

Jaké faktory nejvíce ovlivní cenu akcie NWR ve zbytku roku 2013

Akcie těžební společnosti NWR v posledních dnech a týdnech zaznamenávají zvýšenou volatilitu. Ta byly patrná zejména v minulém týdnu, kdy management NWR oznámil plán ukončit těžbu ve ztrátovém Dole Paskov do konce roku 2014. Tato zpráva sama osobě nebyla nijak významně překvapivá (byť rozhodnutí NWR hodnotím v kontextu střednědobého hospodaření společnosti pozitivně a jistou příznivou reakci akcií NWR jsem předpokládal), když představitelé společnosti již od druhého letošního čtvrtletí připravovali trh na to, že v rámci svého optimalizačního a úsporného programu mají za cíl utlumit, uzavřít či divestovat nerentabilní důlní provozy. I přesto bylo v minulém týdnu obchodování s akciemi NWR plné emocí, když investoři (podle mého názoru zejména ti menší, retailový) až příliš emotivně reagovali na následné spekulace týkající se různých variant možného zásahu státu do utlumení těžby v Dole Paskov. Cena akcií NWR tak v polovině minulého týdne dokonce atakovala hranici 40 Kč (konkrétně se obchodovalo i za 39,70 Kč), což jsou úrovně, na kterých se naposledy obchodovalo v polovině letošního května a přiblížila se naší cílové ceně ve výši 44 Kč.

Emoce přizivovaly i vyjádření různých politiků na toto téma, média se tomuto tématu v uplynulých dnech řádně věnovala. To vše napomáhalo k přílišné rozkolísanosti ceny akcie NWR a nálada investorů se tak velmi rychle a často měnila. Do obchodování s akciemi NWR se tak v posledních dnech více promítala psychologie a jistá ukvapenost, než samotný fundament. Fundament přitom hovoří jasně: management NWR potvrdil předchozí indikace a učinil jasné rozhodnutí o uzavření dolu, jehož další provoz by již ohrožoval existenci a životaschopnost celého NWR. Ano, jasné vyjádření managementu o budoucnosti Paskova přeci jen přerušilo určitou nejistotu investorů. Trh obecně nemá rád, když jakákoliv firma dlouho otálí s nějakým strategickým rozhodnutím. Z tohoto pohledu tak včasné rozhodnutí o Paskovu mělo potenciál pozitivně ovlivnit cenu akcie NWR, a to se také stalo. Nicméně až cca 15% nárůsty byly očividně důsledkem emocí a přílišných očekávání investorů v ten daný moment. V tomto týdnu však emoce na tomto titulu postupně utichají, spekulace o různých formách státní intervence, které se stále objevují v médiích (a které se podle mého názoru jeví jako nerealistické) aktuálně již nezpůsobují výkyvy v ceně akcií NWR a ta se tak postupně vrací na úroveň kolem 30 Kč.

Jakým směrem se tedy dále bude vyvíjet cena akcie NWR? Během posledního čtvrtletí tohoto roku bych nadále očekával spíše volatilnější charakter obchodování, investice do tohoto titulu bude mít prozatím nadále více spekulativnější a rizikovější nádech oproti investicím do jiných stabilnějších titulů z Pražské burzy. Nicméně nyní se mi již jeví jako méně pravděpodobné, že bychom byli svědky výraznějších propadů ceny akcie k úrovním kolem 20 Kč. Přeci jen jsou v posledním období vidět určité světlejší body, ať už v samotném hospodaření NWR (společnost za 2Q 2013 představila lepší výsledky než naše očekávání a očekávání trhu, když pokročila ve svých úsporných a optimalizačních opatřeních, což se projevilo v pozitivním cash flow z provozní činnosti a celkový úbytek hotovosti byl výrazně nižší než v 1Q 2013) nebo ve vývoji světových cen koksovatelného uhlí. Smršť dalších snižování cílových cen a investičních doporučení ze strany velkých

amerických či západoevropských bank bych v tuto chvíli již také neočekával. Po zbytek letošního roku bych tedy předpokládal, že akcie NWR by se mohly nejčastěji pohybovat v pásmu mezi 30 až 40 Kč.

Jaké faktory tak budou v nejbližších třech měsících nejvíce ovlivňovat vývoj ceny akcie NWR? Mezi ty hlavní, které budou investoři v nejbližší době nejvíce sledovat budou podle mého názoru patřit: sjednané ceny koksovateľného uhlí na 4Q 2013, výsledek prodeje koksovy, výsledek jednání s odbory o nové pětileté kolektivní smlouvě a jednání NWR s bankovními věřiteli ohledně finančních kovenantů k bankovním úvěrům.

Ceny uhlí

Nárůst spotové ceny referenčního kontraktu nejkvalitnějšího (prémiového, nejtvrdšího) koksovateľného uhlí, od poloviny letošního července o 16 % na současnou úroveň cca 150 USD/t, je podle mého odhadu již z větší části započítán v aktuální ceně akcie NWR (zejména díky tomuto posunu ceny uhlí se akcie NWR odrazila z úrovní kolem 20 Kč na hladinu kolem 30 Kč). Vývoj spotové ceny je však jedna stránka věci, další důležitou skutečností bude, do jaké míry se managementu NWR podaří tento cenový nárůst koksovateľného uhlí na světových trzích přetavit do svých sjednaných cen na 4Q 2013 se svými odběrateli. Z tohoto pohledu tedy bude ze strany investorů velmi sledovaná polovina či druhá polovina letošního října, kdy NWR zveřejní kromě objemů produkce a prodejů uhlí za 3Q 2013, také dojednané ceny koksovateľného uhlí na 4Q 2013. Jakou cenu můžeme zhruba očekávat?

V těchto dnech byla agenturou Bloomberg zveřejněna zpráva, že globální těžař BHP Billiton Mitsubishi Alliance a japonský ocelář Nippon Steel mezi sebou dohodly cenu prémiového koksovateľného uhlí na 4Q 2013 ve výši 152 USD/t, tedy v podstatě na úrovni spotové ceny. To je ve srovnání s cenou za 3Q 2013 nárůst o 4,8 %. Takovýto kontrakt mezi těmito světovými firmami je na trzích považován za benchmark a lze tak podle něho do určité míry odhadnout i vývoj ceny, za kterou bude prodávat NWR. Je však třeba mít na paměti, že na trzích se obchoduje s několika druhy koksovateľného uhlí a samotné NWR netěží a neprodává nejkvalitnější prémiové koksovateľné uhlí (premium Hard Cooking Coal (HCC)). NWR prodává další, méně kvalitní a tedy levnější druhy uhlí. Konkrétně tvrdé koksovateľné uhlí (tzv. HCC Mid Vol), dále poloměkké (Semi Soft) a koksovateľné uhlí typu PCI. Mezi těmito druhy uhlí jsou pak samozřejmě cenové rozdíly. Kdybych měl blíže specifikovat, tak oproti prémiovému koksovateľnému uhlí je tvrdé uhlí levnější v průměru o 9 %, poloměkké o cca 28 % a PCI o zhruba 23 % (beru-li v úvahu časovou řadu cen od začátku letošního roku). Při odhadu prodejní ceny je dále potřeba brát v úvahu předpokládaný prodejní mix společnosti. Očekávám, že NWR se výrazněji neodchýlí od svého prodejního mixu z předchozích kvartálů a tedy, že ve 4Q 2013 budou prodeje koksovateľného uhlí tvořeny přibližně ze 49 % tvrdým uhlím, ze 42 % poloměkkým a z 9 % uhlím PCI. Vezmu-li tak v potaz všechny výše uvedené aspekty, pak odhaduji, že NWR by mohlo se svými odběrateli dojednat na 4Q 2013 průměrnou cenu koksovateľného uhlí v rozmezí 95 – 97 EUR/t. Management NWR již dříve vyjádřil svůj odhad, že by se dojednaná cena na poslední kvartál letošního roku mohla vyrovnat průměrné prodejní ceně, která byla dosažena ve 2Q 2013, tedy úrovni 100 EUR/t.

Jaké ceny nakonec NWR dojedná, uvidíme v říjnu. O výraznější mezikvartální nárůst podle mých odhadů pravděpodobně nepůjde (ve 3Q 2013 NWR prodává v průměru za 92 EUR/t), nicméně i mírné zvýšení ceny by mělo v kombinaci s předpokládanými úspornými opatřeními povzbudit hospodaření NWR v závěru letošního roku s potenciálem dosáhnout alespoň mírně kladného EBITDA zisku za 4Q 2013.

Pokud se ještě vrátím k výše uvedenému benchmarkovému kontraktu na 4Q 2013 ve výši 152 USD/t, tak je patrné, že jeho mezičtvrtletní nárůst není tak výrazný jako zvýšení spotové ceny. To hodnotím jako mírné zklamání, když v posledních čtyřech kvartálech benchmarkové forwardové ceny vždy o něco převyšovaly spotové referenční ceny (o cca 10 USD/t, ve 4Q 2012 se diferenciál pohyboval dokonce okolo 15 - 20 USD/t). Dojednaný benchmark na 4Q 2013 tak stále ukazuje na jistou opatrnost ze strany globálních ocelářů, ukazuje na to, že ceny se sice odrazily ode dna, ale oživení je stále pozvolné.

Prodej koksovny

Dokončení prodeje koksovny OKK řadím mezi nejzásadnější faktory, které budou investoři v průběhu podzimu nejvíce sledovat a které budou mít velký potenciál rozkolísat kurz akcie NWR. Větší pravděpodobnost přikládám tomu, že oznámení o prodeji bude vytvářet tlak na růst ceny akcie. To by muselo NWR výrazněji negativně překvapit dojednanou cenou, aby akcie NWR reagovala výraznějším poklesem. Hlavním účelem prodeje koksárenského segmentu je posílit a na určitý čas stabilizovat hotovostní pozici společnosti. Stabilizaci hotovostní pozice NWR by podle mého názoru měli investoři vnímat příznivě a proto očekávám pozitivní reakci akciového kurzu. Náš náhled na prodej koksovny neměníme a nadále odhadujeme, že NWR by mělo za prodej tohoto aktiva inkasovat alespoň 60 mil. EUR, když naši prognózu opíráme o ukazatel 5x EV/EBITDA (koksárenský segment za rok 2012 realizoval provozní zisk EBITDA ve výši 12,2 mil. EUR). Proces divestice koksovny byl společností zahájen již v průběhu 2Q 2013 a nyní předpokládám, že se dostává do své závěrečné fáze. NWR samozřejmě nechce prozrazovat potenciální zájemce, nicméně představitelé společnosti naznačují, že jednájí s několika investory a že o koksovnu je na trhu zájem. Z potenciálních investorů se zatím veřejně netají se svým zájmem o koksovnu polská těžební společnost JSW, která v posledních týdnech několikrát zopakovala, že s NWR o prodeji vyjednáává. Těžko lze nyní odhadovat, kdy bude prodej koksovny oznámen, může to být v řádu několika dní nebo několika týdnů. Každopádně předpokládám uzavření transakce v průběhu 4Q 2013 včetně výraznějšího pozitivního dopadu do cash flow společnosti.

Kolektivní smlouva

Dojednání nové pětileté kolektivní smlouvy s odbory je z mého pohledu, vedle budoucího vývoje cen koksovateľného uhlí, jeden z nejdůležitějších faktorů z hlediska střednědobého fungování a životaschopnosti celé společnosti NWR. Jednání probíhají již několik měsíců a ke shodě zatím nedošlo. Obě strany, tedy management NWR a odbory, mají ještě tři měsíce na to, aby našly společné řešení, jelikož nová kolektivní smlouva by měla platit od začátku roku 2014. Hlavním bodem vyjednávání je nové nastavení mezd horníků. NWR primárně usiluje až o 20% snížení mezd, zatímco odbory byly ochotny přistoupit na 7% snížení platů. Pro společnost bude velice důležité, s ohledem na její aktuální ztrátové hospodaření, dohodnout určité snížení platů horníků (ať už ve formě omezení či zrušení 13. a 14. platů a omezení různých příspěvků nebo např. ve formě snížení mzdových tarifů). Personální náklady (včetně nákladů na pracovníky dodavatelských organizací – tzv. kontraktorů) tvoří zhruba 40 % celkových provozních nákladů a jsou tak podstatnou nákladovou položkou společnosti. Domnívám se, že určitý mzdový „cut“ u hornických profesí bude nutný, a to proto, aby mohlo NWR v budoucích letech úspěšně fungovat (tedy fungovat i za podmínky, že světové ceny uhlí se v delším časovém horizontu nedostanou na vyšší úroveň, které byly např. v první polovině roku 2012 nebo v průběhu roku 2011). Zatímco faktor „prodej koksovny“ by měl podle mého názoru spíše vyvolávat optimismus u investorů, tak vyjednávání o kolektivní smlouvě bude pravděpodobně evokovat větší nervozitu a tento faktor může mít podle mého soudu potenciál rozkolísat cenu akcií s rizikem směrem dolů. Nepochybuji o tom, že k určitému kompromisu mezi vedením NWR a hornickými odbory ke konci letošního roku dojde. Hornické odbory jsou však v našich ekonomických a sociálních podmínkách stále poměrně silným hráčem a management NWR tak bude muset vyvinout značné úsilí, aby alespoň částečně dosáhl svých cílů.

Finanční kovenanty

V kontextu výše uvedených třech faktorů přikládám faktoru „finanční kovenanty“ nejmenší váhu. Management společnosti aktuálně vyjednáává s bankovními věřiteli o dalším zmírnění finančních kovenantů k bankovním úvěrům. Vzhledem k tomu, že revolvingový úvěr (úvěrový rámec) ve výši 100 mil. EUR aktuálně není čerpán, tak jednání o zmírnění finančních podmínek se bude primárně týkat pouze dlouhodobého bankovního úvěru od Exportní úvěrové agentury (ECA), jehož nesplacená část na konci letošního června činila zhruba 69 mil. EUR. Již na počátku letošního dubna NWR oznámilo, že se s bankovními věřiteli dohodla na pozastavení testování finančních kovenantů k daným úvěrům (testuje se např. míra zadlužení, což je ukazatel čistý dluh/EBITDA). Toto pozastavení testování u ECA úvěru bylo dojednáno pro období od ledna 2013 do konce září 2013. Pro období od října 2013 do konce roku 2013 byla maximální míra zadlužení upravena (zmírněna) na hodnotu 5 z úrovně 3,25.

Již v průběhu druhého letošního čtvrtletí však bylo patrné, že NWR s velkou pravděpodobností nesplní ani tyto upravené finanční kovenanty (ukazatele), a to s ohledem na negativní vývoj cash flow a EBITDA v průběhu letošního roku. Aby NWR za letošní rok udrželo maximální míru zadlužení alespoň na úrovni 5, muselo by za rok 2013 vykázat (při úrovni čistého dluhu kolem 650 mil. EUR) EBITDA zisk kolem úrovně 130 mil. EUR. To je ale za dnešních obtížných tržních podmínek nereálné. Naopak hrozí, že celoroční EBITDA může dosáhnout záporných hodnot. Podle našich aktuálních odhadů může NWR realizovat za rok 2013 EBITDA ztrátu kolem úrovně 20 mil. EUR. Finální výsledek však může být tím či oním směrem ovlivněn zejména změnou stavu zásob, což je relativně variabilní účetní položka a rovněž bude záležet na tom, do jaké míry se společnost podaří naplnit své celoroční cíle ohledně prodeje uhlí. Zatím poměrně konzervativně předpokládáme naplnění cílů prodeje na spodní hranici stanoveného rozpětí. V případě pozitivnějšího vývoje prodeje nelze vyloučit celoroční EBITDA kolem nulových hodnot, výrazněji kladnou EBITDA však za letošní rok nepředpokládáme.

Přesto však věřím, že management NWR se nakonec s bankovním věřitelem dohodne na dalším zmírnění úvěrových podmínek, resp. na prodloužení období, kdy nebudou testovány finanční kovenanty. Domnívám se, že za současné obtížné situace, ve které se NWR nachází, by bylo ze strany banky kontraproduktivní požadovat předčasné splacení úvěru. Navíc je potřeba zdůraznit, že NWR doposud řádně splácí jistinu a úroky z tohoto dlouhodobého úvěru (jeho splatnost je v roce 2018) ve výši 14 mil. EUR ročně. NWR tedy nemá problémy se solventností a nikdy se v souvislosti s tímto úvěrem nedostalo do defaultu. Očekávám tedy, že výsledek vyjednávání ohledně finančních kovenantů nezpůsobí výraznější výkyv akcií směrem dolů.