

poniedziałek, 25 marca 2019 | aktualizacja raportu

JSW: redukuje (obniżona)

JSW PW; JSW.WA | Górnictwo, Polska

To jeszcze nie koniec kłopotów...

Według nas po ostatnim odreagowaniu notowań sentyment do akcji JSW znów może znaleźć się pod negatywnym wpływem spadających wyników finansowych w IH'19. Naszym zdaniem w IH'19 produkcja węgla koksowego w JSW spadnie o 12% r/r (efekt niższego r/r udziału produkcji węgla koksowego oraz wysokiej bazy produkcji w 1Q'18). Wówczas przy rosnących Mining Cash Cost (+13% r/r w IH'19) oraz Coke Conversion Cost (+18% r/r w IH'19) naszym zdaniem skorygowana o zdarzenia jednorazowe EBITDA może być o 50% niższa w 1Q'19 oraz 2Q'19. Dodatkowo w VI'19 kończy się kadencja obecnego Zarządu Grupy i niewykluczone, że następcy obecnie skonfliktowanego z Ministerstwem Energii Prezesa Daniela Ozona mogą mieć odmienne założenia co do rozwoju Spółki i przeznaczenia bieżących nadwyżek kapitałowych. Negatywnym zdarzeniem może być również oczekiwane do końca IV'18 podpisanie term-sheet w związku ze współpracą z Prairie Mining. Jeśli JSW zdecyduje się na akwizycję/współpracę, to rynek może oczekiwać znaczącego zwiększenia inwestycji w przyszłości (udostępnienie Dębienka to wydatek 1-1,5 mld PLN, a kopalni Jan Karski to nawet 5,0 mld PLN wydatków). Przy założonym 30% spadku skorygowanego wyniku EBITDA i rekordowych inwestycjach (1,8 mld PLN) w 2019 roku Grupa JSW przestaje generować wolne przepływy gotówki z działalności operacyjnej (FCF). Co więcej oczekujemy, że w ciągu najbliższych trzech lat spółka zmniejszy nadwyżki gotówki netto na bilansie o prawie 500 mln PLN, co prowadzić będzie do zachowawczej polityki dywidendowej (oczekujemy DYield poniżej 3% w okresie 2019-2021). Obniżamy naszą cenę docelową z 60,68 PLN/akcja do 54,80 PLN/akcja oraz rekomendację z trzymaj do redukuje.

Słabsze momentum w przemyśle stalowym

W I'19 światowa produkcja stali wzrosła jedynie o 1% r/r - wyraźnie mniej niż w poprzednich okresach. Najniższe od dwóch lat marże producentów wielkopiecowych stali w Chinach oraz rosnące zapasy stali naszym zdaniem mogą wywierać presję na ceny węgla koksowego, które podążać będą na rynku międzymorskim poniżej 200 USD/t.

Inflacja kosztów wyraźnie przyspiesza

Według naszych szacunków w 2019 roku JSW zmierzyć się będzie musiała z rosnącymi kosztami usług obcych (+150 mln PLN; inflacja cenników oraz 7% r/r zwiększenie skali robót przygotowawczych), funduszu płac (+160 mln PLN przy wypłacie jednorazowej nagrody na poziomie 200 mln PLN) oraz energii elektrycznej (+60-70 mln PLN uwzględniając mechanizm rekompensat cen energii). Według nas Mining Cash Cost w 2019 roku wyniesie 408 PLN/t (+3% r/r), przy założeniu 3% wzrostu wydobycia.

Gorsze otoczenie dla koksowni

Naszym zdaniem otoczenie dla producentów koksu jest nie do powtórzenia w 2019 roku z uwagi na rosnące koszty produkcji oraz spadek różnicy między węglem koksującym oraz koksem. Według naszych szacunków w 2019 roku różnica między węglem koksującym, a koksem spadnie do 385 PLN/t z 426 PLN/t w 2018 roku (obecnie 380 PLN/t). Przy zakładanym 7% wzroście Coke Conversion Cost oraz wspomnianym spadku marży koksowniczej naszym zdaniem JSW w 2019 roku może utracić nawet 220 mln PLN przychodu.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	8 877,2	9 809,5	9 594,3	9 041,9	8 877,2
EBITDA (skor.)	3 508,8	3 100,8	2 175,9	1 506,3	1 350,8
marża EBITDA	39,5%	31,6%	22,7%	16,7%	15,2%
EBIT (skor.)	2 684,1	2 334,8	1 305,8	507,9	229,4
Zysk netto (skor.)	2 188,7	1 802,4	1 046,8	399,1	170,4
P/E (skor.)	3,4	4,1	7,0	18,4	43,1
P/CE	2,2	2,9	3,8	5,3	5,7
P/BV	1,1	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA (skor.)	1,7	1,4	2,1	3,4	4,2
DPS	0,0	0,0	1,7	1,8	1,7
DYield	0,0%	0,0%	2,7%	2,9%	2,7%

Cena bieżąca	62,50 PLN
Cena docelowa	54,80 PLN
Kapitalizacja	7,3 mld PLN
Free float	3,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	31,1 mln PLN

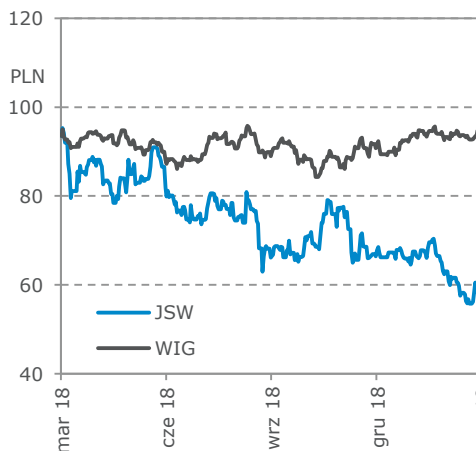
Akcjonariat

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 około 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	54,80	60,68	redukuje	trzymaj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
JSW	62,50	54,80	-12,3%	
Zmiana prognoz		2018	2019P	2020P
EBITDA (skor.)		-3,4%	+23,2%	+2,8%
Zysk netto (skor.)		-9,7%	+45,5%	+18,0%
Węgiel koksowy (USD/t)		+0,3%	+2,8%	+6,1%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)		+1,7%	+1,0%	+1,0%
Koks (USD/t)		+0,4%	+6,6%	+4,0%
Prod. węgla (tys. t)		0,0%	0,0%	+1,0%
Prod. w. koks. (tys. t)		0,0%	+4,6%	+1,8%
Prod. koksu (tys. t)		+0,1%	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

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 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 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 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. 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 25 marca 2019 o godzinie 8:31.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 marca 2019 o godzinie 8:31.

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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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_rynnek/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	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-15	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-04
cena docelowa (PLN)	92,41	84,56	87,99	104,21	111,08	112,92	118,98	115,43
kurs z dnia rekomendacji	94,16	92,60	85,40	90,80	96,00	96,52	92,50	88,00

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@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 Szpigel

+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@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 Poniąkowski

+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

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