

piątek, 27 marca 2020 | aktualizacja raportu

JSW: sprzedaj (obniżona)

JSW PW; JSW.WA | Górnictwo, Polska

COVID-19 zmusza hutnictwo do ograniczenia produkcji

Wygaszenie produkcji przez europejskich producentów samochodów (VW, PSA, Daimler, BMW) negatywnie przekłada się na popyt na stal (transport zużywa około 25% światowej produkcji stali). Dodatkowo oczekiwana zwiększona absencja pracowników budowlanych będzie się przekładać na opóźnienia realizacji inwestycji (40% światowej produkcji stali). W efekcie europejscy producenci stali podejmują radykalne kroki redukcji obłożenia mocy produkcyjnych (Arcelor, Salzgitter, ThyssenKrupp) oraz opóźniają ponowne włączenie wyłączonych hut (przykład wielkiego pieca w Krakowie). W efekcie oczekujemy, że trudna sytuacja na europejskim rynku stali utrzyma się co najmniej do końca 1H'20, a pod presją znajdą się zarówno ceny koksu, jak i wolumeny sprzedaży. Naszym zdaniem JSW w 2020 roku będzie zmuszone do ograniczenia wolumenu produkcji węgla ogółem do 14,2 mln ton (-4% r/r i -7% vs. wcześniejsze prognozy) oraz sprzedawania węgla koksowego z około 5% dyskontem do rynku (w całym roku zakładamy 150 USD/t; ceny sprzedaży w 2020 roku nieco wyższe niż wcześniej zakładaliśmy przez sprzyjający kurs USD/PLN). Ograniczenie popytu ze strony hut oraz spadek popytu na węgiel od elektrowni (w efekcie COVID-19 zużycie energii w Polsce spadło o około 10%) będzie naszym zdaniem powodować, że zapasy węgla na koniec roku w Grupie wzrosną do 2,5 mln ton (praktycznie cała pojemność składowisk; +100% vs. dotychczasowe założenia). W rezultacie oczekujemy, że przy wyniku EBITDA na poziomie 600 mln PLN przepływ gotówki z działalności operacyjnej spadnie do jedynie 100 mln PLN, a wartość wolnych przepływów (FCF) spadnie do -1,6 mld PLN. W takim scenariuszu Grupa zakończy rok 2020 z zadłużeniem netto na poziomie 390 mln PLN. W efekcie epidemii i szybszego niż dotychczas zakładaliśmy tempa wydatkowania gotówki przesuwamy uruchomienie kopalni Bzie-Dębina na 2023 rok (wcześniej 2022 r.; kopalnia docelowo zwiększa wolumen produkcji przy podobnym zatrudnieniu). Obniżamy naszą cenę docelową z 15,34 PLN do 9,78 PLN oraz rekomendację z trzymaj do sprzedaj.

Scenariusz negatywny

Ze względu na wysoką zmienność na rynku surowców zdecydowaliśmy się na przedstawienie scenariusza negatywnego dla Grupy JSW. Zakładamy w nim, że w 2020 roku ceny węgla koksowego spadają do 145 USD/t, a pracownikom udaje się osiągnąć 6% podwyżkę płac w całym roku. Wówczas Grupa w 2020 roku notuje wynik EBITDA na poziomie jedynie 342 mln PLN, FCF wynosi -1,85 mld PLN, a dług netto na koniec roku rośnie do 657 mln PLN (1,9x EBITDA). Wycena modelem DCF spada do 3,5 PLN/akcja. W takim scenariuszu Zarząd jest zmuszony do drastycznego cięcia wydatków inwestycyjnych w 2H'20 i rozpoczęcia rozmów ze stroną społeczną o wstrzymaniu części ze świadczeń.

Scenariusz optymistyczny

W scenariuszu optymistycznym zakładamy, że średnia cena węgla koksowego w 2020 roku utrzymuje się na poziomie 155 USD/t. W związku z epidemią COVID-19, pracownicy rezygnują z jakichkolwiek podwyżek płac na rok 2020, a spółce udaje się zwiększyć sprzedaż węgla w 2H'20 i ostatecznie zapasy spadają do poziomu 1,7 mln ton na koniec roku i 1,4 mln ton w 2021. Wówczas JSW w 2020 roku generuje FCF na poziomie -0,7 mld PLN, a dług netto wynosi -0,5 mld PLN. W tym scenariuszu wycena modelem DCF implikuje wartość na poziomie 27 PLN/akcja.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	9 809,5	8 671,8	7 504,1	8 468,9	8 419,3
EBITDA (skor.)	3 100,8	1 839,4	599,9	901,2	956,8
marża EBITDA	31,6%	21,2%	8,0%	10,6%	11,4%
EBIT (skor.)	2 334,8	805,5	-495,4	-234,0	-237,4
Zysk netto (skor.)	1 802,4	547,8	-452,4	-244,7	-249,1
P/E (skor.)	0,8	2,8	-	-	-
P/CE	0,6	0,9	2,3	1,7	1,6
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (skor.)	-0,5	0,4	3,8	2,4	2,5
DPS	0,00	1,71	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	13,3%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	12,85 PLN
Cena docelowa	9,78 PLN
Kapitalizacja	1,5 mld PLN
Free float	0,7 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	45,9 mln PLN

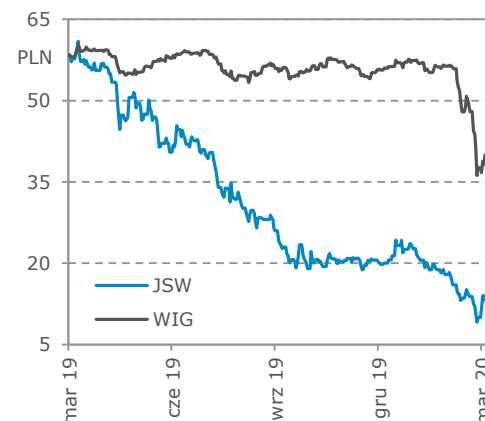
Struktura akcjonariatu

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	9,78	15,34	sprzedaj	trzymaj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
	12,85	9,78	-23,9%	
Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2020P	2021P	2022P
EBITDA (skor.)		-1,0%	-1,0%	-28,5%
Zysk netto (skor.)		-	-	-
W. koksowy (PLN/t)		+2,3%	0,0%	0,0%
W. do cel. energ. (PLN/t)		-3,9%	-7,7%	-0,3%
Koks (PLN/t)		+1,8%	0,0%	0,0%
Prod. węgla (tys. t)		-6,6%	-2,5%	-12,1%
Prod. w. koks. (tys. t)		-6,6%	-2,5%	-12,0%
Prod. koksu (tys. t)		-16,7%	-5,9%	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
NIEDOWAGAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

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 27 marca 2020 o godzinie 08:20. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 27 marca 2020 o godzinie 08:20.

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) – wyliczona 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	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-03-04	2020-02-05	2020-01-20	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-05-09	2019-03-25
cena docelowa (PLN)	15,34	18,41	23,32	28,04	39,29	50,02	54,80	54,80
kurs z dnia rekomendacji	15,15	19,78	22,68	18,80	26,50	47,00	49,86	62,50

mBank S.A.

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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