

środa, 30 stycznia 2018 | raport analityczny

JSW: kupuj (nowa)

JSW PW; JSW.WA | Górnictwo, Polska

Dobre otoczenie w przemyśle stalowym

JSW jest beneficjentem ożywienia globalnego otoczenia w przemyśle stalowym (w I-XI'17 produkcja stali na świecie +5,2% r/r, Europa +3,8% r/r) oraz poprawiającego się od końca 2015 roku obłożenia mocy produkcyjnych w światowych hutach (obecnie 70,7%). W Chinach wskaźnik wyprzedzający PMI dla przemysłu stalowego wyraźnie wzrósł w 2017 roku i utrzymuje się obecnie na najwyższym od 2011 roku poziomie (52,3 pkt). Wraz z wyższymi wolumenami produkcji stali poprawia się rentowność dla producentów wielkopiecowych na podstawowych wyrobach. Z drugiej strony ograniczenie produkcji węgla kamiennego w Chinach (o 440 mln ton w 2016 i 2017 roku) wpłynęło na większe uzależnienie od importu węgla koksowego (wg naszych szacunków do 15,5% w 2017 roku z 13,4% rok wcześniej). W efekcie wszelkiego rodzaju zakłócenia w transporcie surowca do Chin znajdują odzwierciedlenie w jego wyższych cenach (np. cyklon Debbie w 2017 roku). Naszym zdaniem popyt na stal w Polsce w najbliższych dwóch latach będzie dalej wspierany przez dobre dane z rynku nieruchomości (rekordowa ilość rozpoczynanych projektów mieszkaniowych), rosnącą ilość projektów infrastrukturalnych związanych z nowym budżetem UE (wydatki na infrastrukturę +10% w 2018 roku) oraz mocne dane z europejskiego przemysłu (PMI w EU najwyżej odkad prowadzone są statystyki). Wznowiamy naszą rekomendację dla Grupy JSW z zaleceniem kupuj, a cenę docelową ustalamy na poziomie 122,30 PLN akcja.

Cła na import stali zwiększają rentowność lokalnych hut

W 2016 roku KE nałożyła cła antydumpingowe na import produktów stalowych między innymi z Chin i Rosji, które wygasną najszybciej w 2021 roku. W sumie ustalono 39 ceł importowych, a ich wprowadzenie spowodowało odbicie cen produktów końcowych i rentowności producentów. Wyższe marże dla wytwórców stali w Europie zmniejszają ryzyko zamykania lokalnych mocy produkcyjnych, a w efekcie także spadku popytu na koks.

Wyższe koszty wydobycia...

Po stronie kosztów wydobycia oczekujemy, że jednostkowy Mining Cash Cost w 2018 roku wyniesie 308,2 PLN/t (+4% r/r). Najwyższej dynamiki wzrostu kosztów w obszarze wydobycia oczekujemy w zakresie usług obcych (+10,6% r/r), zużycia materiałów i energii (+8,9% r/r) oraz kosztów pracowniczych (+4,2% r/r). Mimo wyższych kosztów Grupa JSW korzystać będzie na zwiększeniu różnicy pomiędzy ceną koksu a węglem koksującym (w 1Q'18 to około 360 PLN/t wobec 313,6 PLN/t w 2017 roku), około 4% r/r wzrostu cen sprzedaży węgla energetycznego (do 246,8 PLN/t) oraz 2,7% wyższej produkcji węgla w Grupie (15,5 mln ton).

Najtańsza spółka z sektora z dużą poduszką gotówki

Obecnie JSW jest notowana z około 14-47% dyskontem do sektora na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA (praktycznie najtańsza spółka w grupie). Mimo oczekiwanych zwiększonych nakładów inwestycyjnych w 2018 roku (oczekujemy 1,4 mld PLN) szacujemy, że w 2018 roku wartość wolnego przepływu gotówki z działalności operacyjnej przekroczy 1,7 mld PLN wobec ponad 2,0 mld PLN w 2017 roku. W efekcie na koniec 2018 roku Grupa posiadać będzie prawie 3,0 mld PLN gotówki netto (25 PLN/akcję).

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	6 934,9	6 731,3	8 958,9	9 670,3	9 214,7
EBITDA (skor.)	1 036,8	1 054,5	3 642,4	3 687,1	2 903,2
marża EBITDA	15,0%	15,7%	40,7%	38,1%	31,5%
EBIT (skor.)	-326,1	215,7	2 817,2	2 789,0	1 796,4
Zysk netto (skor.)	-373,9	-2,1	2 165,3	2 235,3	1 439,4
P/E (skor.)	-	-	5,5	5,3	8,2
P/CE	-	14,0	3,0	3,8	4,7
P/BV	3,1	3,0	1,7	1,3	1,2
EV/EBITDA (skor.)	12,8	11,8	2,9	2,4	3,0
DPS	0,00	0,00	0,00	2,00	7,62
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	7,5%

Cena bieżąca	101,00 PLN
Cena docelowa	122,30 PLN
Kapitalizacja	11,9 mld PLN
Free float	5,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	45,5 mln PLN

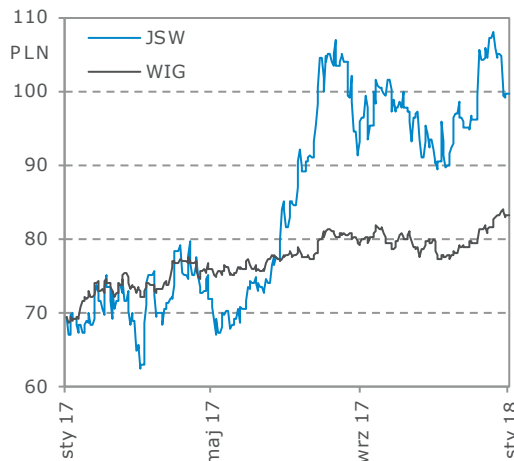
Akcjonariat

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	122,30	-	kupuj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
JSW	101,00	122,30	+21,1%

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 6-9 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 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 opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi bankowe.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 30 stycznia 2018 o godzinie 08:25.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 30 stycznia 2018 o godzinie 08:25.

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 Domu Maklerskiego mBanku.

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.

Dom Maklerski mBanku nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki JSW.

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@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 Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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