

Doporučení: Držet
Cílová cena: 10,25 Kč

13. 3. 2014

NWR

Nové doporučení: držet
Nová cílová cena: 10,25 Kč
Předchozí doporučení: koupit
Předchozí cílová cena: 44 Kč

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:
Jachthavenweg 109h
1081 KM Amsterdam
Nizozemsko

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

Ticker: BAANWRUK (BCPP)

Odvětví: těžba uhlí
Tržní kapitalizace: 2 855,7 mil. Kč
Závěrečná cena k 12.3.2014 : 11,20 Kč
Roční minimum: 10,00 Kč
Roční maximum: 75,80 Kč
Podíl v indexu PX: 0,40 %

Struktura akcionářů

BXR Minig B.V.: 63,56 %
Free float: 36,44 %

Koeficient beta oproti indexu PX: 1,34

Graf č.1: Roční vývoj kurzu akcie NWR



V naší nové analýze těžební společnosti NWR přistupujeme ke snížení cílové ceny na akcie NWR z úrovně 44 Kč na 10,25 Kč a zároveň snižujeme investiční doporučení z „koupit“ na „držet“. V novém ocenění společnosti reflektujeme nové nepříznivé skutečnosti z počátku letošního roku v podobě pokračujícího negativního tlaku na ceny uhlí, snížení ekonomicky vytěžitelných zásob uhlí indikující budoucí postupný pokles těžby a prodeje a neprodloužení krátkodobého úvěrového rámce dostávající hotovostní pozici společnosti pod tlak.

NWR pravděpodobně bude i v letošním roce čelit meziročnímu poklesu cen uhlí, což nás přimělo ke snížení výhledu prodejních cen jak koksovatelného, tak energetického uhlí, když ve střednědobém horizontu očekáváme pouze jejich mírný růst. Dále v našem novém ocenění počítáme s kapitálovou restrukturalizací, bez které by společnosti v roce 2015, podle našeho odhadu, došla hotovost a ohrožovalo by to její samotnou existenci. Variant kapitálové restrukturalizace je mnoho, management společnosti prozatím nesdělil podrobnosti. My jsme do našeho nového ocenění zahrnuli možnost úpisu nových akcií a přeměnu části dluhu do akcií, což indikuje výraznější naředení stávajících akciových podílů. Riziko naředení kapitálu může krátkodobě vytvářet tlak na cenu akcie, nicméně se domníváme, že úspěšně provedená restrukturalizace kapitálu poskytuje určitou šanci k tomu, aby ve střednědobém horizontu došlo ke stabilizaci společnosti, ke generování takové provozní ziskovosti, která by zajišťovala přírůstky hotovosti nikoliv její úbytek.

V kontextu výše uvedených faktorů a započítání možné varianty kapitálové restrukturalizace nám vychází výše uvedená cílová cena 10,25 Kč. S ohledem na potenciální rizika v podobě finálního výsledku restrukturalizace kapitálu (který očekáváme nejpozději ve druhé polovině letošního roku) a v podobě letošního vývoje globálních cen koksovatelného uhlí, které jsou od začátku roku prozatím v klesajícím trendu (což indikuje, že NWR na 2Q 2014 dojedná mezičtvrtletně nižší ceny koksovatelného uhlí), doporučujeme nyní zachovat neutrální postoj k akciím NWR, tedy stanovujeme doporučení „držet“. V nejbližších týdnech a měsících podle našeho názoru budou chybět výraznější pozitivní impulsy, které by vedly k razantnějšímu růstu ceny akcie.

Tabulka č.1: Základní ukazatele

NWR	2011	2012	2013
Produkce uhlí (v tis. tun)	11 247	11 206	8 800
Výnosy (mil. EUR)	1 632,5	1 299,4	850,5
EBITDA (mil. EUR)	454	222,6	-9,8
EBITDA marže (%)	27,8	17,1	-1,2
EBIT (mil. EUR)	276,1	56,1	-972,6
Čistý dluh (mil. EUR)	391	551	625
P/E	11,28	n/a	n/a
ROA (%)	5,56	-0,06	n/a
ROE (%)	16,49	-0,18	n/a

zdroj: NWR, rok 2013 – výsledky pouze za pokračující operace (bez segmentu koksu)

Představení společnosti NWR

Společnost New World Resources Plc (NWR) těží a prodává černé uhlí, konkrétně koksovatelné a energetické uhlí. NWR svoji hlavní činnost realizuje prostřednictvím své stoprocentně vlastněné dceřiné společnosti OKD, a.s. (jediný producent černého uhlí v ČR). Další dceřinou společností je NWR Karbonia S.A., která spravuje rozvojové projekty v Polsku.

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 v současnosti provozuje čtyři doly – Karviná, ČSM, Darkov a Paskov. Společnost v roce 2013 vyprodukovala celkem 8,8 mil. tun uhlí, meziročně o 21,5 % méně.

Mezi největší odběratele koksovatelného uhlí patří ocelářské společnosti ArcelorMittal (podíl na celkových prodejkách koksovatelného uhlí činí zhruba 30 %), U.S. Steel (také s cca 30% podílem na prodejkách NWR), Voestalpine (20 %) a Moravia Steel (8 %).

Největšími zákazníky NWR u energetického uhlí jsou společnosti Dalkia se zhruba 20% podílem na celkových prodejkách tohoto typu uhlí, ČEZ (19 %), Novscorn (15 %), Verbund (17 %) a ArcelorMittal (9 %).

Rok 2013 – nejsložitější rok v novodobé historii společnosti

Společnost NWR v roce 2013 zažila nejhorší rok od svého vstupu na kapitálový trh, vykázala výrazné meziroční poklesy na všech úrovních hospodaření a již na provozní úrovni realizovala ztráty. Hospodaření společnosti bylo v loňském roce významně negativně ovlivněno meziročním poklesem prodejních cen jak koksovatelného uhlí (-21 % y/y na 98 EUR/t), tak energetického uhlí (-24 % y/y na 56 EUR/t). Dalším primárním vlivem, který srážel hospodaření do červených čísel, byla nákladová struktura společnosti, která nebyla dostatečně nastavena a připravena na razantnější pokles světových cen uhlí. Byť samozřejmě management NWR na počátku roku 2013, v reakci na nepříznivý vývoj, odstartoval úsporný a optimalizační program, který vedl k meziročnímu poklesu jak hlavních provozních nákladů (tzv. odbytových nákladů), tak prodejních a administrativních nákladů. Snížení nákladů však nestačilo vykompenzovat nepříznivý dopad klesajících cen uhlí, když některé nákladové položky mají více fixní charakter (např. náklady na energie) nebo jsou rigidní směrem dolů (tlak odborů na ponechání mezd horníků na víceméně neměnné výši). Významným problémem je rovněž vysoká zadluženost společnosti a s tím spojené náklady související s platbou úroků. Ještě v roce 2012 si bylo NWR schopno vytvořit svojí provozní činností tolik hotovosti, která stačila pokrýt roční úrokové náklady ve výši cca 60 mil. EUR.

Tabulka č.2: Výsledky za rok 2013

mil. EUR	2013	konsensus trhu*	2012	y/y
Výnosy	850,5	857,3	1178,5	-27,8%
EBITDA	-9,8	-48,2	210,2	-
EBIT	-972,6	n/a	50,5	-
Čistý zisk	-914,4	-500,0	-6,9	-
Zisk na akcii (EUR)	-3,44	-1,89	-0,03	-

*medián podle průzkumu společnosti NWR

To už v roce 2013 neplatilo, provozní cash flow nebylo dostatečné (v některých kvartálech bylo i záporné) k pokrytí nákladových úroků, což vedlo k poměrně razantnímu poklesu hotovosti společnosti. Konečný výsledek hospodaření tak nebyl negativně zatěžován jen provozní činností, ale rovněž finančními náklady v podobě výše uvedených nákladových úroků.

Výnosy společnosti tak v roce 2013 poklesly o 27,8 % y/y na 850,5 mil. EUR. Na úrovni EBITDA bylo dosaženo ztráty 10 mil. EUR po předchozím EBITDA zisku ve výši 210,2 mil. EUR z roku 2012. EBIT ztráta dosáhla výrazných 972,6 mil. EUR (v roce 2012 bylo dosaženo EBIT zisku 50,5 mil. EUR), když byla významně negativně ovlivněna jednorázovým odpisem aktiv ve výši 807 mil. EUR (bez tohoto snížení hodnoty aktiv by EBIT ztráta činila 166 mil. EUR). NWR zejména pod tlakem nízkých cen uhlí snížilo budoucí peněžní toky plynoucí z jeho aktiv, což vyústilo v poměrně razantní výše uvedený odpis (snížení hodnoty aktiv mimo jiné obsahovalo i odpis Dolu Paskov ve výši 141 mil. EUR). Čistá ztráta za loňský rok činila 914,4 mil. EUR (bez jednorázového odpisu pak 230 mil. EUR), zatímco v roce 2012 společnost realizovala mírnou ztrátu 6,9 mil. EUR (veškerá výše uvedená čísla jsou za pokračující operace, tedy již bez segmentu koksu).

Klesající hotovost, rostoucí čistá zadluženost

Ztrátové hospodaření již na provozní úrovni neznamena nic jiného než tzv. „pálení“ hotovosti, tedy pokles peněžních prostředků. Zatímco na konci roku 2012 společnost měla na svých účtech 267 mil. EUR, tak na konci roku 2013 to bylo 184 mil. EUR. Kdyby v prosinci nedošlo k jednorázovému příjmu z prodeje koksovy OKK ve výši 88 mil. EUR, pak by hotovost činila pouze 96 mil. EUR.

S klesající hotovostí naopak rostla čistá zadluženost (čistá zadluženost je hrubý dluh očištěný o hotovost). Na konci roku 2012 čistý dluh společnosti činil 551 mil. EUR. V průběhu loňského roku čistý dluh stoupl o 74 mil. EUR na 625 mil. EUR.

Zadlužení NWR je tvořeno zejména dvěma dluhopisovými emisemi: dluhopisem v objemu 500 mil. EUR (roční úrokový kupón 7,875 %) splatným v roce 2018 a dluhopisem v objemu 275 mil. EUR (roční úrokový kupón 7,875 %) splatným v roce 2021. Vedle toho NWR čerpá dlouhodobý bankovní úvěr od Exportní úvěrové agentury (tzv. úvěr ECA). Jeho aktuální zůstatek činí 48,2 mil. EUR a společnost každoročně splácí z tohoto úvěru cca 14 mil. EUR. Očekáváme tak, že NWR splatí tento úvěr v roce 2017 (pokud nebude bankovní věřitel požadovat nějaké mimořádné splátky či předčasné splacení úvěru).

Rok 2014 – pravděpodobně bude opět ztrátový, společnost bude bojovat alespoň o mírně kladnou EBITDA

Po relativně příznivých faktorech z druhé poloviny loňského roku v podobě prodeje koksovy OKK společnosti Metalimex, dohody o nové kolektivní smlouvě s odbory na roky 2014 – 2018 či pozastavení testování finančních

**Dojednaná cena koksovateľného
uhlí na 2Q 2014 se může
pohybovat mezi 80 – 85 EUR/t**

kovenantů (ukazatelů) k ECA úvěru do září 2014, přišly na počátku letošního roku negativní vlivy v podobě poklesu prodejních cen uhlí, neprodloužení revolvingového úvěru (krátkodobého úvěrového rámce) ve výši 100 mil. EUR a snížení ekonomicky vytěžitelných zásob uhlí ze 184 mil. tun na 64 mil. tun ze strany managementu společnosti.

NWR pod tlakem opětovně klesajících světových cen koksovateľného uhlí ze závěru loňského roku, jenž jsou primárně tvořeny odběratelsko-dodavatelskými vztahy mezi asijskými ocelárnami a australskými těžaři, dojednálo pro 1Q 2014 mezikvartálně nižší cenu koksovateľného uhlí o 7 % na úrovni 91 EUR/t. Nicméně tento pokles byl téměř v souladu jak s naším očekáváním, tak s očekáváním trhu. Negativně hodnotíme sjednanou cenu energetického uhlí na celý letošní rok ve výši 54 EUR/t (meziročně níže o 3,6 %), když jsme očekávali cenu blíže hranici 60 EUR/t. Stále se tak negativně projevovala nadměrná nabídka tohoto typu uhlí v Evropě podporovaná exporty z USA. S nízkými cenami uhlí se tak NWR bude pravděpodobně potýkat i v letošním roce. Spotová světová cena koksovateľného uhlí totiž z prosincové úrovně 133 USD/t spadla o dalších zhruba 17 % na aktuálních cca 110 USD/t. To podle našeho názoru nevěští nic pozitivního pro ceny na 2Q 2014, když odhadujeme, že dojednaná cena koksovateľného uhlí mezi NWR a jeho odběrateli by mohla klesnout k hranici 85 EUR/t s rizikem poklesu směrem k úrovni 80 EUR/t, pokud NWR nebude při vyjednáváních dostatečně silné. Očekáváme, že společnost zveřejní dojednanou cenu v druhé polovině dubna.

Za celý letošní rok odhadujeme průměrnou prodejní cenu koksovateľného uhlí maximálně 90 EUR/t, což by byl oproti roku 2013 pokles o 8,2 %. Vidíme zde však i riziko nižší ceny (pokles až k úrovním kolem 85 EUR/t), pokud benchmarkové (světové) ceny v průběhu letošního roku neoživí zpět k hranici 130 USD.

Vyhledky na letošní rok ohledně vývoje cen uhlí tak nevyznívají příliš optimisticky, což by se mělo negativně projevit do hospodaření společnosti. NWR tak podle našich odhadů v letošním roce vykáže další meziroční pokles výnosů, a to o zhruba 7 % na cca 789,1 mil. EUR a bude dále ztrátové již na úrovni EBIT. Za rok 2014 očekáváme EBIT ztrátu kolem úrovně 77 mil. EUR (po očištěné EBIT ztrátě ve výši 166 mil. EUR za rok 2013) a čistá ztráta by mohla přesáhnout 100 mil. EUR, konkrétně odhadujeme cca 130 mil. EUR (po očištěné čisté ztrátě na úrovni 230 mil. EUR za rok 2013). Nelze však vyloučit i riziko vyšších ztrát, pokud společnost zaúčtuje další jednorázové odpisy (opravné položky) ke svým uhelným aktivům, což lze těžko predikovat, když NWR dopředu příliš neindikuje existenci těchto jednorázových vlivů. Na druhou stranu již v letošním roce neočekáváme tak výrazné odpisy aktiv jako v roce 2013. Na úrovni provozního zisku před odpisy (EBITDA) však předpokládáme alespoň mírně kladnou hodnotu. Při průměrné prodejní ceně koksovateľného, resp. energetického uhlí kolem úrovně 90 EUR/t, resp. 54 EUR/t a za předpokladu, že NWR naplní svůj letošní cíl prodat alespoň 9 – 9,5 mil. tun uhlí (my odhadujeme prodeje cca 9,114 mil. tun) a že prodejní mix bude alespoň cca 55 : 45 % ve prospěch koksovateľného uhlí (cílem NWR je 55-60% podíl koksovateľného uhlí a 45-40% podíl energetického uhlí v prodejním mixu) očekáváme EBITDA zisk kolem úrovně 30 mil. EUR.

Úpis nových akcií pravděpodobný již v letošním roce

Minimální požadavek na hotovost ze strany bankovního věřitele

Při nižších realizovaných cenách uhlí, potažmo při slabších prodejkách, resp. slabším prodejním mixu se pak EBITDA podle našich odhadů přibližuje k nule či do mírně záporných hodnot.

Tlak na hotovost bude pokračovat i v letošním roce

Letošní rok tak bude pro NWR opět velmi obtížný a velmi pravděpodobně bude docházet k dalšímu poklesu hotovosti. Tlak na hotovost tak letos bude podle našeho odhadu značný. Hotovostní pozice bude podle našeho názoru velmi sledovaná jak ze strany investorů, tak ze strany věřitelů. Situace se zkomplikovala tím, že společnost se s bankovními věřiteli počátkem letošního roku nedohodla na prodloužení revolvingového úvěru (krátkodobého úvěrového rámce) ve výši 100 mil. EUR, jehož platnost vypršela letos v únoru.

NWR oznámilo revizi kapitálové struktury

Dojednané nízké ceny uhlí na 1Q 2014, resp. celý letošní rok a neexistence úvěrového rámce jakožto hotovostní rezervy donutila management NWR k oznámení zahájení revize kapitálové struktury. Tato revize bude podle managementu zaměřena na účetní rozvahu společnosti, jinými slovy to podle našeho názoru znamená úvahy o úpisu nových akcií s cílem navýšit finanční prostředky a úvahy o restrukturalizaci dluhu s cílem snížit dluhovou zátěž a nákladové úroky. NWR již oznámilo, že zahájilo určitá jednání se zástupci držitelů dluhopisů.

S ohledem na naši projekci letošního cash flow podle našeho názoru roste pravděpodobnost úpisu nových akcií již v letošním roce. Pokud se podrobněji podíváme, jak by se mohla letos vyvíjet hotovostní pozice společnosti, tak odhadujeme mírně kladné provozní cash flow před zaplacením úroků (cca 20 mil. EUR). Úsporná a optimalizační opatření započatá v průběhu roku 2013 by tak podle našich odhadů měla zajistit, že společnost bude letos schopna generovat hotovost ze své provozní činnosti. Nicméně dále je nutné počítat s úhradou úrokových nákladů ve výši cca 60 mil. EUR, s investičními výdaji (CAPEX) ve výši 95 mil. EUR a s úhradou splátky ECA úvěru ve výši 14 mil. EUR. Celkově tak odhadujeme, že NWR letos hrozí pokles hotovosti o zhruba 150 mil. EUR na úroveň kolem 30 mil. EUR.

NWR by tak podle našich odhadů sice měla vystačit hotovost na celý letošní rok, ale na rok 2015 už nikoliv. Podle našeho názoru tak bude nutné posílit finanční pozici (kapitálovou strukturu) úpisem nových akcií nejpozději ve druhé polovině letošního roku. Dále je třeba upozornit na skutečnost, že NWR si sice dojednalo s Exportní úvěrovou agenturou pozastavení testování finančních kovenantů k ECA úvěru do letošního září, zároveň však jedna z podmínek této dohody byl požadavek na minimální stav hotovosti ve výši 80 mil. EUR. Podle naší projekce cash flow se NWR dostane na tuto hranici někdy v průběhu 3Q 2014, v posledním čtvrtletí letošního roku již hrozí, že hotovost klesne pod hranici 80 mil. EUR. Pak by podle našeho názoru mohla Exportní úvěrová agentura požadovat předčasné splacení úvěru, což by pro NWR mohlo znamenat značné komplikace. I z tohoto důvodu se domníváme, že případný úpis nových akcií a tedy doplnění kapitálu bude nutné provést nejpozději ve druhé půlce letošního roku.

Může dojít k přeměně části dluhu na akcie

NWR revidovalo své ekonomicky vytěžitelné zásoby uhlí směrem dolů

V jakém objemu bude nutné realizovat případný úpis nových akcií? Variant je samozřejmě více, nicméně se domníváme, že NWR bude letos potřebovat posílit svoji finanční pozici o zhruba 100 mil. EUR. V současnosti je emitováno 265 mil. ks akcií. Pokud bychom uvažovali variantu, že bude upsáno dalších 265 mil. ks, pak při námi nastíněném výnosu ve výši 100 mil. EUR by úpis musel proběhnout za cca 10 Kč za akcii (přibližně 0,37 EUR). Došlo by tak k 50% naředění stávajících akcionářských podílů (stávající akciové podíly by klesly o 50 %).

Restrukturalizace dluhu bude zřejmě nutná

Domníváme se, že naředění stávajících akciových podílů však může být ještě výraznější, pokud se NWR dohodne s držiteli dluhopisů na určité restrukturalizaci dluhu. Za předpokladu, že ceny jak koksovatelného, tak energetického uhlí se budou v nejbližších třech, čtyřech letech pohybovat kolem stávajících nízkých hodnot nebo budou vykazovat jen mírný růst směrem k úrovním cca 100 – 110 EUR/t u koksovatelného, resp. 57 - 62 EUR/t u energetického uhlí, tak podle našich odhadů hrozí, že NWR bude mít v roce 2018 problémy splatit dluhopis v objemu 500 mil. EUR.

Podle našeho názoru se společnost nyní nemůže spoléhat na to, že cena uhlí v letošním či příštím roce nějak výrazněji skokově vzroste. Jak uvádíme výše, jednání se zástupci držiteli dluhopisů již začala a budou se hledat možnosti řešení jak snížit zadluženost společnosti. Variant řešení je jistě mnoho, vyjednávání budou složité a je otázkou do jaké míry budou chtít držitelé dluhopisů ustoupit ze svých požadavků a nároků. Těžko tak lze predikovat přesný výsledek vyjednávání. Nicméně se domníváme, že pokud držitelé dluhopisů přistoupí na určité snížení nominální hodnoty dluhopisů, pak za to budou požadovat akcie společnosti. Jinými slovy očekáváme, že nakonec dojde k přeměně části dluhu na akcie.

V kontextu naší prognózy vývoje ziskovosti a cash flow společnosti pro období 2014 – 2018, ve které primárně vycházíme jednak z mírného růstu cen uhlí (u koksovatelného uhlí v tomto období očekáváme průměrné roční tempo růstu jeho ceny okolo 6 % a u energetického uhlí předpokládáme cca 3,5% průměrný roční růst) a jednak z postupného poklesu těžby a prodeje uhlí v průměru o zhruba 7 – 8 % ročně (**když vycházíme ze samotných plánů NWR, které na základě snížení ekonomicky vytěžitelných zásob uhlí o 65 % na 64 mil. tun plánuje postupně snižovat těžbu až na cca 4 mil. tun ročně v roce 2021 a na maximálně 2 mil. tun po roce 2023**), se domníváme, že bude muset dojít zhruba k 50% snížení nominální hodnoty, jak u dluhopisu 2018, tak u dluhopisu 2021, tak aby byla společnost schopna dostát svým závazkům plynoucím z těchto dluhopisů.

NWR přistoupilo k poměrně razantnímu snížení ekonomicky vytěžitelných zásob na základě snížení své dlouhodobé prognózy cen uhlí, když **nově společnost očekává dlouhodobou cenu koksovatelného uhlí 108 EUR/t a energetického uhlí 57 EUR/t**. Jinými slovy při takovýchto cenách uhlí se NWR nevyplatí těžit v hůře dostupných částech svých dolů.

Na druhou stranu je třeba upozornit, že výše uvedené rozhodnutí o redukci zásob uhlí nemusí být v čase neměnné a pokud by v budoucnu ceny uhlí

Při námi nastíněné variantě restrukturalizace kapitálu hrozí cca 83% naředění stávajících akciových podílů

výrazněji oživily, pak by se NWR vyplatilo těžit i ve větších hloubkách a v hůře dostupných slojích a management by pak pravděpodobně přistoupil k opětovnému navýšení ekonomicky vytěžitelných zásob. Pokud nepočítáme zásoby uhlí v polském Debiensku, pak celkové tuzemské zásoby uhlí v současnosti činí zhruba 175 mil. tun. Pokud odečteme zhruba 20 mil. tun zásob v Dole Paskov, se kterým již NWR v budoucnu nepočítá (kdy přesně bude tento důl uzavřen, bude záležet na výsledku jednání mezi společností a státem – NWR mělo původně v plánu uzavřít důl na konci letošního roku, stát naopak tlačí na prodloužení těžby až do roku 2016 – výsledek jednání by měl být znám na konci letošního března), pak se dostáváme na cca 155 mil. tun zásob uhlí, které jsou v zemi k dispozici pro budoucí potenciální využití.

Jaký konkrétní dopad do kapitálové struktury by měla hypotetická varianta 50% snížení nominální hodnoty u obou dluhopisů, resp. přeměna části dluhopisů do akcií? Nominální hodnota dluhopisu 2018 by se snížila na 250 mil. EUR a s tím zároveň předpokládáme, že by došlo i ke snížení úrokového kupónu o polovinu, a to na cca 20 mil. EUR ročně. Za toto snížení nominálu by držitelé dluhopisu dostali akcie NWR. Pokud budeme uvažovat konverzní kurz cca 10 Kč (0,37 EUR), tedy stejnou cenu jako při výše naznačeném úpisu nových akcií, tak držitelé dluhopisů by získali cca 676 mil. ks akcií.

Nominální hodnota dluhopisu 2021 by se snížila na 137,5 mil. EUR a zároveň by mělo dojít ke snížení úrokového kupónu z 20 mil. EUR ročně na 10 mil. EUR ročně. Majitelé dluhopisu by odměnou za tento „cut“ měli získat, za předpokladu konverzního kurzu 0,37 EUR, celkem cca 372 mil. ks akcií.

Námi výše uvažovaná varianta restrukturalizace dluhopisů by přinesla celkem 1048 mil. ks nových akcií. Pokud k tomuto objemu přičteme 265 mil. ks akcií emitovaných při námi předpokládaném úpisu a 265 mil. ks současných akcií, pak celkový objem emitovaných akcií by mohl po námi nastíněné restrukturalizaci kapitálu činit 1578 mil. ks. To je samozřejmě velký nárůst a znamenalo by to znatelné cca 83% naředění stávajících akciových podílů. Jinými slovy, pokud by se nynější akcionář NWR držící např. 10% podíl nezúčastnil úpisu nových akcií, pak jeho akciový podíl by kvůli úpisu a přeměně části dluhu do akcií klesl na 1,7 %, tedy o 83 %. Snižuje se tak jeho podíl na případném zisku (dividendě).

Úpis nových akcií, navíc doplněný o přeměnu části dluhu do akcií není tak pro stávající akcionáře (alespoň z krátkodobého hlediska) příliš pozitivní událostí. Zejména pokud by skutečně došlo k přeměně části dluhu do akcií, pak by to zřetelně „zamíchalo“ s akciovými podíly ve prospěch majitelů dluhopisů. Navíc dochází-li k úpisu nových akcií, pak to může vytvářet krátkodobý negativní tlak na tržní cenu akcie, jelikož společnost většinou upisuje nové akcie s určitým diskontem vůči aktuální tržní ceně.

Střednědobý výhled hospodaření

Na druhou stranu managementem plánovaná revize kapitálové struktury, resp. námi nastíněná varianta restrukturalizace kapitálu by měla z dlouhodobého hlediska napomoci stabilizovat hospodaření společnosti.

Tabulka č.3: Výhled hospodaření

mil. EUR	2014	2015	2016
Výnosy	789,1	817,0	793,3
EBITDA	29,1	120,6	133,7
EBIT	-77,0	15,0	28,0
Čistý zisk	-130,3	-29,4	-17,4

zdroj: vlastní odhady

Tabulka č.4: Odhad cen koks. uhlí

ceny (EUR/t)	2014	2015	2016	2017
koks. uhlí	90	101	105	108

zdroj: vlastní odhady

Tabulka č.5: Odhad cen energetického uhlí

ceny (EUR/t)	2014	2015	2016	2017
energ. uhlí	54	57	60	61

zdroj: vlastní odhady

Očekávaný úpis nových akcií by měl dodat potřebnou hotovost, bez které by se jinak NWR od roku 2015 neobešlo a výše odhadnutá restrukturalizace dluhu by měla napomoci snížit úrokové náklady s pozitivním dopadem do cash flow a výsledku hospodaření od roku 2015. Podle našeho názoru by k nějaké dohodě s držiteli dluhopisů mohlo dojít již v průběhu letošního roku, nicméně v našich odhadech konzervativně počítáme s tím, že snížení úrokových nákladů se bude týkat až výsledků za rok 2015.

V roce 2015 tak očekáváme meziročně lepší hospodaření oproti roku 2014. Ceny uhlí by podle našeho odhadu měly mít v roce 2015 potenciál alespoň k mírnému růstu, když by tomu mělo napomáhat postupně se zlepšující makroekonomické prostředí. Ekonomika eurozóny by měla po loňském poklesu o 0,4 % letos již, podle odhadů Evropské komise, vykazat růst o 1,2 % a v roce 2015 by tempo růstu mohlo zrychlit na 1,8 %. HDP nejdůležitějšího evropského hráče, Německa, by letos mělo zrychlit na 1,8 % po předchozím 0,4% růstu v roce 2013. Mírné zotavování zahraničních ekonomik by mělo pozitivně působit na českou ekonomiku, potažmo na tuzemský průmyslový sektor. Po poklesu tuzemského HDP o 0,9 % v roce 2013, je letos očekáván růst kolem 2 % (prognóza ČNB hovoří o 2,2% růstu ekonomiky) a v roce 2015 by se růst mohl, podle odhadů Ministerstva financí či Evropské komise, udržet kolem 2 % (prognóza ČNB je optimističtější a predikuje 2,8% růst). Důležitým, ne-li vůbec jedním ze stěžejních faktorů, který ovlivňuje světové ceny koksovatelného uhlí, je kondice čínské ekonomiky (jakožto velkého odběratele australského uhlí). Makrodata z čínského průmyslu z posledních týdnů spíše naznačují určité zpomalení aktivity (temp růstu), což se negativně projevilo v dalším poklesu globální spotové ceny koksovatelného uhlí o 17 % na aktuálních cca 110 USD/t ve srovnání s cenami na konci loňského prosince. Současná kondice čínské ekonomiky tak zřejmě v nejbližších měsících nebude příliš podporovat světové ceny koksovatelného uhlí, což koresponduje s naší predikcí prodejních cen tohoto typu uhlí, které bude NWR realizovat v letošním roce (jak uvádíme výše).

Ve střednědobém horizontu (od roku 2015) je však podle našich odhadů prostor (v kontextu výše nastíněné zlepšující se prognózy evropské ekonomiky a za předpokladu, že čínská ekonomika bude držet svá tempa růstu nad úrovní 7 %) pro alespoň mírný růst cen koksovatelného i energetického uhlí. V naší střednědobé prognóze tak počítáme s tím, že NWR bude od roku 2015 schopno prodávat své koksovatelné uhlí za ceny mírně přesahující 100 EUR/t (jak uvádíme výše, pro období 2014 – 2018 očekáváme průměrné roční tempo růstu prodejní ceny koksovatelného uhlí cca 6 %) a energetické uhlí za ceny kolem úrovně 60 EUR/t (průměrné roční tempo růstu jeho ceny odhadujeme cca 3,5 %). Cenám energetického uhlí v Evropě by ve střednědobém horizontu, kromě oživení ekonomik, mohla napomoci i vyšší cena zemního plynu v USA. To by mohlo opět více motivovat americké energetické společnosti k využívání energetického uhlí na úkor zemního plynu a díky tomu do budoucna existuje podle našeho názoru určitý potenciál k omezení exportů energetického uhlí z USA do Evropy. Právě tyto vysoké exporty byly jedním ze zásadních faktorů, které tlačily cenu energetického uhlí pro roky 2013 a 2014 výrazně dolů.

V kontextu výše uvedeného odhadujeme, že by se NWR mohlo v letech 2015 a 2016 vrátit do mírně kladného EBIT zisku (cca 15 mil. EUR, resp. 28 mil. EUR) a provozní zisk před odpisy (EBITDA) by mohl překonat hranici 100 mil. EUR (120 – 130 mil. EUR). K takovéto úrovni provozních zisků by vedle výše naznačeného mírného růstu cen uhlí měla napomoci pokračující efektivita v řízení provozních nákladů (když pro roky 2015 a 2016 očekáváme náklady těžby na tunu v rozmezí 65 – 67 EUR). Pozitivní vliv do výsledků hospodaření lze očekávat i od vyřešení situace kolem Dolu Paskov. Domníváme se, že NWR ohledně Dolu Paskov nepřistoupí na řešení, které by pro něho bylo nevýhodné. To znamená, buď nedojde k nějaké dohodě se státem a společnost tak tento nerentabilní důl zavře na konci letošního roku a nebo stát přiměje společnost k těžbě v tomto dole až např. do roku 2016, nicméně v tomto případě by se stát musel podle našeho názoru finančně spolupodílet na těžbě. Ať tak či onak si myslíme, že Důl Paskov by již od roku 2015 neměl zdaleka tak zatěžovat hospodaření NWR jako v předchozím období.

**Tabulka č.6: Odhad produkce uhlí
(v mil. tun)**

objem produkce	2014	2015	2016	2017
uhlí	9,24	8,71	8,04	7,01

zdroj: vlastní odhady

**Tabulka č.7: Odhad prodeje uhlí
(v mil. tun)**

objemy prodeje	2014	2015	2016	2017
prodeje uhlí celkem	9,11	8,62	8,02	6,89
koksovatelné	4,92	4,74	4,41	3,93
energetické	4,19	3,88	3,61	2,96

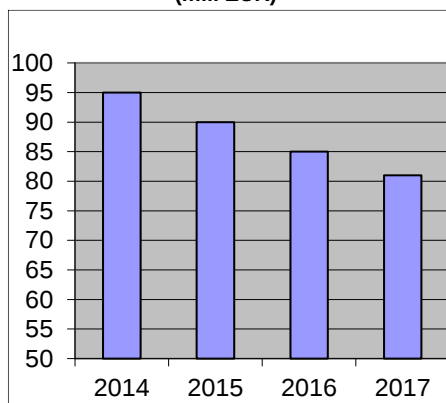
zdroj: vlastní odhady

Ve své střednědobé prognóze, jak uvádíme výše, v souladu s aktuálním plánem společnosti počítáme s postupným snižováním těžby uhlí. Podle našich odhadů tak roční těžba uhlí může do roku 2017 klesnout až k úrovním kolem 7 mil. tun (v roce 2013 NWR vytěžilo 8,8 mil. tun). To bude na jednu stranu vytvářet tlak na pokles výnosů (v letech 2015 a 2016 predikujeme jejich úroveň kolem hranice 800 mil. EUR, zatímco ještě v roce 2013 činily 850 mil. EUR) na druhou stranu by to mělo společnost nutit snižovat variabilní provozní náklady včetně investičních výdajů (CAPEX). Očekáváme, že roční CAPEX mohou do roku 2017 poklesnout k úrovním kolem 80 mil. EUR. V souvislosti s plánovaným poklesem těžby očekáváme i pokles jak ve stavech zaměstnanců (horníků), tak kontraktorů (agenturních pracovníků). V současnosti NWR zaměstnává zhruba 12 tis. horníků a dalších cca 3 tis. kontraktorů, kteří se rovněž vesměs přímo podílejí na těžbě. Díky postupnému uzavření Dolu Paskov počítáme s odchodem cca 2 tisíc horníků, a pokud se bude skutečně naplňovat plán postupného snižování produkce uhlí, tak podle našich odhadů bude muset stav horníků do roku 2017 poklesnout na cca 8,5 tis. a stav kontraktorů na cca 2 tis. I po započtení nákladů na odstupné tak počítáme v následujících třech letech s postupným snižováním personálních nákladů včetně nákladů na kontraktory.

Zahrneme-li do naší prognózy všechny výše uvedené předpoklady a odhady (tzn. revize kapitálové struktury – úpis nových akcií a snížení dluhu, předpoklad mírného růstu cen uhlí a postupné snižování provozních nákladů včetně CAPEX a personálních nákladů), pak bude podle našich projekcí šance na to, aby NWR generovalo takové provozní cash flow, aby jím pokrylo své investiční výdaje, nákladové úroky, splátky dlouhodobého bankovního úvěru a v konečném důsledku i splátku dluhopisu 2018. Jinými slovy je předpoklad, že NWR bude i ve střednědobém a dlouhodobějším horizontu nadále provozovat svojí činnost.

Na druhou stranu existují rizika, která mohou významně narušit hospodaření společnosti ve střednědobém horizontu. Mezi hlavní rizika samozřejmě patří nenaplnění předpokladu alespoň mírného zotavení cen uhlí od roku 2015. Pokud se prodejní ceny uhlí budou pohybovat na stávajících nízkých úrovních (nebo pokud se posunou ještě níže), pak by podle našich projekcí

**Graf č.2: Odhadovaný vývoj CAPEX
(mil. EUR)**



zdroj: vlastní odhady

NWR nevygenerovalo dostatek hotovosti ke splacení dluhopisu 2018. Dalším rizikem je, jak nakonec bude provedena revize kapitálové struktury. Zejména vyjednávání s majiteli dluhopisů budou podle našeho názoru složité. Přitom v naší projekci počítáme s určitým snížením dluhu a v souvislosti s tím se snížením úrokových nákladů, což pozitivně podpoří cash flow v následujících letech. Bez restrukturalizace dluhu společnost podle našeho odhadu nebude schopna splatit své dluhopisy, a to i za předpokladu námi očekávaného mírného růstu cen uhlí. Rizikem je i budoucí vývoj nákladů. Zejména personálních. My předpokládáme, že NWR bude muset ve spojitosti se snižováním těžby adekvátně snížit stavy zaměstnanců. Tlak odborů však může propouštění značně brzdit s negativním dopadem na ziskovost a hotovostní pozici společnosti.

Porovnání s konkurencí

Níže znázorněná tabulka uvádí porovnání společnosti NWR s konkurenčními těžaři uhlí podle vybraných ukazatelů. Komparace s konkurencí nevznívá pro NWR příliš optimisticky. Je tak patrné, že na NWR doléhají obtížné tržní podmínky daleko více než na níže uvedené konkurenční firmy. To je podle našeho názoru dáno zejména tím, že NWR vykazuje méně příznivou strukturu provozních nákladů, resp. vyšší provozní náklady a rovněž vyšší zadluženost ve srovnání s konkurencí. Vyšší provozní náklady se odrážejí v nepříznivé EBITDA marži, kterou pro letošní rok očekáváme kolem úrovně 3,7 % (v roce 2013 byla dokonce záporná), zatímco průměr trhu se pohybuje kolem 20 %. Vysoká zadluženost a s tím spojené vysoké úrokové náklady zase, za současných nízkých cen uhlí, sráží NWR do čistých ztrát, což je patrné na ukazateli P/E, který se dostává do záporu (v takovémto případě se jeho hodnota neuvádí – viz označení „n/a“). U většiny vybraných konkurentů je P/E kladné, což indikuje určitou ziskovost i za těchto obtížných tržních podmínek.

Tabulka č.8: Sektorové srovnání

	tržní kapitalizace*	P/E		EV/EBITDA		EBITDA marže (%)	
		2013	2014	2013	2014	2013	2014
JSW	1272,0	60,38	279,45	3,41	3,81	17,9	16,8
Bogdanka	987,7	13,86	11,59	6,28	5,42	36,5	37,6
Kuzbasskaya	130,3	6,87	5,19	3,95	3,38	11,3	12,3
Raspadskaya	257,6	n/a	n/a	16,37	7,67	9,1	15,4
Sadovaya Group	8,7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Chervonoarmiyska	35,9	1,68	1,30	1,45	1,34	28,7	n/a
průměr	448,70	20,70	74,38	6,29	4,32	20,70	20,53
NWR	104,5	n/a	n/a	n/a	13,77	-1,15	3,7

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

Ohodnocení společnosti

V naší nové analýze snižujeme cílovou cenu na akcie těžební společnosti NWR ze 44 Kč na 10,25 Kč a zároveň snižujeme investiční doporučení na tento akciový titul ze stupně „koupit“ na „držet“. Nová cílová cena se vztahuje k 12ti měsíčnímu investičnímu horizontu. I přes určité pozitivní faktory z druhé poloviny loňského roku v podobě prodeje koksovy, dohody s odbory o nové kolektivní smlouvě či pozastavení testování finančních kovenantů k dlouhodobému bankovnímu úvěru se na počátku letošního roku udály skutečnosti, které budou znamenat komplikace pro hospodaření společnosti. Zejména se jedná o pokračující neutěšenou situaci na trhu s uhlím, kdy se jeví, že NWR bude i v letošním roce čelit klesajícím cenám uhlí. Dalším negativním faktorem z počátku letošního roku bylo neprodloužení krátkodobého úvěrového rámce ze strany věřitelů společnosti, což oslabuje hotovostní pozici společnosti a dále oznámení o snížení ekonomicky vytěžitelných zásob uhlí. V návaznosti na výše uvedené negativní vlivy společnost oznámila revizi kapitálové struktury, což podle našeho názoru značí pravděpodobnost úpisu nových akcií s cílem posílit finanční pozici a dále pravděpodobnost určité restrukturalizace dluhu s cílem snížit zadluženost a úrokové náklady. V našem modelu ocenění reflektujeme revizi kapitálové struktury, když počítáme s úpisem nových akcií a přeměnou části dluhu do akcií, což indikuje výrazné nařazení stávajících akciových podílů. Vedle toho jsme do naší projekce zahrnuli snížení ekonomicky vytěžitelných zásob uhlí, což by fakticky mělo znamenat postupné snižování těžby uhlí a dále reflektujeme pokračující negativní tlak na ceny uhlí, což vyústilo ve snížení výhledu cen uhlí pro střednědobý horizont ve srovnání s naší předchozí analýzou. Vliv všech výše uvedených faktorů se promítá do snížení cílové ceny na akcie NWR.

Tabulka č.9: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2014	2015	2016	2017	2018
risk free rate (%)	2,27	2,27	2,27	2,27	2,27
market return (%)	8,30	8,30	8,30	8,30	8,30
beta	1,34	1,34	1,34	1,34	1,34
equity risk premium (%)	8,08	8,08	8,08	8,08	8,08
cost of equity (%)	10,35	10,35	10,35	10,35	10,35
cost of debt (%)	8,66	8,66	8,66	8,66	8,66
effective tax rate (%)	20	20	20	20	20
cost of debt after tax (%)	6,93	6,93	6,93	6,93	6,93
equity weight	0,27	0,21	0,26	0,30	0,54
debt weight	0,73	0,79	0,74	0,70	0,46
WACC (%)	7,85	7,66	7,80	7,95	8,77

zdroj: vlastní výpočty a odhady, Bloomberg

Tabulka č.10: Model diskontovaného cash flow

(mil. EUR)	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	-77,0	14,9	28,0	22,1	70,5
Tax rate (%)	20	20	20	20	20
NOPLAT	-61,6	12,0	22,4	17,6	56,4
depreciation	106,5	106,1	106,2	106,0	106,1
change in WC	-3,6	3,9	-0,4	-15,2	-16,8
CAPEX	-95	-90	-85	-81	-75
CF to the firm	-46,5	24,2	44,0	57,9	104,3
DCF	-43,1	20,8	35,1	42,6	68,5
sum of the DCF	124,1				
terminal value	781,4				
net debt	313,0				
equity value	592,5				
number of shares (mil. ks)	1578,0				
target price (EUR)	0,38				
CZK/EUR	27,3				
target price (CZK)	10,25				

zdroj: vlastní výpočty a odhady

Pro výpočet cílové ceny (vnitřní hodnoty) akcie společnosti NWR, byl použit model DCF (model diskontovaného cash flow). Pro potřeby modelu bylo nutno odhadnout hned několik účetních položek (tržby, náklady, zisk, odpisy, investice..). K výpočtu bylo použito vlastních odhadů budoucího hospodaření společnosti. 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 – zdroj Bloomberg) a premie za riziko vycházející z výnosové míry akciového indexu PX (zdroj Bloomberg).

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.11: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

	WACC				
pokračující růst	8,37%	8,57%	8,77%	8,97%	9,17%
0%	11,16	10,69	10,25	9,83	9,43
0,2%	11,51	11,03	10,57	10,13	9,71
0,4%	11,88	11,38	10,90	10,44	10,0
0,6%	12,27	11,75	11,24	10,77	10,31
0,8%	12,68	12,13	11,61	11,11	10,64

zdroj: vlastní odhady

SWOT analýza:

• Silné stránky

- Stabilní pozice společnosti ve středoevropském regionu, kde je silná koncentrace průmyslu.
- Dlouhodobé a pevné vazby se svými zákazníky.

• Slabé stránky

- Nepříznivá struktura provozních nákladů, resp. jejich vysoká výše, což při nízkých cenách uhlí sráží společnost do ztrát již na provozní úrovni s negativním dopadem do cash flow.
- Vysoká zadluženost a vysoké úrokové náklady, což společnost sráží do čisté ztráty.
- Nutnost těžit kvalitní koksovatelné uhlí ve větších hloubkách s negativním dopadem do provozních nákladů.
- Vyšší volatilita cen uhlí, zejména koksovatelného.
- Značná závislost výsledků hospodaření zejména na cenách koksovatelného uhlí.

• Příležitosti

- Úspěšně provedená kapitálová restrukturalizace spočívající v možném úpisu nových akcií a snížení dluhu, resp. přeměny části dluhu do akcií by měla mít potenciál zajistit finanční stabilitu společnosti ve střednědobém horizontu.
- Polský projekt Debiensko, kde NWR vlastní těžební licenci. Vzhledem k nepříznivé finanční situaci společnosti je však tento projekt pozastaven. NWR v současnosti nevynakládá na tento projekt žádné rozvojové CAPEX. Debiensko tak prozatím vnímáme pouze jako dlouhodobý projekt s potenciální možností jeho budoucího využití, ovšem za předpokladu výraznějšího oživení cen uhlí.
- Průzkum ložiska černého uhlí v Dole Frenštát, kde odhadovaná výše zásob činí 1,6 mld. tun (Důl Frenštát vlastní NWR). Pravděpodobnost využití ve střednědobém horizontu je podle našeho názoru velmi nízká. Proti potenciální těžbě se navíc staví různé organizace včetně ekologických institucí.
- Úspěšné naplnění optimalizačních opatření mající za cíl zefektivnění provozní činnosti (snížení provozních nákladů) skýtá potenciál pro budoucí růst společnosti.

• Hrozby

- Pravděpodobný nedostatek hotovosti pro rok 2015, pokud nedojde ke kapitálové restrukturalizaci formou úpisu nových akcií.
- Nedohoda s držiteli dluhopisů o snížení zadlužení by vedla ke značnému tlaku na hospodaření společnosti s rizikem neschopnosti splatit dluhopisy.
- Neprovedení kapitálové restrukturalizace ohrožuje budoucí existenci samotné společnosti.
- Hrozba dlouhodobější stagnace cen uhlí na stávajících nízkých úrovních či dokonce riziko dalšího poklesu.
- Nepokračování v úsporných opatřeních s cílem postupně dále snižovat provozní náklady by mohlo ohrožovat hotovostní pozici společnosti.
- Výraznější zpomalení tempa růstu čínské ekonomiky s negativním dopadem na globální ceny koksovatelného uhlí.

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

Ing. Jan Raška
Fio banka, a.s.
Analytik
jan.raska@fio.cz

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

Veškeré 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 emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

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 (dále jen „emitent“). Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti 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 půjkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

K dnešnímu datu 13.3.2014 má Fio banka, a.s. 7 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 5 doporučení držet, 1 doporučení redukovat a 1 doporučení v revizi. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povětrné prezentaci investičních doporučení §7.

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