině roku, kdy předpokládáme růst k hladině 120 EUR/t. Níže v textu je uvedena poslední analýza na tento titul z konce října loňského roku.

7.1.2013

Z důvodu růstu ceny akcií společnosti NWR, která se od konce loňského listopadu zvýšila o 40 % na současnou úroveň kolem 100 Kč, jsme přistoupili ke snížení investičního doporučení na stupeň držet z předchozího akumulovat. Cílovou cenu ponecháváme na úrovni 93 Kč. Vzhledem k výraznějšímu růstu akcií NWR z posledních týdnů nahlížíme na aktuální tržní cenu konzervativně, i s ohledem na pokračující slabé makroekonomické prostředí vytvářející složité podmínky pro těžební a ocelářský sektor. Oznámení cen koksovatelného uhlí na 1Q 2013 a energetického uhlí na celý rok 2013, jenž očekáváme ve druhé polovině ledna, potažmo vyjádření managementu k další budoucnosti projektu Debiensko, budou katalyzátory pro další vývoj akcií v úvodu letošního roku. Níže v textu je uvedena poslední analýza na tento titul z konce října loňského roku.

26.10.2012

New World Resources

Nové doporučení: akumulovat
Nová cílová cena : 93 Kč
Předchozí doporučení: koupit
Předchozí cílová cena : 148 Kč

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:
Jachthavenweg 109h
1081 KM Amsterdam
The Netherlands

<http://www.newworldresources.eu/>

Ticker: BAANWRUK (BCPP)

Odvětví: těžba uhlí
Tržní kapitalizace: 22 230,4 mil. Kč
Závěrečná cena k 25.10.2012: 84,40 Kč
Roční minimum: 81,70 Kč
Roční maximum: 164 Kč
Podíl v indexu PX: 2,55 %

Struktura akcionářů:

BXR Minig B.V.: 63,58 %
Free float: 36,42 %

Koeficient beta oproti indexu PX: 1,23

Graf č.1: Roční vývoj kurzu akcie NWR



V naší nové analýze těžební společnosti NWR jsme přistoupili ke snížení cílové ceny akcie ze 148 Kč na úroveň 93 Kč. Na základě tohoto snížení cílové ceny rovněž měníme naše investiční doporučení na tento titul, a to z předchozího stupně „koupit“ na stupeň „akumulovat“. Mezi hlavní důvody, které nás vedly k úpravě cílové ceny a investičního doporučení, se řadí zejména námi očekávané nižší ceny koksovatelného uhlí ve srovnání s naší předchozí analýzou a vynechání rozvojového projektu Debiensko z modelu ocenění, když tento projekt je v současnosti stále pozastaven a probíhá jeho přezkoumávání. I přesto, že snižujeme cílovou cenu a doporučení, tak vzhledem k aktuální tržní ceně na úrovni 84,40 Kč se domníváme, že akcie společnosti NWR nabízí 10% růstový potenciál s ohledem na očekávání budoucího zotavení aktuálně nízkých cen koksovatelného uhlí, postupné zkvalitnění produktového mixu a úspěšnou realizaci rozvojových projektů týkající se rozšiřování stávajících důlních provozů v dole Karviná.

Představení společnosti NWR

Společnost New World Resources Plc (NWR) se řadí mezi přední producenty černého uhlí a koksu ve střední Evropě. NWR svoji produkci realizuje prostřednictvím svých stoprocentně vlastněných dceřinných společností OKD, a.s. (jediný producent černého uhlí v ČR) a OKK Koksovny, a.s. (největší evropský producent slévárenského koksu). Třetí dceřinnou společností je polská NWR Karbonia S.A., která spravuje dva rozvojové projekty na jihu Polska, a to Debiensko a Morcinek.

Hlavní činností společnosti NWR je těžba černého uhlí, konkrétně koksovatelného uhlí a energetického uhlí. Koksovatelné uhlí je používáno jako surovina pro ocelářské společnosti při produkci oceli, zatímco energetické uhlí je dodáváno výrobcům elektrické energie, průmyslovým podnikům a dalším producentům v energetickém sektoru. Koksovatelné uhlí společnost prodává za vyšší ceny než energetické uhlí, přináší tedy vyšší výnosy s většími maržemi a lze ho označit za hlavní produkt společnosti.

NWR disponuje podle metodiky JORC zásobami uhlí ve výši 385 mil. tun. Na rozloze 120 km², v Hornoslezské uhelné pánvi na severovýchodě ČR, NWR provozuje čtyři doly – Karviná, Darkov, Paskov a ČSM. Celková produkce uhlí společnosti v loňském roce činila 11,2 mil. tun.

Tabulka č.1: Základní ukazatele

NWR	2009	2010	2011
Produkce uhlí (tuny)	11 001	11 443	11 247
Výnosy (mil. EUR)	1 116,8	1 590,0	1 632,5
EBITDA (mil. EUR)	178,7	464,2	454,0
Marže EBITDA (%)	16,0	29,2	27,8
Provozní zisk (mil. EUR)	10,0	294,5	276,1
Čistý dluh (mil. EUR)	486	321	391
P/E	n/a	13,84	11,28
ROA (%)	-2,76	10,43	5,56
ROE (%)	-10,21	34,07	16,49

Tabulka č.2: Hospodářské výsledky za rok 2011

mil. EUR	2011	konsensus trhu*	2010	y/y
Výnosy	1632,5	1635,0	1590,0	2,7%
EBITDA	454,0	461,7	464,2	-2,2%
EBIT	276,1	281,8	294,5	-6,3%
Čistý zisk	129,8	138,7	233,3	-44,4%
Zisk na akcii (EUR)	0,47	0,52	0,86	-44,3%

* medián podle průzkumu společnosti NWR

Vedle segmentu uhlí NWR realizuje svoji činnost rovněž v segmentu koksu, kde produkuje slévárenský a vysokopecní koks. Výroba koksu je soustředěna do jediného provozu, koksovny Svoboda, jehož produkční kapacita činí 800 tis. tun ročně. Odběratelé NWR z řad výrobců oceli využívají koks jako redukční činidlo při tavbě železné rudy v procesu výroby oceli. Společnost v loňském roce vyprodukovala 770 tis. tun koksu a prodala 555 tis. tun, z čehož přibližně 67 % připadalo na slévárenský koks, 23 % na vysokopecní koks a 10 % na další druhy koksu.

Mezi největší odběratele koksovateľného uhlí patřily v roce 2011 ocelárenské společnosti ArcelorMittal (jeho podíl na celkových prodejkch koksovateľného uhlí činil 34 %), U.S. Steel Košice (s 27% podílem na prodejkch NWR), Voestalpine (19 %), Novscorn (8 %) a Moravia Steel (7 %).

Nejkvětšími zákazníkny NWR u energetického uhlí byly v loňském roce společnosti Novscorn s 26% podílem na prodejkch tohoto typu uhlí, Dalkia (19 %), ČEZ (15 %), Verbund (14 %) a ArcelorMittal (7 %). V segmentu koksu se řadí mezi největší odběratele NWR tuzemská ocelárenská skupina Moravia Steel, jejíž podíl na celkových prodejkch koksu činil v roce 2011 17 %. Dále pak KSK Handels se 14% podílem, ThyssenKrupp (11 %) a Voestalpine (8 %).

Výsledky hospodaření za 1H 2012, resp. 2Q 2012

Společnost NWR za 1H 2012, resp. za 2Q 2012 realizovala výnosy ve výši 694 mil. EUR, resp. 347,5 mil. EUR, meziročně o 17 %, resp. 23,7 % níže, když mezi hlavní negativní vlivy patřily meziročně nižší ceny koksovateľného uhlí a koksu (ve 2Q 2012 o 38 %, resp. 24 % nižší, za celé první letošní pololetí byla cena koksovateľného uhlí nižší o 26 % y/y a koksu o 16 % y/y) a rovněž meziročně slabší objemy prodejkch uhlí. Výnosy však mírně překonaly tržní konsensus analytiků sestavený podle průzkumu společnosti, jenž byl posazený na úrovni 691,6 mil. EUR, resp. 345 mil. EUR. Proti výše zmíněnému meziročnímu poklesu cen produkce pozitivně působil zlepšený kvalitativní prodejní mix, kdy za 1H 2012 i 2Q 2012 převažovaly prodeje koksovateľného uhlí nad prodeji energetického uhlí (konkrétně za první letošní pololetí činil podíl prodejkch koksovateľného uhlí na celkových prodejkch 55 %, zbytek ve výši 45 % tvořily prodeje energetického uhlí).

Na úrovni provozního zisku EBITDA společnost vykázala za první letošní pololetí, resp. druhé čtvrtletí zisk ve výši 158 mil. EUR, resp. 103,9 mil. EUR, meziročně o 37 %, resp. 38,2 % níže, když se negativně projevíly výše zmíněné vlivy na úrovni výnosů.

Tabulka č.3: Hospodářské výsledky za 2Q 2012

mil. EUR	2Q 2012	konsensus trhu*	2Q 2011	y/y
Výnosy	347,5	345,0	455,2	-23,7%
EBITDA	103,9	87,1	168,0	-38,2%
EBIT	60,6	39,8	123,4	-50,9%
Čistý zisk	28,3	19,0	83,5	-66,1%
Zisk na akcii (EUR)	0,1	0,08	0,32	-66,1%

* medián podle průzkumu společnosti NWR

Tabulka č.4: Hospodářské výsledky za 1H 2012

mil. EUR	1H 2012	konsensus trhu*	1H 2011	y/y
Výnosy	694,0	691,6	840,0	-17,4%
EBITDA	158,0	140,9	249,6	-36,7%
EBIT	71,5	50,7	161,1	-55,6%
Čistý zisk	35,0	25,2	87,0	-59,8%
Zisk na akcii (EUR)	0,12	0,10	0,33	-59,8%

* medián podle průzkumu společnosti NWR

Zisk EBITDA však překonal jak naše očekávání ve výši 141,1 mil. EUR, resp. 87,3 mil. EUR, tak očekávání trhu na úrovni 140,9 mil. EUR, resp. 87,1 mil. EUR, když pozitivně působily meziročně nižší hlavní provozní výdaje, včetně nákladů na vytěženou tunu, které za 1H 2012 poklesly o 2 % y/y na úroveň 80 EUR/t (za samotný 2Q 2012 jednotkové náklady zaznamenaly meziroční snížení o 8,1 % na hladinu 68 EUR/t). Provozní zisk po odečtení odpisů (EBIT) za 1H 2012, resp. 2Q 2012 meziročně poklesl o 55,6 % na 71,5 mil. EUR, resp. 50,9 % na 60,6 mil. EUR a rovněž překonal tržní konsensus analytiků, tak naše odhady.

Úroveň čistého zisku za 1H 2012 činila 35 mil. EUR, meziročně o 60 % nižší, přičemž očekávání analytiků bylo posazeno na úrovni 25,2 mil. EUR. Čistý zisk společnosti převýšil konsensuální odhad trhu i naše očekávání zejména díky meziročně nižším čistým finančním výdajům (pokles o 43 % na 23,1 mil. EUR). Pokles finančních výdajů byl způsoben nižší čistou kursovou ztrátou a vyšším čistým ziskem z přecenění derivátů. Za 2Q 2012 čistý zisk činil 28,3 mil. EUR, meziročně nižší o 66,1 %.

Mezikvartálně provozní zisky a čistý zisk za 2Q 2012 zaznamenaly výraznější nárůsty, a to zejména kvůli pozitivnímu vlivu změny stavu zásob ve výši 47,9 mil. EUR. Tento pozitivní příspěvek tvorby zásob do ziskovosti byl způsoben výraznějším převisem produkce uhlí nad jeho prodeji ve 2Q 2012, jenž vedl k mezikvartálnímu nárůstu zásob o 730 tis. tun. V průběhu druhého pololetí by podle vyjádření managementu společnosti mělo docházet k postupnému snižování zásob uhlí z úrovně 996 tis. tun vykázané na konci prvního pololetí na úroveň mezi 600 – 700 tis. tun ke konci letošního roku. Tento předpokládaný pokles zásob by pak podle našeho očekávání měl ve druhém letošním pololetí naopak působit negativně do ziskovosti společnosti a výše zmíněný pozitivní příspěvek ve výši 47,9 mil. EUR bude postupně umazáván.

Hlavní faktory vedoucí ke snížení cílové ceny

V naší aktuální analýze společnosti NWR jsme přistoupili ke snížení cílové ceny akcie (nebo-li tzv. vnitřní hodnoty akcie) z úrovně 148 Kč na 93 Kč. Ke snížení cílové ceny na tento akciový titul nás vedly tyto hlavní faktory:

- snížení výhledu cen koksovatelného uhlí. Situace na trhu s koksovatelným uhlím se oproti relativně optimistickým vyhlídkám z první poloviny letošního roku aktuálně vyvíjí spíše negativním směrem. Ačkoliv benchmarkové ceny koksovatelného uhlí sjednáváné mezi australskými těžaři a asijskými ocelárnami pro 3Q 2012 se pohybovaly kolem úrovně 225 USD/t a byly mezičtvrtletně zhruba o 7 % vyšší, tak NWR dojednalo se svými odběrateli průměrnou cenu

Tabulka č.5: Ceny koks. uhlí – původní výhled

ceny (EUR/t)	2011	2012*	2013*	2014*	2015*
koks. uhlí	177	141	140	145	150

*vlastní odhady

Tabulka č.6: Ceny koks. uhlí – aktuální výhled

ceny (EUR/t)	2011	2012*	2013*	2014*	2015*
koks. uhlí	177	124	113	121	125

*vlastní odhady. Rok 2012: odhad ceny učiněn na základě sjednaných průměrných cen v jednotlivých kvartálech roku 2012.

Tabulka č.7: Ceny energetického uhlí - výhled

ceny produkce (EUR/t)	2011	2012	2013	2014	2015
energ. uhlí	67	74	76	80	81

tohoto typu uhlí ve výši 126 EUR/t, tedy téměř na stejné úrovni jako ve 2Q 2012, kdy cena činila 127 EUR/t. Náš odhad sjednané ceny koksovatelného uhlí pro 3Q 2012 se pohyboval kolem úrovně 140 EUR/t, tedy předpokládali jsme větší návaznost na světové benchmarkové ceny. Slabost na trhu aktuálně pokračuje i v posledním kvartále letošního roku, když dojednané benchmarkové ceny na světovém trhu pro 4Q 2012 výrazněji poklesly o 24 % na úroveň kolem 170 USD/t. Propad cen koksovatelného uhlí je patrný rovněž u světových spotových cen, kdy ještě v letošním červenci se pohybovaly kolem hladiny 220 USD/t, zatímco aktuálně se cena pohybuje v rozmezí 140 – 150 USD za tunu. Pokles světových cen se projevil rovněž do sjednaných kontraktů mezi NWR a jeho odběrateli, když pro 4Q 2012 společnost dojednala průměrné ceny koksovatelného uhlí ve výši 102 EUR/t, což znamená mezikvartální pokles o 19 %. Průměrná cena tohoto typu uhlí, kterou NWR bude realizovat za celý rok 2012 by tak měla, v návaznosti na již sjednané a zveřejněné čtvrtletní kontrakty, v průměru činit 124 EUR/t. Ceny koksovatelného uhlí se tak aktuálně nacházejí na relativně nízkých úrovních reflektující aktuálně obtížnou situaci jak v těžebním, tak ocelářském sektoru, když na obě odvětví negativně doléhá slabší poptávka. V návaznosti na vývoj cen koksovatelného uhlí v druhé polovině letošního roku tak snižujeme náš výhled průměrné ceny realizované společností NWR v roce 2013 o 19 % na úroveň 113 EUR/t. V letech 2014 a 2015 již očekáváme postupné zotavení cen z nynějších nízkých úrovní, nicméně oproti naší původní prognóze snižujeme náš výhled v průměru o 16,6 % na 121 EUR/t, resp. 125 EUR/t. Prognózu cen energetického uhlí ve srovnání s naší předchozí analýzou neměníme.

- mírné snížení výhledu cen koksu. Korekce cen se nevyhnula ani trhu s koksem, nicméně nebyla tak výrazná jako na trhu koksovatelného uhlí, když NWR na 4Q 2012 sjednalo průměrnou cenu na úrovni 264 EUR/t, mezičtvrtletně níže o 7,7 %. Průměrná cena koksu realizovaná společností za rok 2012 by tak měla činit 290 EUR/t, což je jen mírně níže ve srovnání s naším odhadem ve výši 298 EUR/t. Vývoj cen koksu do značné míry kopíruje vývoj cen koksovatelného uhlí, a tudíž v návaznosti na námi snížený výhled cen koksovatelného uhlí snižujeme rovněž prognózu cen koksu. Pro rok 2013 tak počítáme s průměrnou cenou realizovanou NWR ve výši 276 EUR/t, což je o 4,8 % níže oproti našemu předchozímu odhadu. Ve střednědobém horizontu, pro roky 2014 a 2015, předpokládáme posun cen směrem

Tabulka č.8: Ceny koksu – původní výhled

ceny (EUR/t)	2011	2012*	2013*	2014*	2015*
koks	365	298	290	300	305

*vlastní odhady

Tabulka č.9: Ceny koksu – aktuální výhled

ceny (EUR/t)	2011	2012*	2013*	2014*	2015*
koks	365	290	276	292	300

*vlastní odhady. Rok 2012: odhad ceny učiněn na základě sjednaných průměrných cen v jednotlivých kvartálech roku 2012.

k hranici 300 EUR/t (ve srovnání s naší původní projekcí snižujeme výhled cen v průměru o 2,2 %). Vzhledem k tomu, že hlavním a nejrentabilnějším produktem společnosti je koksovatelné uhlí a naopak segment koksu má z hlediska celého produktového portfolia nižší váhu (podíl tržeb z prodeje koksu na celkových tržbách se pohybuje mezi 12 – 13 %, zatímco podíl tržeb z prodeje koksovatelného uhlí se pohybuje okolo 50 %), tak námi mírně snížená prognóza cen koksu sráží cílovou cenu v menší míře než je tomu u snížené prognózy koksovatelného uhlí.

- z našeho modelu aktuálně vynecháváme strategický projekt Debiensko. Ačkoliv v naší předchozí analýze jsme tento projekt zahrnuli do ocenění společnosti, aktuálně ho vyřazujeme z kalkulace cílové ceny, jelikož i po zveřejnění výsledků za 1H 2012 management NWR neoznámil bližší posun v tomto projektu, naopak oznámil pouze pokračování v jeho přezkoumávání s tím, že další informace budou poskytnuty v závěru letošního roku. Vynechání projektu z modelu ocenění tak výrazněji posunulo cílovou cenu směrem dolů a spolu se sníženým výhledem cen koksovatelného uhlí se tak jedná o nejvýznamnější faktor, který ovlivnil její pokles. Nicméně v souvislosti s tím, že management společnosti projekt Debiensko pouze přezkoumává a jeho budoucnost je tedy stále otevřená, poskytujeme v rámci tohoto nového ocenění rovněž alternativní scénář, ve kterém je tento strategický projekt zakalkulován. V rámci tohoto alternativního scénáře pak vychází cílová cena 124 Kč, tedy o 31 Kč více ve srovnání s oceněním bez Debienska.

- dalším faktorem, který nás vedl ke snížení cílové ceny je mírné snížení prognózy objemů produkce a prodeje uhlí a koksu. Pro letošní rok jsme sice mírně navýšili naše očekávání produkce uhlí z 10,9 mil. tun na 11,09 mil. tun, jelikož management NWR mírně zvýšil celoroční plán produkce z původních 10,8 – 11 mil. tun na 11 – 11,1 mil. tun. S ohledem na relativně vysokou těžbu vykázanou ve druhém a třetím letošním čtvrtletí se domníváme, že dosažení celoroční produkce uhlí v horní polovině stanoveného intervalu je reálné. Pro rok 2013 nicméně snižujeme náš odhad o 100 tis. tun na 10,9 mil. tun, když management společnosti předpovídá, že objem produkce nedosáhne 11 mil. tun. V letech 2014 a 2015 očekáváme těžbu uhlí na úrovni 11 mil. tun, resp. lehce nad touto úrovní. V dlouhodobějším horizontu, tzn. v letech 2016 a 2017 by podle našeho odhadu mohla společnost navýšit produkci k úrovním 11,36 až 11,5 mil. tun, když pozitivní roli by mělo sehrát rozšíření dolu Karviná, v rámci něhož

Tabulka č.10: Očekávaná produkce – původní výhled (v mil. tun)

objemy produkce	2011	2012*	2013*	2014*	2015*
uhlí	11,25	10,9	11,0	11,08	11,32
koks	0,77	0,70	0,73	0,74	0,75

*vlastní odhady

Tabulka č.11: Očekávaná produkce – aktuální výhled (v mil. tun)

objemy produkce	2011	2012*	2013*	2014*	2015*
uhlí	11,25	11,09	10,9	11,0	11,12
koks	0,77	0,70	0,705	0,71	0,72

*vlastní odhady

Tabulka č.12: Očekávané prodeje – původní výhled (v mil. tun)

objemy prodejů	2011	2012*	2013*	2014*	2015*
prodeje uhlí celkem	10,65	10,38	10,45	10,74	10,88
koksovatelné	4,80	4,98	5,12	5,37	5,55
energetické	5,85	5,40	5,33	5,37	5,33
prodeje koksu	0,56	0,60	0,62	0,63	0,65

*vlastní odhady

Tabulka č.13: Očekávané prodeje – aktuální výhled (v mil. tun)

objemy prodejů	2011	2012*	2013*	2014*	2015*
prodeje uhlí celkem	10,65	10,25	10,35	10,5	10,68
koksovatelné	4,80	5,12	5,18	5,36	5,45
energetické	5,85	5,13	5,18	5,15	5,23
prodeje koksu	0,56	0,60	0,605	0,61	0,63

*vlastní odhady

by se NWR mělo dostat k dalším 30 mil. tun koksovatelného uhlí. V návaznosti na mírné snížení prognózy těžby uhlí posunujeme naše očekávání externích prodejů uhlí mírně směrem dolů, a to o 1,2 % na 10,25 mil. tun pro rok 2012 a pro rok 2013 o 1 % na úroveň 10,35 mil. tun. Pro střednědobý horizont, tedy pro roky 2014 a 2015, jsme posunuli naše odhady prodejů uhlí v průměru o 2 % níže na 10,5 mil. tun, resp. 10,68 mil. tun. Mírnou korekci odhadů produkce a prodejů jsme rovněž provedli u koksového segmentu, nicméně vzhledem k jeho nižší váze na celkových výnosech společnosti, nemá toto snížení výhledu výraznější vliv na pokles cílové ceny.

Výhled hospodaření společnosti NWR

Druhá polovina roku 2012 slabší než první pololetí

Druhé letošní pololetí bude z hlediska výsledků hospodaření pro NWR obtížné, a to zejména vlivem nepříteli příznivého vývoje cen koksovatelného uhlí, jehož cena (realizovaná mezi NWR a jeho odběrateli) od počátku letošního roku postupně klesala z úrovně 141 EUR/t až k hladině 102 EUR/t. Ve 3Q 2012 očekáváme meziroční pokles výnosů o 19,5 % na 322,9 mil. EUR, když hlavní negativní vliv bude mít snížení ceny koksovatelného uhlí o 31,5 % y/y na 126 EUR/t. V polovině letošního října společností oznámené externí prodeje uhlí za třetí kvartál zaznamenaly meziroční snížení o 8,6 % na 2385 tis. tun a rovněž tak nepodpoří celkové tržby za třetí čtvrtletí. Negativní příspěvek do tržeb předpokládáme i od segmentu koksu, když prodeje koksu sice oproti 3Q 2011 stouply o 18,3 % na 129 tis. tun, nicméně tento pozitivní efekt byl více než vykompenzován meziročním poklesem cen o 27,2 % na úroveň 286 EUR/t. Pokud společnost negativně nepřekvapí na úrovni hlavních provozních nákladů, kde obdobně jako v předchozích dvou letošních kvartálech očekáváme i ve třetím čtvrtletí jejich meziroční snížení (náklady těžby na tunu ve 3Q 2012 predikujeme na úrovni 80,50 EUR, což je pokles oproti 82 EUR vykázaných ve 3Q 2011), pak provozní zisk EBITDA za 3Q 2012 předpokládáme na úrovni 61,9 mil. EUR, meziročně o 48,1 % níže. Na úrovni provozního zisku po odečtení odpisů (EBIT) očekáváme meziroční snížení o 75,1 % na úroveň 18,5 mil. EUR. Tato predikovaná úroveň provozní ziskovosti za 3Q 2012 nám indikuje, za předpokladu, že ve finanční části výsledovky společnost nevykáže výraznější výkyvy např. v podobě čistých zisků z kurzových rozdílů či z přecenění derivátů, konečný výsledek hospodaření kolem nulových hodnot, konkrétně mírnou čistou ztrátu ve výši 176 tis. EUR.

**Tabulka č.14: Odhady hospodaření
pro 3Q a 4Q 2012**

v mil. EUR	1Q 2012	2Q 2012	3Q 2012*	4Q 2012*
Výnosy	346,6	347,5	322,9	355,4
EBITDA	53,8	103,9	61,9	11,9
EBIT	10,9	60,6	18,5	-31,4
Čistý zisk	6,2	28,3	-0,2	-47,4

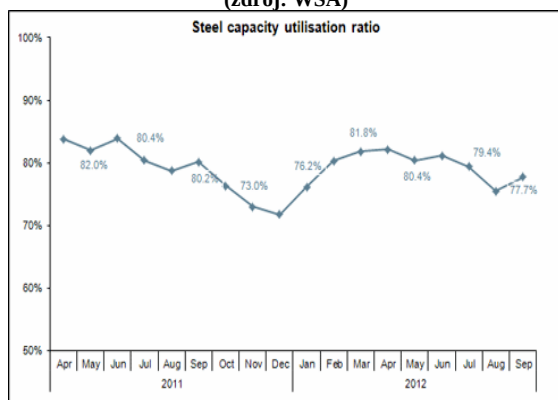
*vlastní odhady

Pro poslední čtvrtletí letošního roku prognózuje velikost výnosů na úrovni 355,4 mil. EUR, což znamená meziroční pokles o 9,2 %, nicméně na mezikvartální bázi se jedná o 10% zvýšení. Námi předpokládané mezičtvrtletní zlepšení výnosů by mělo být způsobeno zejména výraznějšími prodeji energetického uhlí ve 4Q 2012 (očekáváme 1757 tis. tun), když by společnost (pokud má naplnit své celoroční cíle prodeje uhlí) měla dohnat slabší prodeje tohoto typu uhlí z předchozích kvartálů letošního roku. Domníváme se tak, že tržby z prodeje energetického uhlí by ve 4Q 2012 měly dosahovat úrovně kolem 133,5 mil. EUR a měly by tak zcela výjimečně převýšit tržby z koksovatelného uhlí, které očekáváme ve výši 131,5 mil. EUR. O mezikvartální růst výnosů se podle našeho odhadu zaslouží také tržby z prodeje koksu, kde podporou by měly být mezičtvrtletně vyšší prodeje o 30 % na námi očekávanou úroveň 168 tis. tun, tak, aby společnost splnila celoroční plán prodeje koksu na úrovni 600 tis. tun. Na meziroční bázi však výnosy společnosti za 4Q 2012 budou opět negativně ovlivněny hlavně nízkými cenami koksovatelného uhlí (-37,4 % y/y na 102 EUR/t) a koksu (-24,1 % y/y na 264 EUR/t). Námi odhadovaný meziroční přírůstek prodeje uhlí o 16 % na hladinu 3046 tis. tun dostatečně nevykompenzuje výše uvedený pokles cen.

Ve 4Q 2012 očekáváme negativní dopad změny stavu zásob na provozní úroveň hospodaření, potažmo na čistý zisk společnosti. Díky výraznějším objemům produkce uhlí ve 2Q a 3Q 2012, kdy produkce výrazněji převyšovala prodeje, docházelo k navyšování zásob uhlí s pozitivním dopadem do ziskovosti společnosti. V posledním letošním kvartále tak očekáváme snižování zásob, což by mělo způsobit relativně nízkou těžbu uhlí, kterou odhadujeme na úrovni 2486 tis. tun. To by ve srovnání s předpokládanými vysokými prodeji ve výši 3046 tis. tun mělo indikovat negativní změnu zásob kolem úrovně 63 mil. EUR. Faktor v podobě změny stavu zásob se tak výrazně promítne do provozního zisku, kdy zisk EBIT by se podle našeho odhadu měl dostat do záporné hodnoty ve výši 31,4 mil. EUR a zisk EBITDA odhadujeme za 4Q 2012 meziročně nižší o 86 % na úrovni 11,9 mil. EUR. Očekávaná slabá úroveň provozních zisků by měla poslat do záporu i konečný výsledek hospodaření.

Kombinace faktorů v podobě meziročně nižších cen koksovatelného uhlí (průměrná sjednaná cena za celý rok 2012 nižší o 30 % y/y na úrovni 124 EUR/t) a koksu (pokles o 20,5 % y/y na 290 EUR/t) a očekávaného poklesu objemů produkce a prodeje uhlí o 1,4 %, resp. o 3,7 % na 11,09 mil. tun, resp. 10,25 mil. tun, způsobí ze celý letošní rok poklesy na všech úrovních hospodaření ve srovnání s rokem 2011.

**Graf č.2: Využití výrobních kapacit oceláren ve světě
(zdroj: WSA)**



Na úrovni výnosů tak pro rok 2012 predikujeme meziroční pokles o 15,9 % na 1372,4 mil. EUR, provozní zisk EBITDA čekáme o 49 % y/y nižší na úrovni 231,5 mil. EUR a u zisku EBIT předpokládáme propad o 78,8 % y/y na hladinu 58,5 mil. EUR. Za celý letošní rok očekáváme čistou ztrátu kolem úrovně 13 mil. EUR. Pozitivním aspektem, v rámci jinak obtížného roku 2012, by mělo být očekávané vylepšení produktového (prodejního) mixu z původně plánovaných 52 : 48 % ve prospěch energetického uhlí na 50 : 50 %. Podle našeho názoru se tento plán prodejního mixu podaří naplnit, když zejména v prvních dvou letošních kvartálech společnost dosahovala slušných prodejů koksovatelného uhlí.

Situace na trhu a výhled na další období

Na počátku letošního roku a ještě v průběhu jeho první poloviny převažovaly v těžebním a ocelářském sektoru spíše mírně optimistické vyhlídky s tím, že makroekonomická situace by se měla v jeho druhé polovině mírně zlepšovat s pozitivním dopadem na ceny produkce. Pozitivní indikací byly i slušné prodeje koksovatelného uhlí ze strany NWR v prvních dvou letošních čtvrtletích, což signalizovalo solidní poptávku ze strany oceláren, tedy nejdůležitějších zákazníků společnosti. Využití kapacit oceláren ve středoevropském regionu se ještě v průběhu 2Q 2012 pohybovalo mezi 80 – 90 % a kopírovalo tak globální vývoj, kdy využití výrobních kapacit oceláren v celosvětovém měřítku postupně rostlo z úrovně kolem 74 % na počátku roku k úrovním mírně převyšující 80% hranici dosahovanou v jarních měsících roku. V současnosti se nicméně využití kapacit oceláren podle statistik World steel association vrací zpět pod tuto hranici, do rozmezí 75 – 77 %.

Od počátku 3Q 2012 se totiž mírně optimistické vyhlídky z první poloviny roku přestaly naplňovat a současný vývoj v globální ekonomice stále spíše vykazuje známky slabosti. Výraznější prorůstové impulsy stále nepřicházejí z Číny, jakožto největšího světového producenta a spotřebitele oceli, jenž tak ze své pozice významným způsobem ovlivňuje světové ceny komodit, včetně cen koksovatelného uhlí. Tamní produkce ocelářského průmyslu v srpnu, resp. září oproti červencové úrovni poklesla o 4,8 %, resp. 6,1 %, roční tempo růstu čínského HDP ve 3Q 2012 ve výši 7,4 % bylo nejnižší od začátku roku 2009, index nákupních manažerů mapující aktivitu v čínském průmyslu se již dvanáct měsíců v řadě pohybuje pod 50ti bodovou hranicí značící kontrakci. Obtížná situace je stále vidět v eurozóně, kde slabá ekonomická aktivita nevytváří dostatečné prorůstové impulsy pro evropský průmysl, potažmo pro ocelářství a těžební průmysl.

Tabulka č.15: Výhled hospodaření

v mil. EUR	2012	2013	2014	2015	2016
Výnosy	1372,4	1347,4	1441,4	1500,5	1560,5
EBITDA	231,5	214,5	288,9	325,6	369,7
EBIT	58,5	40,5	113,6	149,1	192,3
Čistý zisk	-13,0	-24,6	26,9	55,3	89,7

zdroj: vlastní odhady

Německá asociace ocelářského průmyslu aktuálně snížila svůj výhled pro letošní produkci oceli. Výroba německých ocelářských firem by tak v roce 2012 měla meziročně klesnout o 4 % místo původně očekávaného snížení o 0,7 %. Makroekonomické prognózy ekonomického růstu od světových institucí aktuálně podléhají spíše negativním revizím, když např. Mezinárodní měnový fond revidoval letošní pokles ekonomiky eurozóny z předchozích -0,3 % na aktuálních -0,4 %, pro rok 2013 byla prognóza růstu revidována z 0,7 % na 0,2 %. Příliš optimistických makroprognóz aktuálně nepřichází ani z Německa, kdy centrální banka Bundesbank očekává pro 4Q 2012 stagnaci či pokles největší německé ekonomiky. Zdá se tak, že globální ekonomický vývoj v letošním roce bude spíše horší než činily původní předpoklady z první poloviny roku a že v příštím roce bude oživení ekonomik mělčí a méně výrazné než se očekávalo.

Domníváme se, že současný ekonomický vývoj a sentiment nebude vytvářet v nejbližších měsících prostor pro výraznější zotavení aktuálně nízkých cen koksovatelného uhlí. Pro 1Q 2013 tak očekáváme, že sjednané ceny tohoto typu uhlí mezi NWR a jejími odběrateli se výrazněji neodrazí od úrovně 102 EUR/t realizované ve 4Q 2012. S posunem ceny koksovatelného uhlí směrem k úrovním mezi 110 až 120 EUR/t počítáme až v dalších kvartálech příštího roku. Za celý rok 2013 tak odhadujeme průměrnou sjednanou cenu koksovatelného uhlí kolem úrovně 113 EUR/t. Jestliže se naplní předpoklad této ceny, tak to bude vytvářet tlak na výnosy a ziskovost společnosti, když za rok 2013 prognózuje meziroční pokles výnosů o 1,8 % na 1347,4 mil. EUR, meziroční snížení EBITDA zisku o 7,3 % na hladinu 214,5 mil. EUR a 30% pokles provozního zisku EBIT na 40,5 mil. EUR. Zejména na základě našeho relativně konzervativního výhledu ceny koksovatelného uhlí se domníváme, že příští rok bude pro společnost, obdobně jako rok letošní, obtížný a bude se muset vyrovnávat s náročnými podmínkami na trhu. Věříme, že společnost i v roce 2013 neupustí od optimalizace nákladové struktury a že se bude snažit držet náklady těžby na tunu na obdobné úrovni jaká je předpokládána pro letošní rok, tedy v rozmezí 82 - 83 EUR/t. Tím by tak měla částečně eliminovat tlak na tržby a provozní zisky způsobený očekávanou obtížnou situací na trhu.

Rozvojové projekty

- rozšíření dolu Karviná
- Debiensko
- Morcinek
- Frenštát

Výše uvedené projekty Morcinek a Frenštát nezahrnujeme do našeho oceňovacího modelu právě z důvodu jejich dlouhodobého charakteru, kdy v současnosti není zřejmé jejich využití k budoucí těžbě uhlí, když oba se nacházejí v počáteční fázi průzkumů.

Rozvojové projekty

Rozvojové projekty společnosti NWR lze rozdělit na krátkodobé, strategické a dlouhodobé. Jejich základním cílem je posilovat dlouhodobou budoucnost činnosti společnosti. Mezi krátkodobé projekty se řadí rozšíření stávajících důlních provozů v oblasti Karviné, kde primárním cílem je do období let 2016 – 2017 zajistit přístup k dalším 30 mil. tun koksovatelného uhlí, a to konkrétně z dolu Karviná, což je největší důl společnosti s rezervami ve výši 89 mil. tun. Tento projekt podle vyjádření managementu společnosti pokračuje podle plánu a očekáváme od něj ve střednědobém horizontu zlepšení prodejního mixu ve prospěch dražšího a kvalitnějšího koksovatelného uhlí s pozitivním dopadem do tržeb a zisků společnosti. V roce 2016 tak předpokládáme, že prodejní mix bude činit 52 : 48 % ve prospěch koksovatelného uhlí, v roce 2017 očekáváme zlepšení na 53 : 47 %.

Strategickým projektem společnosti je plán otevření dolu Debiensko na jihu Polska. Projekt, k němuž NWR v roce 2008 získalo těžební licenci na 50 let a na němž již na začátku roku 2012 proběhly první stavební práce, je v současnosti pozastaven a probíhá jeho přezkoumávání. Bližší podrobnosti budou managementem společnosti oznámeny koncem letošního roku. V kontextu tohoto vývoje v naší nové analýze vynecháváme tento projekt z ocenění společnosti NWR.

Mezi dlouhodobé projekty společnosti NWR se řadí polský projekt v lokalitě Morcinek a tuzemský projekt v lokalitě Frenštát. Projekt Morcinek (jih Polska) se aktuálně nachází ve fázi provádění geologických průzkumů (NWR vlastní na tuto lokalitu průzkumné licence) a společnost prozatím neposkytlá odhad zásob v této lokalitě ani pravděpodobné náklady projektu. Co se týče projektu Frenštát, tak NWR v září 2011 oznámila záměr prozkoumat ložisko černého uhlí v dolu Frenštát, k němuž vlastní těžební licenci. Průzkum a jeho závěrečné vyhodnocení by měl trvat zhruba čtyři roky. Důl Frenštát byl vybudován v 80. letech minulého století, nicméně nikdy se z něho netěžilo. Důl je společností udržován v konzervačním režimu. Jedná se o významné ložisko černého uhlí ve střední Evropě, kdy odhady hovoří o zásobách až ve výši 1,6 mld. tun (jedná se o odhadované množství uhlí bez ohledu na jeho složení, uložení a možnosti jeho vytěžení). Nicméně tyto odhady jsou zhruba třicet let staré a aktuální průzkum by měl společnosti napomoci ke zpřesnění informací a údajů o daném dole. O další budoucnosti dolu se tedy bude rozhodovat až po provedení průzkumných prací.

Porovnání s konkurencí

Společnost NWR se řadí, při porovnání s ostatními konkurenčními těžařskými firmami v regionu střední a východní Evropy (CEE) a Ruska, mezi významné společnosti, měřeno tržní kapitalizací. Jako konkurenční výhodu NWR, ve srovnání zejména s ukrajinskými či ruskými těžebními společnostmi, vidíme její strategickou polohu ve střední Evropě, kde se nachází silná koncentrace průmyslu, ať už v podobě ocelářství nebo automobilového průmyslu, což poskytuje společnosti perspektivu stabilní poptávky po jejích produktech. Při relativním srovnání v rámci níže uvedených fundamentálních ukazatelů vidíme, že hodnota ukazatele EV/EBITDA (hodnota firmy ve vztahu k provoznímu zisku EBITDA) pro roky 2012 a 2013 se nachází na obdobné úrovni jako sektorový průměr. Porovnáme-li NWR s jejími nejbližšími konkurenty, polskými těžaři JSW a Bogdanka, pak v případě ukazatele EV/EBITDA dosahuje společnost příznivějších úrovní, což značí, že akcie NWR se obchodují s určitým diskontem ve srovnání s akciemi polských těžařů (zejména ve srovnání s akciemi Bogdanky) a nabízejí tedy růstový potenciál. V případě ukazatele EBITDA marže (zisková marže neboli EBITDA zisk ve vztahu k tržbám) dosahovala NWR za rok 2011 téměř stejných hodnot jako sektorový průměr, očekávané hodnoty pro roky 2012 a 2013 zaostávají za průměrem. V rámci pohledu na jednotlivé společnosti však NWR překonává v ziskové marži ruského těžaře Kuzbasskaya a ukrajinskou společnost Sadovaya Group ve všech sledovaných letech, resp. v rocích 2011 a 2012.

Tabulka č.16: Sektorové srovnání

	tržní kapitalizace*	P/E			EV/EBITDA			EBITDA marže (%)		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
JSW	2774,29	4,56	9,87	10,81	2,3	3,75	4,02	37,36	28,78	27,64
Bogdanka	1013,46	16,0	11,79	8,84	8,31	5,91	4,73	34,95	40,35	42,18
Kuzbasskaya	391,34	7,5	7,39	5,58	4,5	4,52	3,6	16,43	16,05	17,34
Raspadskaya	1420,15	17,76	7,69	4,59	7,41	4,31	2,95	45,63	49,33	53,58
Sadovaya Group	42,06	10,0	7,75	2,95	7,51	5,44	2,46	17,85	18,6	30,28
Chervonoarmiyska	98,38	5,04	2,42	n/a	2,26	1,86	n/a	30,19	31,93	n/a
průměr	956,61	10,14	7,82	6,55	5,38	4,30	3,55	30,40	30,84	34,20
NWR	1067,89	11,28	25,23	11,01	4,02	4,81	3,81	27,81	20,21	23,66

zdroj: Bloomberg, *tržní kapitalizace je vyjádřena v mil. EUR

Ohodnocení společnosti

Na základě naší nové analýzy těžební společnosti NWR snižujeme cílovou cenu tohoto akciového titulu z předchozích 148 Kč na úroveň 93 Kč. Nová cílová cena akcie (vnitřní hodnota akcie) se vztahuje k 12ti měsíčnímu investičnímu horizontu. Ke změně cílové ceny nás vedlo zejména snížení výhledu cen koksovatelného uhlí ve srovnání s naší předchozí analýzou a vynechání projektu Debiensko z modelu ocenění. V souvislosti se snížením cílové ceny měníme rovněž investiční doporučení na tento titul z úrovně „koupit“ na „akumulovat“. I přes snížení cílové ceny a investičního doporučení se domníváme, že akcie NWR nabízí, vzhledem k aktuální tržní ceně na úrovni 84,40 Kč, cca 10% zhodnocení, když v budoucím období očekáváme určité zotavení aktuálně nízkých cen koksovatelného uhlí, postupné zkvalitnění produktového mixu a úspěšnou realizaci rozvojových projektů týkající se rozšiřování stávajících důlních provozů v dole Karviná.

Tabulka č.17: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
risk free rate (%)	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24
market return (%)	8,55	8,55	8,55	8,55	8,55	8,55	8,55
beta	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23
equity risk premium (%)	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76
cost of equity (%)	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
cost of debt (%)	8,36	8,36	8,36	8,36	8,36	8,36	8,36
efectiv tax rate (%)	20	20	20	20	20	20	20
cost of debt after tax (%)	6,69	6,69	6,69	6,69	6,69	6,69	6,69
equity weight	0,67	0,68	0,68	0,75	0,74	0,76	0,78
debt weight	0,33	0,32	0,32	0,25	0,26	0,24	0,22
WACC (%)	8,91	8,94	8,94	9,17	9,14	9,21	9,27

zdroj: vlastní výpočty a odhady, Bloomberg

Tabulka č.18: Model diskontovaného cash flow

(mil. EUR)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	59	41	114	149	192	236	263
Tax rate (%)	20	20	20	20	20	20	20
NOPLAT	47	32	91	119	154	189	210
depreciation	173	174	175	176	177	178	188
change in WC	-8	3	-7	-27	4	-9	2
CAPEX	-210	-200	-210	-215	-230	-230	-230
CF to the firm	18	4	63	108	97	147	166
DCF	17	3	49	76	62	86	89
sum of the DCF	383						
terminal value	1082						
net debt	472						
equity value	993						
number of equity (mil. ks)	264						
target price (EUR)	3,75						
CZK/EUR	24,80						
target price (CZK)	93						

zdroj: vlastní výpočty a odhady

Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie společnosti NWR, byl použit model DCF (diskontované cash flow). Pro potřeby modelu bylo nutno odhadnout hned několik účetních položek (tržby, zisk, náklady, odpisy, investice..). K výpočtu bylo použito vlastních odhadů budoucího hospodaření firmy v kombinaci s odhady uveřejňované agenturou Bloomberg. Kalkulace tohoto modelu je založena na výpočtu volného cash flow a jeho následného diskontování. Diskontním faktorem v našem modelu jsou průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) počítané jako součet nákladů na vlastní a cizí kapitál při zohlednění předpokládaných vah vlastního a cizího kapitálu v jednotlivých letech. Náklady vlastního kapitálu byly kalkulovány jako součet bezrizikové výnosové míry (výnos desetiletého státního dluhopisu ČR) a premie za riziko vycházející z výnosové míry akciového indexu PX.

Alternativní scénář ocenění – zahrnutí projektu Debiensko

Možnost otevření dolu Debiensko na jihu Polska se řadí mezi strategické projekty společnosti NWR. V případě zahrnutí tohoto projektu do našeho modelu ocenění by námi kalkulovaná cílová cena akcie stoupla z úrovně 93 Kč na hladinu 124 Kč. Vycházíme z předpokladu, že společnost má v plánu z tohoto dolu těžit zhruba 2 mil. tun uhlí ročně, což by v letech 2017 či 2018 (na rok 2017 bylo původně plánováno zahájení těžby) mělo podle našich odhadů navýšit produkci na úroveň kolem 13 mil. tun ročně a objemy prodeje na cca 12,5 mil. tun. Důl Debiensko podle odhadů nabízí atraktivní produktový mix, konkrétně zhruba 88 % zásob je tvořeno koksovatelným uhlím, zbytek je tvořeno energetickým uhlím. V případě úspěšné realizace projektu, bychom tak předpokládali výraznější vylepšení prodejního mixu společnosti, jenž by se mohl přibližovat poměru 60 : 40 % ve prospěch koksovatelného uhlí. S ohledem na získanou dlouhodobou těžební licenci, velikost zásob uhlí (190 mil. tun), geografickou blízkost se stávajícími tuzemskými provozy, s ohledem na potenciál růstu produkce a prodeje a na předpokládané zlepšení produktového mixu, se domníváme, že projekt Debiensko v sobě skýtá zajímavou příležitost pro budoucí růst společnosti NWR, čemuž odpovídá i vyšší cílová cena ve srovnání s cílovou cenou kalkulovanou bez zahrnutí tohoto projektu. S ohledem na aktuální přezkum projektu managementem společnosti, kdy se nově objevila rizika zejména související s vodohospodářstvím projektu, nás v současnosti opravňuje počítat s Debienskem pouze v rámci alternativního ocenění.

Citlivostní analýza

Níže uvedená tabulka znázorňuje citlivostní analýzu, konkrétně alternativní cílové ceny při různém nastavení WACC a tzv. pokračující míry růstu ve druhé fázi našeho modelu ocenění.

Tabulka č.19: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

	WACC				
pokračující růst	8,87%	9,07%	9,27%	9,47%	9,67%
0,6%	96	92	88	85	82
0,8%	98	94	91	87	84
1,0%	101	97	93	89	86
1,2%	104	100	96	92	88
1,4%	107	102	98	94	91

zdroj: vlastní odhady

SWOT analýza:

- **Silné stránky**

- Silná a stabilní pozice na trhu v regionu střední a východní Evropy, kde je silná koncentrace průmyslu.
- Silná likvidní pozice společnosti a dobrá struktura splatnosti dluhopisů.
- Vysoké přepravní náklady, které vzhledem k ceně uhlí neumožňují dovoz této komodity ze vzdálenějších oblastí (Austrálie, Čína).

- **Slabé stránky**

- Nutnost těžít kvalitní koksovatelné uhlí ve větších hloubkách s negativním dopadem do provozních nákladů.
- Vyšší volatilita cen uhlí, zejména koksovatelného.
- Značná závislost výsledků hospodaření na cenách koksovatelného uhlí.

- **Příležitosti**

- Rozšíření stávajících důlních provozů v dole Karviná. Možnost rozšíření těžby na území Polska, a to v dolech Debiensko a Morcinek. V pokročilejší fázi je otevření polského dolu Debiensko, nicméně aktuálně je tento projekt přezkoumáván. Projekt Morcinek se zatím nachází ve fázi provádění geologických průzkumů a jedná se tedy o dlouhodobý projekt.
- Průzkum ložiska černého uhlí v dole Frenštát.

- **Hrozby**

- Pokles průmyslové produkce a následný propad cen koksovatelného uhlí a koksu v regionu CEE.
- Případný neúspěch otevření polského dolu Debiensko.

Výše uvedená rizika mohou negativně ovlivnit hospodaření společnosti a tím i vývoj cen akcií. V případě výskytu těchto rizik nemusí být dosaženo námi stanovené cílové ceny.

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Všechny informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, 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 vývoj na trhu a jiné skutečnosti 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 reprodukování 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 spoluvedoucím 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 zájmů 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.

Koupit – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Akumulovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

Redukovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

Nákup – long: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Prodej - short: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

K dnešnímu datu 26. 10. 2012 má Fio banka, a.s. 10 platných investičních doporučení, z toho 1 na základě technické analýzy. Z celkového počtu je 3 doporučení koupit, 1 doporučení nákup-long, 3 doporučení držet, 2 doporučení akumulovat a 1 doporučení v revizi. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povinné prezentaci investičních doporučení §7.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na www.fio.cz