

Doporučení: V revizi

31. 1. 2014

Ocenění těžební společnosti NWR dáváme do revize a stahujeme tak naše předchozí nákupní doporučení a cílovou cenu 44 Kč. K tomuto kroku jsme se rozhodli přistoupit jednak z důvodu přetrvávající slabosti na trhu s uhlím, což bude vytvářet značný tlak na hospodaření společnosti i v letošním roce a jednak kvůli oznámení revize kapitálové struktury ze strany managementu společnosti. Tato revize naznačuje pravděpodobnost restrukturalizace společnosti, která může mít např. podobu úpisu nových akcií či přeměny části dluhu do akcií s cílem snížit zadlužení společnosti. Riziko naředění stávajících akcionářských podílů tak v letošním roce roste, což bude pravděpodobně vytvářet negativní tlak na cenu akcie.

Doporučení: V revizi

10. 6. 2013

NWR

Nové doporučení: koupit
Nová cílová cena : 44 Kč
Předchozí doporučení: akumulovat
Předchozí cílová cena : 93 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: 8 283,5 mil. Kč
Závěrečná cena k 7.6.2013: 31,30 Kč
Roční minimum: 30,10 Kč
Roční maximum: 105 Kč
Podíl v indexu PX: 1,00 %

Struktura akcionářů

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

Koeficient beta oproti indexu PX: 1,19

Graf č.1: Roční vývoj kurzu akcie NWR



V naší nové analýze těžební společnosti NWR jsme snížili cílovou cenu tohoto akciového titulu z předchozích 93 Kč na úroveň 44 Kč. Ke korekci cílové ceny jsme přistoupili jednak z důvodu snížení prognózy cen koksovatelného a energetického uhlí a jednak díky nižšímu výhledu produkce a prodeje uhlí ve srovnání s naší předchozí analýzou. Snížené prognózy výše zmíněných faktorů nás přiměly k nižšímu výhledu hospodaření ve srovnání s našimi původními odhady, což pak indikuje cílovou cenu 44 Kč. Ta se nachází zhruba 40 % nad tržní cenou akcie, která se aktuálně pohybuje kolem úrovně 31 Kč. Tržní cena akcie NWR se nyní nachází na svých historických minimech. Vzhledem k naší cílové ceně se tak domníváme, že akcie NWR skýtají zajímavý investiční potenciál a proto jsme se rozhodli stanovit investiční doporučení na stupni „koupit“. Upozorňujeme však, že investice do akcií NWR je aktuálně spojena s vyššími riziky s ohledem na skutečnost, že společnost se nyní potýká s obtížnými ekonomickými podmínkami, které aktuálně vytvářejí negativní tlak na její ziskovost a hotovostní pozici. Hospodaření NWR je aktuálně ztrátové. Domníváme se však, že plánovaná úsporná opatření postupně povedou ke zlepšování hospodaření a ke stabilizaci společnosti. Za důležité rovněž považujeme skutečnost, že splatnost významnější části dluhu nastává až v roce 2018, což společnosti poskytuje prostor pro realizaci optimalizačních opatření a strategických plánů.

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 374 mil. tun. Na rozloze 120 km², v Hornoslezské uhelné pánvi na severovýchodě ČR, NWR

Tabulka č.1: Základní ukazatele

NWR	2010	2011	2012
Produkce uhlí (tuny)	11 443	11 247	11206
Výnosy (mil. EUR)	1 590,0	1 632,5	1299,4
EBITDA (mil. EUR)	464,2	454	222,6
EBITDA marže (%)	29,2	27,8	17,1
EBIT (mil. EUR)	294,5	276,1	56,1
Čistý dluh (mil. EUR)	321	391	551
P/E	13,84	11,28	n/a
ROA (%)	10,43	5,56	-0,06
ROE (%)	34,07	16,49	-0,18

zdroj: NWR

Tabulka č.2: Výsledky za rok 2012

mil. EUR	2012	konsensus trhu*	2011	y/y
Výnosy	1299,4	1307,8	1632,5	-24,7%
EBITDA	222,6	240,7	454,0	-51,0%
EBIT	56,1	67,9	276,1	-79,7%
Čistý zisk	-1,2	12,2	129,8	-100,9%
Zisk na akcii (EUR)	-0,02	0,05	0,47	-100,9%

*medián podle průzkumu společností NWR

provozuje čtyři doly – Karviná, Darkov, Paskov a ČSM. Celková produkce uhlí společnosti v loňském roce činila 11,2 mil. tun.

Vedle segmentu uhlí NWR realizuje svoji činnost rovněž v segmentu koksu, kde produkuje slévárenský a vysokopeční koks. Výroba koksu je soustředěna do jediného provozu, koksovny Svoboda, jejíž produkční kapacita činí 850 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 680 tis. tun koksu a prodala 555 tis. tun, z čehož přibližně 67 % připadalo na slévárenský koks, 16 % na vysokopeční koks a 17 % na další druhy koksu.

Mezi největší odběratele koksovatelného uhlí patřily v roce 2012 ocelářské společnosti ArcelorMittal (jeho podíl na celkových prodejkách koksovatelného uhlí činil 33 %), U.S. Steel Košice (s 29% podílem na prodejkách NWR), Voestalpine (20 %) a Moravia Steel (8 %).

Největšími zákazníky NWR u energetického uhlí byly v loňském roce společnosti Dalkia s 22% podílem na prodejkách tohoto typu uhlí, ČEZ (19 %), Novscorn (15 %), Verbund (17 %) a ArcelorMittal (9 %). V segmentu koksu se řadí mezi největší odběratele NWR tuzemská ocelářská skupina Moravia Steel, jejíž podíl na celkových prodejkách koksu činil v roce 2012 17 %. Dále pak KSK Handels (rovněž se 17% podílem) a ThyssenKrupp (11 %).

Výsledky hospodaření za 1Q 2013

Společnost NWR představila za první letošní čtvrtletí, v souladu s očekáváním trhu, na všech úrovních hospodaření meziročně výrazně slabší výsledky hospodaření. Poklesy byly zaznamenány i na mezičtvrtletní bázi. NWR se tak v průběhu 1Q 2013, obdobně jako v předešlých čtvrtletích loňského roku, muselo vyrovnávat s obtížnými tržními podmínkami, které se negativně promítaly do produkce a prodejků společnosti a do cen uhlí a koksu.

Společnost v 1Q 2013 realizovala meziroční pokles výnosů o 30,7 % na úroveň 240,1 mil. EUR. Negativně se do tržeb společnosti promítlo zejména meziroční snížení prodejních cen koksovatelného uhlí o 28,4 % na 101 EUR/t a meziroční pokles prodejků uhlí o 11 % na 2,038 mil. tun, když se nepříznivě projevil hlavně 22% pokles u koksovatelného uhlí na hladinu 1,002 mil. tun. Situace se v prvním čtvrtletí příliš příznivě nevyvíjela ani u energetického uhlí, když NWR sice meziročně navýšilo prodeje tohoto typu uhlí o 3,7 % na 1,036 mil. tun, ale ve srovnání se 4Q 2012 se jedná o 23,5% pokles. Prodeje energetického uhlí okolo 1 mil. tun tak vnímáme jako slabé, když za normálního vývoje poptávky bylo NWR schopno kvartálně prodávat i 1,4 až 1,6 mil. tun. Nepříznivě se však vyvíjí rovněž cena energetického uhlí. Zatímco v loňském roce společnost prodávala tento typ uhlí za průměrnou cenu 74 EUR/t, což byl 10% meziroční růst a znamenalo to jistou oporu hospodaření v situaci, kdy ceny koksovatelného uhlí v každém loňském čtvrtletí klesaly, tak v letošním roce se NWR musí vyrovnávat s 19% poklesem ceny energetického uhlí. Společnost totiž pro rok 2013 vyjednala se svými odběrateli průměrnou roční cenu ve výši 60 EUR/t, resp. cca 80 % dodávek je realizováno na základě této roční ceny a na přibližně 20 %

Tabulka č.3: Výsledky za 1Q 2013

mil. EUR	1Q 2013	konsensus trhu*	1Q 2012	y/y
Výnosy	240,0	240,0	346,6	-30,8%
EBITDA	-22,3	-23,1	53,8	-
EBIT	-65,8	-67,1	10,9	-
Čistý zisk	-80,3	-77,2	6,2	-
Zisk na akcii (EUR)	-0,31	-0,29	0,02	-

*medián podle průzkumu společnosti NWR

dodávek je aplikováno čtvrtletní cenové období. Konkrétně za 1Q 2013 činila průměrná prodejní cena energetického uhlí 64 EUR/t, meziročně níže o 14,7 %.

Co se týče segmentu koksu, tak na mezikvartální bázi NWR za 1Q 2013 zaznamenalo zlepšení, když tržby z prodeje koksu vzrostly o 15,8 % q/q na 36,5 mil. EUR. Průměrná prodejní cena koksu sice mezičtvrtletně poklesla na 246 EUR/t z úrovně 255 EUR/t, nicméně toto snížení bylo vykompenzováno mezičtvrtletními nárůsty produkce a prodeje o 8,4 %, resp. 21,1 % na 168 tis. tun, resp. 149 tis. tun. Meziročně však tržby z prodeje koksu klesly o 23,8 %, když na vině je výhradně 21% meziroční pokles prodejní ceny na výše zmíněných 246 EUR/t, zatímco objemy prodeje koksu ve srovnání s 1Q 2012 víceméně stagnovaly.

Výše zmíněné faktory způsobily, že NWR hospodařilo v prvním letošním čtvrtletí ve ztrátě, a to jak na provozní úrovni, tak na konečném výsledku hospodaření. Provozní ztráta před odpisy (EBITDA) tak činila 22,3 mil. EUR, zatímco ve stejném období loňského roku společnost dosáhla zisku 53,8 mil. EUR. Na úrovni EBIT (po odečtení odpisů) NWR realizovalo ztrátu ve výši 65,8 mil. EUR po zisku ve výši 10,9 mil. EUR za 1Q 2012.

Čistá ztráta za 1Q 2013 pak dosáhla úrovně 80,3 mil. EUR, když loni ve stejném období bylo dosaženo čistého zisku 6,2 mil. EUR. Finanční část výsledovky byla v prvním čtvrtletí, kromě negativního vývoje na provozní úrovni hospodaření, rovněž nepříznivě ovlivněna jednorázovou položkou ve výši 8 mil. EUR související s refinancováním dluhopisů splatných v roce 2015 novou emisí dluhopisů splatných v roce 2021. Společnost se totiž na počátku letošního roku rozhodla emitovat dluhopisy v objemu 275 mil. EUR se splatností v roce 2021 s tím, že tento výnos použila na splacení dluhopisů, jejichž původní splatnost byla v roce 2015. Výše zmíněné jednorázové náklady na úrovni 8 mil. EUR jsou dány zejména vyplacením prémie držitelům dluhopisů 2015 a dalšími poplatky spojenými s tímto refinancováním. Úrokový kupón dluhopisů 2021 je sice na úrovni 7,875 % (o 0,5 procentního bodu vyšší než činil kupón u dluhopisů 2015), nicméně pro NWR je (za situace, kdy společnosti díky dosahovaným ztrátám za 4Q 2012 a 1Q 2013 klesá hotovost) podle našeho názoru nyní důležitější posunutí splatnosti dluhu. Toto refinancování dluhu je tak jedním z opatření, které by mělo napomoci k finanční stabilizaci společnosti.

Výhled na další letošní čtvrtletí – snahy o kladný EBITDA zisk, na úrovni EBIT a konečného výsledku očekáváme ztráty

Jestliže už rok 2012 byl pro společnost NWR obtížný, a to zejména v souvislosti s tím, jak prodejní cena koksovatelného uhlí klesala z úrovně 141 EUR/t vykázané za 1Q 2012 až k ceně 100 EUR/t realizované ve 4Q 2012, tak letošní rok bude z hlediska hospodaření ještě obtížnější. Tlak na odbytu a ceny, jenž se začal projevovat již v průběhu loňského roku totiž zatím pokračuje i v roce 2013. Management společnosti musel na pokračující obtížné tržní podmínky v sektoru reagovat revizí svých původních cílů. Ještě na počátku letošního roku NWR počítalo s letošní těžbou uhlí v rozmezí 10 – 11 mil. tun a externími prodeji uhlí v intervalu 9,5 – 10,5 mil. tun. V polovině května však přišla revize těchto cílů směrem dolů, konkrétně

Tabulka č.4: Výhled na 2Q – 4Q 2013

mil. EUR	2Q 2013	3Q 2013	4Q 2013
Výnosy	255,1	226,8	241,2
EBITDA	2,5	19,4	23,1
EBIT	-40,7	-22,1	-18,4
Čistý zisk	-46,8	-31,3	-28,7

zdroj: vlastní odhady

cíl produkce uhlí je aktuálně na úrovni 9 – 10 mil. tun a objemy prodeje by podle vyjádření managementu NWR měly letos činit 8,5 – 9,5 mil. tun.

Ceny koksovatelného uhlí, za které NWR prodává svým odběratelům, se prozatím zastabilizovaly na úrovních kolem 100 EUR/t. Pro druhé letošní čtvrtletí společnost dojednala průměrnou prodejní cenu 104 EUR/t, což znamená pouze mírný 3% mezičtvrtletní nárůst. Takováto cenová úroveň koksovatelného uhlí v kombinaci s nízkou cenou energetického uhlí ve výši 60 EUR/t a stagnující cenou koksu (na 2Q 2013 dojednaná cena na úrovni 246 EUR/t, tedy stejná jako v 1Q 2013) nám podle našich odhadů indikuje provozní ztrátu EBIT za 2Q 2013 kolem úrovně 40,7 mil. EUR. Na úrovni EBITDA by se již společnost ve druhém letošním čtvrtletí mohla za určitých předpokladů dostat (po dvou čtvrtletních ztrátách v řadě) do mírného zisku (očekáváme zisk zhruba 2,5 mil. EUR). Mezi tyto předpoklady podle našeho názoru patří alespoň mírné mezikvartální navýšení prodeje uhlí a udržení alespoň vyrovnaného prodejního mixu (tedy cca 50 % prodeje koksovatelného a 50 % energetického uhlí). Pokud NWR bude chtít naplnit výše zmíněné celoroční cíle externích prodeje uhlí, bude muset v dalších letošních čtvrtletích ve srovnání s 1Q 2013 postupně navýšovat objemy prodeje. Naš předpoklad pro 2Q 2013 je mezikvartální zvýšení prodeje uhlí o 6,8 % na 2,18 mil. tun, přičemž očekáváme zhruba vyrovnaný prodejní mix. Zároveň předpokládáme mírné 4% mezičtvrtletní zvýšení prodeje koksu na úroveň 155 tis. tun.

Aby společnost ve 2Q 2013 vykazala oproti 1Q 2013 zlepšení svých výsledků hospodaření, bude muset vedle zlepšení na příjmové straně zejména začít naplňovat své cíle týkající se úsporných opatření. NWR již v průběhu loňského roku přistupovalo ke zefektivňování svých provozů, což vedlo v jednotlivých loňských čtvrtletích k postupnému snižování provozních nákladů. V letošním roce však budou muset být nastolena výraznější a hlubší optimalizační opatření, jenž v sobě zahrnují další snižování provozních nákladů (tzn. veškerých složek od spotřeby materiálu a energií, nákladů na služby, až po personální náklady s cílem do konce roku uspořit 25 mil. EUR), úspory v investičních nákladech (letošní CAPEX by podle plánu managementu neměly přesáhnout 100 mil. EUR a měly by mít charakter pouze udržovacích, běžných investičních výdajů. Jde o razantní pokles CAPEX, když v roce 2012 ještě činily 231 mil. EUR) a optimalizaci pracovního kapitálu (v rámci které chce společnost letos jednak odprodat nadbytečné zásoby méně kvalitního energetického uhlí v objemu 500 tis. tun s cílem vygenerovat hotovost ve výši 15 mil. EUR a jednak optimalizovat pohledávky a závazky s cílem získat do konce roku v hotovosti 40 mil. EUR). Primárním cílem výše zmíněných optimalizačních opatření je, vedle postupného zlepšování výsledků hospodaření, rovněž generování a stabilizace hotovosti, která v posledních čtvrtletích pod vlivem zhoršujícího se hospodaření klesala, což se pak projevovalo v růstu čistého dluhu (na konci loňského září ještě hotovost činila 444 mil. EUR, zatímco na konci letošního března již byla na úrovni 193 mil. EUR).

Nedohoda o zrušení příplatků ohrožuje plán úspor, letos však očekáváme výraznější propouštění

V naší prognóze letošního hospodaření optimalizační opatření reflektujeme a předpokládáme, že NWR ve zbylých letošních kvartálech bude pokračovat

v trendu snižování hlavních provozních nákladů. Na druhou stranu jsme si vědomi, že to pro management společnosti nebude jednoduché již v letošním roce stoprocentně naplnit výše stanovené cíle. To je patrné z již proběhlého jednání mezi vedením NWR a odbory, ve kterém nakonec management neuspěl s návrhem zrušit příplatky na dovolenou a Vánoce, jenž tvoří čtrnáctinásobek denní mzdy. Mzdy zaměstnanců na šachtách tak zůstanou v letošním roce na současné úrovni. Původní záměr managementu bylo prosadit od 1. května 2013 všeobecné snížení mezd o 10 % a tím tak do konce letošního roku ušetřit 15 mil. EUR. Neprosazení zrušení příplatků však tento plán narušilo, k 10% snížení platů došlo pouze u zaměstnanců, jenž mají smluvní mzdy (což je zhruba pouze 500 zaměstnanců, převážně manažerů, techniků a úředníků). Ke konci letošního března v NWR pracovalo 17 tis. lidí, z toho většina pracovníků je ze segmentu produkce uhlí (konkrétně 12,95 tis. zaměstnanců a 3,4 tis. tzv. kontraktorů, což jsou agenturní zaměstnanci). Zbýlých 730 zaměstnanců jsou ze segmentu koksu (tedy zaměstnanci OKK Koksovy).

Z výše uvedeného tak vyplývá, že snížení mezd u většiny zaměstnanců se letos konat nebude a podle našeho názoru tak zůstává v ohrožení cíl společnosti udržet za celý rok 2013 náklady těžby na tunu (jednotkové náklady) na přibližně stejné úrovni jako v roce 2012, tedy cca na hladině 81 EUR/t (podle nové metodiky výpočtu zveřejněné v polovině letošního května je to cca 71 EUR/t). Podle našich odhadů by letošní náklady těžby na tunu mohly dosáhnout úrovně kolem 73 EUR/t.

Přesto očekáváme, že v roce 2013 dojde ke snížení personálních nákladů o 7 – 8 % y/y na úroveň kolem 350 mil. EUR, když předpokládáme snižování stavu zaměstnanců (naše kalkulace personálních nákladů již v sobě zahrnuje rovněž očekávaný prodej koksovy, která zaměstnává 730 lidí. Tento počet zaměstnanců tak již nezahrnujeme do našich odhadů personálních nákladů pro druhou polovinu roku 2013. O divestici koksovy se zmiňujeme níže). NWR propouštělo již v roce 2012 a letos očekáváme razantnější snížení stavů i s ohledem na plánované omezení produkce na 9 – 10 mil. tun z ložských 11,2 mil. tun uhlí. Již v průběhu 1Q 2013 společnost propustila 640 lidí a po zbytek roku předpokládáme, že firmu by mohlo opustit dalších zhruba 600 lidí, když v první řadě by mělo pokračovat propouštění zejména agenturních zaměstnanců. Podle managementu však bude docházet rovněž ke snižování stavu zaměstnanců v administrativě.

Druhá polovina letošního roku

Jaké jsou vyhlídky na druhou polovinu letošního roku? Z pohledu vývoje cen koksovatelného uhlí nepříliš příznivé a hospodaření NWR tak bude z velké části závislé na tom, do jaké míry se společnosti podaří naplňovat proklamovaná úsporná opatření. Po zbytek roku nepředpokládáme výraznější navýšení cen koksovatelného uhlí, spíše pokračování stagnace. Konkrétně pro 3Q 2013 očekáváme, že NWR bude realizovat průměrnou cenu okolo 104 EUR/t a ve 4Q 2013 107 EUR/t. Za celý rok 2013 se tak průměrná prodejní cena může pohybovat kolem hladiny 104 EUR/t, což by v porovnání s rokem 2012 byl pokles o 16 %. Přistoupili jsme tak ke snížení prognózy, když v předchozí analýze jsme očekávali oživení cen na 115 EUR/t ve 3Q 2013 a 125 EUR/t v posledním letošním čtvrtletí. Na celý letošní rok jsme tak původně prognózovali cenu 113 EUR/t.

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

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

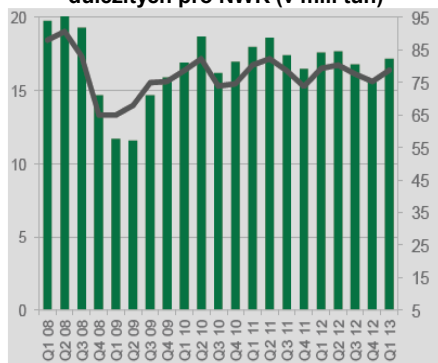
*vlastní odhady, rok 2012: již dojednaná průměrná prodejní cena mezi NWR a jeho odběrateli

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

ceny (EUR/t)	2012	2013*	2014*	2015*
koks. uhlí	124	104	115	122

*vlastní odhady, rok 2012: již dojednaná průměrná prodejní cena mezi NWR a jeho odběrateli

Graf č.2: Produkce oceli na trzích důležitých pro NWR (v mil. tun)



zdroj: WSA

*pravá osa grafu a černá křivka znázorňuje využití výrobních kapacit oceláren ve světě (celkem za 64 zemí)

Aktuální vývoj světové benchmarkové spotové ceny nejkvalitnějšího koksovatelného uhlí totiž neindikuje příliš pozitivní vyhlídky pro dojednávání ceny na 3Q 2013. Jeho cena se aktuálně pohybuje kolem úrovně 136 USD/t a od poloviny letošního dubna poklesla o cca 10 %. V příštích týdnech očekáváme první benchmarkové kontrakty pro 3Q 2013 mezi australskými těžaři uhlí a asijskými (japonskými, korejskými) ocelárnami, jenž by měly poskytnout indikaci cen koksovatelného uhlí do následujícího čtvrtletí i pro středoevropské těžaře včetně NWR.

Těžařský a ocelářský sektor pod vlivem nepříznivého makroekonomického vývoje

Těžařský sektor je bohužel stále negativně ovlivňován slabší kondicí ocelářského odvětví. V loňském roce spotřeba oceli v Evropě podle ocelářské asociace Eurofer poklesla o téměř 10 %, což postupně sráželo cenu koksovatelného uhlí až k výše zmíněným úrovním 100 EUR/t. V letošním roce se sice již tak výrazný pokles evropské poptávky po oceli neočekává, ale obrat do kladných čísel se zatím nepředpokládá. Podle Eurofer by se letošní evropská spotřeba oceli měla snížit o 1 %, World Steel Association (WSA) předpokládá mírnější pokles o 0,5 % na 139 mil. tun. Pokud zmíníme vývoj produkce oceli na trzích důležitých pro NWR (tedy ČR, Německo, Rakousko, Slovensko, Polsko a Maďarsko, viz graf č.2), tak v 1Q 2013 zde došlo k 3,5% meziročnímu poklesu na 17,4 mil. tun. Nicméně oproti 4Q 2012 došlo k poměrně slušnému růstu o 8,2 %. Za jednu z podstatných příčin aktuální slabé kondice evropských oceláren lze považovat nepříznivý vývoj v automobilovém průmyslu, jakožto důležitého odběratele oceláren. Prodeje automobilů v Evropské unii (EU) v roce 2012 klesly o 7,8 %. V Německu (největší evropské ekonomice) bylo zaznamenáno snížení o 2,9 % na 3,08 mil. vozů, což byl nejslabší výsledek od roku 2010. Meziroční poklesy prodejů aut (kolem 10 %) byly v EU k vidění i v průběhu 1Q 2013. Až dubnové statistiky ukázaly na určité oživení, když byl vykázán růst o 1,8 % y/y, což bylo první zvýšení prodejů aut za posledních devatenáct měsíců. V celém letošním roce neočekáváme v automobilovém sektoru obrat k lepšímu, když např. v Německu se podle tamního svazu automobilového průmyslu předpokládá další meziroční pokles prodejů aut o cca 3 % na 3 mil. vozů.

Nepříliš příznivý obraz výše zmíněných odvětví koresponduje s celkovou makroekonomickou situací v Evropě, resp. eurozóně. Hrubý domácí produkt (HDP) eurozóny v loňském roce klesl o 0,6 % a zaznamenával záporná tempa růstu v každém čtvrtletí. Pokles ekonomiky eurozóny pokračuje i v letošním roce, když v 1Q 2013 se HDP mezikvartálně snížilo o 0,2 %. Recese evropské ekonomiky tak trvá již šest čtvrtletí v řadě a její obrázek se po zbytek roku 2013 pravděpodobně příliš nezlepší. Ačkoliv jsou aktuálně patrné jisté známky stabilizace evropského hospodářství a pro druhou polovinu roku např. Evropská centrální banka predikuje pozvolné oživení, tak za celý rok 2013 zřejmě HDP eurozóny vykáže podle predikcí MMF či OECD pokles o 0,2 %, resp. 0,6 %.

Výše zmíněné faktory tak podle našeho názoru příliš nenahrávají zotavení cen koksovatelného uhlí, za které bude NWR prodávat svým zákazníkům ve 3Q a 4Q 2013.

Tabulka č.7: Očekávaná produkce uhlí – původní výhled (v mil. tun)

objem produkce	2012	2013*	2014*	2015*
uhlí	11,21	10,9	11,0	11,12

*vlastní odhady, rok 2012: skutečnost

Tabulka č.8: Očekávaná produkce uhlí – aktuální výhled (v mil. tun)

objem produkce	2012	2013*	2014*	2015*
uhlí	11,21	9,2	8,64	8,77

*vlastní odhady, rok 2012: skutečnost

Za daných aktuálních podmínek však nelze vyloučit ani riziko mezikvartálního poklesu prodejních cen tohoto typu uhlí na 3Q 2013, za předpokladu nepříznivého vývoje světových benchmarkových kontraktů. Přesto očekáváme ve třetím a čtvrtém letošním čtvrtletí, zejména pod vlivem předpokládaného postupného snižování provozních nákladů a rovněž mírného nárůstu objemu prodejů, zlepšení hospodaření ve srovnání s prvními dvěma letošními kvartály. Konkrétně ve 3Q 2013 prognózuje mezičtvrtletní nárůst EBITDA zisku o 16,9 mil. EUR na 19,4 mil. EUR (na meziroční bázi jde však o 72% pokles). Pro 4Q 2013 již předpokládáme meziroční zlepšení EBITDA na úroveň 23,1 mil. EUR, po ztrátě 4,2 mil. EUR vykázané ve 4Q 2012. Na úrovni EBIT (po odečtení odpisů) však stále očekáváme ztráty, ve třetím kvartále -22,1 mil. EUR a ve čtvrtém -18,4 mil. EUR, byť nižší oproti 1Q a 2Q 2013.

Jak uvádíme výše, předpokládáme ve srovnání s 1Q 2013 postupné mírné zvyšování externích prodejů uhlí. Pro 3Q a 4Q 2013 je naše prognóza prodejů nastavena ve výši 2,22 mil. tun, resp. 2,34 mil. tun. Za celý letošní rok pak očekáváme, že by NWR mohlo prodat zhruba 8,8 mil. tun uhlí při vyrovnaném prodejním mixu a ve srovnání s naší předchozí analýzou tak snižujeme náš odhad o 1,55 mil. tun. Ke korekci prognózy jsme se rozhodli přistoupit z důvodu korekce celoročních cílů ze strany samotné společnosti, která nyní předpokládá (jak uvádíme výše) prodeje v rozmezí 8,5 – 9,5 mil. tun. Náš odhad je tak poměrně konzervativní. Sice věříme, že společnost naplní celoroční cíl prodejů, nicméně se domníváme, že to bude spíše ve spodní části daného intervalu. To, co bude nad naším odhadem bychom považovali za pozitivní překvapení, NWR by muselo v průběhu 2Q až 4Q 2013 výrazněji navýšit prodeje, což ale bude podle našeho názoru v kontextu nepříznivých tržních podmínek obtížné.

Nad rámec výše uvedeného celoročního cíle prodejů uhlí bude společnost letos ještě usilovat o odprodej 500 tis. tun méně kvalitního energetického uhlí ze svých zásob (jedná se o uhlí nižší jakosti a tzv. proplástek). NWR již od druhé poloviny roku 2012 má problémy s hromaděním zásob uhlí, a to právě převážně energetického uhlí. Zásoby uhlí se tak na konci roku 2012 dostaly na úroveň 1,29 mil. tun a situace se příliš nezlepšila ani na konci 1Q 2013, kdy činily 1,26 mil. tun. Máme indikace ze strany samotné společnosti, že by se toto plánované snížení zásob mělo podařit, když prodej zhruba 300 tis. tun je dojednan s jedním větším tuzemským klientem a zbylých 200 tis. tun bude dodáno menším odběratelům v Německu. NWR by tak tímto prodejem mělo získat cca 15 mil. EUR, což indikuje cenu okolo 30 EUR/t. Kvalitní energetické uhlí letos NWR prodává v průměru za 60 EUR/t, cena energetického uhlí nižší kvality – tzv. proplástek se pohybuje okolo 40 EUR/t. Za situace nadprůměrných zásob energetického uhlí, a to nejen na skladech NWR, ale i v celém středoevropském regionu (především pak v Polsku), je NWR nuceno odprodávat tyto zásoby s diskontem. Z účetního hlediska tak NWR tyto zásoby odprodává se ztrátou, nicméně z pohledu cash flow to bude mít pozitivní dopad a napomůže to vylepšit napjatou hotovostní pozici.

Se skromnějšími cíli ohledně prodejů uhlí korespondují i nižší cíle produkce. Managementem zrevidovaný celoroční cíl v rozmezí 9 – 10 mil. tun souvisí s plánovanými úspornými opatřeními a sníženými investičními výdaji. My předpokládáme letošní úroveň těžby ve výši 9,2 mil. tun a snižujeme tak naši původní prognózu o 1,7 mil. tun.

S ohledem na námi očekávané ceny produkce, objemy produkce a prodejů a s ohledem na námi odhadované dopady úsporných opatření do nákladové struktury předpokládáme, že by NWR za celý rok 2013 mohlo realizovat kladnou EBITDA, byť náš odhad zůstává poměrně konzervativní na úrovni 22,7 mil. EUR.

Na všech ostatních úrovních hospodaření však letos očekáváme ztráty. Konkrétně na provozní úrovni po odečtení odpisů (EBIT) předpokládáme ztrátu kolem úrovně 146,9 mil. EUR a na úrovni konečného výsledku hospodaření pak podle našich odhadů hrozí čistá ztráta ve výši 187 mil. EUR.

Prodej koksovny pravděpodobně již v letošním roce

Do souboru optimalizačních opatření dále patří plán managementu společnosti divestovat (prodat) svůj koksárenský segment (tedy dceřinnou společnost OKK Koksovny, a.s.) a plán provádění zátěžových testů s cílem identifikovat jednotlivé doly nebo sekce jednotlivých dolů, které by mohly být zastaveny nebo rovněž divestovány. Proces divestice koksovny již byl zahájen a podle vyjádření managementu by prodej koksovny mohl být vyřešen již zhruba v polovině letošního roku. Podle našeho názoru tak může nastat varianta, že koksárenský segment již v druhé polovině roku 2013 nebude konsolidován do výsledků společnosti NWR. My s touto variantou v našich odhadech na rok 2013 počítáme. Segment koksu zaujímá v kontextu celkového hospodaření společnosti minoritní část, když v roce 2012 se tržby z prodeje koksu podílely na celkových tržbách NWR dvanácti procenty a podíl provozního zisku EBITDA na celkové EBITDA činil 5,5 %. Hlavním cílem divestice koksovny je opět vylepšení hotovostní pozice. Jaká by mohla být prodejní cena nebo-li hodnota koksovny? Aplikujeme-li na odhad hodnoty koksovny ukazatel 5x EV/EBITDA, pak zisk EBITDA za rok 2012 ve výši 12,2 mil. EUR nám implikuje potenciální hodnotu kolem úrovně 60 mil. EUR. Rozdíl mezi účetní hodnotou aktiv a účetní hodnotou závazků koksovny ke konci 1Q 2013 implikuje účetní hodnotu ve výši 43,5 mil. EUR. Pokud skutečně dojde k divestici koksovny již v letošním roce, pak by finanční část výsledovky mohla být pozitivně ovlivněna jednorázovou položkou odpovídající rozdílu mezi prodejní cenou a účetní hodnotou koksovny. Podle našeho výše zmíněného rychlého odhadu by se tak jednorázový pozitivní dopad mohl pohybovat v rozmezí 15 – 20 mil. EUR a námi předpokládaná letošní čistá ztráta by tak byla o tento pozitivní vliv nižší.

Tabulka č.9: Očekávané prodeje uhlí – původní výhled (v mil. tun)

objemy prodejů	2012	2013*	2014*	2015*
prodeje uhlí celkem	9,73	10,35	10,50	10,68
koksovatelné	5,0	5,18	5,36	5,45
energetické	4,73	5,18	5,15	5,23

*vlastní odhady, rok 2012: skutečnost

Tabulka č.10: Očekávané prodeje uhlí – aktuální výhled (v mil. tun)

objemy prodejů	2012	2013*	2014*	2015*
prodeje uhlí celkem	9,73	8,78	8,61	8,78
koksovatelné	5,0	4,38	4,65	4,83
energetické	4,73	4,39	3,96	3,95

*vlastní odhady, rok 2012: skutečnost

Výhled na další období - postupné zlepšování hospodaření

V následujících dvou, třech letech v našich odhadech počítáme s tím, že NWR ve srovnání s rokem 2013 přistoupí k dalšímu omezení těžby uhlí. Společnost v rámci své optimalizační strategie, která je reakcí na přetrvávající obtížné ekonomické podmínky, počítá již od roku 2014 s omezením produkce uhlí na úroveň 8 – 9 mil. tun ročně. Pokud bude chtít společnost v budoucích letech udržet CAPEX na relativně nízkých úrovních kolem 100 mil. EUR (tento výhled CAPEX byl managementem oznámen v polovině letošního května), pak tomu odpovídá takováto plánovaná úroveň těžby. Omezení produkce uhlí pak bude s velkou pravděpodobností znamenat uzavření některého ze čtyř provozovaných dolů (nebo některých

Tabulka č.11: Výhled hospodaření – původní odhad

mil. EUR	2013	2014	2015
Výnosy	1347,4	1441,4	1500,5
EBITDA	214,5	288,9	325,6
EBIT	40,5	113,6	149,1
Čistý zisk	-24,6	26,9	55,3

zdroj: vlastní odhady

Tabulka č.12: Výhled hospodaření – aktuální odhad

mil. EUR	2013	2014	2015
Výnosy	963,2	933,7	1002,4
EBITDA	22,7	102,3	168,2
EBIT	-146,9	-64,0	2,4
Čistý zisk	-187,0	-115,4	-56,4

zdroj: vlastní odhady

částí dolů) či dokonce prodej jednoho z nich a zároveň v této souvislosti očekáváme v roce 2014 další snižování stavu zaměstnanců s pozitivním vlivem do personálních nákladů (očekáváme, že NWR by mohlo v průběhu let 2013 a 2014 snížit stavy zaměstnanců (včetně zohlednění divestice koksovny) o cca 2,5 až 3 tisíce na zhruba 15 tisíc). V kontextu managementem NWR oznámených nižších produkčních cílů jsme přistoupili ke snížení naší prognózy produkce a prodeje uhlí pro střednědobý horizont. Nově tak pro roky 2014 a 2015 očekáváme produkci kolem úrovně 8,64 mil. tun, resp. 8,77 mil. tun a externí prodeje cca 8,61 mil. tun, resp. 8,78 mil. tun. Zatímco v předchozí analýze jsme pro tyto roky očekávali těžbu kolem hladiny 11 mil. tun a prodeje v rozmezí 10,5 – 10,7 mil. tun.

NWR tímto plánovaným omezením produkce primárně cíluje na další omezování svých provozních nákladů s cílem postupně srazit náklady těžby na tunu k úrovním blízcím se 60 EUR/t (dle původní metodiky výpočtu by to bylo 70 EUR/t). Domníváme se, že snížit jednotkové náklady k 60 EUR/t již od roku 2014 (tedy meziročně zhruba o 10 EUR/t) je ze strany managementu společnosti poměrně ambiciózní plán a bude vyžadovat značné úsilí ho realizovat. V našich odhadech pro roky 2014 a 2015 předpokládáme další zefektivnění provozní činnosti, které by mohlo vést ve srovnání s rokem 2013 k poklesu hlavních provozních nákladů (spotřeby materiálu a energií, nákladů na služby a personálních nákladů) o cca 10 % k úrovním kolem 815 mil. EUR. To nám však implikuje náklady těžby na tunu v rozmezí 68 – 69 EUR/t. V našem výhledu jednotkových nákladů jsme tak konzervativnější ve srovnání s cílem samotné společnosti, nicméně i tak to podle našich odhadů bude znamenat zlepšení oproti roku 2013, kde predikujeme cca 73 EUR/t.

Jaké to bude mít konsekvence pro samotné hospodářské výsledky? Očekáváme, že hospodaření společnosti by se v letech 2014 a 2015 mohlo obrazně řečeno odrazit ode dna. Věříme, že letos nastolovaná úsporná a optimalizační opatření budou postupně přinášet pozitivní výsledky. V roce 2014 by tak EBITDA zisk mohl dosáhnout úrovně kolem 100 mil. EUR, což by znamenalo meziroční zvýšení o cca 80 mil. EUR. Ve svých předpokladech se opíráme vedle předpokládaného pozitivního působení úsporných opatření rovněž o zhruba 10% meziroční nárůst cen koksovatelného uhlí na hladinu 115 EUR/t (ve srovnání s naší předchozí prognózou jsme však snížili odhad ceny o 5 % z úrovně 121 EUR/t) a očekávané zlepšení prodejního mixu ve prospěch koksovatelného uhlí. NWR ve svých plánech cíluje od roku 2014 na prodejní mix 60 : 40 % ve prospěch koksovatelného uhlí, když v rámci své strategie snižování těžby do rozmezí 8 – 9 mil. tun se chce zaměřit na utlumení či uzavření těch dolů (či jejich částí), kde je spíše převaha neprofitabilního energetického uhlí. Na druhou stranu v médiích nedávno proběhla zpráva, že NWR uvažuje o prodeji Dolu Paskov, což je důl, kde se převážně nachází kvalitní tvrdé koksovatelné uhlí, zatímco ostatní tři doly obsahují zásoby jak koksovatelného, tak energetického uhlí. Jedná se nicméně o nejmenší důl společnosti, ve kterém se těží zhruba 1 mil. tun ročně. V každém z ostatních třech dolů NWR těží cca 3 – 4 mil. tun ročně. Rozhodnutí o prodeji tohoto dolu však ještě nepadlo. I v kontextu úvah o prodeji (uzavření) Paskova přistupujeme k cílovanému prodejnímu mixu rezervovaněji a náš odhad pro roky 2014 a 2015 se pohybuje na úrovni 54 %, resp. 55 % ve prospěch profitabilního koksovatelného uhlí.

Náš předpoklad určitého oživení cen koksovatelného uhlí vychází z očekávaného zlepšení makroekonomických podmínek, jenž by mělo vytvořit potenciál pro oživení průmyslové aktivity včetně ocelářství a těžebního průmyslu. Přední světové instituce jako jsou MMF, OECD a ECB se podle svých aktuálních prognóz téměř shodují v tom, že ekonomika eurozóny v roce 2014 vzroste o cca 1 %. Rovněž světová ocelářská sdružení se dívají na příští rok více optimisticky. Jak WSA, tak ocelářská asociace Eurofer prognózují, že spotřeba oceli v EU by mohla stoupnout o zhruba 3 % na 144 mil. tun. Jak uvádíme výše, tak pro rok 2014 očekáváme průměrnou prodejní cenu koksovatelného uhlí kolem úrovně 115 EUR/t a v roce 2015 předpokládáme, že by NWR mohlo v průměru prodávat za 122 EUR/t (naš předchozí odhad činil 125 EUR/t). Námi očekávané posunutí cen tohoto typu uhlí ke 120 EUR/t podle našich odhadů vytvoří potenciál pro meziroční růst EBITDA zisku za rok 2015 o 64 % na 168,2 mil. EUR.

Středoevropský trh s energetickým uhlím pod tlakem vysokých zásob

Zatímco naše prognóza cen koksovatelného uhlí pro období 2014 – 2016 nedoznala oproti té předchozí výraznějších změn, tak náš aktuální střednědobý výhled cen energetického uhlí jsme ve srovnání s tím předchozím korigovali výrazněji, konkrétně v průměru o 18,5 %. Středoevropský trh s energetickým uhlím aktuálně trpí nadprůměrnými zásobami, což je způsobeno mimo jiné nedávaným poklesem poptávky po energiích z důvodu ekonomického zpomalení. Negativní roli dle našeho názoru hraje i sestupný trend v cenách silové elektřiny až k aktuálním hodnotám kolem 39 EUR/MWh, když při takto nízkých cenách mají uhelné elektrárny tendenci omezovat svoji produkci a tedy odebírat méně energetického uhlí. Nabídku uhlí v Evropě také zvyšovaly rostoucí dovozy z USA, když tamní levný plyn snižoval poptávku amerických energetických společností po uhlí, které se pak ve větší míře začalo dovážet do Evropy. To všechno jsou faktory, které působily na pokles ceny energetického uhlí. Průměrná cena, za kterou NWR letos prodává svým zákazníkům tak meziročně poklesla o 19 % na 60 EUR/t, což je pro společnost neprofitabilní cena, když náklady těžby na tunu za 1Q 2013 činily 86 EUR. Obtížné podmínky na trhu s energetickým uhlím očekáváme i v příštím roce. Na druhou stranu určitým pozitivním impulsem pro ceny energetického uhlí by mohlo být neprosazení návrhu Evropské komise na stažení části emisních povolenek z trhu, jenž měl za cíl podpořit jejich cenu a podpořit tím tak bezemisní energetické zdroje. Tento návrh neprošel a ceny emisních povolenek tak zůstávají v blízkosti svých historických minim. Z této situace těží uhelné elektrárny, jejichž provoz se při nízkých cenách emisních povolenek více vyplácí. Navíc ceny zemního plynu se v USA v průběhu roku 2012 postupně odrazily od svých minim a nastolily spíše rostoucí trend, což by mělo do budoucna spíše vytvářet tlak na omezení dovozů uhlí z USA do Evropy. Uhlí by tak podle našeho názoru mělo i v budoucnu hrát důležitou roli v energetickém mixu. V naší střednědobé prognóze aktuálně neočekáváme posun cen energetického uhlí přes hranici 70 EUR/t, nicméně v letech 2014 a 2015 by mohly mírně zkorigovat směrem vzhůru do rozmezí 64 – 67 EUR/t.

Tabulka č.13: Ceny energ. uhlí – původní výhled

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

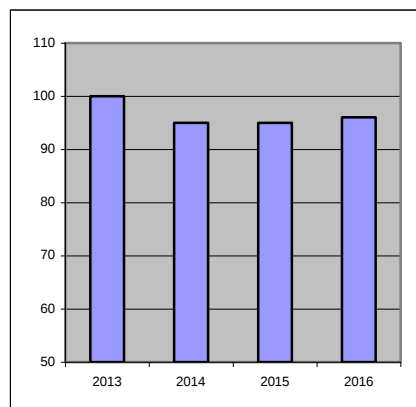
*vlastní odhady, rok 2012: již dojednaná průměrná prodejní cena mezi NWR a jeho odběrateli

Tabulka č.14: Ceny energ. uhlí – aktuální výhled

ceny (EUR/t)	2012	2013	2014*	2015*
energ. uhlí	74	60	64	67

*vlastní odhady, roky 2012 a 2013: již dojednané průměrné ceny mezi NWR a jeho odběrateli

**Graf č.3: Očekávaný vývoj CAPEX
(v mil. EUR)**



zdroj: vlastní odhady

Úrokové náklady zátěží pro finanční část výsledovky

Domníváme se však, že i přes snahy společnosti o realizaci úsporných opatření a přes námi očekávané oživení cen koksovateľného uhlí, NWR nedosáhne kladného provozního zisku na úrovni EBIT dříve než v roce 2015, kdy předpokládáme mírný zisk 2,4 mil. EUR. Za rok 2014 ještě očekáváme EBIT ztrátu kolem úrovní 60 mil. EUR, byť výrazně mírnější ve srovnání s očekávanou ztrátou 146,9 mil. EUR za rok 2013. Takovéto predikované hodnoty na provozní úrovni EBIT nám indikují, že NWR bude i v příštích dvou letech realizovat čistou ztrátu, konkrétně za rok 2014 cca 115 mil. EUR a v roce 2015 kolem úrovní 56 mil. EUR. Finanční část výsledovky je poměrně značně zatížena úrokovými náklady souvisejícími s dluhem společnosti, které ročně činí cca 60 - 65 mil. EUR. Nebýt těchto finančních nákladů, tak by NWR mělo potenciál se dostat do čistého zisku již od roku 2015. Dluh společnosti tvoří zejména dvě emise dluhopisů, přičemž první o objemu 500 mil. EUR je splatná v roce 2018 a druhá v objemu 275 mil. EUR má splatnost v roce 2021. Úrokový kupón u obou emisí činí 7,875 %. Dále společnost využívá dlouhodobý bankovní úvěr od Exportní úvěrové agentury (ECA) (s flexibilní úrokovou sazbou EURIBOR + 1,65 %), jehož zůstatek na konci 1Q 2013 činil 76 mil. EUR a jehož splatnost je v roce 2018 (každoroční splátka tohoto úvěru činí 14 mil. EUR). Společnost má rovněž k dispozici revolvingový úvěr (tzv. RCF úvěr), prostřednictvím kterého může čerpat až 100 mil. EUR. Tuto úvěrovou facilitu má NWR k dispozici do února 2014. V současnosti tento úvěr není čerpán.

Riziko nesplnění finančních kovenantů

Společnost musí v souvislosti s bankovními úvěry plnit určité podmínky, tzv. finanční kovenanty. Zatímco hrubý dluh je víceméně konstantní, resp. má tendenci postupně klesat s tím, jak společnost každoročně splácí bankovní úvěr od ECA, tak čistá zadluženost v posledních čtvrtletích roste s tím, jak klesá hotovost. Za této situace však NWR nebylo schopno plnit kovenanty, tedy ukazatele zadlužení jako zejména poměr čistý dluh/EBITDA. Společnost si tak začátkem dubna s bankovními věřiteli dohodla pozastavení testování těchto ukazatelů. Konkrétně u úvěru od ECA bylo testování pozastaveno pro období od 1. ledna 2013 do 30. září 2013. Pro období od 1. října 2013 do 31. prosince 2013 pak byly finanční kovenanty zmírněny, konkrétně u poměrového ukazatele čistý dluh/EBITDA z hodnoty 3,25 na 5. Podle našeho názoru však hrozí, že i tyto zmírněné podmínky nebude NWR schopno plnit, když EBITDA za rok 2013 očekáváme kolem úrovně 23 mil. EUR a čistý dluh na konci letošního roku může podle našich odhadů překročit hranici 700 mil. EUR. Domníváme se tak, že NWR si bude muset s bankami dojednat další pozastavení testování kovenantů nebo jejich zmírnění. Co se týče dluhopisů, tak s nimi nejsou spojeny žádné finanční kovenanty, což hodnotíme pozitivně. Ohledně vývoje čisté zadluženosti, tak očekáváme, že její výše bude kulminovat v letošním roce, kdy by mohla, jak uvádíme výše, překročit 700 mil. EUR. Od roku 2014 však již předpokládáme postupné snižování čistého dluhu s tím, jak by se měla zlepšovat hotovostní pozice společnosti v souvislosti s očekávaným zlepšením provozní výkonnosti.

Porovnání s konkurencí

Sektorové srovnání s vybranými konkurenčními společnostmi aktuálně pro NWR nevyznívá příliš pozitivně, což samozřejmě souvisí s klesajícími hospodářskými výsledky jak za poslední kvartály, tak s očekávanými slabšími výsledky za celý letošní rok. Výraznější pokles tržní ceny akcie v posledních měsících se negativně podepsal do snížení tržní kapitalizace NWR, která nyní činí 313 mil. EUR (zhruba 8 mld. Kč) a nachází se pod námi sestaveným sektorovým průměrem. S poklesem tržní kapitalizace se však musely vyrovnávat všechny níže uvedené těžební společnosti, když v posledních měsících obecně převládal negativní sentiment na evropský těžební sektor, a to zejména v souvislosti s nízkými cenami uhlí. Z níže uvedeného srovnání je patrné, že NWR se potýká s klesající EBITDA marží (poměr EBITDA zisku k tržbám). Zaostává jak za sektorovým průměrem, tak např. i za svými polskými konkurenty v podobě společností JSW a Bogdanka. To naznačuje, že polští konkurenti se aktuálně lépe vyrovnávají s nízkými cenami uhlí a tedy poklesem tržeb, než NWR, které je zatíženo relativně vysokými náklady na vytěženou tunu díky poměrně vysokému podílu fixních nákladů ve své nákladové struktuře. Jak uvádíme výše v analýze, tak management NWR má v plánu realizovat razantní optimalizační opatření, jenž budou směřovat k zeštíhlení a zefektivnění důlních provozů s cílem výrazněji snížit těžební náklady.

Tabulka č.15: Sektorové srovnání

	tržní kapitalizace*	P/E		EV/EBITDA		EBITDA marže (%)	
		2012	2013	2012	2013	2012	2013
JSW	2187,56	11,07	21,19	3,57	4,49	28,05	22,97
Bogdanka	970,64	15,99	12,31	7,46	5,88	36,17	37,38
Kuzbasskaya	180,12	6,27	4,31	4,53	4,83	15,12	13,53
Raspadskaya	583,1	n/a	21,11	13,17	5,49	24,92	30,08
Sadovaya Group	10,77	n/a	1,38	10,49	n/a	14,56	n/a
Chervonoarmiyska	39,44	1,68	1,30	1,45	1,34	28,67	n/a
průměr	661,94	8,75	10,27	6,78	4,41	24,58	25,99
NWR	313,0	n/a	n/a	7,8	10,62	17,13	7,7

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

Ohodnocení společnosti

V naší nové analýze těžební společnosti NWR jsme snížili cílovou cenu tohoto akciového titulu z předchozích 93 Kč na úroveň 44 Kč. Ke korekci cílové ceny jsme přistoupili jednak z důvodu snížení prognózy cen koksovatelného a energetického uhlí a jednak díky nižšímu výhledu produkce a prodejů uhlí ve srovnání s naší předchozí analýzou. Snížené prognózy výše zmíněných faktorů nás přiměly k nižšímu výhledu hospodaření ve srovnání s našimi původními odhady, což pak indikuje cílovou cenu 44 Kč. Ta se nachází zhruba 40 % nad tržní cenou akcie, která se aktuálně pohybuje kolem úrovně 31 Kč. Tržní cena akcie NWR se nyní nachází na svých historických minimech. Vzhledem k naší cílové ceně se tak domníváme, že akcie NWR skýtají zajímavý investiční potenciál a proto jsme se rozhodli stanovit investiční doporučení na stupni „koupit“. Upozorňujeme však, že investice do akcií NWR je aktuálně spojena s vyššími riziky s ohledem na skutečnost, že společnost se nyní potýká s obtížnými ekonomickými podmínkami, které aktuálně vytvářejí negativní tlak na její ziskovost a hotovostní pozici. Hospodaření NWR je aktuálně ztrátové. Domníváme se však, že plánovaná úsporná opatření postupně povedou ke zlepšování hospodaření a ke stabilizaci společnosti. Za důležité rovněž považujeme skutečnost, že splatnost významnější části dluhu nastává až v roce 2018, což společnosti poskytuje prostor pro realizaci optimalizačních opatření a svých strategických plánů.

Tabulka č.16: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
risk free rate (%)	1,80	1,80	1,80	1,80	1,80	1,80
market return (%)	8,30	8,30	8,30	8,30	8,30	8,30
beta	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19
equity risk premium (%)	7,74	7,74	7,74	7,74	7,74	7,74
cost of equity (%)	9,54	9,54	9,54	9,54	9,54	9,54
cost of debt (%)	8,36	8,36	8,36	8,36	8,36	8,36
effective tax rate (%)	20	20	20	20	20	20
cost of debt after tax (%)	6,69	6,69	6,69	6,69	6,69	6,69
equity weight	0,44	0,43	0,43	0,45	0,48	0,52
debt weight	0,56	0,57	0,57	0,55	0,52	0,48
WACC (%)	7,94	7,91	7,91	7,97	8,05	8,17

zdroj: vlastní výpočty a odhady, Bloomberg

Tabulka č.17: Model diskontovaného cash flow

(mil. EUR)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	-146,9	-64,0	2,4	15,7	71,0	76,4
Tax rate (%)	20	20	20	20	20	20
NOPLAT	-117,5	-51,2	1,9	12,6	56,8	61,1
depreciation	170,1	166,8	166,2	165,9	165,7	165,4
change in WC	14,5	-2,7	-34,1	-28,9	-13,5	29,3
CAPEX	-100	-95	-95	-96	-100	-100
CF to the firm	-62,0	23,2	107,3	111,3	136,0	97,2
DCF	-32,7	19,9	85,3	81,9	92,3	60,7
sum of the DCF	307,4					
terminal value	791,2					
net debt	643,0					
equity value	455,6					
number of equity (mil. ks)	264,6					
target price (EUR)	1,72					
CZK/EUR	25,6					
target price (CZK)	44					

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, 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.

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.18: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

	WACC				
pokračující růst	7,77%	7,97%	8,17%	8,37%	8,57%
0,1%	46	43	40	38	35
0,3%	48	45	42	39	37
0,5%	50	47	44	41	39
0,7%	52	49	46	43	40
0,9%	55	51	48	45	42

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.
- Splatnost významnější části dluhu až v roce 2018.

• Slabé stránky

- Relativně vysoké náklady těžby na tunu, což má při aktuálně klesajících tržbách negativní dopad do ziskovosti a cash flow společnosti.
- Relativně vysoké úrokové náklady.
- Nutnost těžít 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

- Rozšíření stávajících důlních provozů v dole Karviná a zajištění si přístupu k dalším 30 mil. tun kvalitního koksovatelného uhlí.
- V budoucnu možnost rozšíření těžby na území Polska, a to v dolech Debiensko a Morcinek. V pokročilejší fázi se nachází projekt Debiensko, nicméně aktuálně je v důsledku obtížných tržních podmínek pozastaven (do budoucna existuje i možnost spolupráce na tomto projektu s dalším partnerem). Projekt Morcinek se zatím nachází ve fázi provádění geologických průzkumů a jedná se tedy o dlouhodobý projekt.
- Průzkum ložiska černého uhlí v dole Frenštát, kde odhadovaná výše zásob činí 1,6 mld. tun.
- Úspěšné naplnění optimalizačních opatření mající za cíl zefektivnění provozní činnosti skýtá potenciál pro budoucí růst společnosti.

• Hrozby

- Déle trvající stagnace evropské ekonomiky s nepříznivým dopadem na ceny uhlí.
- Neprosazení plánovaných úsporných opatření by mohlo ohrozit likvidní pozici společnosti.
- Pokles průmyslové produkce a následný propad cen koksovatelného uhlí v regionu střední Evropy.

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 reprodukované 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 půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

K dnešnímu datu 10.6.2013 má Fio banka, a.s. 8 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 3 doporučení koupit, 4 doporučení držet a 1 doporučení akumulovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.

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