

05.04.2023 08:40

Rekomendacja KUPUJ

Cena docelowa 31.12.2023 [PLN]	71,00
Wycena DCF [PLN]	60,20
Wycena porównawcza [PLN]	78,15
Cena rynkowa [PLN]	45,78
Pot.wzrostu/spadku [%]	55,09%
Kapitalizacja [mln PLN]	5 375,1
Free float [mln PLN]	2 409,7
Sektor	GÓRNICTWO
Kod GPW	JSW
Bloomberg	JSW PW

Analitik:
Artur Wizner

Tel.: (22) 53 95 548

Profil Spółki:

Grupa to największy producent wysokiej jakości węgla koksowego typu 35 (hard) i znaczący producent koksu w Unii Europejskiej. Spółka produkuje także węgiel do celów energetycznych, który sprzedawany jest głównie do elektrowni i elektrociepłowni. W skład JSW wchodzi 5 kopalni węgla kamiennego: Borynia-Zofiówka-Jastrzębie, Budryk, Knurów-Szczygłowice, Krupiński i Pniówek.

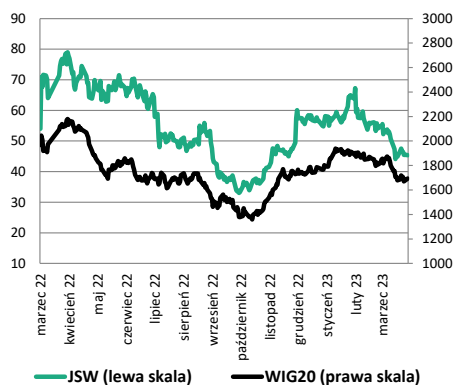
 Źródło: www.gpw.pl
Główni Akcjonariusze : [%]

Skarb Państwa	55,17
OFE Nationale-Nederlanden	2,67
OFE UNIQA	0,80

Czynniki wzrostu
Czynniki ryzyka

Utrzymanie się wysokich cen węgla
Zwiększenie uzysku węgla
Pozytywny wpływ sankcji na Rosję

Podatek od nadzwyczajnych zysków
Unijne regulacje dot. metanu
Wachania kursów walut

[PLN] NOTOWANIA AKCJI JSW W WARSZAWIE [PKT]


Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

JSW S.A.

Raport Analityczny

Ubiegły rok był bardzo obfity w wydarzenia wywierające bezpośredni lub pośredni wpływ na notowania JSW. Jeszcze nigdy otoczenie rynkowe aż tak nie sprzyjało Grupie. Ceny węgla koksowego oraz koksu zbliżyły się do okolic 600 USD za tonę. Dodatkowo Grupa wykorzystwała wzrost cen węgla do celów energetycznych a także była beneficjentem taniego złotego wobec dolara. JSW odnotowało rekordowe przychody na poziomie 20 198,5 mln zł, które przełożyły się na rekordowe wyniki na wszystkich poziomach zysku. Perturbacje na rynkach będące konsekwencją rozpoczęcia przez Rosję wojny na Ukrainie powoli się stabilizują, natomiast wycenie JSW ciąży wiele utrzymujących się czynników ryzyka. Pomimo utrzymania węgla koksującego na liście surowców krytycznych UE istnieje ryzyko uchwalenia unijnej dyrektywy metanowej, która wprowadzona w obecnym kształcie może doprowadzić do przyspieszonego zamknięcia kopalni węgla energetycznego, a następnie węgla koksowego. Takiego scenariusza nie zakładamy w naszych prognozach, natomiast w wycenie uwzględniamy wprowadzenie podatku od nadmiarowych zysków osiągniętych w 2022 roku tzw. windfall tax oraz podwyżki i premie dla pracowników, zakładając wzrost jednostkowego Mining cash cost do poziomu 600 zł/t w 2023 roku. Dystrybucję zysku do akcjonariuszy w postaci dywidendy przewidujemy od 2025 roku (po spłacie pożyczki z PFR). Spodziewamy się spowolnienia gospodarczego w Europie, w szczególności w budownictwie i branży automotive, co przełoży się na spadek zapotrzebowania na wyroby stalowe.

Prognozujemy 15 mld przychodów w 2023 roku (-22% r/r), co przy średnim kursie złotówki do USD na poziomie 4,4 zł oraz utrzymaniu w ryzach pozostałych kosztów powinno się przełożyć na 3,8 mld zł zysku EBITDA oraz 2,25 mld zł zysku netto. Implikuje to obniżenie ceny docelowej na 71 zł i utrzymanie naszej rekomendacji Kupuj.

[mln PLN]	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	20 199	14 967	13 469	12 204	12 037	11 569
EBITDA	10 382	3 810	2 894	1 891	2 167	1 656
marża EBITDA	51,4%	25,5%	21,5%	15,5%	18,0%	14,3%
EBIT	9 336	2 701	1 719	646	847	257
Wynik netto	7594	2250	1450	554	692	208
Kapitał własny	15 938	18 188	19 638	20 191	20 449	20 490
Dług netto	-2962	-1711	-2369	-1858	-903	593
P/E	0,7	2,4	3,7	9,7	7,8	25,9
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	0,2	1,0	1,0	1,9	2,1	3,6
DY	0,00%	0,00%	0,00%	8,09%	3,09%	3,86%

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

JSW S.A.

Raport Analityczny

Spis treści

1. OSTATNIE WYDARZENIA WPŁYWAJĄCE NA WYCENĘ	3
2. PODSUMOWANIE WYNIKÓW ZA 2022 ROK	4
3. WYCENA	6
4. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH.....	10
5. CZYNNIKI RYZYKA	17
6. ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	20

1. OSTATNIE WYDARZENIA WPLYWAJĄCE NA WYCENĘ

- ✚ JSW stara się o uzyskanie finansowania na poziomie ok. 1,65 mld zł w formule Sustainability Linked Loan - poinformowano w komunikacie prasowym. Spółka chciałaby wykorzystać środki na m. in. zielone inwestycje, rozwój Programu Gospodarczego Wykorzystania Metanu.
- ✚ JSW ma zabezpieczone środki na ewentualny podatek od nadmiarowych zysków - poinformował wiceprezes JSW Robert Ostrowski.
- ✚ Zarząd JSW nie będzie rekomendował wypłaty dywidendy za rok 2022 - poinformowała spółka w raporcie rocznym.
- ✚ Węgiel koksowy i miedź znalazły się na proponowanej liście surowców krytycznych UE - wynika z aneksu do projektu europejskiego rozporządzenia w sprawie surowców krytycznych. Komisja Europejska od 2011 roku publikuje Listę Surowców Krytycznych (CRM - Critical Raw Materials) dla UE. Węgiel koksowy został na nią wpisany w 2014 roku i od tego czasu utrzymuje status surowca krytycznego dla europejskiego przemysłu.
- ✚ Jastrzębska Spółka Węglowa pozyskała ok. 16,8 mln zł z rządowego programu pomocy dla sektorów energochłonnych - podała spółka w komunikacie prasowym.
- ✚ Zarząd Jastrzębskiej Spółki Węglowej zawarł porozumienie z reprezentatywnymi organizacjami związkowymi w sprawie wzrostu funduszu płac od 1 stycznia 2023 roku o 15,4 proc., czyli o ok. 580 mln zł - podało JSW w komunikacie.
- ✚ W 2022 roku wynagrodzenia w JSW wzrosły o 10 proc. W lipcu ub. roku pracownikom wypłacono także jednorazową nagrodę w wysokości od 13 tys. do 19 tys. zł brutto, co kosztowało spółkę ok. 480 mln zł.
- ✚ JSW planuje w '23 wydać na likwidację szkód podobną kwotę r/r. JSW, która w 2022 roku wydała na likwidację szkód górniczych 106,5 mln zł, planuje, że w tym roku koszty mogą być podobne - poinformował Piotr Pyzik, wiceminister aktywów państwowych.
- ✚ JSW zakłada, że w '23 wydobycie węgla może wynieść ok. 14 mln ton. Jastrzębska Spółka Węglowa przewiduje w przyszłym roku potencjał wydobycia węgla na ok. 14 mln ton - poinformowali przedstawiciele spółki. Koksownia Przyjaźń może uzyskać 100 proc. zdolności produkcyjnych od drugiego kwartału 2023 r.
- ✚ JSW zawarła aneks do umowy wieloletniej z ArcelorMittal Poland i uzgodniła warunki współpracy ws. dostaw węgla koksowego w latach 2023-25 - podała JSW w komunikacie. Jak podano, umowa zakłada kontynuację współpracy stron, a szacunkowa wartość umowy w latach 2023 - 2025 może przekroczyć 7 mld zł.
- ✚ Jastrzębska Spółka Węglowa chce docelowo zgromadzić w Funduszu Stabilizacyjnym Zamkniętym ok. 5 mld zł - poinformowała spółka w komunikacie prasowym. W październiku wartość aktywów netto FIZ ma wzrosnąć do kwoty 4,7 mld zł.
- ✚ Należąca do grupy JSW koksownia „Przyjaźń” przywraca produkcję - poinformowała JSW w komunikacie prasowym.
- ✚ Rada nadzorcza JSW pozytywnie zaopiniowała wniosek zarządu spółki i zgodziła się na zasilenie JSW Stabilizacyjnego Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego środkami do kwoty 1,5 mld zł - podała JSW. Zasilenie funduszu planowane jest w październiku (2022).

2. PODSUMOWANIE WYNIKÓW ZA 2022 ROK

DANE FINANSOWE (mln PLN)	1Q 2020	2Q 2020	3Q 2020	4Q 2020	1Q 2021	2Q 2021	3Q 2021	4Q 2021	1Q 2022	2Q 2022	3Q 2022	4Q 2022
Przychody	1 966,00	1 487,70	1 730,00	1 805,70	1 998,10	2 178,90	2 579,20	3 872,90	4 930,90	5 972,30	3 719,08	3 208,08
EBITDA	50,60	-697,60	232,80	-45,87	104,40	151,50	659,20	1 525,35	2 635,60	3 187,40	1 577,92	1 110,33
EBIT	-233,80	-888,50	-111,80	-160,97	-193,90	-151,10	357,90	1 225,35	2 308,50	2 889,50	1 367,67	900,08
Zysk netto	-208,90	-764,90	-114,80	-191,37	-179,20	-151,40	267,80	947,61	1 850,30	2 355,40	1 115,19	736,83
Marża EBITDA	2,6%	-46,9%	13,5%	-2,5%	5,2%	7,0%	25,6%	39,4%	53,5%	53,4%	42,4%	34,6%
Marża EBIT	-11,9%	-59,7%	-6,5%	-8,9%	-9,7%	-6,9%	13,9%	31,6%	46,8%	48,4%	36,8%	28,1%
Marża netto	-10,6%	-51,4%	-6,6%	-10,6%	-9,0%	-6,9%	10,4%	24,5%	37,5%	39,4%	30,0%	23,0%

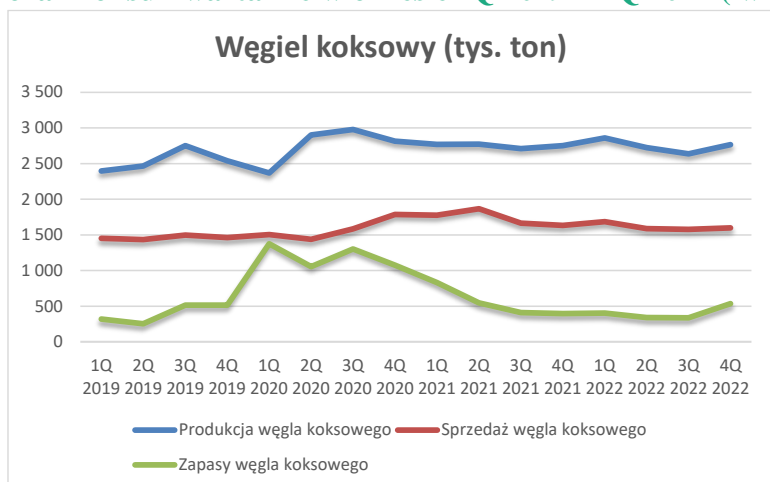
Źródło: DM Banku BPS S.A.

Wyniki JSW osiągnięte w 2022 roku oceniamy jako rewelacyjne i trudne do powtórzenia. Otoczenie rynkowe szczególnie w I półroczu bardzo sprzyjało Grupie. Ceny węgla koksowego przekraczały 600 USD za tonę. W drugiej połowie roku ceny zarówno węgla koksowego silnie spadły (w grudniu średnia cena sprzedaży wyniosła 259 USD/t), co przełożyło się na spadek przychodów oraz zysków w ujęciu kw/kw. W 2022 roku średnia cena sprzedaży węgla koksowego wyniosła 1510,49 zł, natomiast koksu 2 179,89 zł i były odpowiednio o 143,8% i 72,1% wyższe w porównaniu do 2021 roku. Dodatkowo Grupa wykorzystwała wzrost cen węgla do celów energetycznych, aby upłynnić jego zapasy poza realizacją umów wobec swoich stałych odbiorców (głównie energetyka). JSW była również beneficjentem taniego złotego wobec dolara, gdyż 80-90% produkcji sprzedaje w walucie obcej. Przychody Grupy w 2022 roku wyniosły 20 198,5 mln zł i były o 90% wyższe w porównaniu do 2021 roku. Wynik EBITDA JSW (bez zdarzeń jednorazowych) ukształtował się w na poziomie 11 319,2 mln zł. (wzrost o 290,2% w stosunku do 2021). Grupa wypracowała 7 593,8 mln zł zysku netto, w porównaniu do 952,6 mln zł w 2021 (+697,2%).

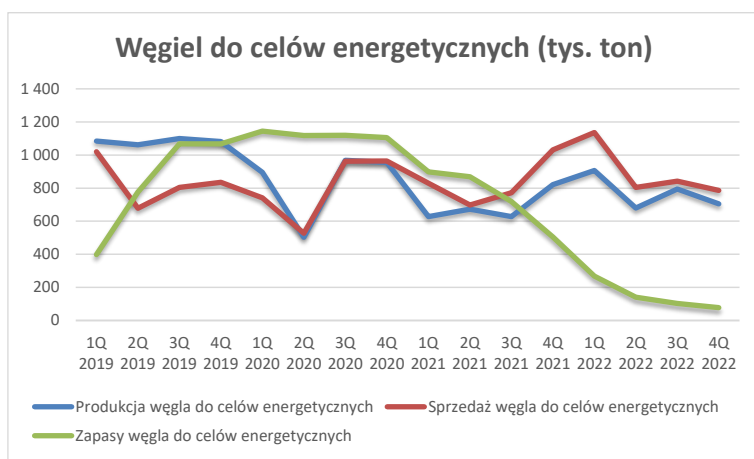
Produkcja węgla ogółem wzrosła o 2,3 proc. i wyniosła 14,07 mln ton, spadła natomiast o 12,1 proc. produkcja koksu, która osiągnęła poziom 3,22 mln ton.

Sprzedaż węgla wyprodukowanego w kopalniach JSW w 2022 była niższa o 2,5 proc. w porównaniu do 2021 roku ubiegłego i wyniosła 10,02 mln ton. Wielkość sprzedaży koksu spadła o 10,6 proc. i wyniosła 3,23 mln ton.

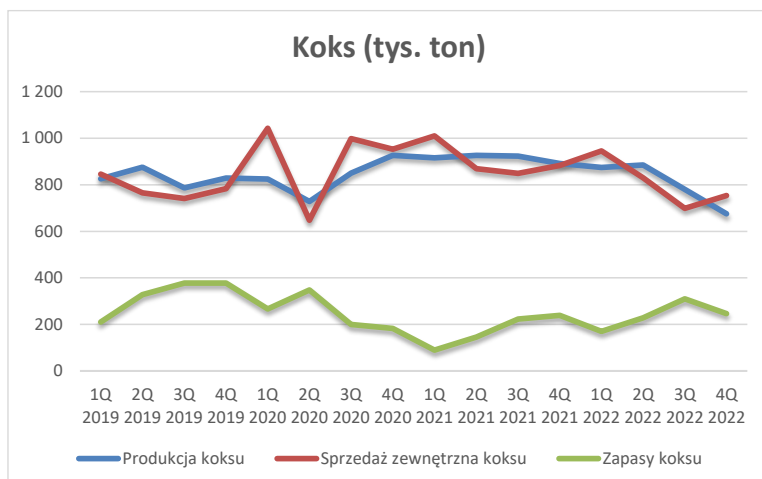
Produkcja, sprzedaż oraz zapasy węgla koksującego, węgla do celów energetycznych oraz koksu kwartalnie w okresie IQ 2019 – 4Q 2022 (w tys. ton)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka

3. WYCENA

Wartość akcji JSW S.A. dokonaną na podstawie wyceny DCF szacujemy na 60,20 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 78,15 PLN.

Wycena porównawcza

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	25%	78,15
Wycena DCF	75%	60,20
Cena wynikowa		64,70
Cena docelowa na 31 grudnia 2023 roku		71,00

Źródło: DM BPS, Bloomberg

W analizie porównawczej wycenę akcji JSW S.A. odnieśliśmy do 12 światowych spółek operujących w branży wydobywczej, wśród których znalazła się jedna polska spółka LWB. W związku z tym, że większość z tych spółek wydobywa zarówno węgiel metalurgiczny (koksujący), jak i węgiel do celów energetycznych w znacznie wyższych proporcjach niż JSW i z uwagi na aktualną sytuację rynkową, wprowadzamy dodatkowe dyskonto w wysokości 25% do wyceny.

Wycena porównawcza

MINING COMPANIES	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
LUBELSKI WEGIEL BOGDANKA SA	0,9	1,0	-	0,3	0,2	-	0,4	0,5	0,7
CHINA COAL ENERGY CO-A	4,7	4,7	4,3	0,7	0,7	0,6	2,6	2,6	2,7
YANKUANG ENERGY GROUP CO-A	5,5	5,5	5,0	1,6	1,4	1,2	3,9	3,8	3,8
CHINA SHENHUA ENERGY CO-A	7,8	7,6	7,4	1,4	1,3	1,2	4,1	4,1	4,1
EXXARO RESOURCES LTD	3,9	4,6	5,4	1,0	0,9	0,9	5,3	5,8	5,8
ADARO ENERGY INDONESIA TBK P	4,6	6,8	8,9	1,6	1,3	1,5	1,6	2,1	2,5
ALLIANCE RESOURCE PARTNERS	3,5	3,4	3,2	-	-	-	2,5	2,3	2,3
COAL INDIA LTD	4,7	6,1	6,4	2,4	2,1	1,9	2,5	3,1	3,3
CONSOL ENERGY INC	2,8	3,0	4,0	-	-	-	1,9	2,0	2,6
BUKIT ASAM TBK PT	4,6	5,9	6,5	1,4	1,3	1,3	2,2	2,9	3,7
WHITEHAVEN COAL LTD	2,1	3,0	4,1	1,1	0,9	0,8	0,9	1,3	1,8
ARCH COAL INC - A	2,9	4,1	4,9	-	-	-	2,1	2,8	3,2
Mediana	4,3	4,7	5,0	1,4	1,3	1,2	2,3	2,7	3,0
JASTRZEBSKA SPOLKA WEGLOWA S	2,4	3,7	9,7	0,3	0,3	0,3	1,9	2,7	3,8
premia (dyskonto)	-44%	-20%	93%	-78%	-79%	-78%	-21%	0%	29%
Wartość implikowanej wyceny	9 616	6 744	2 778	24 931	25 311	24 374	6 778	5 396	4 181
dyskonto	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Wycena 1 akcji (PLN)	61,4	43,1	17,7	159,3	161,7	155,7	43,3	34,5	26,7

Źródło: DM BPS, Bloomberg

Wycena DCF

W analizie DCF przyjęto następujące założenia:

- ✚ Beta na poziomie: 0,89 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie marzec 2021-marzec 2023).
- ✚ Premia za ryzyko: 7,4% (Damodaran)
- ✚ Stopa wolna od ryzyka w pierwszym roku prognozy: 6,04% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych), spadek o 0,5 pp r/r począwszy od 2025 roku
- ✚ Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M: 6,95%, spadek o 0,5 pp r/r począwszy od 2025 roku
- ✚ Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień wyceny
- ✚ Dług netto szacowany na dzień wyceny
- ✚ Wypłata dywidendy począwszy od 2025 roku (umowa pożyczki z PFR wyklucza taką możliwość) w wysokości 30% skonsolidowanego zysku netto zgodnie z obowiązującą polityką dywidendową.
- ✚ Podatek od zysków nadzwyczajnych („windfall tax”) w 2023 roku. Jednorazowy podatek w wysokości 50% dotyczący marż za 2022 rok wyższych od średniej dla marż za 2018, 2019 i 2021.
- ✚ Brak skupu akcji własnych
- ✚ Stopa wzrostu po okresie prognozy: 0% (co wynika z charakteru branży wydobywczej).

Wycena DCF

WYCENA metodą DCF [mIn PLN]	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TV
Przychody ze sprzedaży	20 198,5	14 966,8	13 469,1	12 203,9	12 036,8	11 569,5	11 569,5
segment węgiel	12 206,9	9 215,2	8 242,7	7 477,0	7 376,3	7 101,4	7 101,4
segment koks	6 883,3	5 651,5	5 126,3	4 626,9	4 560,5	4 368,0	4 368,0
EBITDA	10 381,9	3 809,5	2 893,5	1 891,5	2 166,5	1 656,0	
EBIT	9 336,4	2 701,3	1 718,8	646,3	846,6	256,9	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	7550,9	2184,7	1390,1	522,7	684,7	207,7	207,7
Amortyzacja	1045,5	1108,2	1174,7	1245,2	1319,9	1399,1	1399,1
CAPEX	2267,7	2313,4	2356,4	2334,9	2345,6	2340,2	1399,1
Inwestycje w kapitał obrotowy	449,4	-935,6	66,1	-235,2	190,6	-55,7	-55,75
Free Cash Flow to Firm (FCFF)		47,3	276,6	-801,4	-149,4	-788,8	630,0
Współczynnik dyskontujący		0,92	0,82	0,73	0,65	0,59	0,53
DFCF		43,4	225,5	-582,9	-97,4	-462,9	332,8
Stopa wzrostu po okresie prognozy		0,0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		5 685,7					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		4 811,5					
Dług netto/(gotówka netto)		-2 653,2					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		7 067,9					
Liczba akcji [w tys.]		117					
Cena jednej akcji [PLN]		60					
Przychody zmiana r/r		-25,9%	-10,0%	-9,4%	-1,4%	-3,9%	
EBIT zmiana r/r		-71,1%	-36,4%	-62,4%	31,0%	-69,7%	
FCF zmiana r/r		-	484,2%	-389,7%	-81,4%	428,0%	
Marża EBITDA		25,5%	21,5%	15,5%	18,0%	14,3%	
Marża EBIT		18,0%	12,8%	5,3%	7,0%	2,2%	
Marża NOPLAT		14,6%	10,3%	4,3%	5,7%	1,8%	
CAPEX/Przychody		15,5%	17,5%	19,1%	19,5%	20,2%	
CAPEX/Amortyzacja		208,7%	200,6%	187,5%	177,7%	167,3%	
Zmiana kapitału obrotowego		-935,59	66,05	-235,21	190,57	-55,75	
Kalkulacja WACC		2023	2024	2025	2026	2027	TV
Stopa wolna od ryzyka		6,04%	6,04%	5,54%	5,04%	4,54%	4,54%
Premia za ryzyko		7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Beta		0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89
Beta (zlewarowana)		0,97	0,96	0,92	0,92	0,92	0,92
Koszt kapitału własnego		13,3%	13,2%	12,3%	11,8%	11,3%	11,3%
Udział kapitału własnego		59,1%	68,3%	73,3%	74,2%	74,8%	74,8%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu		5,7%	5,7%	5,3%	4,9%	4,5%	6,0%
Udział kapitału obcego		40,9%	31,7%	26,7%	25,8%	25,2%	25,2%
WACC		12,46%	12,48%	12,07%	11,58%	11,08%	11,08%

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

Wrażliwość modelu DCF

Zmiana wartości ceny akcji metodą DCF ze względu na zmianę średniej ceny węgla koksowego HCC [USD/t] oraz kursu dolara USD w okresie prognozy.

		Cena węgla koksowego HCC [USD/t]								
		250	253	255	258	260	263	265	268	270
USD/PLN	4,33	9	18	27	36	44	53	62	71	79
	4,35	14	23	32	41	50	58	67	76	85
	4,38	19	28	37	46	55	64	73	82	90
	4,40	24	33	42	51	60	69	78	87	96
	4,43	30	39	47	56	65	74	83	92	101
	4,45	35	44	53	62	71	80	89	98	107
	4,48	40	49	58	67	76	85	94	103	112

Źródło: Szacunki DM Banku BPS S.A.

Zmiana wartości ceny akcji metodą DCF ze względu na zmianę średniej ceny węgla koksowego HCC [USD/t] oraz współczynnika węgla/koksu w okresie prognozy.

		Cena węgla koksowego HCC [USD/t]								
		250	253	255	258	260	263	265	268	270
współczynnik ceny węgla/ koksu	1,31	2	10	19	28	36	45	54	63	71
	1,34	9	18	27	36	44	53	62	71	79
	1,37	17	26	35	43	52	61	70	79	88
	1,40	24	33	42	51	60	69	78	87	96
	1,43	32	41	50	59	68	77	86	95	104
	1,46	40	49	58	67	76	85	94	103	112
	1,49	47	57	66	75	84	93	102	112	121

Źródło: Szacunki DM Banku BPS S.A.

Zmiana wartości ceny akcji metodą DCF ze na zmianę jednostkowego Mining Cash Cost oraz średniej ceny węgla koksowego HCC [USD/t].

		Cena węgla koksowego HCC [USD/t]								
		250	253	255	258	260	263	265	268	270
Jednostkowy Mining Cash Cost	615,00	7	16	24	33	42	51	60	69	78
	610,00	13	21	30	39	48	57	66	75	84
	605,00	18	27	36	45	54	63	72	81	90
	600,00	24	33	42	51	60	69	78	87	96
	595,00	30	39	48	57	66	75	84	93	102
	590,00	36	45	54	63	72	81	90	99	108
	585,00	42	51	60	69	78	87	96	105	114

Źródło: Szacunki DM Banku BPS S.A.

4. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH

Prognoza na lata 2023-2027

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027
Przychody ze sprzedaży	8 669,5	10 629,1	19 190,2	14 966,8	13 469,1	12 203,9	12 036,8	11 569,5
<i>zmiana r/r</i>	-0,03%	22,60%	80,54%	-22,01%	-10,01%	-9,39%	-1,37%	-3,88%
Koszty wytworzenia	-9 092	-8 034	-9 553	-10 243	-9 794	-9 308	-9 408	-9 476
<i>zmiana r/r</i>	28,63%	-11,63%	18,90%	7,23%	-4,39%	-4,96%	1,08%	0,72%
ZBzS	-422	2 595	10 646	4 724	3 675	2 896	2 629	2 093
<i>zmiana r/r</i>	-	-	310,22%	-55,63%	-22,20%	-21,19%	-9,25%	-20,37%
<i>marża</i>	-4,87%	24,42%	55,48%	31,56%	27,29%	23,73%	21,84%	18,09%
Koszty sprzedaży	-333	-278	-357	-431	-330	-292	-310	-286
Koszty ogólnego zarządu	-565	-685	-827	-893	-964	-1 032	-1 104	-1 181
EBITDA	-729	2 302	10 382	3 810	2 894	1 891	2 167	1 656
<i>zmiana r/r</i>	-	-	351,03%	-63,31%	-24,05%	-34,63%	14,54%	-23,56%
<i>marża</i>	-8,41%	21,66%	54,10%	25,45%	21,48%	15,50%	18,00%	14,31%
EBIT	-1 748	1 262	9 336	2 701	1 719	646	847	257
<i>zmiana r/r</i>	-	-	639,58%	-71,07%	-36,37%	-62,40%	31,00%	-69,66%
<i>marża</i>	-20,16%	11,88%	48,65%	18,05%	12,76%	5,30%	7,03%	2,22%
ZB	-1 884	1 167	9 389	2 782	1 792	684	856	257
<i>zmiana r/r</i>	-	-	704,78%	-70,37%	-35,58%	-61,81%	25,10%	-70,03%
<i>marża</i>	-21,73%	10,98%	48,93%	18,59%	13,31%	5,61%	7,11%	2,22%
ZN	-1 541	953	7 594	2 250	1 450	554	692	208
<i>zmiana r/r</i>	-	-	697,17%	-70,37%	-35,58%	-61,81%	25,10%	-70,03%
<i>marża</i>	-17,8%	9,0%	39,6%	15,0%	10,8%	4,5%	5,8%	1,8%

Źródło: DM Banku BPS S.A.

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	6 936,0	10 629,1	20 198,5	14 966,8	13 469,1	12 203,9	12 036,8	11 569,5
Koszt własny sprzedaży	7 337,3	8 033,9	9 552,5	10 243,0	9 793,8	9 307,5	9 408,2	9 476,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	- 401,3	2 595,2	10 646,0	4 723,8	3 675,3	2 896,4	2 628,5	2 093,1
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	- 1 379,3	- 1 332,8	- 1 309,6	- 2 022,5	- 1 956,5	- 2 250,1	- 1 782,0	- 1 836,2
Zysk (strata) na sprzedaży	- 1 780,6	1 262,4	9 336,4	2 701,3	1 718,8	646,3	846,6	256,9
EBITDA	- 845,6	2 301,8	10 381,9	3 809,5	2 893,5	1 891,5	2 166,5	1 656,0
EBIT	- 1 780,6	1 262,4	9 336,4	2 701,3	1 718,8	646,3	846,6	256,9
Zysk (strata) brutto	- 1 867,6	1 166,7	9 389,4	2 782,5	1 792,4	684,4	856,2	256,6
Zysk (strata) netto	- 1 537,4	952,6	7 593,8	2 250,4	1 449,6	553,6	692,5	207,5

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

Prognoza bilansu

BILANS [mln PLN]	2 020	2 021	2 022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	11 638,5	12 070,2	19 110,8	20 516,5	21 591,6	22 593,8	23 620,6	25 063,2
Wartości niematerialne i prawne	152,2	163,4	116,2	82,6	88,8	95,5	102,7	110,4
Rzeczowe aktywa trwałe	8 995,6	9 383,4	10 374,3	11 579,4	12 761,1	13 850,7	14 876,4	15 817,6
Aktywa obrotowe	3 392,4	3 891,6	7 852,3	6 775,9	6 199,8	5 299,4	4 371,3	2 807,2
Zapasy	880,3	652,5	990,1	1 307,9	1 218,6	1 157,3	1 143,2	1 122,3
Należności krótkoterminowe	898,4	1 822,8	1 947,5	1 879,7	1 789,5	1 464,2	1 518,4	1 461,5
Inwestycje krótkoterminowe	1 610,3	1 347,1	4 884,8	3 518,5	3 122,6	2 608,3	1 640,2	153,8
Aktywa razem	15 030,9	15 961,8	26 963,1	27 292,4	27 791,4	27 893,2	27 991,9	27 870,4
Kapitał (fundusz) własny	7 321,0	8 297,8	15 937,5	18 187,9	19 637,5	20 191,1	20 448,7	20 490,1
Kapitał (fundusz) podstawowy	1 251,9	1 251,9	1 251,9	1 251,9	1 251,9	1 251,9	1 251,9	1 251,9
Kapitał (fundusz) zapasowy	906,5	887,6	902,7	902,7	902,7	902,7	902,7	902,7
Zyski zatrzymane	4 765,8	5 712,0	13 281,9	15 532,3	16 981,9	17 535,5	17 793,1	17 834,5
Zobowiązania i rezerwy	7 713,8	7 664,0	11 025,6	8 455,1	7 171,1	7 034,3	6 891,5	6 879,5
Zobowiązania długoterminowe	3 123,4	2 543,2	2 009,6	2 228,0	1 128,0	1 128,0	1 128,0	1 128,0
Długoterminowe	2 092,5	1 658,0	1 096,4	1 100,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	3 294,3	3 608,0	7 506,9	4 718,0	4 534,0	4 397,2	4 254,4	4 242,4
Krótkoterminowe	557,3	754,3	780,0	697,2	743,8	740,3	727,1	737,1
Pasywa razem	15 034,8	15 961,8	26 963,1	26 643,0	26 808,6	27 225,4	27 340,1	27 369,6

Źródło: DMBanku BPS S.A., spółka

Prognoza przepływów finansowych

CASH FLOW [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
CF Operacyjny	354,7	1 661,2	10 689,8	1 138,4	3 045,5	1 848,1	1 842,0	1 026,5
CF Inwestycyjny	-549,2	-1 620,2	-6 333,1	-2 276,5	-2 356,4	-2 334,9	-2 345,6	-2 340,2
CF Finansowy	1 441,2	-338,1	-818,5	-191,5	-1 085,0	-27,6	-464,5	-172,7
Przepływy pieniężne netto	1 246,7	-297,1	3 538,2	-1 329,6	-395,9	-514,3	-968,1	-1 486,4
Środki pieniężne na początek okresu	350,3	1 597,0	1 299,9	4 838,1	3 508,5	3 112,6	2 598,3	1 630,2
Środki pieniężne na koniec okresu	1 597,0	1 299,9	4 838,1	3 508,5	3 112,6	2 598,3	1 630,2	143,8

Źródło: DMBanku BPS S.A., spółka

Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	-20,0%	53,2%	80,5%	-22,0%	-10,0%	-9,4%	-1,4%	-3,9%
EBITDA zmiana r/r	-186,9%	-372,2%	351,0%	-63,3%	-24,0%	-34,6%	14,5%	-23,6%
EBIT zmiana r/r	-1978,3%	-170,9%	639,6%	-71,1%	-36,4%	-62,4%	31,0%	-69,7%
Zysk netto zmiana r/r	853,7%	-162,0%	697,2%	-70,4%	-35,6%	-61,8%	25,1%	-70,0%
Marża brutto na sprzedaży	-5,8%	24,4%	52,7%	31,6%	27,3%	23,7%	21,8%	18,1%
Marża EBITDA	-12,2%	21,7%	51,4%	25,5%	21,5%	15,5%	18,0%	14,3%
Marża EBIT	-25,7%	11,9%	46,2%	18,0%	12,8%	5,3%	7,0%	2,2%
Marża brutto	-26,9%	11,0%	46,5%	18,6%	13,3%	5,6%	7,1%	2,2%
Marża netto	-22,2%	9,0%	37,6%	15,0%	10,8%	4,5%	5,8%	1,8%
COGS / Przychody	120,0%	84,6%	53,2%	77,3%	82,3%	87,1%	89,9%	94,6%
SG&A / Przychody	24,4%	17,4%	8,3%	16,8%	17,6%	20,8%	17,7%	18,7%
SG&A / COGS	20,4%	20,5%	15,5%	21,8%	21,4%	23,9%	19,7%	19,8%
ROE	-21,0%	11,5%	47,6%	12,4%	7,4%	2,7%	3,4%	1,0%
ROA	-10,2%	6,0%	28,2%	8,2%	5,2%	2,0%	2,5%	0,7%
Dług	2 649,8	2 412,3	1 876,4	1 797,2	743,8	740,3	727,1	737,1
D/(D+E)	7,8%	10,2%	0,0%	9,3%	15,3%	15,4%	14,8%	0,0%
D/E	36,2%	29,1%	11,8%	9,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,6%
Odsetki / EBIT	-5,3%	8,2%	1,5%	4,2%	1,8%	3,7%	1,9%	6,5%
Dług netto	1 052,5	1 112,5	-2 961,5	-1 711,3	-2 368,8	-1 858,0	-903,1	593,3
Dług netto / Kapitał własny	14,4%	13,4%	-18,6%	-9,4%	-12,1%	-9,2%	-4,4%	2,9%
Dług netto / EBITDA	-124,5%	48,3%	-28,5%	-44,9%	-81,9%	-98,2%	-41,7%	35,8%
Dług netto / EBIT	-59,1%	88,1%	-31,7%	-63,4%	-137,8%	-287,5%	-106,7%	231,0%
EV	4322,6	4262,6	8336,6	7086,4	7743,9	7233,1	6278,2	4781,8
Dług / EV	61,3%	56,6%	22,5%	25,4%	9,6%	10,2%	11,6%	15,4%
CAPEX / Przychody	15,9%	9,9%	11,2%	15,5%	17,5%	19,1%	19,5%	20,2%
CAPEX / Amortyzacja	117,6%	86,1%	216,9%	208,7%	200,6%	187,5%	177,7%	167,3%
Amortyzacja / Przychody	13,5%	11,5%	5,2%	7,4%	8,7%	10,2%	11,0%	12,1%
Zmiana KO / Przychody	-2,2%	6,1%	2,2%	-6,3%	0,5%	-1,9%	1,6%	-0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	8,9%	17,5%	4,7%	17,9%	-4,4%	18,6%	-114,0%	11,9%

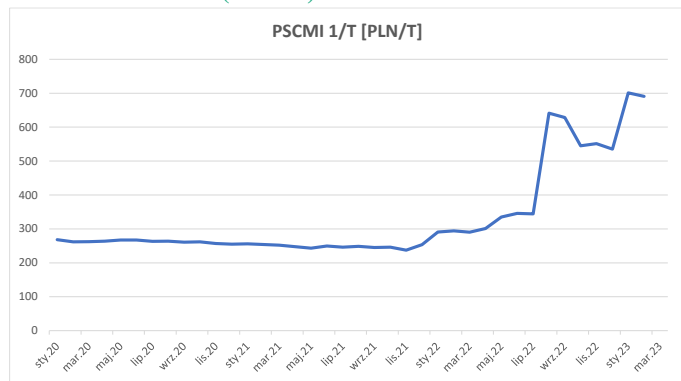
Źródło: DMBanku BPS S.A.

Sytuacja makroekonomiczna

Otoczenie makroekonomiczne w 2022 roku, a w szczególności w jego pierwszym półroczu było niezwykle sprzyjające dla JSW. Pierwszym czynnikiem było ożywienie we wracającej do normalnego funkcjonowania po okresie pandemii gospodarce (budownictwo, automotive), co przełożyło się na wzrost zapotrzebowania na wyroby stalowe. Drugim znacznie istotniejszym dla Grupy czynnikiem był wybuch wojny na Ukrainie, który wprowadził znaczne turbulencje na rynkach. Ceny węgla koksowego, energetycznego oraz koksu wystrzeliły do nienotowanych nigdy wcześniej poziomów w obawie o ich dostępność na rynku, po wprowadzeniu sankcji na Rosję.

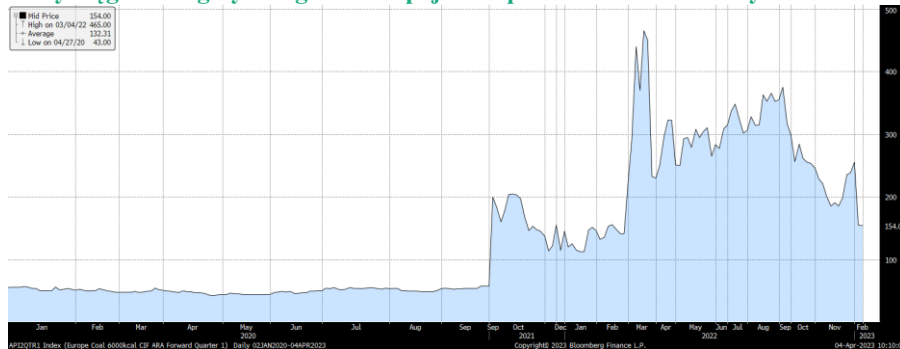
Według danych Agencji Rozwoju Przemysłu (ARP) import węgla do Polski wzrósł o 61,7 proc. rok do roku i wyniósł ponad 20,2 mln ton w 2022 r. Węgla energetycznego zakupiono 17,2 mln ton, a węgla koksowego ok. 3 mln ton. Eksport węgla w tym samym czasie wyniósł 4,7 mln ton, czyli o 19,2 proc. mniej rok do roku. Według raportu ARP importowany węgiel docierał w ubiegłym roku do Polski m.in. z Indii, Australii, Kazachstanu, Mozambiku, Indonezji, Czech, RPA, Kanady, Botswany, Norwegii, Ukrainy i (jeszcze na początku roku) z Rosji. Uważamy, że tak długo jak będzie trwała wojna na Ukrainie, sankcje nałożone na Rosję (w tym zakaz importu węgla) zostaną utrzymane, ceny węgla energetycznego mogą się utrzymywać na wyższym poziomie. Bieżące notowania indeksu PSCMI (cen w sprzedaży do energetyki zawodowej i przemysłowej) znajdują się na rekordowo wysokich poziomach, mimo że ceny w europejskich portach wskazują na powrót do średniej z 2021 roku.

Notowania indeksu PSCMI 1/T (Polskiego Indeksu Rynku Węgla Energetycznego) w okresie styczeń 2020-marzec 2023 (PLN/T)



Źródło: polskirynekwegla.pl

Ceny węgla energetycznego w europejskich portach* w okresie styczeń 2020-marzec 2023 (USD/T)



Źródło: Bloomberg, notowania EUR Coal Forward Q1 Index, * porty ARA (Amsterdam-Rotterdam-Antwerpia)

Grupa JSW konsekwentnie zmniejsza udział węgla energetycznego w wydobywaniu z 31,1% w 2018 do 20% w 2021 roku. Zgodnie ze strategią, udział ten ma dalej być zmniejszany do 10% w 2025 i do 7% w 2030 roku. Przy podobnych kosztach wydobywania, produkcja węgla energetycznego była dla Grupy nieopłacalna. JSW sprzedaje węgiel energetyczny na podstawie długoterminowych umów z odbiorcami po zakontraktowanych cenach, stąd ten segment w niewielkim stopniu przekłada się na przychody Grupy.

Koncentrując się na możliwościach produkcyjnych węgla koksowego, uległy one dużemu zmniejszeniu po wypadkach do jakich doszło w kwietniu 2022 w kopalniach Zofiówka oraz Pniówek a także pożaru w KWK Knurów-Szczygłowie w marcu 2023. Dodatkowej produkcji nie wesprze również kopalnia Jastrzębie Bzie, która przestaje formalnie istnieć. Będzie stanowić część kopalni Borynia-Zofiówka. Po wydrążeniu głębokiego na ponad kilometr szybu okazało się, że dobry koksujący węgiel faktycznie tam jest, ale pokład przecinają uskoki, co uniemożliwia opłacalną eksploatację. Biorąc te czynniki pod uwagę, zakładamy łączną produkcję węgla w 2023 na poziomie zbliżonym do 2022 roku czyli ok. 14 mln ton.

Po stronie popytowej kluczową determinantą sprzedaży węgla koksowego jest produkcja stali. Według prognoz Rethink Technology Research globalne zapotrzebowanie na stal do roku 2050 ma wzrosnąć o ponad 60%, a produkcja stali w Unii Europejskiej o 30% do ok. 200 mln ton. W ubiegłym roku w większości europejskich krajów produkcja stali spadła, pomimo że popyt na stal ze strony głównych sektorów (budownictwo i automotive) utrzymywał się na relatywnie wysokim poziomie.

Produkcja stali w wybranych krajach w 2022 roku

Kraj	mln ton	zmiana r/r
Niemcy	36,8	▼ -8,4%
Włochy	21,6	▼ -11,6%
Francja	12,1	▼ -13,1%
Hiszpania	11,5	▼ -19,2%
Polska	7,7	▼ -8,6%
Austria	7,5	▼ -4,7%
Ukraina	6,3	▼ -70,70%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych WorldSteel

Produkcja i rejestracje nowych samochodów w wybranych krajach UE w 2022 roku

Kraj	mln EUR	zmiana r/r		zmiana r/r
Niemcy	3 336 116	▲ 13,2%	2 651 357	▲ 1,1%
Hiszpania	1 702 641	▲ 6,5%	813 396	▼ -5,4%
Czechy	1 190 160	▲ 8,7%	192 087	▼ -7,1%
Słowacja	964 072	▼ -1,3%	78 841	▲ 4,1%
Francja	940 690	▲ 10,3%	1 529 035	▼ -7,8%
Rumunia	507 269	▲ 20,6%	129 328	▲ 6,7%
Włochy	476 929	▲ 6,5%	1 316 702	▼ -9,7%
Węgry	441 776	▲ 6,0%	111 524	▼ -8,5%
Szwecja	257 446	▲ 1,6%	288 087	▼ -4,3%
Belgia	235 385	▲ 6,0%	366 303	▼ -4,4%
Razem UE	10 769 893	▲ 7,1%	9 255 930	▼ -4,6%

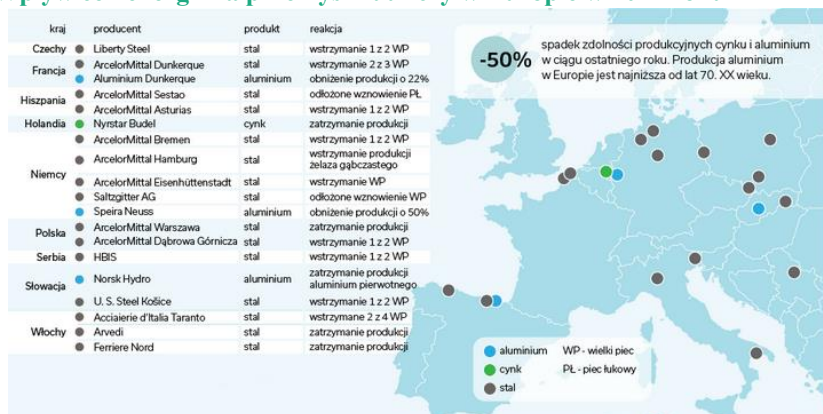
Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych ACEA

Do produkcji stali poza koksem może być wykorzystywany gaz ziemny oraz wodór. Biorąc pod uwagę aktualną sytuację na rynku gazu (ceny oraz dostępność) oraz o ok. 60% wyższy koszt produkcji stali metodą wodorową, zgodnie z naszymi oczekiwaniami węgiel koksujący został utrzymany na liście surowców krytycznych UE. W minionym roku na sytuację w europejskim hutnictwie miały wpływ następujące czynniki:

- Wysokie ceny energii. Czynnikiem ten doprowadził do wzrostu kosztów produkcji, a nawet wyłączenia szeregu energochłonnych mocy. Jesienna korekta cen energii, po gwałtownym wzroście od początku 2022 r., nieco poprawiła sytuację.

- Duża zmienność cen i popytu na stal. Po gwałtownych wzrostach w marcu i kwietniu w związku z obawami o dostępność wyrobów stalowych w wyniku rosyjskiej agresji na Ukrainę, firmy zaczęły zwiększać zapasy, pomimo gwałtownie rosnących cen. Od połowy kwietnia 2022 roku notowania stali zaczęły spadać i pomimo wzrostu kosztów produkcji do końca roku utrzymały się na poziomie sprzed rozpoczęcia wojny na Ukrainie. Dopiero od stycznia 2023 notowania stali zaczęły ponownie rosnąć, kiedy europejscy producenci podnieśli ceny.
- Spadek eksportu stali z UE. Europejska produkcja stali straciła na konkurencyjności z powodu rosnących cen energii w drugiej połowie roku.

Wpływ cen energii na przemysł hutniczy w Europie w 2022 roku

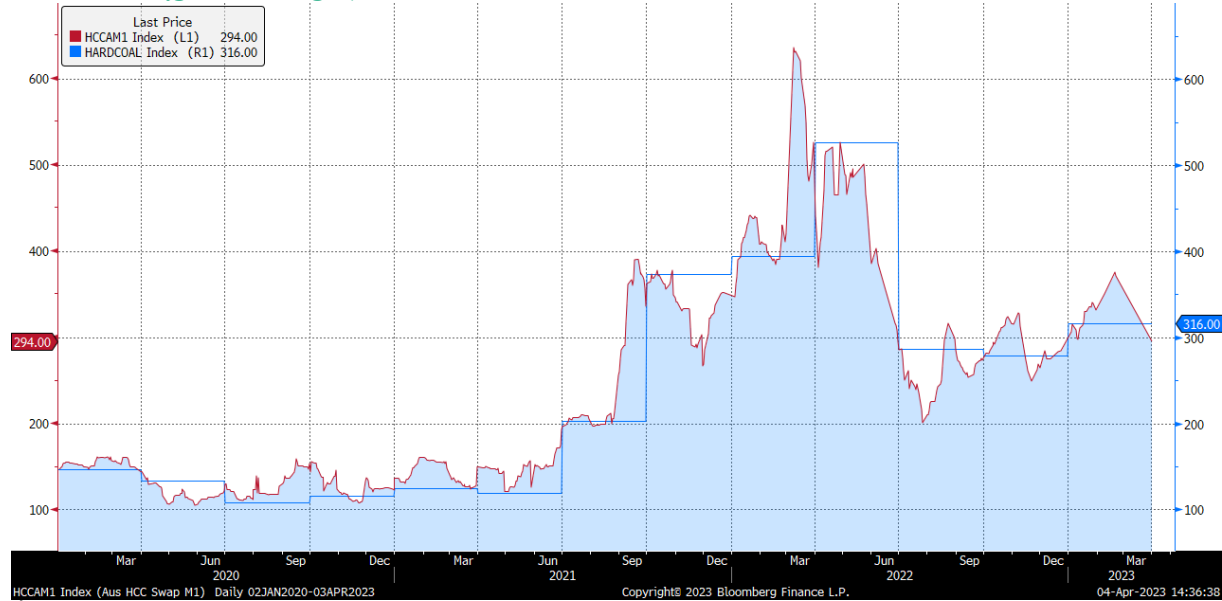


Źródło: wysokienapiecie.pl, stan na wrzesień 2022

Według producentów stali, spowolnienie aktywności gospodarczej w Europie, rosnący import stali spoza Unii Europejskiej, wzrost cen gazu i energii a także koszt zakupu uprawnień do emisji CO₂, sprawiają że produkcja stali w Europie może stać się nieopłacalna. Te czynniki sprawiły, że w ubiegłym roku produkcja w wielu europejskich hutach była wstrzymana. Początek 2023 roku przyniósł powiew optymizmu, słowacki US Steel Kosice wznowił pracę wszystkich trzech wielkich pieców, ArcelorMittal w styczniu ponownie uruchomił wielki piec A o wydajności 4,5 mln ton rocznie w zakładzie w Gijón (Hiszpania), a na początku lutego piec w Aviles, również w Polsce na początku stycznia został uruchomiony piec nr 3 w Dąbrowie Górniczej, jednak w marcu rozpoczęło się wygaszanie pieca nr 2 w związku z jego planowaną modernizacją. Według ArcelorMittal, inwestycja pochłonie 720 milionów złotych. Będzie to największe tego typu przedsięwzięcie w Polsce. Generalny remont ma przedłużyć pracę wielkiego pieca nr 2 nawet o 20 lat.

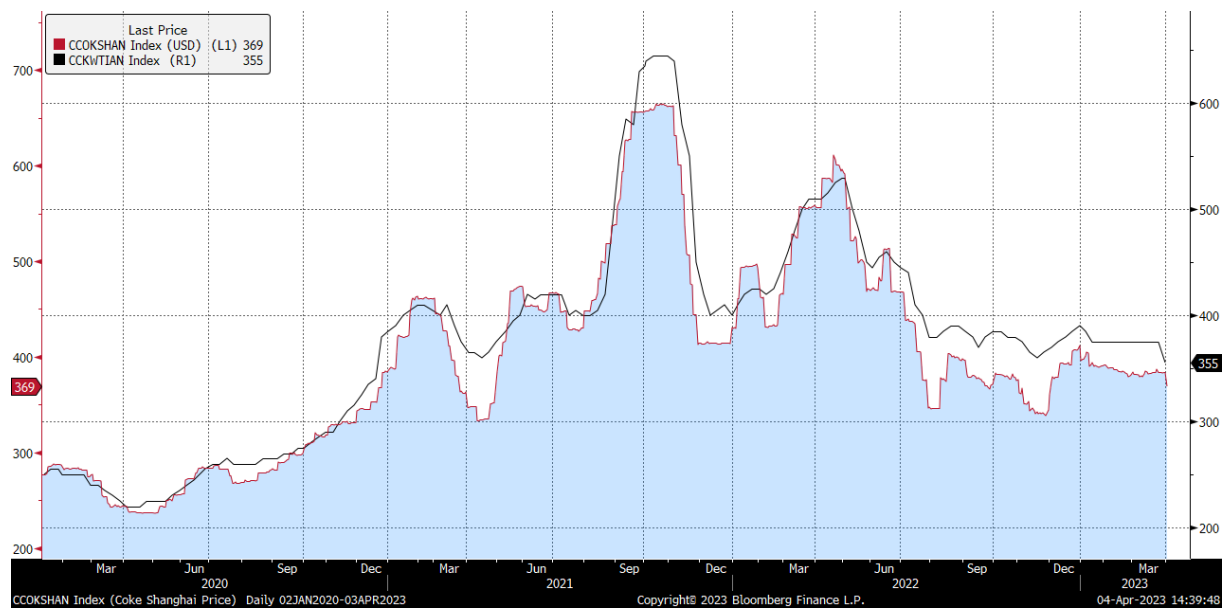
Pomimo pozytywnych sygnałów płynących z branży hutniczej, uważamy że ceny koksu mogą być pod dużą presją podaży. W ubiegłym roku znacząco wzrósł popyt na gaz koksowniczy, będący jednym z produktów ubocznych produkcji koksu w bateriach koksowniczych, co przy mniejszym wykorzystaniu koksu w produkcji stali sprawiło, że jego zapasy w Europie wzrosły. JSW prowadząc sprzedaż głównie poza Europę, nie odnotowała wzrostu zapasów koksu na koniec 2022 roku. Na przestrzeni długiego półrocza 2022 ceny koksu wyraźnie spadły i uważamy, że na aktualnym poziomie pozostaną w 2023 roku. Niewielkich wzrostów spodziewamy się w przypadku węgla koksowego, zakładając jego średnią cenę w 2023 roku na poziomie 280 USD/T.

Notowania węgla koksowego (HCCAM1 oraz HARDCOAL Index) w okresie marzec 2020 – marzec 2023



Źródło: Bloomberg, kurs HCCAM1 – lewa skala, kurs HARDCOAL – prawa skala

Notowania koksu (China 2nd Grade Coke Spot Price Shanghai [USD/t] oraz China 2nd Grade Coke Weekly Spot Export Price Tianjin [USD/t]) w okresie marzec 2020 – marzec 2023



Źródło: Bloomberg, kurs China 2nd Grade Coke Spot Price Shanghai [USD/t] – lewa skala, kurs China 2nd Grade Coke Weekly Spot Export Price Tianjin [USD/t] – prawa skala

5. CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko braku odporności modelu biznesowego na zmiany regulacyjne dotyczące oddziaływania na klimat.

Jednym z celów UE jest przeciwdziałanie zmianom klimatycznym poprzez ograniczenia zużycia naturalnych surowców energetycznych. Model biznesowy JSW jest wrażliwy na zmiany regulacyjne dotyczące tej sfery. Grupa JSW może zostać zmuszona do dostosowania swojej działalności do wymogów polityki klimatycznej Unii Europejskiej, co może wpływać negatywnie na osiągnięte wyniki finansowe w najbliższej przyszłości.

Ryzyko braku dopasowania modelu biznesowego do sytuacji spowolnienia gospodarczego.

Globalne spowolnienie gospodarcze, szczególnie widoczne w europejskim przemyśle stalowym, którego efektem jest wygaszanie wielkich pieców może silnie wpływać na wyniki finansowe Grupy JSW S.A., co może spowodować spadek rentowności prowadzonej działalności.

Ryzyko związane z niewielką dywersyfikacją działalności.

Większość przychodów Grupy pochodzi ze sprzedaży węgla oraz koksu, i dlatego działalność Grupy oraz wyniki z tej działalności są w istotny sposób zależne od popytu i podaży krajowej i międzynarodowej na węgiel i koks. Wyniki JSW zależą od rynków węgla i koksu, które charakteryzują się cyklicznością.

Ryzyko związane z koniunkturą w światowym przemyśle stalowym

Istotny udział w przychodach JSW S.A. stanowią przychody z produkcji węgla metalurgicznego, potrzebnego do produkcji koksu. Pogorszenie się koniunktury w branży stalowej i zapotrzebowania na stal może wpłynąć na istotny spadek przychodów Grupy.

Ryzyko związane z personelem

Dla JSW S.A. istotne znaczenie mają kompetencje i doświadczenie kluczowych managerów, w szczególności należących do ścisłego kierownictwa Spółki oraz osób stanowiących kadrę zarządzającą. W przypadku odejścia lub częstej rotacji kluczowych pracowników istnieje ryzyko pogorszenia się jakości procesu produkcji oraz wzrostu kosztów prowadzonej działalności.

Ryzyko związane z wydobywaniem

W tej kategorii największym zagrożeniem jest metan. Wraz ze wzrostem głębokości wydobywania, rośnie zagrożenie związane z tym gazem.

Ryzyko konkurencji

Spółka na chwilę obecną nie posiada poważnego konkurenta na terenie Unii Europejskiej. Biorąc jednak pod uwagę plany LW Bogdanki, która zapowiada prace nad rozszerzeniem działalności wydobywczej o nowe obszary, zwłaszcza te, gdzie możliwa będzie eksploatacja węgla koksowego, w niedalekiej przyszłości konkurent może się pojawić.

Ryzyko zmian unijnych regulacji

Głównym ryzykiem w tej kategorii jest ryzyko nie wpisania węgla koksującego na listę surowców strategicznych UE. Lista jest aktualizowana co trzy lata, a ostatnia miała miejsce w tym roku.

Kolejnym ryzykiem związanym z występowaniem metanu jest ryzyko włączenia tego gazu do europejskiego systemu handlu emisjami (ETS). Na razie opłatami i limitami obłożona jest emisja dwutlenku węgla.

Ryzyko wejścia w nowe obszary działalności

Wraz z postępującymi zmianami w zarządzie i zasiadaniem w nim osób, które mają coraz mniej wspólnego z górnictwem, rośnie ryzyko wejścia spółki w obszary, w których nie posiada odpowiednich kompetencji i doświadczenia, jak na przykład wykorzystanie metanu, wodoru czy fotowoltaikę, a tym samym braku należytej koncentracji na core-businessie, czyli wydobywaniu i sprzedaży węgla.

Ryzyko związków zawodowych

Mimo rosnącej mechanizacji i automatyzacji wydobywania, najważniejszego czynnika w spółce nie da się zastąpić - ludźmi. Związki zawodowe posiadają w JSW istotny głos, potrafiący zarówno uratować spółkę, w chwili jej największego kryzysu w 2015 roku, godząc się na cięcia wynagrodzeń, jak również potrafiący je wywalczyć, czego przejawem jest wielkość i częstotliwość wypłacanych w ostatnim okresie dodatkowych wynagrodzeń i bonusów.

Ryzyko polityczne

Wysoki udział Skarbu Państwa w akcjonariacie powoduje, że wielu inwestorów stosuje wycenę dyskonto z tego tytułu. Dotychczas ryzyko materializuje się poprzez powoływanie i odwoływanie członków zarządu, bez względu na osiągnięte rezultaty pracy oraz poprzez wiele prób zaangażowania spółki w obszary niezwiązane z jej podstawową działalnością.

WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW:

CAPEX (*ang. capital expenditures*) – wydatki inwestycyjne na rozwój produktu lub wdrożenie systemu (w tym na wartości niematerialne i prawne) w części, w której kapitał przeznaczony jest na podtrzymanie dotychczasowej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przychodu.

DCF (*ang. discounted cash flow*) – zdyskontowane przepływy pieniężne; wszystkie przyszłe przepływy pieniężne są szacowane i dyskontowane w celu określenia ich wartości bieżącej. Wartość używanej stopy dyskontowej odpowiada kosztowi kapitału i zawiera ocenę ryzyka dotyczącego przyszłych przepływów pieniężnych.

DFCF – zdyskontowane wolne przepływy do firmy (*Discounted FCF*).

EBIT (*ang. earnings before deducting interest and taxes*) – wynik operacyjny, czyli wynik przed odliczeniem podatków i odsetek.

EBITDA (*ang. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (*ang. amortization*) oraz amortyzacji (deprecjacji) rzeczowych aktywów trwałych (*ang. depreciation*); tu EBITDA = wynik operacyjny + deprecjacja rzeczowych aktywów trwałych + amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych.

EV (*ang. Enterprise Value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa; tu EV = bieżąca kapitalizacja giełdowa + dług netto.

EV/EBITDA - wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą wartość przedsiębiorstwa (EV) przez wartość EBITDA.

FCFF (*ang. Free Cash Flow to Firm*) – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, które można zdefiniować jako przepływy powstałe w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu wszelkich oczekiwanych finansowych dawców kapitału, czyli wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo.

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

NOPLAT – wynik operacyjny netto pomniejszony o skorygowane podatki; tu NOPLAT = EBIT*(1 - stopa podatkowa).

P/BV (*ang. price/book value*) – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego (wartość księgową), którą podaje bilans spółki.

P/E (*ang. price earnings ratio*) – Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

PV TV – wartość bieżąca (*ang. Present Value*), czyli zdyskontowana na bieżący moment wartość rezydualna (TV).

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

TP – (*ang. Target Price*) – cena docelowa.

TV (*ang. Terminal Value*) – wartość rezydualna; wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy; tu oszacowana za pomocą modelu Gordona.

WACC (*ang. weighted average cost of capital*) – średni ważony koszt kapitału; wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa.

Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych

- „**kupuj**” oznacza fundamentalnie niedowartościowany-prognozowanie wzrostu o co najmniej 10%
- „**trzymaj**” oznacza fundamentalnie właściwie wyceniony- prognozowanie wzrostu bądź spadku do 10%
- „**sprzedaj**” oznacza fundamentalnie przewartościowany-prognozowanie spadku ponad 10%

6. ZASTRZEŻENIA PRAWNE

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Zakończenie prac nad niniejszym raportem analitycznym nastąpiło: 5 kwietnia 2023 roku, 8:40

Dystrybucja niniejszego raportu analitycznego: 5 kwietnia 2023 roku, 8:45

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: (1) porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art.76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 z późn.zm.); bądź (2) porady prawnej; bądź (3) zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w jakikolwiek sposób; bądź (4) oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie stanowi „badanie inwestycyjne” nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 z późn.zm.).

Niniejsze opracowanie stanowi „publikację handlową” w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Opracowanie nie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsze opracowanie stanowi „rekomendację” w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 09 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów i zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym. W związku z powyższym zwane jest dalej także Rekomendacją.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania, lub pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów – klientów detalicznych i profesjonalnych Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym opracowaniu będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

Rekomendacja wydana przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej opublikowania lub do momentu osiągnięcia prognozowanego kursu, chyba że w tym okresie rekomendacja zostanie zaktualizowana.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje emitenta będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania, Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta ani nie pełnił funkcji animatora dla nowo wyemitowanych instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania, Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie dokonywał nabywania lub zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną lub usługową.

Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności Dom Maklerski Banku BPS S.A. złoży emitentowi ofertę świadczenia usług w ramach posiadanego zezwolenia, i że w wyniku złożenia takiej oferty może dojść do zawarcia umów z emitentem.

Pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS S.A., analitykami/analitykiem przygotowującymi niniejsze opracowanie a emitentem papierów wartościowych, których ono dotyczy nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM Banku BPS nie zawarł z analizowaną spółką umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji. Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem do klientów. Niniejsze opracowanie powstało w związku z realizacją Komunikatu nr 285 Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. w sprawie określenia minimalnej częstotliwości publikowania rekomendacji sporządzanych w trybie bezumownym.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części oraz wykorzystywanie go do własnych opracowań celem publikacji jest zabronione bez uzyskania wcześniejszej pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

Wykaz rekomendacji wydanych w ciągu ostatnich 12 m-cy

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
UNIBEP	nd	11,00	9,00	Raport Aktualizujący	21.04.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,94	5,00	Raport Aktualizujący	04.05.2022	Tomasz Czamecki, Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	10.05.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki
PROTEKTOR	nd	3,60	2,80	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Artur Wizner
PROCHEM	nd	37,00	33,60	Analiza wyników	17.05.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,54	3,46	Raport Aktualizujący	18.05.2022	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,29	1,26	Analiza wyników	26.05.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	6,21	3,87	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,92	4,28	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	11,00	8,10	Analiza wyników	31.05.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	3,60	2,83	Analiza wyników	01.06.2022	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	74,00	38,70	Raport Aktualizujący	12.09.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Raport Aktualizujący	20.09.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,07	1,03	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Łukasz Bryl
SNIEZKA	TRZYMAJ	67,00	64,20	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,03	3,95	Raport Aktualizujący	04.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	34,80	Raport Aktualizujący	05.10.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	2,90	2,60	Raport Aktualizujący	12.10.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	6,74	3,87	Raport Aktualizujący	21.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	35,00	Analiza wyników	15.11.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	8,84	Analiza wyników	18.11.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,09	1,05	Analiza wyników	29.11.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	7,20	4,85	Analiza wyników	01.12.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,50	4,12	Analiza wyników	02.12.2022	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	nd	2,90	2,19	Analiza wyników	06.12.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	KUPUJ	8,63	4,82	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	TRZYMAJ	2,70	2,36	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Artur Wizner
ESOTIQ & HENDERSON	KUPUJ	47,23	29,20	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
COCCODRILLO	KUPUJ	26,77	17,75	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
WITTCHEN	KUPUJ	40,83	27,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
VRG	KUPUJ	5,07	3,30	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
WOJAS	KUPUJ	11,75	7,96	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
LPP	TRZYMAJ	9328,17	9430,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
CCC	SPRZEDAJ	27,57	35,43	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
SILVANO GROUP	KUPUJ	14,14	5,45	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
SNIEZKA	KUPUJ	83,00	71,60	Raport Aktualizujący	17.03.2023	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	71,00	45,78	Raport Aktualizujący	05.04.2023	Artur Wizner

Dom Maklerski Banku BPS S.A. ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa, tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 www.dmbps.pl dm@dmbps.pl	
Departament Analiz	
Tomasz Czarnecki, MPW Dyrektor Departamentu Analiz tomasz.czarnecki@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 542 Artur Wizner, MPW Analityk artur.wizner@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 548 Łukasz Bryl lukasz.bryl@dmbps.pl Tel.: 785 500 874	Jacek Borawski Analityk techniczny
Departament Sprzedaży	
Dariusz Stasiak, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 541	Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559 Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522 Marcin Jakubiak, MPW marcin.jakubiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 560 Tomasz Kublik, MPW tomasz.kublik@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 511 <small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca JSW S.A.	
Rekomendacja/aktualizacja	Raport aktualizujący
Data wydania	12.09.2022
Kurs z dnia rekomendacji	38,70
Cena docelowa	74,00