

Smutný příběh Bakalova zázraku

Věřitelé NWR budou na konci týdne hlasovat o tom, zda projde plán na reorganizaci těžební společnosti

TOMÁŠ PLHOŇ

PRAHA Je květen roku 2008. Tvář na titulních stránkách novin a časopisů patří jednomu z nejbohatších Čechů – Zdeňku Bakalovi. Právě se mu podařil největší úspěch v historii pražské burzy a zároveň nejvýznamnější událost burzovního parketu v Londýně toho roku. Společnost NWR, kterou Bakala spoluvlastní, vstoupila na veřejný trh. Investoři se po akciích mohou utlouct. Emise je 7,3krát přeupsána. Akcie NWR stojí 425 korun.

Kde hledat viníka

Je srpen, rok 2013. Společnosti NWR zcela reálně hrozí insolvence. Na udržení těžby v dole Pasokov musí přispět česká vláda. Akcie NWR stojí 3 koruny. Kdo během IPO (primární úpis akcií) společnosti NWR investoval milion korun a svou investici si ponechal, zbylo mu mrzkých 70 tisíc korun.

Koho má takový investor dnes vinit? V první řadě banky, brokerské firmy a bohužel také sdělovací prostředky. Ty všechny pohádka o výborné investici prodávaly nekriticky a bez reflexe. Mělo být jasné, že historicky vysoké ceny uhlí se nemohou dlouhodobě udržet. Hodnota společnosti se také do velké míry opírala o projekt těžby v polském Dębniešku. K tomu však nikdy nedošlo a za současné ceny uhlí na světových trzích ani nedojde. Nevypatí se.

Vina ale padá i na management společnosti, který se – s největší pravděpodobností ve snaze o udržení chodu společnosti – uchýlil k zadlužení NWR. Dluh ve výši 22 miliard korun nemohl být udržitelný v případě, kdy se ceny uhlí nevyšplhají zpět do předkrizových, a docela jistě ne-realistických úrovní.

Svůj díl však mají také vlády z devadesátých let. Rozparcelování moravsko-slezského prů-



V roce 2008 se Zdeněk Bakala pyšnil úspěšným vstupem na burzu s NWR. Z ostatních akcionářů by mu dnes ale zatleskal málokdo. FOTO MAFRA - MICHAL RŮŽIČKA

myslu a jeho neefektivní privatizace vedly k tomu, že řada kdysi funkčních podniků není konkurenceschopná. A nezanedbatelný byl pochopitelně i vliv celosvětové krize, kterou naše část Evropy začala pocítovat od roku 2009.

Tento pátek se ukáže, zda věřitelé schválí reorganizační plán NWR. Jeho součástí je odpuštění části dluhu a vydání nových akcií. Věřitelé i akcionáři v tuto chvíli musí počítat s tím, že o podstatnou část svých investic přijdou. Pokud plán neschválí, je na místě ještě horší varianta. Ta by vyústila v insolvenční NWR. OKD by změnila majitele. Kdo by ji ale koupil? Český stát, jak navrhoval ministr průmyslu a obchodu Mládek?

Věřitelé v pátek pravděpodobně reorganizační schválí. Otázka je, zda se tím může z NWR stát společnost s perspektivní budoucností. A ta zůstane ještě hodně dlouhou dobu nezodpovězená.

Prodejte akcie NWR, radí zkušený investor

Firmu znovu doženou dluhy kolem roku 2020, tvrdí investor **Jan Pravda**. Ten má zkušenosti z práce pro banky Merrill Lynch a Credit Suisse First Boston v Londýně a New Yorku. Dnes vede poradenskou společnost Pravda Capital.

TOMÁŠ PLHOŇ

LN Zaujalo mě, že jste už v roce 2010 nazval NWR investorskou anekdotou. To už jste tehdy věděli, jak ta akcie, potažmo celá společnost, skončí?

Tehdy jsme se spíš pozastavovali nad tím, že v Česku jsou situace, kdy prostředníci na trhu, a mezi ně počítám hlavně banky a brokery, nedbají na to, co se stane poté, co nějaký deal udělají. Jsou ochotni investorům opravdu „narvat“ úplně cokoliv. V tomto případě anekdota spočívala v tom, že pár měsíců předtím, než NWR vstoupila na burzu (květen 2008 – pozn. red.), byly ceny komodit na brutálním vrcholu. A vrabci na střeše si už povídali o krizi v USA. Přesto banky tvrdily investorům, že NWR je výborná investice, protože uhlí půjde nahoru a není čeho se bát. Přitom důvodů, proč si myslet, že to je blbost, bylo už tenkrát hodně.

LN NWR vstupovala na burzu s cenou 445 korun za akcii. Dnes stojí přibližně tři koruny. Podle vás už se tehdy dalo vyčíst, například z prospektu IPO, že to skončí takhle?

Z prospektu taky. Hlavně se to ale dalo vyčíst ze světového dění a z faktu, že komodity jsou cyklické. Historická cena uhlí přitom zdaleka neodpovídá tomu, v jaké pozici byla tehdy, při vstupu NWR na trh. Z povahy uhlí je nutné předpokládat, že se vývoj obrátí. To je téměř železný zákon. Že

si tehdy tolik lidí myslelo, že se to nestane, je opravdu hodně překvapivé.

LN V pátek se koná schůze věřitelů, která bude rozhodovat o reorganizaci NWR. Společnost žádá věřitele o odpuštění části dluhu, zároveň vydá nové akcie. Pokud se plán neschválí, společnost půjde s největší pravděpodobností do insolvence. Jaký výsledek hlasování odhadujete?

Myslím, že věřitelé plán schválí. Ale samozřejmě nevím, jaká nálada mezi nimi je. To opravdu nesleduji.

LN Stejný názor má většina analytiků. Vy ale poměrně rozhodně tvrdíte, že cena půjde drasticky dolů i po schválení záchraného plánu.

Bude se to pohybovat okolo 65 haléřů za akcii. A je to dané plánem na vydání nových akcií, kterých se bude emitovat strašně velké množství právě za tuhle cenu. Představte si, že NWR bude na burze stát pořád dvě nebo dokonce tři koruny. Těch nových 6,5 miliardy akcií by nesměl vlastnit nikdo, kdo si řekne: Aha, já to koupil za papírovou hodnotu 65 haléřů, tak teď prodám za tři koruny. Vydělal by přece několik set procent. A jakmile se někdo takový najde, strhne se lavina a likvidita musí cenu shodit k hranici 65 haléřů. Pravděpodobně to bude oscilovat okolo této hranice, ale může klesnout i mnohem níž. Držet si akcie v tuto chvíli a malovat si, že po emisí se všechno přetře na růžovo a akcie začne růst, není úplně chytré.

LN Přesně to ale investoři zatím dělají. Alespoň se to zdá z vývoje kurzu.

Je to docela podivné. Lidé, kteří do NWR investovali miliony při ceně 100 korun na akcii si zjevně říkají, že už to nemá cenu. Nesnaží se zachránit ten zbytek a mají asi pocit, že už jim to za to

nestojí. Kdyby ale ten krok udělali, prodali za čtyři nebo tři koruny a koupili zpátky, když bude cena akcie lézat u dna (pokud vůbec nějaké dno existuje), ušetřili by si pár stovek tisíc korun. Myslím, že to stojí za jeden telefonát. Pravděpodobnost, že NWR půjde k hranici 65 haléřů nebo níž, je hodně velká. Řekl bych tak 85 procent. Pokud ne, tak je to další věc, která ukazuje, že s místním akciovým trhem není něco v pořádku.

LN Možná už prostě nemají k managementu důvěru po tom všem, čím si s NWR prošli.

Trh by ale měl signály managementu brát vážně. Vráťím se k tomu pojmu „investorská anekdota“, protože to s tím souvisí. Tehdy, v roce 2010, jsme varovali před přílišnou důvěrou v banky, které byly schopné investorům prodat cokoliv, a v takzvané insidery, tedy v majoritní akcionáře a management. Zdá se mi, že teď se to obrací. Trh nemá k insiderům NWR důvěru, hlavně asi ke Zdeňku Bakalovi. Je určitě oprávněně skeptický, když akcie spadla ze 400 korun na současnou hodnotu. Teď bychom ale měli brát jejich slova vážně. Nedůvěra, že na nás šije nějakou boudou, opravdu není na místě. Situace je docela špatná a je důvod jim v tomhle věřit.

LN Přitom ve svých vyjádřeních je management NWR velmi tvrdý. Několikrát už zopakoval, že pokud věřitelé neschválí restrukturalizaci, nemusí nakonec dostat nic.

Tvrdost je tentokrát na místě. Teoreticky by společnost mohla jít do konkurzu a tam by pravděpodobně většinu shráblí zajištění věřitelé. Ovšem ti nezajištění, to je pravda, ti by nejspíš nedostali téměř nebo vůbec nic. Situace v NWR vlastně ukazuje dramatický rozdíl mezi zajištěnými věřiteli, těmi nezajištěnými, a akcionáři. Ti opravdu ostrouhají.

LN Společnost reorganizací získá nový kapitál a zároveň jí bude odpuštěna část dluhu. Zachrání ji to? Na jak dlouho?

Firma si restrukturalizačním plánem vytvoří polštář, ale moc dlouho si na něm neposadí. Kolem roku 2020 bude cash-flow znovu zatížen dlužnými náklady. Riziko defaultu se v tomto okamžiku znovu ukáže jako relativně velké. Firmě se tedy uleví na pár let, její vývoj ale závisí na cenách uhlí.

Vzhledem k tomu, že v nedávné historii se uhlí pohybovalo mnohem níže, než očekává management, tak čekám, že se to zlepší v současné pro uhlí velmi špatné době, není zrovna rozumné.

LN Asi to nebude úplně vaše pole, ale nebylo by pro NWR úplně nejlepší se z burzy stáhnout a fungovat dál bez ní?

tečně agresivní krok – zda klystýru bylo podáno dost a všem. A to mluvím zvláště o odpisu dluhu. Zajištění věřitelé dostali velmi dobré podmínky, odpisuje se jim jen pět procent dluhu. Tady možná ten klystýr ještě chybí, dalo by se trochu víc zatlačit na pilu. Tím by se odbouralo riziko, které se znovu objeví v dalších letech. A toho se obávám nejvíce. Noví akcionáři

předpokládá, že cena bude 108 eur za tunu mezi rokem 2018 a 2023. Tedy přibližně 130 eur na tunu i s inflací. Podle našeho odhadu to znamená osmiprocentní návratnost investice a to zdaleka neodpovídá té „kasinovitě“ povaze akcie. Čekal bych, že by se návratnost měla pohybovat od dvaceti procent výš. Klidně třicet procent jako v kasinu, vyhrāju hodně hned, nebo všechno projedu. Aby toto bylo možné s jakousi viditelností, musela by cena uhlí vylézt na 235 eur na tunu. A to je krajně nepravděpodobné. Čína má nadbytek uhlí. Dokonce ho zakazuje, protože se tam nedá dýchat. Spojené státy jedou na plyn. A Evropská unie se snaží vyřadit uhelné elektrárny svou klimatickou politikou. To se – nastěší pro NWR – zatím nedaří. Až se to dařít začne, bude to další riziko poklesu cen uhlí.

LN Prognóza NWR, tak jak firma odhaduje růst cen uhlí, tedy podle vás není reálná?

Podle mě je naprosto iluzorní hrát si na to, že někdo ví, kam cena uhlí půjde. Jestli něco historie ukazuje, pak je to fakt, že nikdo nedokáže předpovídat cenu komodit. Lidé dokážou jakž takž kvantifikovat rizika. Rozumný investor, když vidí, že rizika jsou velká a komodita je cyklická – což uhlí je –, se podle toho řídí. Čína uhlí zakazuje, tak o kolik horší to ještě může být? Mít nějaké lineární projekce na cenu uhlí za pět let je dětské. Firma, která se pohybuje v takhle rizikovém sektoru, by měla být velmi málo zadlužená. A měla by mít i jiné typy ochrany.

LN Jaké máte na mysli?

Nabízí se sektorová integrace. Ve firmě by měly být i koksovny. Měly by v ní být i tak často zmiňované byty horníků, jak tomu kdysi bylo. Fakt, že ta společnost byla pivodně celkem, že ubytovávala horníky, zaměstnávala je, vyráběl se koks, vyrábělo se železo a zároveň se uhlí těžilo, mělo svůj smysl. Ale to už je bohužel dávno. To byla jednoduchá a smysluplná diverzifikace rizika. Je hloupost si myslet, že samotná těžba uhlí dlouhodobě utáhne přes dvě třetiny kapitálu v dluhu. To nedává smysl.

LN Nenarážíme tím už na nezvládnutou privatizaci těžkého průmyslu a hutnictví v devadesátých letech?

Ano, na to doopravdy u NWR narážíme.



FOTO RICHARD CORTIÉS

To je moje pole, na té otázce není nic nerozumného a není to vůbec špatný nápad. Vzhledem k té nepřijemné atmosféře kolem NWR je to něco, co je nasnadě. Teď by bylo odejít velmi snadné. Kapitalizace se pohybuje v milionech eur. Já se ale obávám, že akcionáři rádi sdílejí riziko s veřejným trhem. A jsou v tom velmi dobří, takže si myslí, že jim to bude fungovat i nadále. Tím, že jim plánují dát další veřejně obchodovatelné akcie, se ukazují, že se jim to do jisté míry daří.

budou stále vystaveni riziku, že se stanou opět rukojmím přežívajícího dluhu.

LN Takže vaše rada zní jednoznačně – prodat?

Já kdybych ty akcie měl, určitě bych je nedržel. Prodal bych je za čtyři nebo tři koruny a čekal bych, až se fluktuace přizeme k rozhraní 65 haléřů. Potom bych zvažoval situaci dál.

LN Za jakých okolností by měla investice do NWR smysl?

Tím, že akcie fluktuuje o 15 nebo 20 procent denně, tak je vidět, že lidi ji berou jako vstupenkou do kasina. Je to chápané jako opce na budoucí úspěch. Podle mě je překvapivé, že se ten titul na burze vůbec obchoduje. Skoro bych si myslel, že až se volatilita ještě zvedne, je důvod k obezřetnosti na straně burzy. Nám vychází, že cena uhlí by měla být 150 eur za tunu, aby firma dostala závazkům tak, jak jsou teď. To je samozřejmě nerealistické. NWR

inzerce

Dnem 26. 5. 2014 byla společnost

Dílna Design, s.r.o.,

IČ : 26169975, se sídlem Praha 9 – Vysočany, Podkovářská 800/6, 190 00, spisová značka C 76552 vedená u Městského soudu v Praze
zrušena likvidací a byl jmenován likvidátor.

Žádáme věřitele, aby přihlásily své pohledávky ve lhůtě tří měsíců od zveřejnění tohoto inzerátu.