

piątek, 11 marca 2022 | aktualizacja raportu

## JSW: kupuj (podwyższona)

JSW PW; JSW.WA | Surowce, Polska

### Konflikt rozgrzewa węgiel

Odnowiona strategia oraz obawy nałożenia embarga na rosyjski węgiel sprawiają, że czarna perła świeci jaśniej. Ceny węgla koksowego po niewielkiej korekcie, wróciły do trendu wzrostowego i znajdują się na rekordowych poziomach. Niepogoda w Australii i Kanadzie oraz związane z nią utrudnienia w wydobyciu i transporcie wyniosły ceny australijskiego węgla na szczyty. Utrudnienia te miały mieć przejściowy charakter, a ich wpływ na ceny miał być krótkoterminowy. Jednak w świetle ostatnich wydarzeń, oczekiwana korekta cen węgla metalurgicznego stanęła pod znakiem zapytania. Rosja jest trzecim największym eksporterem węgla z 18% udziałem w światowej wymianie handlowej węgla energetycznego oraz 11% udziałem węgla koksowego. Potencjalne nałożenie embarga na rosyjski węgiel znacznie ograniczy podaż i silnie powstrzyma wcześniej oczekiwany spadek cen węgla. W najnowszej strategii JSW przekazało pozytywne informacje. Spółka zakłada wyższą produkcję w bieżącym roku oraz jej wzrost na przestrzeni następných ośmiu lat. Wzrost udziału węgla koksowego w miksie produkcyjnym oraz niższe zatrudnienie w grupie odchudzają kosztową stronę finansów. Mając na uwadze zmianę otoczenia oraz nowe założenia strategii, decydujemy się podnieść naszą rekomendację z redukuj do kupuj z nową ceną docelową na poziomie 81,43 PLN za akcję.

### Embargo rosyjskiego węgla

Całkowite odcięcie węgla rosyjskiego jest mało prawdopodobne. Jednak nawet częściowe wstrzymanie zakupów węgla rosyjskiego może wywindować ceny surowca na jeszcze wyższe poziomy. Co więcej w kontekście JSW najważniejszy w tym momencie nie jest poziom cen, a to, jak długo pozostaną one na wysokich poziomach. Perspektywa zrezygnowania przez część krajów z zakupów rosyjskiego węgla silnie wspiera scenariusz, w którym benchmarki nie zobaczą szybko wcześniej oczekiwanej korekty. Światowy handel węglem koksowym opiewa na ok. 300 milionów ton, z czego Rosja ma ok. 11% udział. Najbardziej prawdopodobna jest rezygnacja z zakupów przez Japonię i Koreę, które stanowczo potępiły agresję Rosji. Wówczas aż 7 milionów ton węgla metalurgicznego może zostać uziemiona w Rosji. Odmowa przyjęcia węgla przez inne kraje jak Indie, Chiny czy kraje w Europie jeszcze silniej wspierałoby wzrosty cen węgla.

### Nowa Strategia

Zaktualizowana strategia daje znacznie lepszy obraz grupy. Wzrost produkcji do 14,5 miliona ton węgla w obecnym roku oraz sukcesywne zwiększanie wydobycia przy jednoczesnym większym udziale węgla koksowego. Strategia zakłada spadek liczby pracowników z obecnych 22 tysięcy do 19 tysięcy w 2030 roku, co spowolni rosnące koszty wynagrodzeń.

### Kontrakty terminowe

W ostatnich dniach kontrakty terminowe na australijski węgiel koksowy klasy premium silnie rosły. Wzrosty odnotowywały nie tylko kontrakty z bliższą zapadalnością, ale również te wygasające za 2-3 lata. Ceny kontraktów na kwiecień przebiły 600 USD za tonę względem 400 USD przed miesiącem.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	8 672	6 989	10 419	15 568	12 223
EBITDA skor.	1 839	-256	2 719	7 452	4 047
marża EBITDA	21,2%	-3,7%	26,1%	47,9%	33,1%
EBIT skor.	806	-1 361	1 559	6 063	2 468
zysk netto skor.	548	-1 228	1 172	4 825	1 916
P/E skor.	14,7	-	6,9	1,7	4,2
P/FCFE	5,3	27,4	3,7	1,4	2,5
FCFF/EV	61,4%	38,4%	45,2%	147,6%	116,5%
EV/EBITDA skor.	4,9	-	3,3	0,7	1,2
DPS	1,71	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

cena bieżąca	68,38 PLN
cena docelowa	81,43 PLN
Kapitalizacja	8 244 mln PLN
free float	3 701 mln PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	165,2 mln PLN

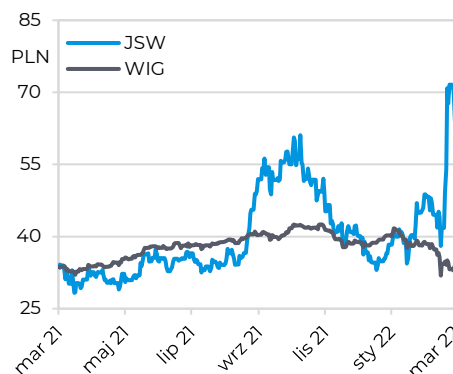
### Struktura akcjonariatu

Skarb państwa	55,17%
pozostali akcjonariusze	44,83%

### Profil spółki

Z produkcją na poziomie 11 mln ton w 2021 roku, 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	81,43	35,88	kupuj	redukuj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
JSW	68,38	81,43	+19,1%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu				
EBITDA (skor)		+9,3%	+51,1%	+156,2%
zysk netto (skor)		+19,0%	+73,0%	+964,3%
Węgiel kokowy (PLN/t)		0,0%	+19,9%	+34,0%
Węgiel energetyczny (PLN/t)		+0,2%	+1,9%	+1,9%
Koks (PLN/t)		+4,0%	+28,5%	+35,1%
Produkcja węgla (tys.t)		+0,5%	+2,1%	+1,3%
Prod. w.koks. (tys. t)		-0,5%	+2,6%	+2,6%
Prod koksu (tys. t.)		-0,8%	0,0%	0,0%

### Analitik:

Antoni Kania  
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736  
[antoni.kania@mbank.pl](mailto:antoni.kania@mbank.pl)



#### Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

**EV:** wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

**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:

**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. 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, Compreum, Sygnity. 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, Compreum, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 11 marca 2022 o godzinie 07:42.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 11 marca 2022 o godzinie 08:40.

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

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 bądź 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 branż pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

#### Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

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

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

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

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

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

##### JSW

rekomendacja	redukuj	kupuj	kupuj
data wydania	2022-01-17	2021-09-07	2021-04-09
cena docelowa (PLN)	35,88	62,42	48,09
kurs z dnia rekomendacji	40,01	48,87	31,88

## mBank S.A.

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

### Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
gaming

Antoni Kania  
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736  
[antoni.kania@mbank.pl](mailto:antoni.kania@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta  
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659  
[janusz.pieta@mbank.pl](mailto:janusz.pieta@mbank.pl)  
handel, e-commerce

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

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

Daniel Urbański  
+48 22 697 47 44  
[daniel.urbanski@mbank.pl](mailto:daniel.urbanski@mbank.pl)

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

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

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

Łukasz Płaska  
+48 22 697 47 90  
[lukasz.plaska@mbank.pl](mailto:lukasz.plaska@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka-wilim@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka-wilim@mbank.pl)

Piotr Brożyna  
+48 22 697 48 47  
[piotr.brozyna@mbank.pl](mailto:piotr.brozyna@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański  
dyrektor  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)