

środa, 3 lutego 2021 | aktualizacja raportu

## JSW: kupuj (podtrzymana)

JSW PW; JSW.WA | Górnictwo, Polska

### Ceny i wzrost popytu pomagają w 2021 roku

**Wyraźny wzrost zapotrzebowania na wyroby stalowe (przemysł, Automotive) zachęca producentów stali w technologii wielkopiecowej do ponownego uruchomienia wcześniej wyłączanych hut (Arcelor w Belgii, Hiszpanii i Włoszech, VoestAlpine w Austrii, Koszyce). W efekcie dynamicznie rośnie popyt na koks, który w I'21 w Europie doszedł do cen 330 USD/t (vs. 230 USD/t w XI'20). Naszym zdaniem w nadchodzących tygodniach ceny dojdą do 400 USD/t, co pozytywnie przekładać się będzie na marżę koksowniczą (korzystają koksownie w JSW) oraz wolumeny sprzedaży. Dodatkowo niestabilna pogoda w Australii i wzrost zapotrzebowania na stal przekładają się na wzrosty cen węgla koksowego w Australii do 160 USD/t w ostatnich dniach (vs. około 100 USD/t w ostatnich miesiącach; bezpośredni benchmark dla cen sprzedaży JSW). Naszym zdaniem w tak korzystnym otoczeniu makroekonomicznym JSW może w 2021 roku wypracować ponad 2 mld PLN EBITDA, a oczekiwany dalszy spadek zapasów prowadzić będzie do wygenerowania pozytywnego wolnego przepływu gotówki na poziomie 650 mln PLN (mimo 1,9 mld PLN oczekiwanego CAPEX), co przełoży się na pojawienie wolnych środków pieniężnych na koniec 2021 roku w ilości około 3 PLN/akcja (szansa na zwiększenie funduszu na czarną godzinę). Podnosimy nasze prognozy sprzedaży koksu na 2021 rok o 13% oraz prognozy produkcji koksu o 11%. Na naszych prognozach JSW notowana jest obecnie z około 50% dyskontem do spółek porównywalnych na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA na lata 2021-2022. Po 34% wzroście kursu akcji od początku roku wciąż uważamy, że JSW ma potencjał wzrostu o kolejne 33%, dlatego podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj, a cenę docelową ustalamy na poziomie 46,40 PLN/akcja.**

### Ceny stali szybują przy braku zapasów

W Polsce ceny wyrobów stalowych wzrosły do najwyższych poziomów od 2011 roku. Powodem wzrostów cen jest ożywienie popytu ze strony przemysłu, producentów samochodów i próba dogonienia przez europejskie ceny stali do tych w Chinach. Dodatkowo w styczniu Rosja nałożyła cła eksportowe na złom stalowy, kęsy oraz pręty żebrowane. W efekcie przy wyłączonych hutach w technologii wielkopiecowej w Europie (w 2Q'20 około 40% mocy było wyłączone) na rynku zaczyna brakować towarów, a jesteśmy jeszcze przed rozpoczęciem sezonu budowlanego.

### Większa produkcja w hutach widuje ceny koksu

W związku ze wzrostem cen produktów stalowych huty w Europie decydują się na wznowienie zatrzymanej w 2Q'20 produkcji. Decyzję o reaktywacji oddziałów hutniczych w Hiszpanii i we Włoszech podjął Arcelor Mittal, a VoestAlpine podjął decyzję o wznowieniu produkcji w drugiej hucie w Austrii – wszystko w I'21. W efekcie na rynku europejskim wyraźnie rośnie popyt na koks. O ile jeszcze w XI'20 za tonę koksu w Europie płacono 230 USD/t, to w końcu I'21 w regionie Bałtyku Rosjanie zawierali transakcję na sprzedaż koksu po 400 USD/t FOB. Pojawiły się również oferty po 500 USD/t FOB, ale dotychczas nie zawarto transakcji po takiej cenie.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	9 809,5	8 671,8	6 897,0	9 551,9	9 791,7
EBITDA (skor.)	3 100,8	1 839,4	-252,6	2 099,9	2 270,1
marża EBITDA	31,6%	21,2%	-3,7%	22,0%	23,2%
EBIT (skor.)	2 334,8	805,5	-1 352,1	889,4	954,0
Zysk netto (skor.)	1 802,4	547,8	-1 192,6	629,6	684,9
P/E (skor.)	2,3	7,5	-	6,5	6,0
P/CE	1,6	2,5	-	2,2	2,0
P/BV	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (skor.)	0,4	1,8	-	2,0	1,7
DPS	0,0	1,71	0,0	0,0	0,0
DYield	0,0%	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	34,80 PLN
Cena docelowa	46,40 PLN
Kapitalizacja	4,1 mld PLN
Free float	1,8 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	72,1 mln PLN

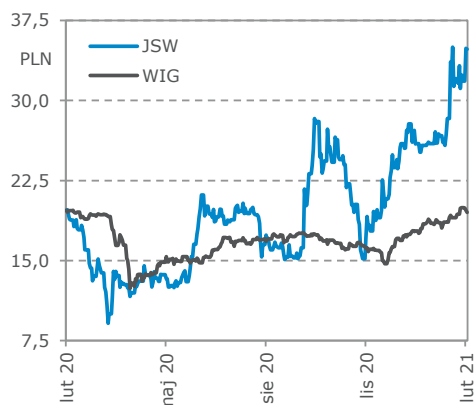
### Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	55,17%
Pozostali	45,83%

### Profil spółki

Z produkcją na poziomie 11 mln ton w 2020 r., JSW jest największym i praktycznie jedynym w UE producentem węgla koksowego. Grupa JSW według naszych szacunków zaspokaja ok. 20-25% europejskiego zapotrzebowania na węgiel koksujący. Dodatkowo, spółka rocznie wydobywa ponad 3 mln ton węgla energetycznego oraz produkuje około 3,5 mln ton koksu. Około 50% obrotów jest generowane w Polsce, 40% w pozostałych krajach UE, a 10% na rynkach zamorskich. 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	46,40	36,58	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
JSW	34,80	46,40	+33,3%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
EBITDA (skor.)	-	+29,8%	+7,5%
Zysk netto (skor.)	-	+190,1%	+28,1%
W. koksowy (PLN/t)	-2,0%	-2,0%	+0,1%
W. do cel. energ. (PLN/t)	-0,2%	0,0%	0,0%
Koks (PLN/t)	-11,7%	+13,4%	+2,9%
Prod. węgla (tys. t)	-0,9%	-2,5%	-1,8%
Prod. w. koksu (tys. t)	-1,3%	-2,5%	-1,8%
Prod. koksu (tys. t)	+1,8%	+11,4%	+8,8%

### Analitik:

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto: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 Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:  
**KUPIJ** – 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. Prostej 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, Sygnity, 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](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, Sygnity, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. świadczył usługi maklerskie podmiotom z grupy kapitałowej Emitenta.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 3 lutego 2021 o godzinie 08:11. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 3 lutego 2021 o godzinie 08:24.

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, 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](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 wpływow finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

#### Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

##### JSW

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02	2020-09-02	2020-08-04	2020-03-27	2020-03-04	2020-02-05
cena docelowa (PLN)	36,58	20,14	25,96	15,82	16,41	9,78	15,34	18,41
kurs z dnia rekomendacji	25,53	18,20	25,00	15,18	17,40	12,85	15,15	19,78

**mBank S.A.**

Prosta 18  
00-850 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

**Departament Analiz**

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)