



Dom Maklerski BDM S.A.

JSW

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(POPZEDNIO: WZNOWIENIE)

WYCENA 90,8 PLN

18 GRUDZIEŃ 2017 (11:54 CEST)

Wydajemy zalecenie Redukuj dla akcji JSW z ceną docelową na poziomie 90,8 PLN/akcję. Oceniamy, że kolejne kwartały mogą być nadal dobre dla spółki jednak EBITDA w ujęciu rocznym mogła zanotować w obecnym cyklu ożywienia najwyższy poziom właśnie na przełomie 3/4Q'17 - w skali całego 2017 roku liczymy, że EBITDA będzie na poziomie 3,55 mld PLN. Dostrzegamy presję na wzrost kosztów pracy w JSW i kolejne kwartały wg nas pokażą zauważalny wzrost kosztów wydobycia (UMCC będzie znacząco powyżej 300 PLN/t). Przy dobrych cenach węgla koksowego (średnio w okolicy 155 USD/t), w kolejnych dwóch latach przygotowujemy się na erozję EBITDA do odpowiednio 3,0 mld PLN i ok 2,62 mld PLN.

W 1Q'17 i 2Q'17 spółka rozpoznała w kosztach pracowniczych segmentu węgiel „jednorazowe” premie w wysokości 236 mln PLN. Raport bieżący z grudnia'17 na temat porozumienia ze stroną społeczną w zakresie przywrócenia zawieszonych przywilejów jest dla nas sygnałem, że rozluźnienie dyscypliny kosztowej będzie dalej postępowało. Obecne władze spółki otrzymały po poprzednikach wynegocjowaną (w krytycznych warunkach płynnościowych) tymczasową umowę społeczną, która naszym zdaniem mogła zostać wykorzystana do dalszych długoterminowych zmian mających na celu uelastycznienie kosztów i ich optymalizację. Z obecnej perspektywy staramy się raczej przygotować na powrót do odczuwalnych wzrostów UMCC. Docelowo nie będziemy zaskoczeni jeśli przyjęty przez nas UMCC w 2018 roku na poziomie 309,5 PLN/t okaże się zbyt mały. W modelu na lata 2019-2020 UMCC w modelu wynosi odpowiednio 320 PLN/t oraz 327,8 PLN/t.

W segmencie koks najbliższe 2-3 lata powinny być udane. Dobra koniunktura makro będzie sprzyjała wolumenom sprzedaży. Przyjęta przez nas relacja cen koks do cen węgla koksowego będzie w 2018 roku w okolicy 1,66x. W kolejnych dwóch latach również utrzymujemy sprzyjające marżom założenia i relacja ta wynosi ok 1,65x i 1,64x. Zatem zgodnie z naszym modelem EBITDA w segmencie koks w latach 2018-2020 będzie na poziomach przekraczających 200 mln PLN.

Podsumowując, w 2017 roku spodziewamy się, że EBITDA grupy wyniesie 3,55 mld PLN (końcówka roku może być bowiem obciążona dodatkowymi kosztami pracy wynikającymi z porozumienia ze stroną społeczną). Utrzymanie średnich cen węgla koksowego powyżej 158 USD/t i dobrej marży w segmencie koksowym powinno pozwolić na wykazanie w przyszłym roku EBITDA rzędu 3 mld PLN. W latach 2019-2021 spodziewamy się dalszej stopniowej erozji EBITDA w kierunku 2,32 mld PLN.

Czekamy też na publikację zapowiadanej strategii działania JSW na kolejne lata. Szczególnie interesować będzie nas definicja zarządzania kosztem wydobycia i przyszłe akceptowalne przez zarząd spółki poziomy UMCC.

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	6 935	6 731	8 865	8 833	8 785	9 024
EBITDA [mln PLN]	-2 533	1 065	3 551	3 002	2 623	2 538
EBIT [mln PLN]	-3 896	227	2 720	2 156	1 755	1 646
Wynik netto [mln PLN]	-3 266	7	2 203	1 756	1 464	1 386
EV/EBITDA (x)	---	11,5x	3,0x	3,2x	3,4x	3,4x
P/E (x)	---	---	5,3x	6,7x	8,0x	8,4x
DPS [PLN]	0,0	0,0	0,0	2,5	5,0	5,0

Wycena końcowa [PLN]	90,80
Potencjał do wzrostu / spadku	-9%
Cena rynkowa [PLN]	99,50
Kapitalizacja [mld PLN]	11,68
Ilość akcji [mln. szt.]	117,41
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	107,35
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	68,07
Stopa zwrotu za 3 mc	-4%
Stopa zwrotu za 6 mc	41%
Stopa zwrotu za 9 mc	46%
Akcjonariat	
Skarb Państwa	55,16%

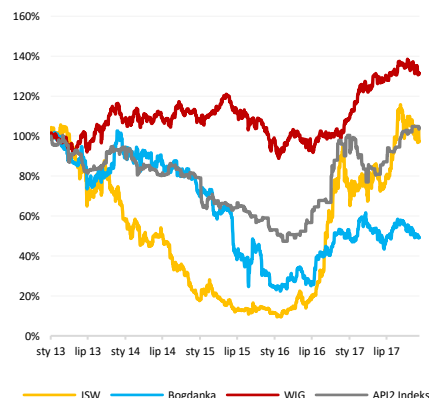
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	4
WYCENA DCF	5
ANALIZA PORÓWNAWCZA	8
WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'17	10
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	13
CENY WĘGLA KOKSOWEGO NA ŚWIECIE	16
CENY WĘGLA ENERGETYCZNEGO NA ŚWIECIE	18
KRAJOWY RYNEK WĘGLA KAMIENNEGO	19
PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE	21
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	22

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wydajemy zalecenie Redukuj dla akcji JSW z ceną docelową na poziomie 90,8 PLN/akcję. Oceniamy, że kolejne kwartały mogą być nadal dobre dla spółki jednak EBITDA w ujęciu rocznym mogła zanotować w obecnym cyklu ożywienia najwyższy poziom właśnie na przełomie 3/4Q'17 - w skali całego 2017 roku liczymy, że EBITDA będzie na poziomie 3,55 mld PLN. Dostrzegamy jednocześnie presję na wzrost kosztów pracy w JSW i kolejne kwartały wg nas pokażą zauważalny wzrost kosztów wydobycia (UMCC będzie znacząco powyżej 300 PLN/t). Przy dobrych cenach węgla koksowego (średnio w okolicy 155 USD/t), w kolejnych dwóch latach przygotowujemy się na erozję EBITDA do odpowiednio 3,0 mld PLN i ok 2,62 mld PLN.

Podsumowanie wyceny JSW

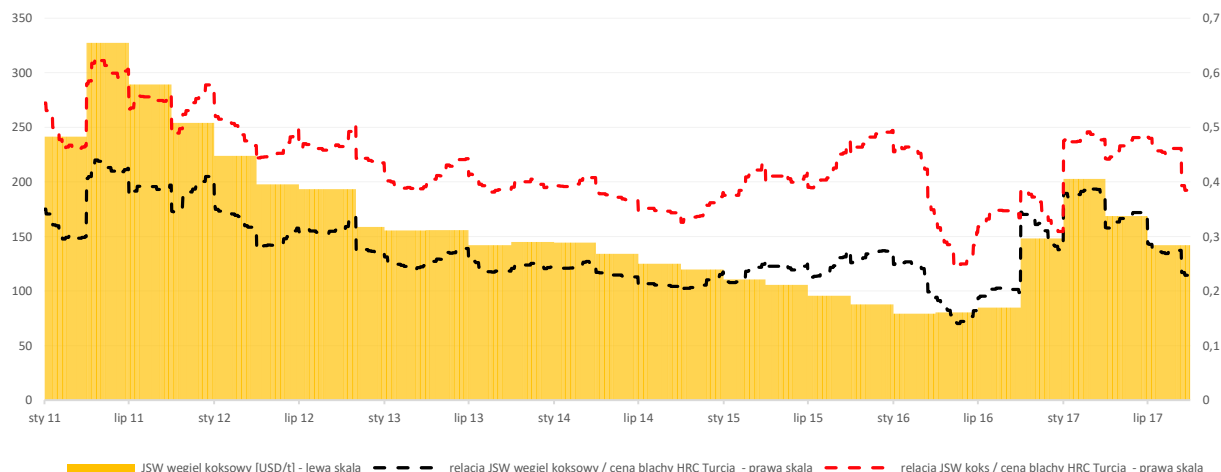
		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	9,1	77,9
B	Wycena porównawcza	12,2	103,8
C	Wycena końcowa (A*0,5 + B*0,5)	10,7	90,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W 1Q'17 i 2Q'17 spółka rozpoznała w kosztach pracowniczych segmentu węgiel „jednorazowe” premie w wysokości 236 mln PLN. Raport bieżący z grudnia'17 na temat porozumienia ze stroną społeczną w zakresie przywrócenia zawieszonych przywilejów jest dla nas sygnałem, że rozluźnienie dyscypliny kosztowej będzie dalej postępowało. Obecne władze spółki otrzymały po poprzednikach wynegocjowaną (w krytycznych warunkach płynnościowych) tymczasową umowę społeczną, która naszym zdaniem mogła zostać wykorzystana do dalszych długoterminowych zmian mających na celu uelastycznienie kosztów i ich optymalizację. Z obecnej perspektywy staramy się raczej przygotować na powrót do odczuwalnych wzrostów UMCC. Docelowo nie będziemy zaskoczeni jeśli przyjęty przez nas UMCC w 2018 roku na poziomie 309,5 PLN/t okaże się zbyt mały. W modelu na lata 2019-2020 UMCC w modelu wynosi odpowiednio 320 PLN/t oraz 327,8 PLN/t.

Przypominamy, że gwałtowne wzrosty cen węgla koksowego jakie obserwowaliśmy w drugiej połowie 2016 roku nastąpiły po długim okresie spadków cen stali jak i powiązanych z nią surowców. Opisywane już przez nas w poprzednich raportach bariery ochronne na poszczególne asortymenty ze stali w fundamentalny sposób wpłynęły na cenniki w poszczególnych obszarach geograficznych. Zwracamy uwagę, że historyczne odczyty wskazują, że relacja cen węgla JSW do cen blachy gorącowalcowanej wynosi ok 28% (w okresie 2011-2017), z kolei średnia relacja cen koksu z JSW do ceny blachy gorącowalcowanej wynosi ponad 43%.

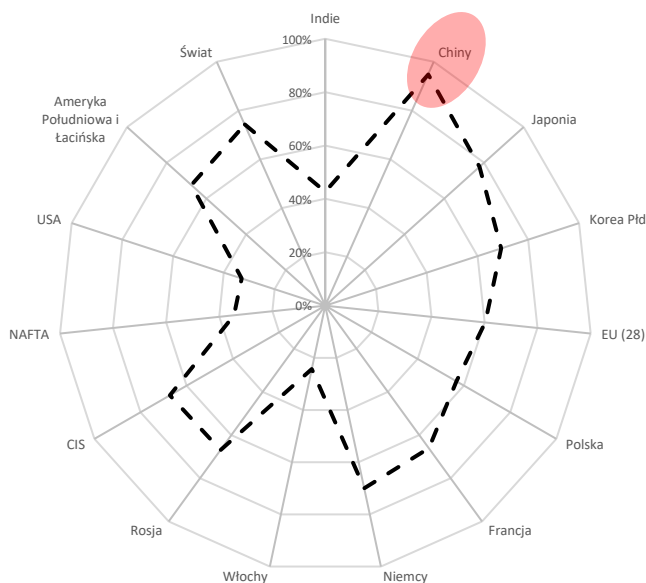
Relacja cen koksu i węgla koksowego JSW na tle spotowych odczytów cen blachy HRC (Turcja)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, JSW

W modelu zakładamy, że obserwowane ceny wyrobów ze stali (blachy) będą na obecnych wysokich poziomach z lekką tendencją spadkową przynajmniej do 2020-2021, na co decydujący wpływ będą miały wprowadzone bariery ochronne. Dla przyszłych cen węgla koksowego, w naszym odczuciu, głównym ryzykiem może być jednak pojawienie się większej podaży surowca aniżeli wzrost popytu. Wykorzystanie produkcji w hutach chińskich nadal nie jest optymalne pomimo rozpoczętego procesu wygaszania poszczególnych pieców. Wreszcie mamy na uwadze, że w kolejnych latach większy udział w produkcji stali ogółem w Chinach będzie miała prawdopodobnie technologia pieców elektrycznych (a tam wsadom jest głównie złom).

Udział technologii wielkiego pieca w procesie produkcji stali w poszczególnych krajach/obszarach gospodarczych (2016 r.)

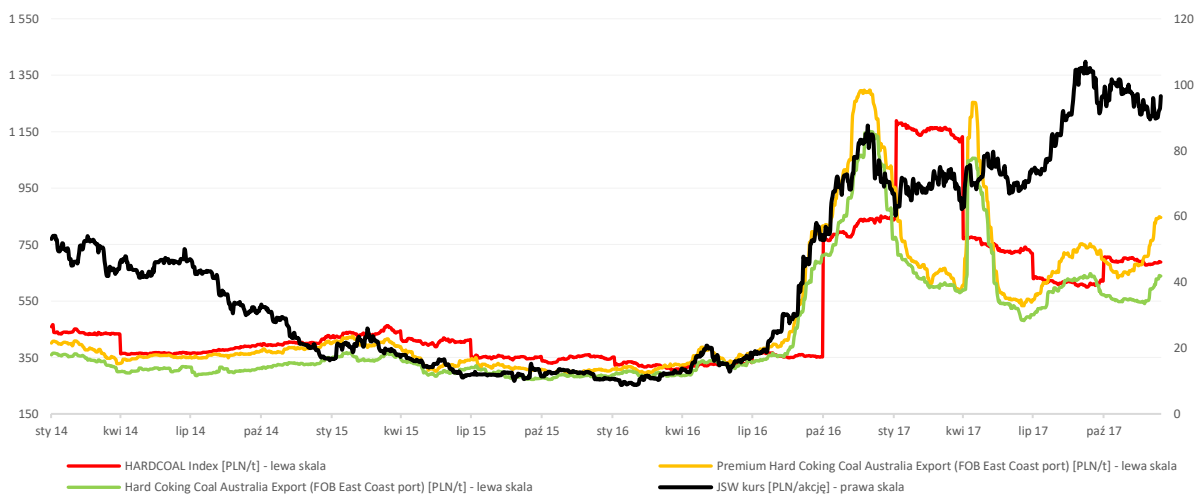


Spodziewamy się, że w kolejnych latach światowa produkcja stali będzie przekraczała 1,7 mld ton, z czego ponad połowa produkcji przypadać będzie na Chiny.

Zauważamy, że w skali świata proces wielkiego pieca odpowiada za około całkowitej 74% produkcji stali. Sposób wykorzystania technologii BOF/EAF w poszczególnych krajach czy obszarach geograficznych jest historycznie zdeterminowany. Niemniej obecnie w Chinach technologia wielkiego pieca odpowiada za ponad 94% produkcji ogółem. Zatem jeśli kolejne lata pokażą wzrost mocy hut w technologii elektrycznej (gdzie wsadem jest złom), wówczas możemy obserwować odczuwalne zmiany także w relacjach popyt/podaż na węgiel koksowy.

Źródło: symulacja Dom Maklerski BDM S.A.

Kurs JSW na tle indeksów cenowych węgla koksujących

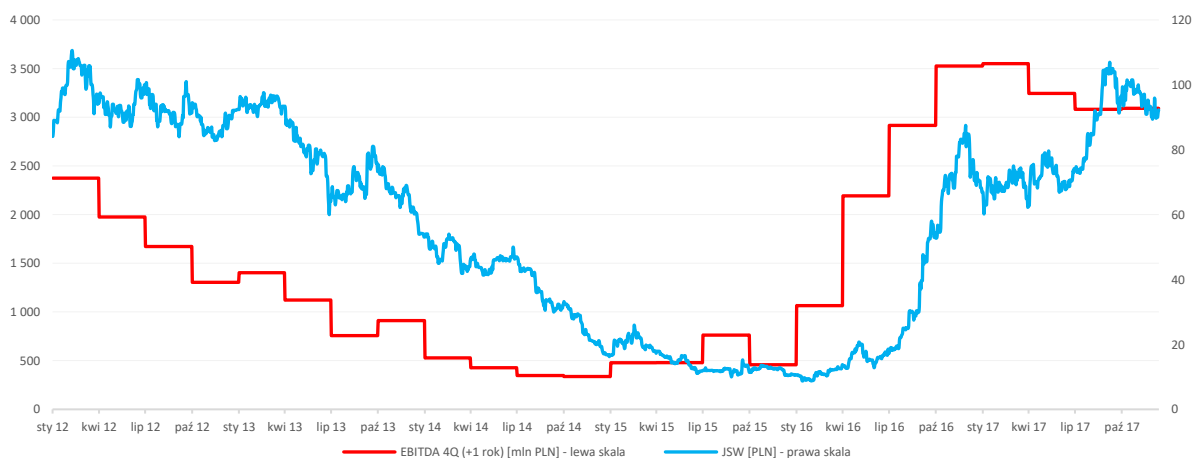


Źródło: symulacja Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Kluczowe znaczenie dla wyników JSW ma cena węgla koksowego. Władze spółki nie mają wpływu na zmiany cen węgla koksowego na rynkach zagranicznych i jednym z głównym obszarów zarządzanych jest definiowanie poziomu produkcji oraz ustalanie struktury kosztowej grupy. Należy mieć na uwadze, że szereg pozycji kosztowych JSW w zakresie wydobycia jest sztywnych a dodatkowo ostatnie komunikaty ze strony spółki sugerują powrót do wcześniej zawieszonych historycznych przywilejów płacowych. Zatem przyszła wrażliwość wyników spółki na zmiany cen węgla koksowego będzie duża.

Kurs JSW na tle EBITDA (+1 rok)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach wolnych od ryzyka na poziomie 4,0%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1,4.

Główne założenia (szczegółowe założenia dla poszczególnych segmentów znajdują się w osobnym rozdziale):

- W 2017 roku spodziewamy się, że EBITDA grupy wyniesie 3,55 mld PLN. Utrzymanie średnich cen węgla koksowego powyżej 158 USD/t i dobrej marży w segmencie koksowym powinno pozwolić na wykazanie w przyszłym roku EBITDA rzędu 3 mld PLN. W latach 2019-2021 spodziewamy się dalszej stopniowej erozji EBITDA w kierunku 2,32 mld PLN.
- Staramy się w kolejnych latach uwzględnić zapowiadane zwiększenie produkcji węgla, w tym poprawę mixu sprzedaży w kierunku węgla koksowego.
- Wydatki inwestycyjne w latach 2018-2019 założyliśmy na poziomie ok 1,2 mld PLN.
- W modelu nie uwzględniliśmy istotnych dalszych zmian w kapitale obrotowym po 2017 roku.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027.
- Wycena została sporządzona na dzień 03.01.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 9,14 mld PLN, czyli 77,87 PLN/akcję.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	8 833	8 785	9 024	8 798	8 651	8 687	8 765	8 892	9 020	9 098
EBIT [mln PLN]	2 156	1 755	1 646	1 406	1 124	1 061	1 046	1 043	1 043	1 044
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	409,6	333,4	312,8	267,1	213,6	201,6	198,7	198,2	198,2	198,3
NOPLAT [mln PLN]	1 746	1 421	1 333	1 139	911	860	847	845	845	845
Amortyzacja [mln PLN]	846	869	892	915	938	941	944	934	925	915
CAPEX [mln PLN]	-1 185	-1 216	-1 248	-1 189	-1 172	-1 176	-1 180	-1 168	-1 017	-1 007
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-36,9	-48,8	2,0	-1,9	-1,2	0,3	0,6	1,0	1,1	0,6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	1 370,9	1 025,2	978,8	862,4	675,1	624,5	611,7	612,4	753,7	754,4
DFCF [mln PLN]	1 237,6	835,4	719,9	572,5	404,4	337,7	298,5	269,6	299,4	270,4
Suma DFCF [mln PLN]	5 245,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	7 811,6		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 800,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	8 045,7									
Dług netto [mln PLN]	-1 097,3									
Wypłacona dywidenda [mln PLN]	---									
Wartość kapitału [mln PLN]	9 143,0									
Ilość akcji [mln szt.]	117,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	77,87									

Przychody zmiana r/r	-0,4%	-0,5%	2,7%	-2,5%	-1,7%	0,4%	0,9%	1,5%	1,4%	0,9%
Marża EBITDA	34,0%	29,9%	28,1%	26,4%	23,8%	23,0%	22,7%	22,2%	21,8%	21,5%
CAPEX / Przychody	13%	14%	14%	14%	14%	14%	13%	13%	11%	11%
CAPEX / Amortyzacja	140%	140%	140%	130%	125%	125%	125%	125%	110%	110%
Produkcja węgla koksowego [mln ton]	11,35	11,70	12,20	12,50	12,70	12,90	13,10	13,40	13,70	13,90
Produkcja koksu [mln ton]	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56
Śr. cena węgla koksowego [USD/t]	560	539	540	519	506	503	503	503	503	503
Śr. cena koksu [PLN/t]	926	890	886	836	809	804	804	804	804	804

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Udział kapitału własnego	96,4%	96,7%	96,8%	97,0%	97,0%	97,1%	97,1%	97,2%	97,3%	97,4%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	3,6%	3,3%	3,2%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%
WACC	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
	0,9	88,6	90,3	92,2	94,3	96,6	99,3	102,3	105,7	109,7
	1,0	85,1	86,6	88,2	90,0	92,1	94,3	96,8	99,7	103,0
	1,1	81,9	83,2	84,6	86,2	87,9	89,9	92,1	94,5	97,3
	1,2	78,9	80,1	81,4	82,7	84,3	85,9	87,8	89,9	92,3
	1,3	76,2	77,3	78,4	79,6	80,9	82,4	84,0	85,8	87,8
	1,4	73,8	74,7	75,6	76,7	77,9	79,2	80,6	82,1	83,9
	1,5	71,4	72,3	73,1	74,1	75,1	76,2	77,5	78,8	80,3
	1,6	69,3	70,0	70,8	71,6	72,6	73,5	74,6	75,8	77,1
	1,7	67,3	68,0	68,7	69,4	70,2	71,1	72,1	73,1	74,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
beta		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
	0,9	112,2	106,4	101,3	98,9	96,6	94,5	92,5	88,7	85,3
	1,0	107,7	101,8	96,6	94,3	92,1	89,9	87,9	84,3	80,9
	1,1	103,5	97,6	92,5	90,2	87,9	85,9	83,9	80,3	77,0
	1,2	99,7	93,8	88,7	86,4	84,3	82,2	80,3	76,7	73,5
	1,3	96,2	90,4	85,3	83,0	80,9	78,9	77,0	73,5	70,4
	1,4	92,9	87,2	82,2	80,0	77,9	75,9	74,1	70,7	67,7
	1,5	89,9	84,3	79,4	77,2	75,1	73,2	71,4	68,1	65,1
	1,6	87,2	81,6	76,7	74,6	72,6	70,7	68,9	65,7	62,8
	1,7	84,6	79,1	74,3	72,2	70,2	68,4	66,6	63,5	60,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
premia za ryzyko		-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
	3.0%	90,9	92,8	94,8	97,1	99,7	102,6	105,9	109,7	114,1
	3.5%	85,8	87,3	89,0	90,9	92,9	95,3	97,9	100,9	104,3
	4.0%	81,3	82,6	83,9	85,5	87,2	89,1	91,2	93,5	96,2
	4.5%	77,3	78,4	79,5	80,8	82,2	83,8	85,5	87,4	89,5
	5.0%	73,8	74,7	75,6	76,7	77,9	79,2	80,6	82,1	83,9
	5.5%	70,6	71,3	72,2	73,1	74,1	75,1	76,3	77,6	79,0
	6.0%	67,7	68,4	69,1	69,8	70,7	71,6	72,6	73,6	74,8
	6.5%	65,1	65,7	66,3	66,9	67,7	68,4	69,2	70,1	71,1
	7.0%	62,8	63,2	63,8	64,3	64,9	65,6	66,3	67,1	67,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA WSKAŹNIKOWA

W analizie mnożnikowej wykorzystujemy akceptowalny poziom EV/EBITDA na lata 2018-2020 na poziomie 3,5x (oceniaamy, że najbliższe lata wykażą raczej górne odczyty EBITDA na tle historii). Na podstawie naszych prognoz wycena wskaźnikowa sugeruje zatem cenę jednej akcji równą 103,8 PLN.

Wrażliwość ceny docelowej w oparciu o przyjęty poziom mnożnika EV/EBITDA na rok 2018-2020

	EV/EBITDA na 2018-2020 (równa waga lat)					
	2,0x	2,5x	3,0x	3,5x	4,0x	5,0x
Cena docelowa [PLN/akcję]	69,0	80,6	92,2	103,8	115,4	127,0
					127,0	138,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

JSW charakteryzuje bardzo silna dynamika zmiany wyników (odbudowy jak i potencjalnej erozji z uwagi na koniunkturę na rynku węgla koksowego). Zaprezentowana mediana EV/EBITDA podmiotów wydobywających węgiel kamienny na lata 2018-2020 wynosi ok 6,2x. Należy mieć jednak na uwadze różnice w strukturze produkcji analizowanych firm z grupy porównawczej. Dodatkowo podmioty różnią się sposobami wydobycia oraz mają różne zasoby (decydujące w długim terminie o wartości dla akcjonariuszy).

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z ekspozycja na wydobycie węgla kamiennego

	Cena	Waluta	P/E			EV/EBITDA		
			2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
LW BOGDANKA	69,0	PLN	11,6	8,7	7,5	3,7	3,1	2,7
EVRAZ	329,2	GBP	5,6	5,5	5,6	3,7	4,2	3,8
SOUTH32	3,27	AUD	16,3	18,0	18,7	6,5	6,5	6,8
ALLIANCE RESOURCE PARTNERS	18,7	USD	8,1	8,9	9,2	4,7	4,7	4,5
ARCH COAL	86,86	USD	8,8	12,8	18,4	4,2	4,5	4,8
CLOUD PEAK ENERGY	4,26	USD	---	---	---	5,7	6,3	6,8
WHITEHAVEN COAL	4,36	AUD	10,4	14,9	17,2	5,7	7,5	8,0
BHP BILLITON	28,25	AUD	18,0	20,9	20,1	7,4	7,9	7,5
RIO TINTO	71,43	AUD	13,8	16,5	17,6	7,1	7,9	7,9
YANZHOU COAL MINING	8,36	HKD	10,5	11,9	12,7	5,8	5,4	5,5
CHINA COAL ENERGY	3,4	HKD	17,4	19,8	18,7	6,7	6,9	6,6
COAL INDIA	267,95	INR	16,8	12,7	12,1	9,5	7,8	7,2
MECHEL	4,22	USD	1,2	5,8	9,8	4,2	6,5	4,8
Mediana	---	---	11,0x	12,7x	14,9x	5,7x	6,5x	6,6x
JSW	99,50	PLN	5,3x	6,7x	8,0x	3,0x	3,2x	3,4x

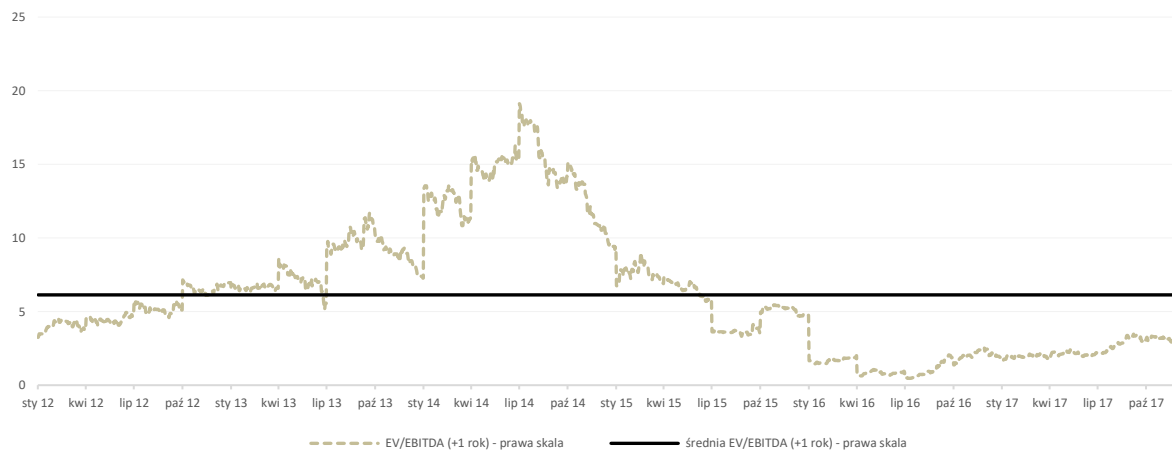
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z ekspozycja na produkcję stali

	Cena	Waluta	P/E			EV/EBITDA		
			2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
STALPRODUKT	502	PLN	9,7	8,2	7,8	5,1	4,4	3,4
KLOECKNER	10,135	EUR	13,9	15,0	13,9	6,9	6,6	6,4
THYSSENKRUPP	23,845	EUR	14,8	12,0	11,2	5,7	5,3	5,1
VOESTALPINE	49,11	EUR	12,0	11,4	10,5	6,4	5,9	5,5
SALZGITTER	45,305	EUR	17,6	15,0	14,4	4,4	3,9	3,6
ARCELORMITTAL	26,535	EUR	6,8	8,0	7,5	4,5	3,9	3,5
SSAB	40,96	SEK	14,3	12,7	11,7	7,5	6,7	6,3
US STEEL	31,85	USD	17,9	12,2	10,6	6,3	5,3	4,6
NOVOLIPETSK STEEL	24,5	USD	9,6	10,1	10,1	5,9	6,2	6,1
AK STEEL	5,3	USD	21,0	7,7	7,2	9,3	5,6	5,1
POSCO	326000	KRW	9,7	9,4	8,7	5,4	5,0	4,5
TATA STEEL	704,9	INR	12,0	9,7	9,4	7,2	6,6	6,1
BAOSHAN IRON & STEEL	8,4	CNY	11,6	10,5	9,5	6,2	5,7	5,1
Mediana	---	---	12,0x	10,5x	10,1x	6,2x	5,6x	5,1x
JSW	99,50	PLN	5,3x	6,7x	8,0x	3,0x	3,2x	3,4x

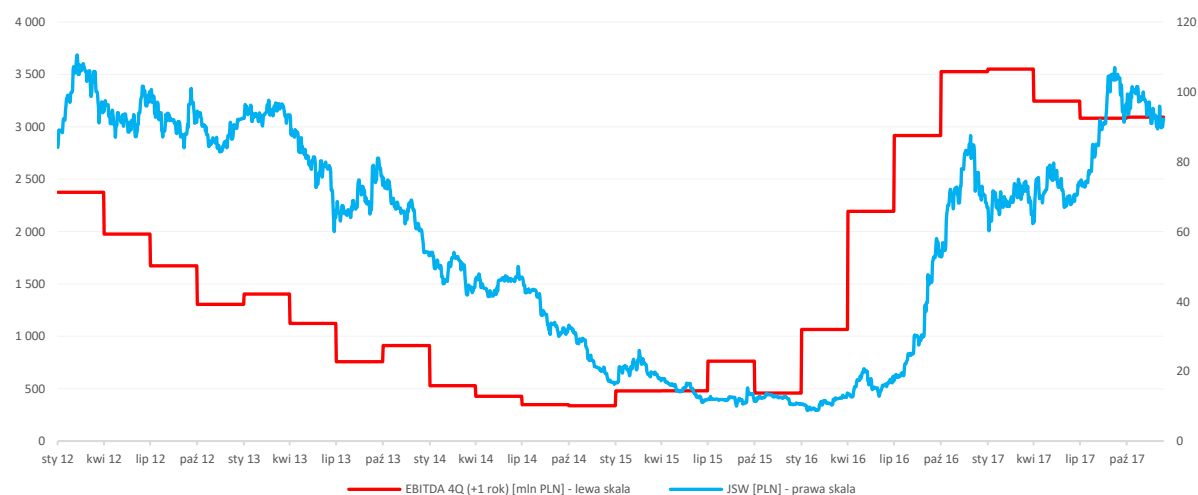
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Historyczne akceptowalne pułapy EV/EBITDA (+1 rok) dla JSW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs JSW na tle EBITDA (+1 rok)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'17

Dane za 3Q'17 były kolejnym z serii mocnym odczytem za sprawą wysokich cen węgla koksowego. Ogółem przychody grupy wyniosły 1,99 mld PLN, czyli były wyższe o 19% r/r. Średnia cena sprzedaży węgla koksowego w 3Q'17 wyniosła 514,1 PLN/t (w 3Q'16 było to zaledwie 329,6 PLN/t), z kolei średnia cena koksu kształtowała się w okolicy 864,1 PLN/t (w 3Q'16 widzieliśmy ceny poniżej 559 PLN/t).

Koszty osobowe w samym 3Q'17 wyniosły niemal 670,7 mln PLN, czyli były niższe o 6% r/r. Zwracamy uwagę, że spółka w 1Q'17 i 2Q'17 rozpoznała nagrodę „jednorazową”, co symbolicznie wg nas zakończyło okres rygorystycznych oszczędności na pozycji wynagrodzenia.

Na poziomie EBITDA spółka wykazała 670,1 mln PLN, w tym na segment węgla przypadało 522,3 mln PLN, a kontrybucja segmentu koksowego to 48,6 mln PLN. Ogółem zysk netto w 3Q'17 wyniósł 362 mln PLN.

Na koniec września'17 grupa dysponowała gotówką netto w kwocie ponad 1,3 mld PLN, natomiast gotówka netto skorygowana o wartość kapitału obrotowego to ponad 602 mln PLN.

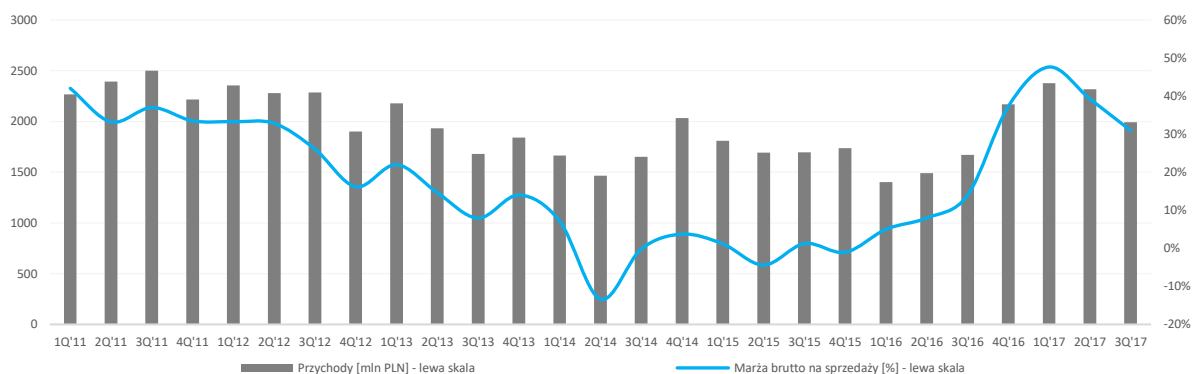
Wyniki skonsolidowane JSW za 3Q'17

Dane skonsolidowane	3Q'16	3Q'17	zmiana r/r	4Q'15-3Q'16	4Q'16-3Q'17	zmiana r/r
Przychody [mln PLN]	1 670,0	1 990,9	19%	6 301,7	8 852,1	40%
EBITDA [mln PLN]	60,1	670,1	1015%	-2 551,7	3 526,6	---
EBITDA segment węgiel [mln PLN]	94,7	522,3	452%	-2 017,2	3 700,4	---
EBITDA segment koks [mln PLN]	52,5	48,6	-7%	-469,3	-165,1	---
EBIT [mln PLN]	-142,7	463,8	---	-3 525,6	2 714,7	---
Wynik netto [mln PLN]	-138,0	362,0	---	-2 948,7	2 081,9	---
Koszty osobowe razem [mln PLN]	715,0	670,7	-6%	3 101,7	2 905,1	-6%
Koszty osobowe segmentu węgiel i koks [mln PLN]	577,8	539,2	-7%	2 486,1	2 316,7	-7%
Koszty osobowe w segmencie węgiel [PLN/t produkcji]	126,1	137,9	9%	519,9	548,7	6%
Koszty osobowe w segmencie koks [PLN/t produkcji]	56,6	57,2	1%	245,0	229,8	-6%
Dług netto [mln PLN]	924,5	-1 331,7	---	924,5	-1 331,7	---
Gotówka netto skor. o zaangażowany KO [mln PLN]	-2 042,3	602,3	---	-2 042,3	602,3	---
Dane operacyjne segmentu węgla:						
Produkcja węgla razem [mln ton]	4,1	3,5	-14%	17,1	15,5	-10%
Produkcja węgla koksowego [mln ton]	2,9	2,5	-11%	11,4	11,1	-2%
Produkcja węgla energetycznego [mln ton]	1,2	1,0	-20%	5,7	4,3	-24%
Średnia cena sprzedaży węgla koksowego [PLN/t]	329,6	514,1	56%	324	646	100%
Średnia cena sprzedaży węgla energetycznego [PLN/t]	186,1	211,5	14%	190	204	7%
Gotówkowy koszt wydobycia węgla [PLN/t]	250,2	287,5	15%	258	281	9%
Dane operacyjne segmentu koksu:						
Produkcja koksu [tys. ton]	1 078,8	890,1	-17%	4 245,3	3 564,6	-16%
Średnia cena koksu [PLN/t]	558,5	864,1	55%	571	870	52%
Gotówkowy koszt konwersji koksu [PLN/t]	131,7	137,7	5%	142	138	-3%
Relacja cena koksu / cena węgla koksowego [%]	169%	168%		176%	135%	

* w 4Q'15 rezultaty spółki zostały obciążone odpisem z tytułu utraty wartości aktywów

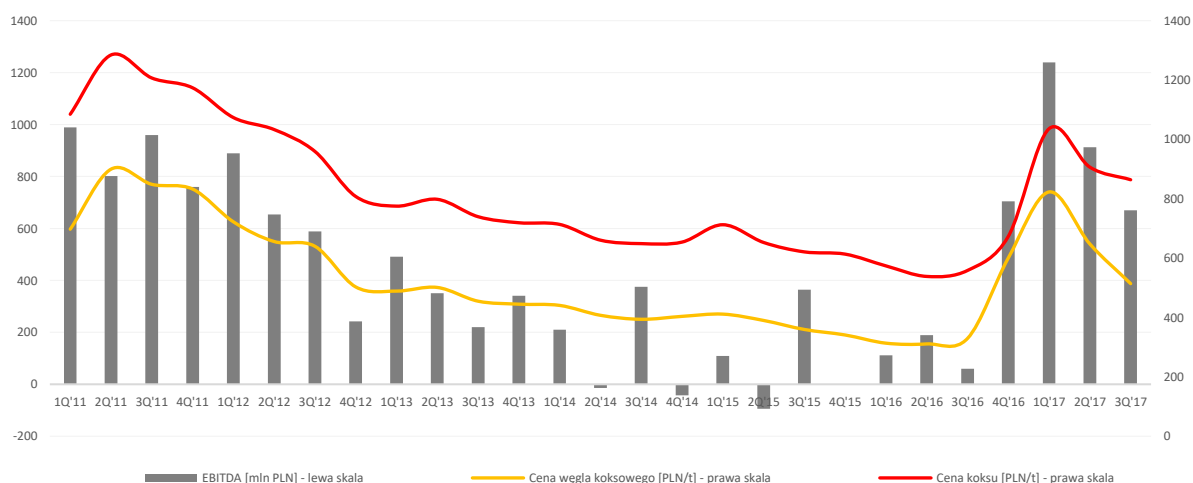
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża brutto na sprzedaży grupy JSW w ujęciu kwartalnym



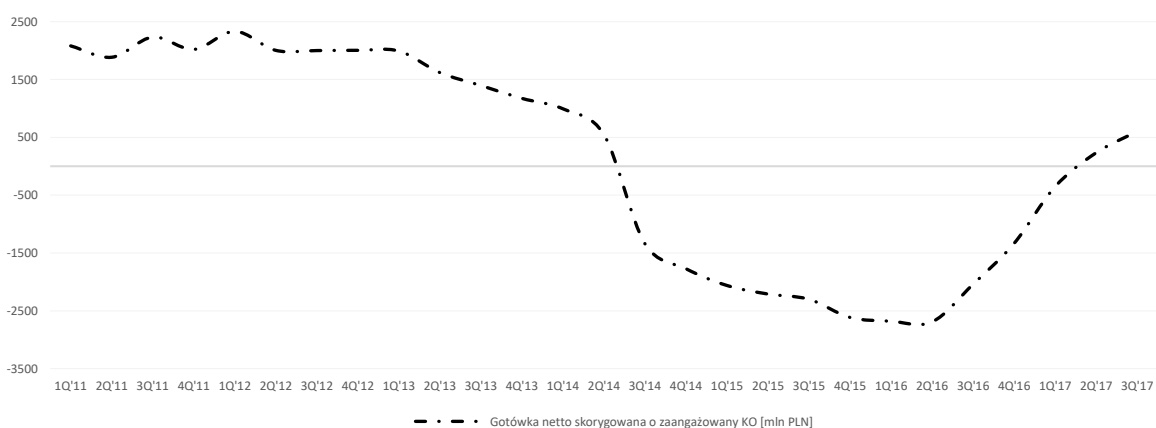
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA grupy JSW na tle średnich cen sprzedaży węgla koksowego i koksu



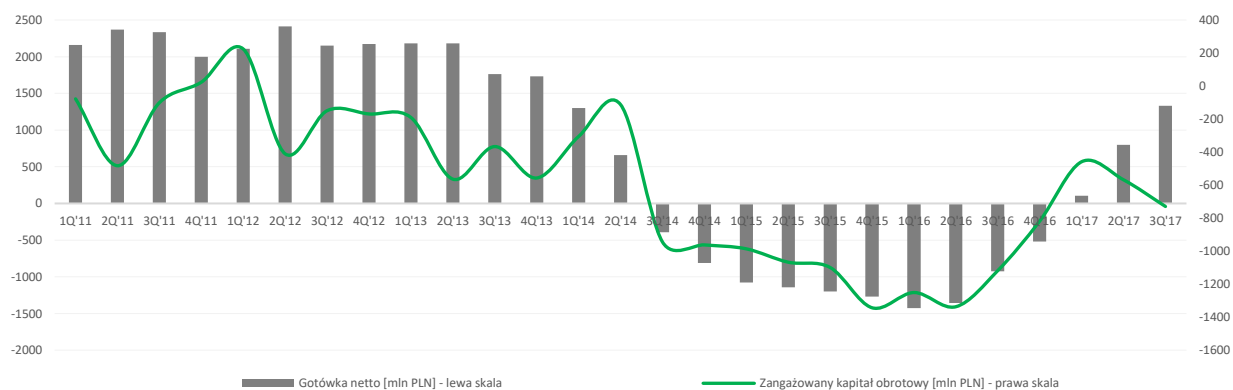
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Gotówka netto grupy JSW skorygowana o wartość kapitału obrotowego



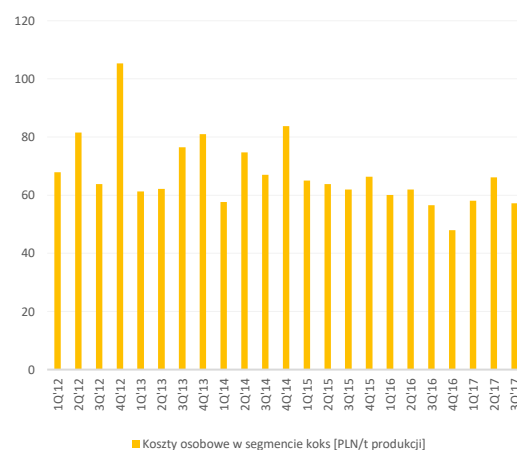
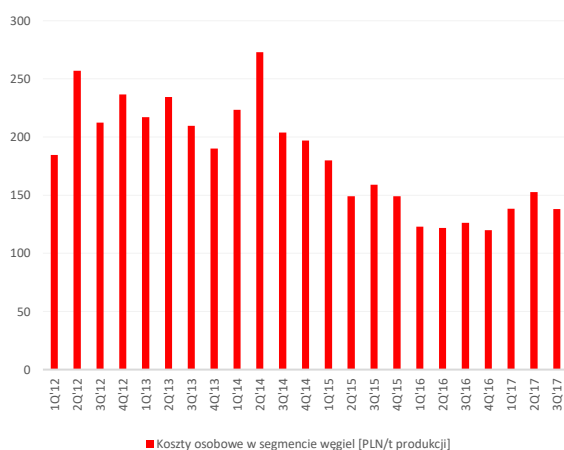
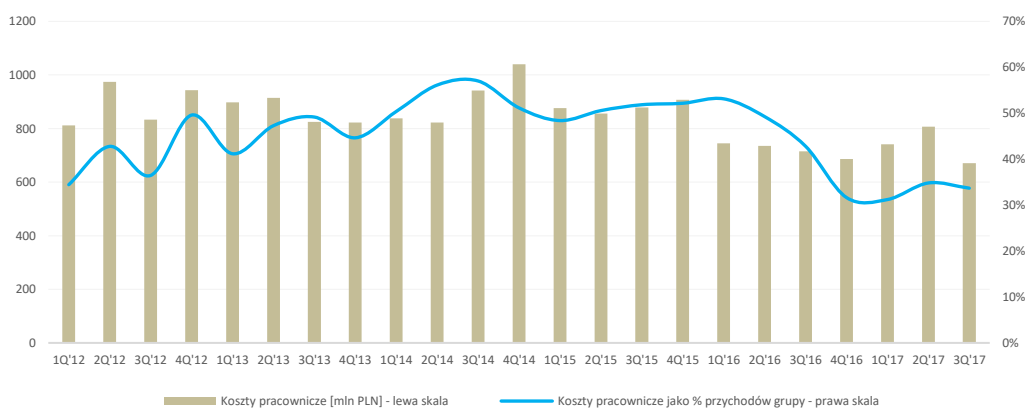
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne kształtowanie salda gotówki netto grupy JSW i wartości kapitału obrotowego



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty pracownicze jako % przychodów na przestrzeni ostatnich lat



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

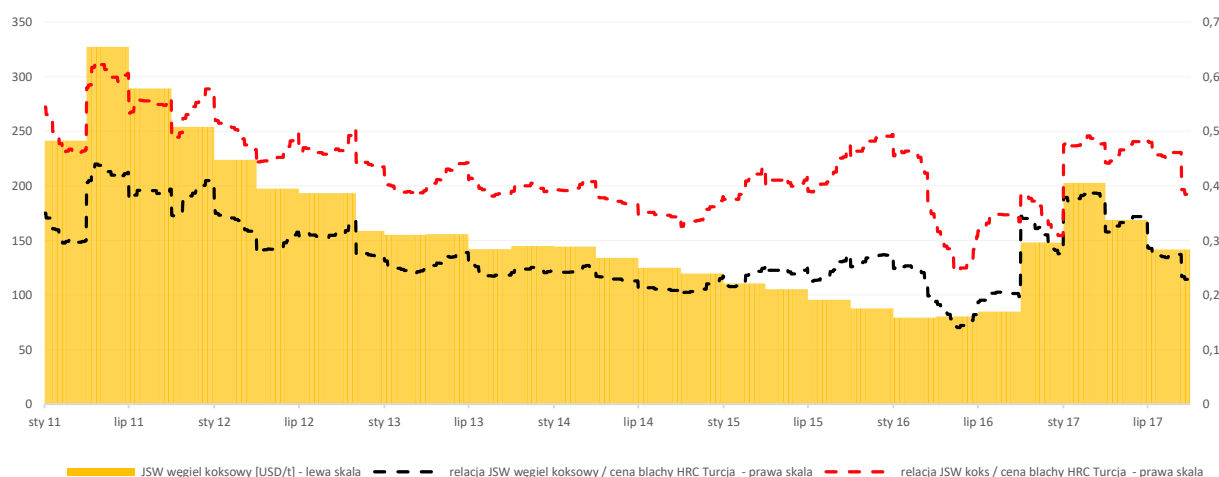
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Tak jak już pisaliśmy, na rynkach zagranicznych w grudniu '17 widzimy nowe lokalne maksima cenowe na węglu koksowym. Dlatego w założeniach na ostatni kwartał 2017 roku przyjęliśmy, że średnia cena sprzedaży węgla koksowego wyniesie ok 560 PLN/t (w 3Q'17 było to 514,1 PLN/t). Liczymy równocześnie, że JSW nie napotkało istotnych problemów geologicznych i produkcja jak i sprzedaż będą na wysokich poziomach.

W segmencie węgiel w strukturze kosztów rodzajowych staramy się uwzględnić efekt porozumień ze stroną społeczną w zakresie przywrócenia wybranych zawieszonych wcześniej przywilejów w latach 2018-2019. Dlatego w samym 4Q'17 w kosztach pracowniczych w segmencie węgiel ujęliśmy kwotę ok 651 mln PLN (w 3Q'17 było to 488,3 mln PLN, a w 4Q'16 ok 497,6 mln PLN). W segmencie koks liczymy na udaną końcówkę 2017 roku. Założone przez nas relacje cenowe oraz dobre wolumeny powinny pozwolić na wykazanie przez segment EBITDA w skali całego 2017 roku na poziomie ok 23 mln PLN (po 1-3Q'17 strata EBITDA wyniosła ok 90 mln PLN). Dlatego w ramach grupy na 2017 rok przyjęliśmy optymalny pułap EBITDA na poziomie 3,55 mld PLN. Na poziomie netto spodziewamy się zysku w kwocie ponad 2,2 mld PLN.

Przypominamy, że gwałtowne wzrosty cen węgla koksowego jakie obserwowaliśmy w drugiej połowie 2016 roku nastąpiły po długim okresie spadków cen stali jak i powiązanych z nią surowców. Opisywane już przez nas w poprzednich raportach bariery ochronne na poszczególne asortymenty ze stali w fundamentalny sposób wpłynęły na cenniki w poszczególnych obszarach geograficznych. Zwracamy uwagę, że historyczne odczyty wskazują, że relacja cen węgla JSW do cen blachy gorącowalcowanej wynosi ok 28% (w okresie 2011-2017), z kolei średnia relacja cen koksu z JSW do ceny blachy gorącowalcowanej wynosi ponad 43%.

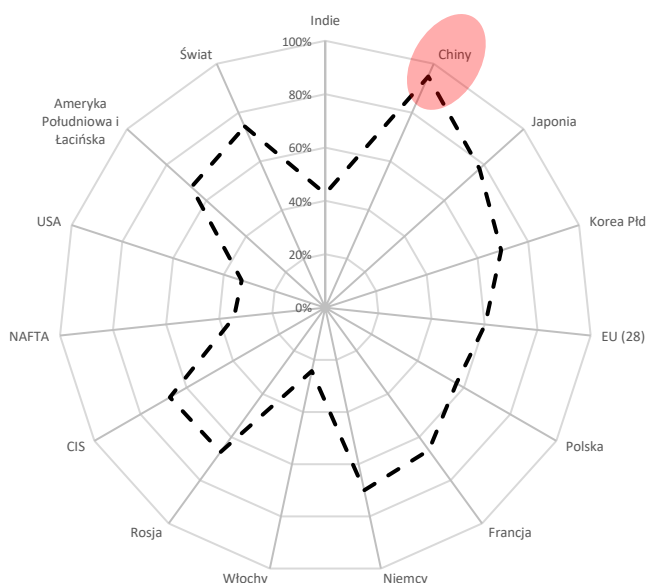
Relacja cen koksu i węgla koksowego JSW na tle spotowych odczytów cen blachy HRC (Turcja)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, JSW

W modelu zakładamy, że obserwowane ceny wyrobów ze stali (blachy) będą na obecnych wysokich poziomach z lekką tendencją spadkową przynajmniej do 2020-2021, na co decydujący wpływ będą miały wprowadzone bariery ochronne. Dla przyszłych cen węgla koksowego, w naszym odczuciu, głównym ryzykiem może być jednak pojawienie się większej podaży surowca aniżeli wzrost popytu. Wykorzystanie produkcji w hutach chińskich nadal nie jest optymalne pomimo rozpoczętego procesu wygaszania poszczególnych pieców. Wreszcie mamy na uwadze, że w kolejnych latach większy udział w produkcji stali ogółem w Chinach będzie miała prawdopodobnie technologia pieców elektrycznych (a tam wsadom jest głównie złom).

Udział technologii wielkiego pieca w procesie produkcji stali w poszczególnych krajach/obszarach gospodarczych (2016 r.)



Spodziewamy się, że w kolejnych latach światowa produkcja stali będzie przekraczała 1,7 mld ton, z czego ponad połowa produkcji przypadać będzie na Chiny.

Zauważamy, że w skali świata proces wielkiego pieca odpowiada za około całkowitej 74% produkcji stali. Sposób wykorzystania technologii BOF/EAF w poszczególnych krajach czy obszarach geograficznych jest historycznie zdeterminowany. Niemniej obecnie w Chinach technologia wielkiego pieca odpowiada za ponad 94% produkcji ogółem. Zatem jeśli kolejne lata pokażą wzrost mocy hut w technologii elektrycznej (gdzie wsadem jest złom), wówczas możemy obserwować odczuwalne zmiany także w relacjach popyt/podaż na węgiel koksowy.

Źródło: symulacja Dom Maklerski BDM S.A.

Zatem na lata 2018-2020 przyjęliśmy założenie, że średnie ceny sprzedaży przez JSW węgla koksowego będą utrzymywały się powyżej 150 USD/t. W 2018 roku ścieżka cen zaczyna się wysoko bowiem powyżej 165 USD/t i w końcu 2018 roku opada w okolice 153,3 USD/t.

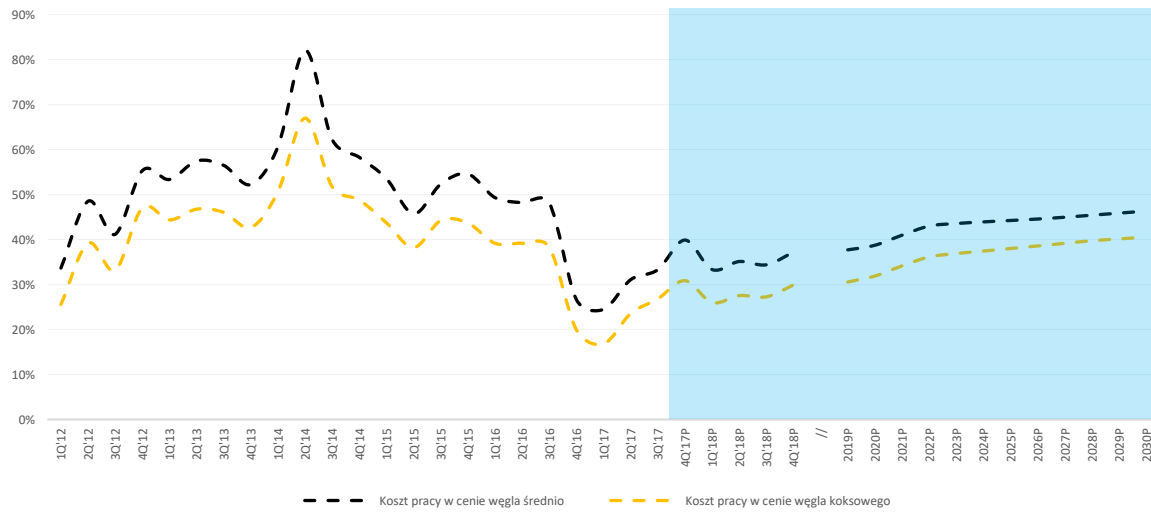
Zgodnie z zapowiedziami spółki w modelu staramy się uwzględnić stopniowy wzrost produkcji węgla ogółem jak i wzrost udziału w wydobyciu węgla koksowego kosztem węgla energetycznego. Proces zmiany mixu sprzedaży będzie jednak wg nas wydłużony w czasie.

W 1Q'17 i 2Q'17 spółka rozpoznała w kosztach pracowniczych segmentu węgiel „jednorazowe” premie w wysokości 236 mln PLN. Raport bieżący z grudnia'17 na temat porozumienia ze stroną społeczną w zakresie przywrócenia zawieszonych przywilejów jest dla nas sygnałem, że rozluźnienie dyscypliny kosztowej będzie dalej postępowało. Obecne władze spółki otrzymały po poprzednikach wynegocjowaną (w krytycznych warunkach płynnościowych) tymczasową umowę społeczną, która naszym zdaniem mogła zostać wykorzystana do dalszych długoterminowych zmian mających na celu uelastycznienie kosztów i ich optymalizację. Z obecnej perspektywy staramy się raczej przygotować na powrót do odczuwalnych wzrostów UMCC. Docelowo nie będziemy zaskoczeni jeśli przyjęty przez nas UMCC w 2018 roku na poziomie 309,5 PLN/t okaże się zbyt mały. W modelu na lata 2019-2020 UMCC w modelu wynosi odpowiednio 320 PLN/t oraz 327,8 PLN/t.

W segmencie koks najbliższe 2-3 lata powinny być udane. Dobra koniunktura makro będzie sprzyjała wolumenom sprzedaży. Przyjęta przez nas relacja cen koksu do cen węgla koksowego będzie w 2018 roku w okolicy 1,66x. W kolejnych dwóch latach również utrzymujemy sprzyjające marżom założenia i relacja ta wynosi ok 1,65x i 1,64x. Zatem zgodnie z naszym modelem EBITDA w segmencie koks w latach 2018-2020 będzie na poziomach przekraczających 200 mln PLN.

Podsumowując, w 2017 roku spodziewamy się, że EBITDA grupy wyniesie 3,55 mld PLN (końcówka roku może być bowiem obciążona dodatkowymi kosztami pracy wynikającymi z porozumienia ze stroną społeczną). Utrzymanie średnich cen węgla koksowego powyżej 158 USD/t i dobrej marży w segmencie koksowym powinno pozwolić na wykazanie w przyszłym roku EBITDA rzędu 3 mld PLN. W latach 2019-2021 spodziewamy się dalszej stopniowej erozji EBITDA w kierunku 2,32 mld PLN.

Przyjęta w modelu ścieżka udziału kosztów pracowniczych w wydobywaniu węgla



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JSW

Szczegółowe założenia do modelu

Grupa JSW [mln PLN]	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Przychody	2 167,7	2 376,0	2 317,5	1 990,9	2 180,3	2 323,2	2 150,9	2 162,6	2 196,4	6 731,3	8 864,7	8 833,1	8 785,1	9 024,3	8 798,3
EBITDA	704,5	1 239,7	912,3	670,1	728,8	933,9	749,2	680,5	638,4	1 065,4	3 550,9	3 002,0	2 623,3	2 537,9	2 320,5
segment węgla	1 023,8	1 297,3	857,0	522,3	546,5	781,7	609,5	558,9	521,4	1 319,0	3 223,1	2 471,6	2 104,1	2 045,9	1 895,7
segment koksu	-75,4	-48,2	-90,1	48,6	112,7	82,6	70,1	52,0	47,4	57,7	23,0	252,0	255,8	238,6	171,5
EBIT	508,0	1 046,6	696,3	463,8	513,5	723,6	538,9	470,2	423,1	226,6	2 720,2	2 155,8	1 754,8	1 646,2	1 405,8
Wynik netto dla akcjonariuszy	294,8	864,5	566,2	360,4	412,0	581,9	437,9	386,9	348,9	6,7	2 203,1	1 755,7	1 463,8	1 385,8	1 183,4
Dane operacyjne segmentu węgla:	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Produkcja węgla razem [mln ton]	4,2	4,0	3,8	3,5	3,8	3,9	3,7	3,8	3,9	17,0	15,1	15,3	15,7	16,0	16,2
Produkcja węgla koksowego [mln ton]	3,0	2,8	2,7	2,5	2,8	2,9	2,8	2,8	2,9	11,6	10,9	11,4	11,7	12,2	12,5
Produkcja węgla energetycznego [mln ton]	1,1	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	5,3	4,2	4,0	4,0	3,8	3,7
Śr. cena węgla koksowego [PLN/t]	600,6	823,1	647,6	514,1	558,8	588,5	558,9	550,1	541,2	388,7	635,9	559,7	539,2	540,2	519,5
Śr. cena węgla energetycznego [PLN/t]	200,7	197,8	205,1	211,5	219,0	230,0	241,0	241,0	245,0	187,6	208,4	239,3	250,0	250,0	245,0
Śr. cena węgla koksowego [USD/t]	148,0	202,6	168,8	141,8	156,3	165,3	158,3	155,8	153,3	98,6	168,5	158,2	151,5	150,5	143,5
Śr. cena węgla energetycznego [USD/t]	49,5	48,7	53,4	58,4	61,3	64,6	68,3	68,3	69,4	47,6	55,2	67,6	70,2	69,7	67,7
UMCC [PLN/t]	258,8	285,2	293,4	287,5	322,8	304,2	307,8	305,9	319,8	248,5	297,2	309,5	320,0	327,8	333,4
Koszty pracownicze jako % kosztów wydobycia	46%	49%	52%	48%	53%	50%	50%	49%	51%	49%	51%	50%	52%	53%	53%
Dane operacyjne segmentu koksu:	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Produkcja koksu [mln ton]	0,97	0,84	0,87	0,89	0,90	0,90	0,89	0,89	0,89	4,14	3,49	3,56	3,56	3,56	3,56
Śr. cena koksu [PLN/t]	673,3	1 036,2	906,5	864,1	950,0	971,0	922,1	913,1	898,4	583,5	931,0	926,2	889,7	885,9	836,4
Śr. cena koksu [USD/t]	166,0	255,1	236,2	238,4	265,8	272,8	261,3	258,7	254,6	148,0	246,7	261,9	250,0	246,8	231,0
Relacja cena koksu/cena węgla koksowego	1,12	1,26	1,40	1,68	1,70	1,65	1,65	1,66	1,66	1,50	1,46	1,66	1,65	1,64	1,61

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

CENY WĘGLA KOKSOWEGO NA ŚWIECIE

Spółka w prezentacjach wynikowych zwraca uwagę, że właściwie od 4Q'16 (czyli od momentu gwałtownego wzrostu cen) trudno jest porównywać cenniki JSW do historycznych benchmarków. Władze spółki akcentują, że w obecnych warunkach transakcje na rynkach światowych zawierane są na podstawie indeksów i brak jest benchmarku dla węgla hard. Dlatego też ustalenie okresów rozliczeniowych wpływa na finalne cenniki. Jednocześnie mamy świadomość, że odbiorcy spółki to w dużej mierze kontrahenci europejscy i cenniki azjatyckie (spotowe) często nie są dla nich akceptowalne.

W 3Q'17 średnia cena sprzedaży węgla koksowego w JSW wyniosła 141,8 USD/t. Przypominamy, że w 1Q'17 średnia cena wyniosła 202,6 USD/t, a w 2Q'17 było to 168,8 USD/t. Wg naszych symulacji dyskonto ceny JSW do kwotowań aktywnego kontraktu na rynku chińskim było ograniczone i wyniosło od 6 do 9%. W samym 3Q'17 JSW uzyskała ceny jednak aż o 23% poniżej kwotowań kontraktów.

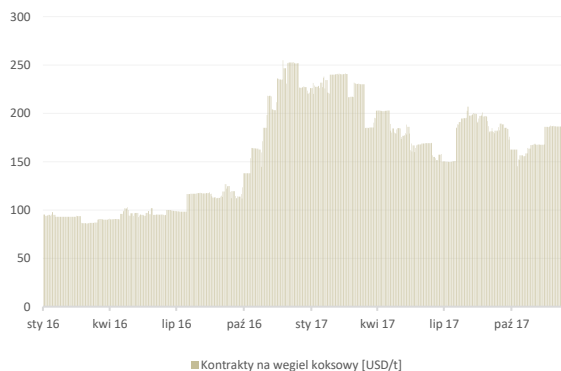
We wrześniu'17 miała miejsce erozja cen na kontraktach na węgiel koksowy. Wtedy ceny spadły z poziomu ok 200 USD/t do nawet 150 USD/t w połowie października'17. Od listopada'17 widzimy znowu wzrosty cenników i aktualne kwotowania to ponad 186 USD/t. Teoretyczny benchmark ustalony na 4Q'17 wynosi 192 USD/t. Jednocześnie w ostatnich dniach dostrzegamy dynamiczne wybiecie odczytów Premium HCC Australia do ponad 236 USD/t, a dla HCC Australia do 175 USD/t.

Zrealizowane ceny sprzedaży węgla koksowego przez JSW na tle odczytów zagranicznych indeksów

	JSW [USD/t]	JSW / Aktywny kontrakt	JSW / Hardcoal benchmark	JSW / PHCC Australia Export FOB	JSW / HCC Australia Export FOB	JSW / PHCC China Import	JSW / HCC China Import
1Q'16	79,3	87%	98%	101%	108%	98%	101%
2Q'16	80,3	84%	96%	88%	97%	84%	90%
3Q'16	84,8	74%	92%	64%	73%	64%	69%
4Q'16	148,0	71%	74%	56%	64%	56%	63%
1Q'17	202,6	91%	72%	120%	129%	115%	123%
2Q'17	168,8	96%	87%	87%	95%	89%	96%
3Q'17	141,8	77%	83%	75%	86%	74%	82%

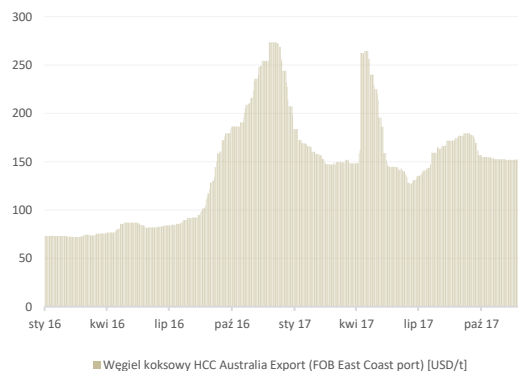
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kontrakty na węgiel koksowy



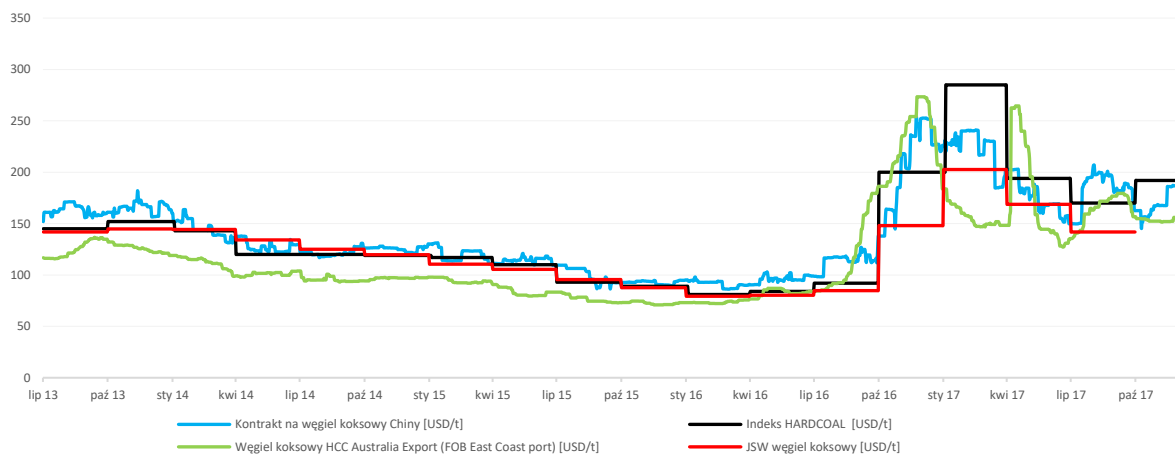
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

HCC Australia



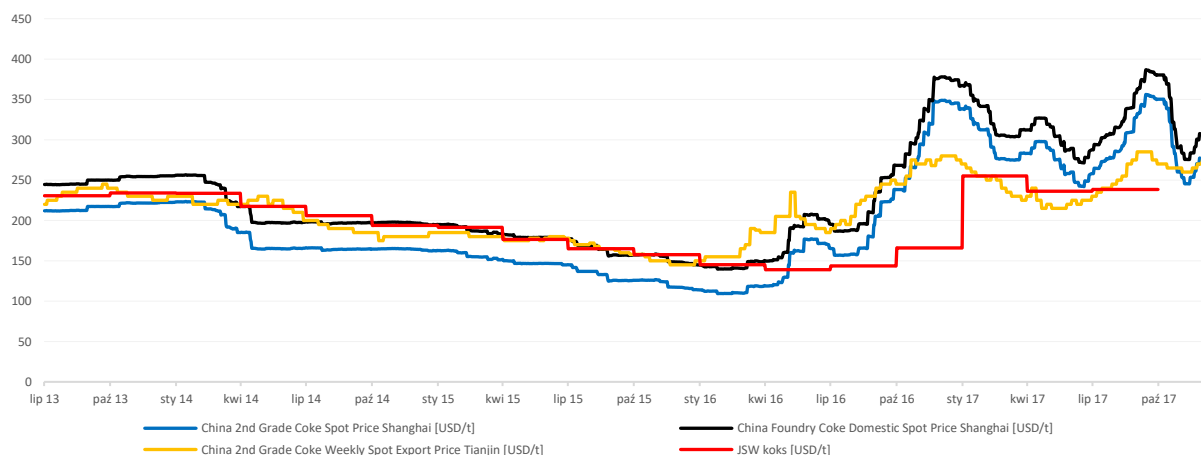
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Ceny węgla koksowego JSW na tle wybranych zagranicznych indeksów



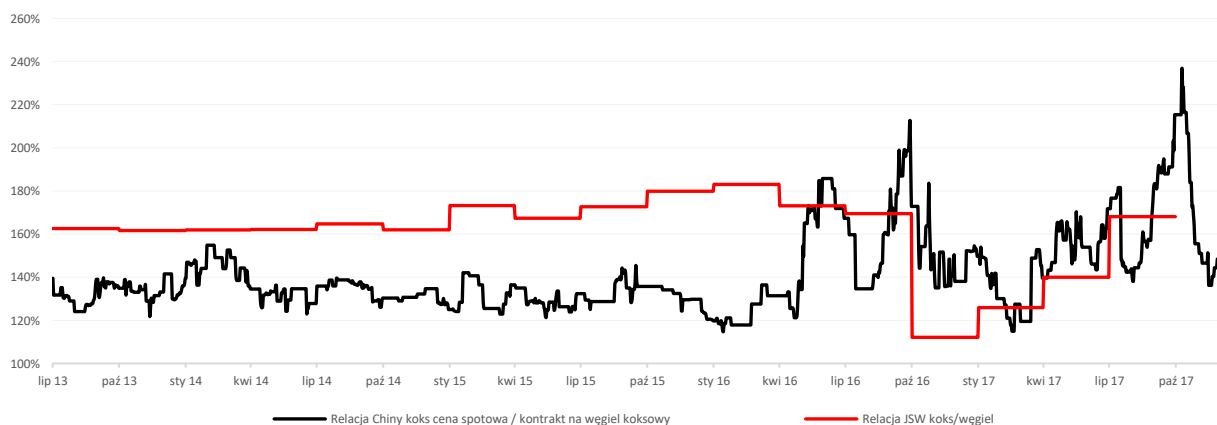
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, JSW

Ceny koksu JSW na tle wybranych zagranicznych indeksów



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, JSW

Relacja cen koksu i węgla koksowego w JSW na tle spotowych odczytów indeksów chińskich

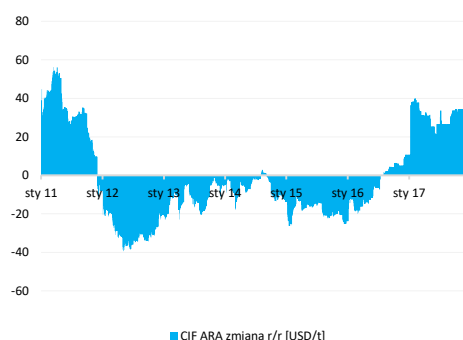
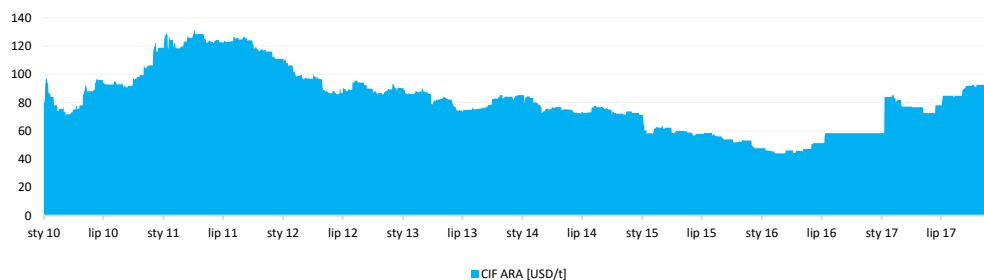


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, JSW

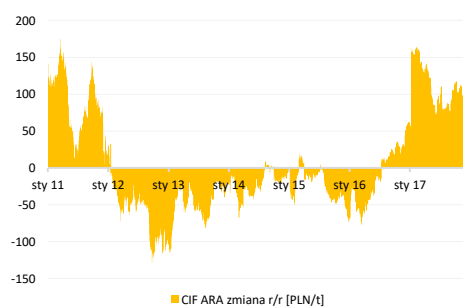
CENY WĘGLA ENERGETYCZNEGO NA ŚWIECIE

Miniony 2016 rok przyniósł silne odbicie cen węgla energetycznego na rynkach światowych. Jeszcze w styczniu '16 średnie ceny z portów ARA oscylowały w okolicy 175 PLN/t (chwilowe zejście nawet w pobliże 43 USD/t). W kolejnych miesiącach nastąpiła szybka odbudowa cenników i w końcówce 2016 roku ceny w ARA wynosiły już ponad 375 PLN/t (nawet ponad 90 USD/t). Początek 2017 roku to kolejne wzrosty cen węgla energetycznego. Szacujemy, że średnia cena w ARA w 1Q'17 mogła wynieść ok 80 USD/t, z kolei w 2Q'17 po płytkiej korekcie średnia cena to ok 75 USD/t. Ostatnie ponowne ożywienie doprowadziło ceny węgla energetycznego do poziomu ponad 90 USD (śr. odczyt za listopad'17 to ok 92,5 USD/t). Początek grudnia'17 wskazuje, że w portach ARA cena wynosi ponad 92 USD, czyli ok 330 PLN/t, z kolei PSCMI1 za październik'17 to 208,75 PLN/t (PSCMI2 wzrósł z kolei do ponad 253 PLN/t).

Ceny węgla energetycznego CIF ARA (dane w USD)



Ceny węgla energetycznego CIF ARA (dane w przeliczeniu na PLN)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

KRAJOWY RYNEK WĘGLA KAMIENNEGO

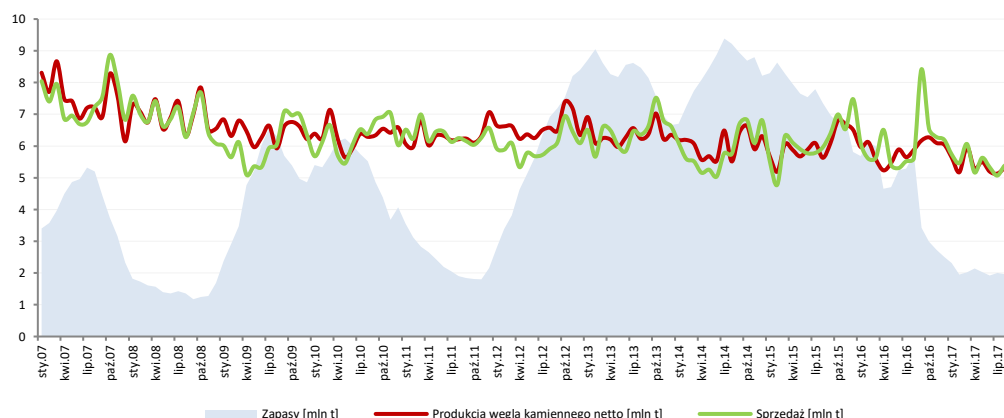
W 2016 roku wydobycie węgla kamiennego w Polsce ogółem wyniosło ok 70,5 mln ton (spadek o 1,8 mln ton względem 2015 roku). W okresie styczeń-wrzesień'17 krajowe wydobycie to ok 48,9 mln ton, czyli o ponad 3 mln ton mniej niż w styczeń-wrzesień'16. Zwracamy uwagę na niskie raportowane zapasy w kopalniach (wcześniej efekt m.in. zakupu węgla przez Agencję Rezerw Materiałowych). Z danych ARP wynika, że na koniec lipca'17 zapasy wyniosły 2,2 mln ton (przed okresem zimowym).

Stan zapasów węgla kamiennego w kopalniach w Polsce [mln ton]

	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru
2012	2,8	3,4	3,8	4,6	5,1	5,6	6,3	6,9	7,2	7,5	8,2	8,4
2013	8,7	9,1	8,6	8,3	8,2	8,6	8,6	8,5	8,1	7,6	7,0	6,7
2014	6,7	7,2	7,7	8,1	8,5	8,9	9,4	9,2	8,9	8,7	8,8	8,2
2015	8,3	8,6	8,3	8,0	7,6	7,5	7,8	7,3	7,0	6,7	6,8	5,8
2016	5,7	6,1	6,0	4,7	4,7	5,2	5,3	5,7	3,4	3,0	2,7	2,5
2017	2,3	2,0	2,0	2,1	2,0	1,9	2,0	2,0	2,2			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ARR i Ministerstwa Gospodarki

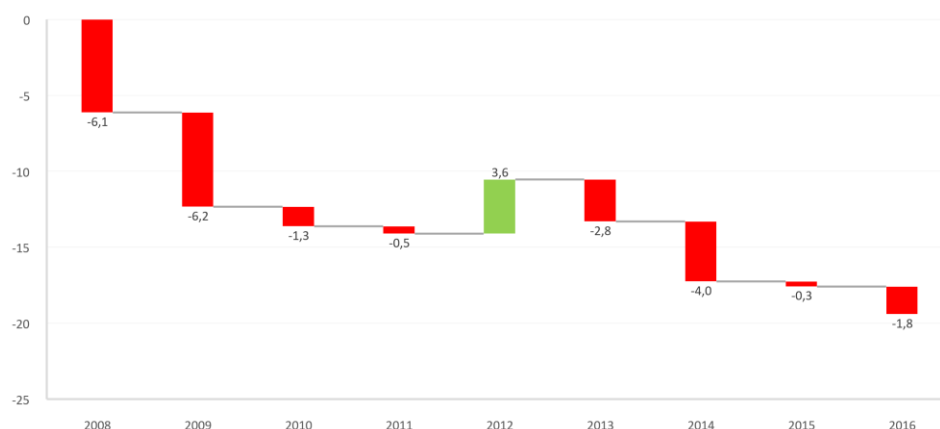
Stan zapasów węgla kamiennego w kopalniach w Polsce [mln ton]



W 2015 i 2016 roku nastąpił wyraźny spadek raportowanych zapasów węgla kamiennego w krajowych kopalniach. Na koniec grudnia'16 stan zapasów wynosił tylko 2,5 mln ton. Na koniec września'17 zapasy spadły do 2,2 mln ton.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ARR i Ministerstwa Gospodarki

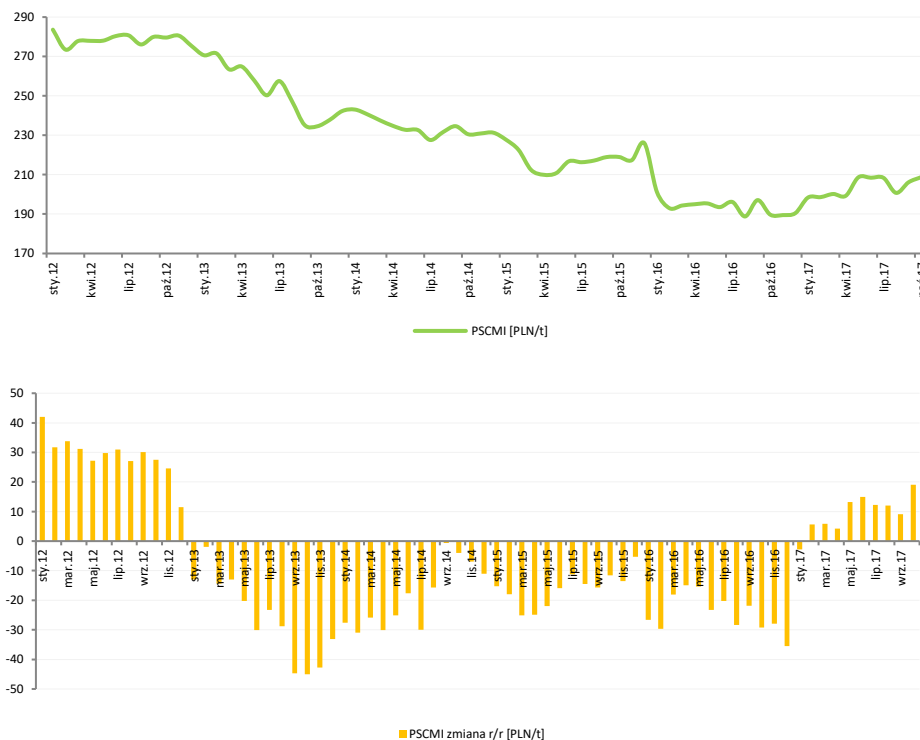
Postępujący spadek wydobycia węgla kamiennego w Polsce [zmiany w ujęciu rocznym w mln ton]



W Polsce od lat trwa spadek wydobycia węgla kamiennego. W ostatnich latach w bilansie wydobycia wyjątkowy był rok 2012 (wtedy m.in. w Bogdanie nastąpił wzrost produkcji z 5,8 mln ton w 2011 roku do prawie 7,8 mln ton w 2012 roku i ponad 8,3 mln ton w 2013 roku). Ogółem w Polsce wydobycie węgla kamiennego w latach 2007-2016 spadło o niemal 19,5 mln ton. W okresie styczeń-wrzesień'17 krajowe wydobycie to ok 48,9 mln ton, czyli o ponad 3 mln ton mniej niż w styczeń-wrzesień'17.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych GUS, ARR i Ministerstwa Gospodarki

Indeks cen miałow energetycznych dla energetyki zawodowej i przemysłowej



Indeks PSCMI wskazuje, że średnia ważona cena miałow w 3Q'17 była na poziomie 205,11 PLN/t (podobnie było w 2Q'17).

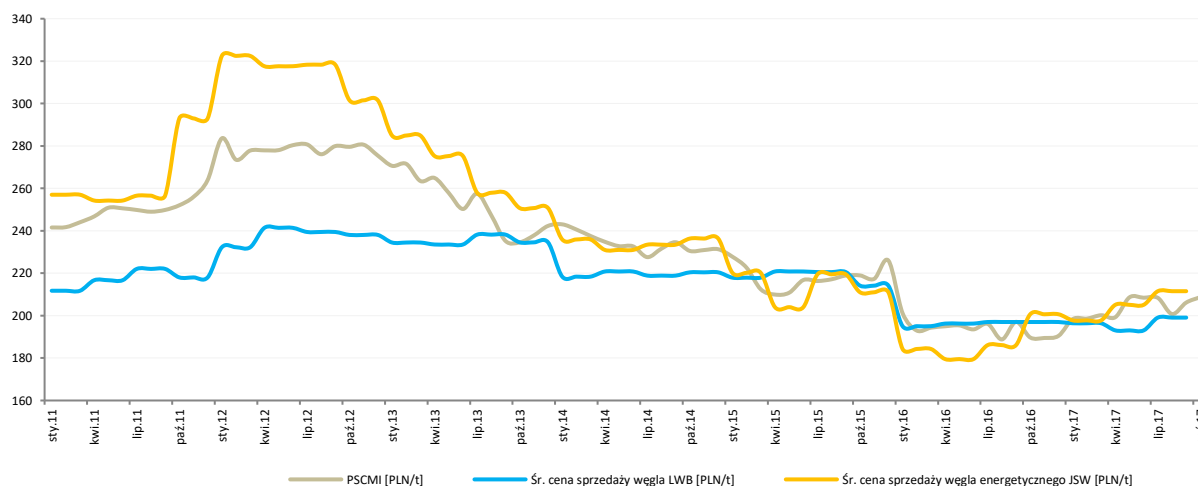
Odczyt PSCMI1 za październik'17 wskazuje na ceny w okolicy 208,8 PLN/t (9,45 PLN/GJ)

Obecne poziomy PSCMI nadal istotnie in minus odbiegają od cen węgla energetycznego w portach ARA.

Indeks PSCMI odzwierciedla średnią ważoną cenę netto bez uwzględnienia podatku akcyzowego, w warunkach CFA

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ARR i TGE

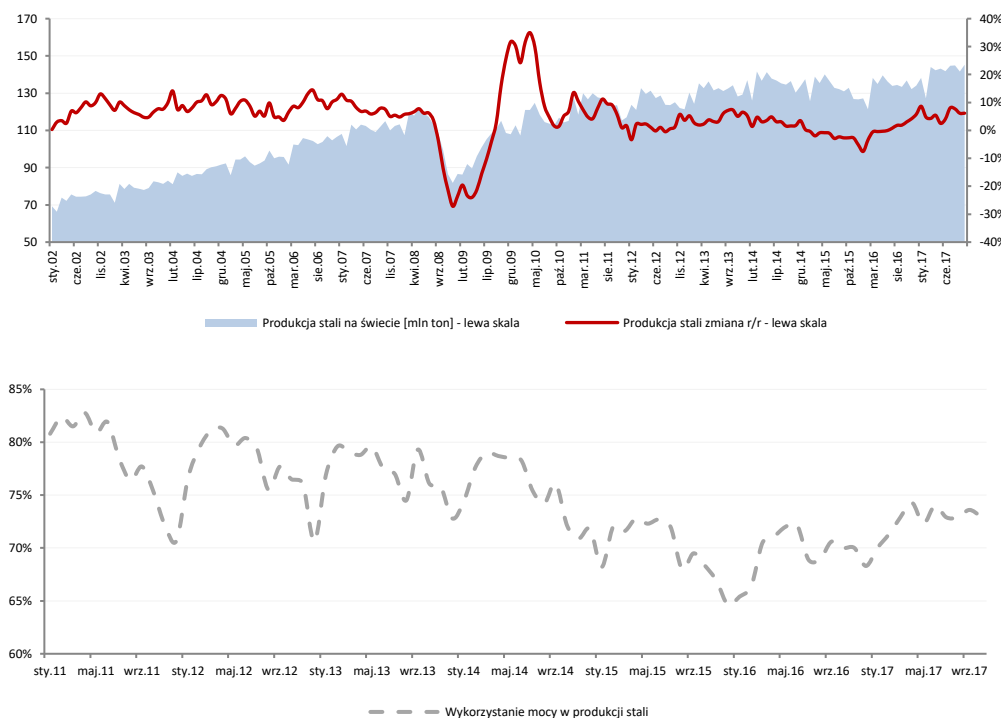
Indeks PSCMI1 na tle średnich cen sprzedaży węgla energetycznego przez LWB JSW (szacunki BDM)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ARR i TGE, JSW, spółka

PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE

Produkcja stali na świecie oraz wykorzystanie mocy w hutach



W 2015 roku nastąpiła erozja produkcji stali na świecie jednocześnie oraz znaczące zmniejszenie wykorzystania mocy w hutach. Przypominamy, że był to również wyjątkowy okres pogłębienia spadku cen większości asortymentów.

W 2016 roku nastąpiło bardzo dynamiczne odbicie cenników na wyroby ze stali. Dodatkowo wzrost konsumpcji jawnej w największych gospodarkach świata korzystnie wpłynął na wykorzystanie mocy produkcyjnych. Kluczowe znaczenie dla wyższych cenników miały/mają także wprowadzone bariery ochronne przemysł stalowniczy w głównych obszarach gospodarczych.

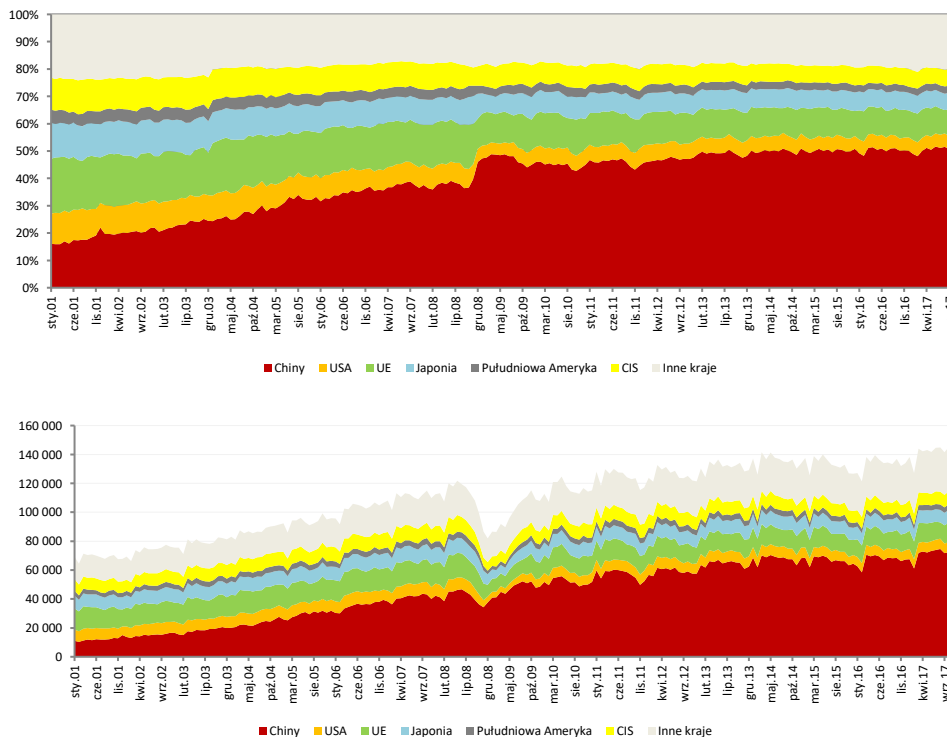
Z danych WSA wynika, że w 2016 roku produkcja stali na świecie wzrosła o 0,4% względem 2015 roku.

W okresie sty-paź'17 produkcja światowa była wyższa o 5,7% r/r.

Jak podaje WSA w październiku'17 średnie wykorzystanie mocy w hutach na świecie wyniosło 73%.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., World Steel Association

Udział poszczególnych obszarów geograficznych w produkcji stali na świecie oraz produkcja wolumenowa [tys. ton]



Od kilku lat zauważalna jest dominująca rola Chin w produkcji stali. W 2001 roku Chiny odpowiadały za ok. 18,1% produkcji światowej, w 2007 roku udział Chin wyniósł już 37% w światowej produkcji, a w 2016 roku było to ok. 50,4%.

Udział największych producentów z UE w światowym rynku w 2007 roku wynosił 15,9%, w 2011 roku było to 11,9%, a w 2016 roku udział w światowej produkcji spadł do ok. 10,1%.

Polska w 2016 roku odpowiadała za ok. 0,56% produkcji światowej i ok. 5,49% produkcji w UE28.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., World Steel Association

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Przychody	8 821	7 632	6 815	6 935	6 731	8 865	8 833	8 785	9 024	8 798	8 651	8 687	8 765	8 892	9 020	9 098
EBITDA	2 375	1 403	529	-2 533	1 065	3 551	3 002	2 623	2 538	2 321	2 062	2 002	1 990	1 978	1 968	1 959
EBITDA węgiel	2 075	992	191	-2 104	1 319	3 223	2 472	2 104	2 046	1 896	1 652	1 604	1 601	1 597	1 597	1 597
EBITDA koks	103	266	208	-524	58	23	252	256	239	171	157	144	136	127	118	109
EBIT	1 308	202	-775	-3 896	227	2 720	2 156	1 755	1 646	1 406	1 124	1 061	1 046	1 043	1 043	1 044
Wynik brutto	1 277	110	-882	-4 045	20	2 733	2 175	1 813	1 717	1 467	1 186	1 126	1 113	1 113	1 119	1 132
Podatek	289	28	-225	-760	15	529	413	345	326	279	225	214	212	211	213	215
Wynik netto	988	82	-657	-3 285	4	2 204	1 762	1 469	1 391	1 188	960	912	902	901	906	917
Wynik netto akcjonariuszy	985	77	-659	-3 266	7	2 203	1 756	1 464	1 386	1 183	955	907	897	896	901	912
Produkcja węgla razem [mln ton]	13,5	13,6	13,9	16,3	17,0	15,1	15,3	15,7	16,0	16,2	16,3	16,4	16,5	16,7	16,9	17,0
Produkcja węgla koksowego [mln ton]	9,5	9,8	9,9	11,2	11,6	10,9	11,4	11,7	12,2	12,5	12,7	12,9	13,1	13,4	13,7	13,9
Śr cena węgla razem [PLN/t]	504,4	387,9	340,6	308,5	304,8	477,3	442,2	437,1	444,7	433,0	425,0	425,8	428,6	432,0	435,2	437,8
Śr cena węgla koksowego [PLN/t]	630,3	472,6	411,5	375,6	388,7	635,9	559,7	539,2	540,2	519,5	505,7	502,7	502,7	502,7	502,7	502,7
UMCC [PLN/t]	348,1	334,3	353,2	307,1	248,5	297,2	309,5	320,0	327,8	333,4	339,2	342,4	345,2	348,0	350,9	353,8
Koszty pracy jako % kosztów wydobycia [%]	64%	64%	62%	52%	49%	51%	50%	52%	53%	53%	54%	54%	55%	55%	55%	56%
Produkcja koksu [mln ton]	3,8	3,9	4,0	4,2	4,1	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Śr. cena koksu [PLN/t]	970,0	758,4	668,2	648,5	583,5	931,0	926,2	889,7	885,9	836,4	809,1	804,4	804,4	804,4	804,4	804,4
BILANS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Aktywa trwałe	9 792	10 300	13 086	10 325	9 097	8 866	9 205	9 552	9 909	10 183	10 418	10 653	10 889	11 123	11 215	11 307
RZAT + WNIIP	9 308	9 804	12 310	8 770	7 609	7 584	7 922	8 269	8 626	8 901	9 135	9 370	9 606	9 840	9 932	10 024
Pozostałe dl term	484	496	776	1 554	1 489	1 283	1 283	1 283	1 283	1 283	1 283	1 283	1 283	1 283	1 283	1 283
Aktywa obrotowe	4 275	3 562	2 283	1 488	2 422	3 495	4 122	4 599	5 088	5 376	5 489	5 585	5 677	5 898	6 381	6 867
Zapasy	806	541	538	492	343	486	484	481	494	482	474	476	480	487	494	499
Należności handlowe	1 020	938	1 008	635	898	1 032	968	963	989	964	948	952	961	974	989	997
Pozostałe aktywa kr terminowe	9	36	16	11	12	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Inne kr term aktywa finansowe	949	11	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Środki pieniężne	1 491	2 037	721	350	1 170	1 971	2 663	3 149	3 598	3 923	4 061	4 151	4 230	4 430	4 892	5 366
Razem aktywa	14 067	13 862	15 369	11 812	11 520	12 361	13 326	14 151	14 996	15 559	15 907	16 238	16 566	17 020	17 596	18 174
Kapitał własny razem	8 574	8 352	7 268	3 934	4 070	6 279	7 747	8 629	9 432	10 034	10 407	10 732	11 047	11 479	12 033	12 597
Zobowiązania dl terminowe	3 036	3 023	3 987	3 835	5 085	4 143	3 743	3 743	3 743	3 743	3 743	3 743	3 743	3 743	3 743	3 743
Zobowiązania dl term. % (kredyty,obligacje)	190	185	143	185	1 589	757	357	357	357	357	357	357	357	357	357	357
Pozostałe dl term. zobow. i rezerwy	2 635	2 615	3 546	3 398	3 347	3 254	3 254	3 254	3 254	3 254	3 254	3 254	3 254	3 254	3 254	3 254
Zobowiązania handlowe	211	223	299	252	149	133	133	133	133	133	133	133	133	133	133	133
Zobowiązania kr terminowe	2 457	2 488	4 115	4 044	2 365	1 939	1 836	1 780	1 821	1 782	1 756	1 763	1 776	1 798	1 820	1 833
Zobowiązania dl term. % (kredyty,obligacje)	76	132	1 388	1 435	94	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113
Pozostałe kr term. zobow. i rezerwy	597	543	517	391	362	283	283	283	283	283	283	283	283	283	283	283
Zobowiązania handlowe	1 784	1 813	2 210	2 218	1 909	1 543	1 441	1 384	1 425	1 386	1 361	1 367	1 380	1 402	1 424	1 438
Razem zobowiązania	5 493	5 510	8 102	7 878	7 450	6 082	5 580	5 523	5 564	5 525	5 500	5 506	5 519	5 541	5 563	5 577
Razem pasywa	14 067	13 862	15 369	11 812	11 520	12 361	13 326	14 151	14 996	15 559	15 907	16 238	16 566	17 020	17 596	18 174
CF	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
CF operacyjny	2 359	1 630	644	725	897	2 398	2 553	2 231	2 214	2 041	1 837	1 789	1 780	1 768	1 757	1 745
CF inwestycyjny	-2 634	-804	-3 040	-1 015	-354	-765	-1 107	-1 123	-1 138	-1 081	-1 064	-1 065	-1 066	-1 052	-895	-872
CF finansowy	-822	-281	1 077	-80	278	-833	-753	-623	-627	-634	-634	-634	-634	-517	-400	-400
Zmiana stanu środków pieniężnych	-1 096	545	-1 319	-370	820	800	693	486	449	325	138	90	79	199	462	473
Środki pieniężne eop	1 491	2 037	720	350	1 170	1 971	2 663	3 149	3 598	3 923	4 061	4 151	4 230	4 430	4 892	5 366

Wskaźniki	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Cena akcji [PLN]	99,50	99,50	99,50	99,50	99,50	99,50	99,50	99,50	99,50	99,50	99,50	99,50	99,50	99,50	99,50	99,50
Liczba akcji [mln szt.]	117,41	117,41	117,41	117,41	117,41	117,41	117,41	117,41	117,41	117,41	117,41	117,41	117,41	117,41	117,41	117,41
Kapitalizacja [mln PLN]	11 682	11 682	11 682	11 682	11 682	11 682	11 682	11 682	11 682	11 682	11 682	11 682	11 682	11 682	11 682	11 682
P/E	11,9x	151,1x	---	---	---	5,3x	6,7x	8,0x	8,4x	9,9x	12,2x	12,9x	13,0x	13,0x	13,0x	12,8x
EV/EBITDA	4,0x	7,1x	23,6x	---	11,5x	3,0x	3,2x	3,4x	3,4x	3,5x	3,9x	4,0x	4,0x	3,9x	3,7x	3,5x
EV/EBIT	7,3x	49,3x	---	---	53,8x	3,9x	4,4x	5,1x	5,2x	5,9x	7,2x	7,5x	7,6x	7,4x	7,0x	6,5x
P/BV	1,4x	1,4x	1,6x	3,0x	2,9x	1,9x	1,5x	1,4x	1,2x	1,2x	1,1x	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x
EV [mln PLN]	9 509	9 952	12 492	12 953	12 202	10 585	9 492	9 007	8 558	8 233	8 095	8 005	7 925	7 726	7 264	6 790
Dług netto [mln PLN]	-2 174	-1 731	810	1 271	520	-1 097	-2 190	-2 676	-3 125	-3 450	-3 587	-3 678	-3 757	-3 956	-4 419	-4 892
Dług % [mln PLN]	266	317	1 530	1 621	1 690	873	473	473	473	473	473	473	473	473	473	473
Środki pieniężne [mln PLN]	2 440	2 048	721	350	1 170	1 971	2 663	3 149	3 598	3 923	4 061	4 151	4 230	4 430	4 892	5 366
Zobowiązania pracownicze [mln PLN]	2 354	2 367	3 111	874	699	659	659	659	659	659	659	659	659	659	659	659
Dług netto/EBITDA	-0,9x	-1,2x	1,5x	-0,5x	0,5x	-0,3x	-0,7x	-1,0x	-1,2x	-1,5x	-1,7x	-1,8x	-1,9x	-2,0x	-2,2x	-2,5x
(Dług % + zobow. pracownicze) / EBITDA	1,1x	1,9x	8,8x	-1,0x	2,2x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,5x	0,5x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
DPS [PLN]	5,4	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	4,0	3,0	3,0
Div yield	5,4%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
redukuj	90,80	akumuluj	82,60	18.12.2017	11:54 CEST	99,50	62 986
akumuluj	82,60	redukuj	84,90	27.05.2013		73,60	45 687
redukuj	84,90	redukuj	126,00	26.06.2012		99,50	40 282
redukuj	126,00	-	-	27.07.2011		136,10	47 151

* autorem raportów analitycznych na temat JSW w okresie 27.07.2011-27.05.2013 był Krzysztof Zarychta

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'17

Kupuj	8	38%
Akumuluj	5	24%
Trzymaj	5	24%
Redukuj	3	14%
Sprzedaj	8	38%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 18.12.2017 roku (11:54 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 21.12.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 18.12.2017 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.