

poniedziałek, 20 stycznia 2020 | aktualizacja raportu

JSW: trzymaj (obniżona)

JSW PW; JSW.WA | Górnictwo, Polska

Wyraźnie pogorszenie operacyjne w 4Q'19

Wyniki operacyjne za 4Q'19 znajdują się poniżej naszych dotychczasowych oczekiwań oraz zapowiedzi Zarządu, jakie jeszcze były stawiane przy wynikach za 3Q'19. Słabiej od oczekiwań w końcówce roku wypadła produkcja węgla ogółem (3,9 mln ton vs. oczekiwane 4,2 mln ton, 14,8 mln ton w całym 2019 roku przy założeniach Zarządu powyżej 15 mln ton), proporcja produkcji węgla koksowego (jedynie 66% w 4Q'19 przy oczekiwaniach powyżej 70%) oraz wzrost zapasów do 1,8 mln ton (przy oczekiwaniach Zarządu na stabilizację na poziomie z końca 3Q'19). Grupa ponadto w 4Q'19 sprzedawała węgiel koksujący i koks z odpowiednio 10% i 6% dyskontem do rynkowych notowań. Słabsze dane operacyjne za 4Q'19 implikują, że nasza prognoza wyniku EBITDA na 4Q'19 musi zostać zrewidowana w dół z około +200 mln PLN do -45 mln PLN. Dodatkowo oznacza to, że w 4Q'19 Grupa nadal w szybkim tempie konsumowała wcześniej wypracowane nadwyżki finansowe. Według naszych szacunków gotówka netto na koniec 2019 roku spadnie do 1,3 mld PLN (11 PLN/akcja) z zakładanych wcześniej 1,9 mld PLN. Obniżamy nasze prognozy na lata 2019-20 o słabsze założenia odnośnie produkcji i udziału węgla koksującego w urobku oraz wyższe zapasy. Obniżamy naszą cenę docelową z 28,04 PLN/akcja do 23,32 PLN/akcja oraz rewidujemy w dół naszą rekomendację z kupuj do trzymaj.

Słabe wyniki produkcyjne w 4Q'19 mimo wzrostu ilości ścian

W 4Q'19 produkcja węgla ogółem w Grupie JSW wyniosła 3,9 mln ton i była jedynie o 4% r/r wyższa (wcześniej zakładaliśmy około 4,2 mln ton). Niski wzrost wydobywania miał miejsce mimo istotnego wzrostu ilości pracujących ścian (29 w 4Q'19 vs. 22-23 w 1H'19). Negatywnym zjawiskiem jest również relatywnie niski udział produkcji węgla koksującego (66% vs. 71% w 3Q'19 oraz wcześniej oczekiwane przez nas 72%). Grupa w ostatnim kwartale ograniczała również produkcję koksu 0,68 mln ton (-22% r/r) ze względu na słabszy popyt na rynku (oczekiwaliśmy wcześniej produkcji 0,85 mln ton).

Grupa w 4Q'19 sprzedawała węgiel z dyskontem

Realizowane ceny sprzedaży węgla koksowego w 4Q'19 były o około 10% poniżej notowań rynkowych, z kolei koksu o 6% poniżej rynku. Jeszcze w 3Q'19 Spółce udawało się sprzedawać z premią do cen rynkowych, a my wcześniej nie zakładaliśmy dyskonta w 4Q'19.

Rosnące zapasy mimo zapowiedzi stabilizacji

Poziom zapasów węgla ogółem w JSW na koniec 2019 roku wyniósł 1,79 mln ton i wzrósł o ponad 200 tys. ton względem końca 3Q'19. Na konferencji za 3Q'19 Zarząd zapowiadał utrzymanie poziomu zapasów z końca 3Q'19, ale słabsza koniunktura w przemyśle hutniczym przełożyła się na zwiększenie zapasu węgla koksującego przy relatywnie stabilnym zapasie węgla energetycznego.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	8 877,2	9 809,5	8 658,8	8 459,2	8 435,1
EBITDA (skor.)	3 508,8	3 100,8	1 759,1	725,5	966,3
marża EBITDA	39,5%	31,6%	20,3%	8,6%	11,5%
EBIT (skor.)	2 684,1	2 334,8	779,8	-384,6	-248,4
Zysk netto (skor.)	2 188,7	1 802,4	579,1	-344,4	-237,7
P/E (skor.)	1,2	1,5	4,6	-	-
P/CE	0,8	1,1	1,8	3,5	2,7
P/BV	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4
EV/EBITDA (skor.)	0,4	-	1,0	3,3	2,9
DPS	0,00	0,00	1,71	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	7,5%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	22,68 PLN
Cena docelowa	23,32 PLN
Kapitalizacja	2,7 mld PLN
Free float	1,2 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	55,5 mln PLN

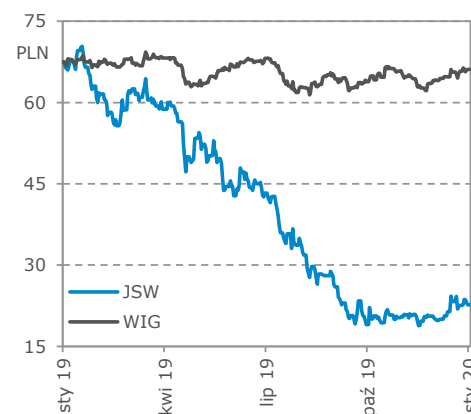
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	55,17%
Pozostali	45,83%

Profil spółki

Z produkcją na poziomie 10,3 mln ton w 2018 r., JSW jest największym w UE producentem węgla koksowego. Grupa JSW według naszych szacunków zaspokaja ok. 20% 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 UE).

Kurs akcji JSW na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
JSW	23,32	28,04	trzymaj	kupuj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
	22,68	23,32	+2,8%	
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P
EBITDA (skor.)		-20,2%	-8,9%	-2,7%
Zysk netto (skor.)		-29,3%	-	-
Węgiel koksowy (USD/t)		-1,9%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)		+1,2%	0,0%	0,0%
Koks (USD/t)		-1,7%	0,0%	0,0%
Prod. węgla (tys. t)		-2,0%	-1,9%	0,0%
Prod. w. koks. (tys. t)		-3,9%	-5,7%	-4,5%
Prod. koksu (tys. t)		-2,2%	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 księgowa

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 księgowa) – 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

PRZEWAGAŻENIE (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

Rekomendacja Biura maklerskiego mBanku:

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

KUPUJ – 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 mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem:

https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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 stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 20 stycznia 2020 o godzinie 08:40.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 20 stycznia 2020 o godzinie 08:40.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, 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 Biura 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 Biurze 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 Biura 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**JSW**

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj
data wydania	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-05-09	2019-03-25	2019-02-20	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	28,04	39,29	50,02	54,80	54,80	60,68	60,68
kurs z dnia rekomendacji	18,80	26,50	47,00	49,86	62,50	59,96	68,30



mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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, gaming

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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