

środa, 20 lutego 2019 | aktualizacja raportu

JSW: trzymaj (podwyższona)

JSW PW; JSW.WA | Górnictwo, Polska

Rynek zdyskontował spadek wyników w 2019 roku

Nagle ulewy w Australii lokalnie podbiły ceny węgla koksowego do ponad 200 USD/t (jeszcze kilka tygodni wcześniej poniżej 190 USD/t), dodatkowo wskaźniki PMI przemysłu stalowego w Chinach w styczniu wróciły do poziomu powyżej 50 punktów. Naszym zdaniem ceny węgla koksowego nadal będą znajdować się pod presją ze względu na niskie marże wielkopieczowych producentów stali w Chinach (BOF) oraz obserwowany wzrost zapasów stali w Państwie Środka (powyżej 5-letniej średniej). Według nas rynek zdyskontował już oczekiwany przez nas spadek wyników finansowych JSW w 2019 roku. Cena akcji JSW naszym zdaniem może się obecnie stabilizować po tym jak Ministerstwo Energii wyraziło „zaskoczenie” pomysłem potencjalnej emisji akcji. Dodatkowo, przy wynikach za 2018 (21 marca) Zarząd powinien poinformować rynek o rekomendacji dywidendy, co przy bieżącym kursie mogłoby być pozytywnie odebrane przez rynek (niska cena implikuje potencjalnie wyróżniający się w grupie porównawczej DYield). Podtrzymujemy naszą cenę docelową (60,68 PLN/akcja), a po spadku kursu podwyższamy rekomendację z redukuj do trzymaj.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym Parkiet TV Prezes Daniel Ozon przedstawił, że JSW oczekuje wzrostu wydobywania produkcji węgla w 2019 roku (nasza prognoza +3% r/r) oraz wzrostu r/r udziału węgla koksowego w wydobywaniu do 70% (nasza prognoza 67%). Zarząd chciałby w bieżącym roku przeznaczyć na inwestycje około 1,4 mld PLN (nasze oczekiwania 1,5 mld PLN). Prezes preferuje wypłatę nagrody jednorazowej dla pracowników (nasze założenie 200 mln PLN) niż regularną podwyżkę pracy zasadniczej. Inwestorzy w wywiadzie zwrócili uwagę głównie na fragment o możliwej emisji akcji na poczet przyszłego rozwoju. Według Prezesa przy zachowaniu przez Skarb Państwa 50% udziału w JSW z emisji akcji mogłaby pozyskać 0,5-1,0 mld PLN środków na rozwój. Ministerstwo Energii natomiast zdementowało, że prowadzone były jakiegokolwiek prace związane z emisją akcji w JSW.

Mocny bilans może powstrzymać spadki

Według naszych prognoz na koniec 2018 roku wartość gotówki netto na bilansie Grupy JSW sięgnąć może 26 PLN/akcja. Biorąc pod uwagę bieżące zasoby gotówki (3,8 mln PLN na koniec 2018 roku) Spółka jest w stanie spokojnie sfinansować wszystkie wydatki inwestycyjne zaplanowane na najbliższe dwa lata. To jednocześnie odsuwa widmo konieczności pozyskania środków z emisji akcji w krótkim terminie.

Momentum w Chinach poprawiło się

Wskaźnik wyprzedzający (PMI) odnośnie nowych zamówień w przemyśle stalowym w Chinach wzrósł w I'19 do 53 pkt vs. 40 pkt w XII'18 oraz 35 pkt w XI'18. Rosnąca akcja kredytowa (11-sty miesiąc wzrostu wolumenu kredytów w Chinach) oraz stymulowanie gospodarki przez inwestycje infrastrukturalne zwiększają nadzieje na odbudowę popytu na stal w kolejnych okresach. To z kolei powinno się przełożyć na odbudowę zapotrzebowania na produkty stalowe u największego jej konsumenta na świecie (Chiny).

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody | 6 731,3 | 8 877,2 | 9 664,2 | 8 971,5 | 8 688,2 |
| EBITDA (skor.) | 1 054,5 | 3 508,8 | 3 211,4 | 1 766,6 | 1 465,5 |
| marża EBITDA | 15,7% | 39,5% | 33,2% | 19,7% | 16,9% |
| EBIT (skor.) | 215,7 | 2 684,1 | 2 471,0 | 885,1 | 419,2 |
| Zysk netto (skor.) | -2,1 | 2 188,7 | 1 996,5 | 719,7 | 338,1 |
| P/E (skor.) | - | 3,2 | 3,5 | 9,8 | 20,8 |
| P/CE | 8,3 | 2,1 | 2,3 | 4,4 | 5,1 |
| P/BV | 1,8 | 1,1 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| EV/EBITDA (skor.) | 7,2 | 1,6 | 1,3 | 2,8 | 3,8 |
| DPS | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 5,9 | 2,5 |
| DYield | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 9,9% | 4,1% |

| | |
|--------------------------------------|--------------|
| Cena bieżąca | 59,96 PLN |
| Cena docelowa | 60,68 PLN |
| Kapitalizacja | 7,0 mld PLN |
| Free float | 3,2 mld PLN |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 29,6 mln PLN |

Akcjonariat

| | |
|---------------|--------|
| Skarb Państwa | 55,17% |
| Pozostali | 45,83% |

Profil spółki

Z produkcją na poziomie 10,8 mln ton w 2017 r., JSW jest największym w UE producentem węgla koksowego. Grupa JSW według naszych szacunków zaspokaja około 18-22% europejskiego zapotrzebowania na węgiel koksujący. Dodatkowo spółka rocznie wydobywa ponad 4 mln ton węgla energetycznego oraz produkuje około 3,5 mln ton koksu. Około 50% obrotów jest generowane w Polsce, 38% w pozostałych krajach UE, a 7% w Indiach. Aktywa wydobywcze zlokalizowane są na południu Polski przy granicy z Czechami. Spółka jest właścicielem koksowni Przyjaźń (największa niezintegrowana z hutą koksownia w Unii Europejskiej).

Kurs akcji JSW na tle WIG



| Spółka | Cena docelowa | | Rekomendacja | |
|--------|---------------|-------|--------------|---------|
| | nowa | stara | nowa | stara |
| JSW | 60,68 | 60,68 | trzymaj | redukuj |

| Spółka | Cena bieżąca | Cena docelowa | Potencjał zmiany |
|--------|--------------|---------------|------------------|
| JSW | 59,96 | 60,68 | +1,1% |

| Zmiana prognoz | 2018P | 2019P | 2020P |
|--|-------|-------|-------|
| EBITDA (skor.) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto (skor.) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Węgiel koksowy (USD/t) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Węgiel do celów energetycznych (PLN/t) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Koks (USD/t) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Prod. węgla (tys. t) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Prod. w. koks. (tys. t) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Prod. koksu (tys. t) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Analitik:

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgową
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgową) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 20 lutego 2019 o godzinie 08:40. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 20 lutego 2019 o godzinie 08:40.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.
Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.
Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki JSW wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

| rekomendacja | trzymaj | redukuj | redukuj | sprzedaj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania | 2019-02-20 | 2019-02-04 | 2018-12-05 | 2018-11-26 | 2018-09-03 | 2018-08-02 | 2018-07-04 | 2018-06-06 | 2018-05-09 | 2018-04-06 | 2018-03-05 |
| cena docelowa (PLN) | 60,68 | 60,68 | 59,14 | 59,14 | 98,00 | 108,69 | 107,00 | 115,23 | 109,12 | 108,14 | 120,71 |
| kurs z dnia rekomendacji | 59,96 | 68,30 | 71,20 | 72,56 | 77,00 | 79,50 | 77,50 | 86,66 | 79,32 | 86,78 | 92,80 |

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl