



Dom Maklerski BDM S.A.

JSW

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 102,0 PLN

06 CZERWIEC 2018 (08:59 CEST)

Decydujemy się na zmianę zalecenia dla JSW. Nasze optymistyczne podejście w krótkim terminie wynika z obserwowanych wysokich cen węgla koksowego na rynkach światowych. Spółce sprzyja również zachowanie walut, co powinno budować dodatkową marżę przynajmniej w 2Q'18 i 3Q'18. Nie widzimy też istotnych turbulencji na rynkach stali i decydujące znaczenie dla dobrej rentowności hut mają wprowadzone/wprowadzane bariery ochronne w poszczególnych obszarach gospodarczych. Tym samym akcentujemy impulsy wzrostowe dla JSW jakie powinny być odczuwalne w krótkim horyzoncie czasowym i dlatego wydajemy zalecenie Kupuj z ceną docelową 102 PLN/akcję.

Grupa pokazała mocne wyniki produkcyjne za 1Q'18. Wydobywanie węgla koksowego w 1Q'18 było wyższe r/r o 7,6%, natomiast łącznie wolumen produkcji węgla był o 3,4% większy w relacji r/r. Szacowana przez nas średnia cena sprzedaży węgla koksowego wyniosła ponad 200 USD/t (w 1Q'17 było to 202,6 USD/t). W segmencie koksu także obserwowaliśmy wysokie wolumeny produkcji (919 tys. ton; +9,7% r/r). Średnią cenę koksu w 1Q'18 oszacowaliśmy na 309,4 USD/t (w 1Q'17 było to ponad 255 USD/t). Skonsolidowane przychody grupy w omawianym okresie były na poziomie 2,51 mld PLN (+5,7% r/r). Na poziomie EBITDA grupa wypracowała 1,14 mld PLN (-8,4% r/r; porównanie do bardzo wysokiej bazy z ubiegłego roku). W segmencie węgiel EBITDA spadła o ponad 13% r/r do poziomu 1,126 mld PLN, natomiast w segmencie koks EBITDA wyniosła 55,7 mln PLN (w 1Q'17 odnotowano stratę rzędu 48,2 mln PLN).

W porównaniu do raportu analitycznego z grudnia'17 podnieśliśmy nasze założenia na 2018 rok zarówno w obszarze segmentu węgiel jak i w segmencie koks. Głównym powodem bardziej optymistycznego podejścia są obserwowane wysokie ceny węgla koksowego, dobra sytuacja w branży związanej z produkcją stali oraz poprawa sytuacji FX dla grupy. Tym samym EBITDA na 2018 rok wg naszych założeń może wynieść ponad 3,8 mld PLN (będzie zatem niewiele mniejsza niż w minionym 2017 roku). Dla segmentu węgiel spodziewamy się odczytu EBITDA rzędu 3,33 mld PLN, natomiast w segmencie koks liczymy na wzrost EBITDA do 279 mln PLN. Dokonaliśmy również korekty in plus na kolejne dwa lata. W porównaniu do poprzedniego modelu EBITDA jest obecnie wyższa w latach 2019-2020 odpowiednio o 17% i 11%.

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 wg nas decydujący wpływ będą miały już wprowadzone i prawdopodobnie kolejne nowe mechanizmy ochronne dla producentów wyrobów ze stali w poszczególnych obszarach gospodarczych.

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	6 731	8 877	9 689	9 334	9 252	9 218
EBITDA [mln PLN]	1 065	3 941	3 807	3 070	2 813	2 646
EBIT [mln PLN]	227	3 117	3 009	2 221	1 941	1 726
Wynik netto [mln PLN]	7	2 539	2 412	1 812	1 598	1 415
EV/EBITDA (x)	10,0x	2,2x	1,9x	2,3x	2,5x	2,5x
P/E (x)	---	4,0x	4,2x	5,6x	6,4x	7,2x
DPS [PLN]	0,0	0,0	0,0	5,0	5,0	5,0

Wycena końcowa [PLN]	102,0
Potencjał do wzrostu / spadku	+18%
Cena rynkowa [PLN]	86,66
Kapitalizacja [mld PLN]	10,17
Ilość akcji [mln. szt.]	117,41
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	109,75
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	77,16
Stopa zwrotu za 3 mc	-11%
Stopa zwrotu za 6 mc	-5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-19%
Akcjonariat	
Skarb Państwa	55,16%

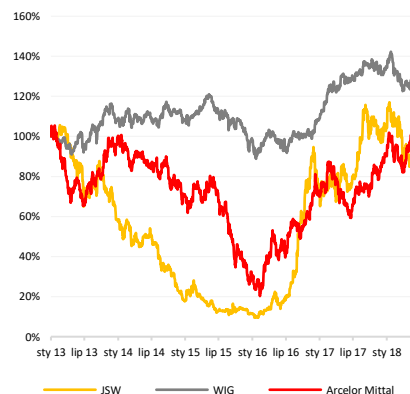
Maciej Bobrowski

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.

SPIIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	3
WYCENA DCF.....	4
ANALIZA WSKAŹNIKOWA	7
WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'18.....	9
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	12
CENY WĘGLA KOKSOWEGO NA ŚWIECIE	14
PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE	16
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	17

WYCENA I PODSUMOWANIE

Decydujemy się na zmianę zalecenia dla JSW. Nasze optymistyczne podejście w krótkim terminie wynika z obserwowanych wysokich cen węgla koksowego na rynkach światowych. Spółce sprzyja również zachowanie walut, co powinno budować dodatkową marżę przynajmniej w 2Q'18 i 3Q'18. Nie widzimy też istotnych turbulencji na rynkach stali i decydujące znaczenie dla dobrej rentowności hut mają wprowadzone/wprowadzane bariery ochronne w poszczególnych obszarach gospodarczych. Tym samym akcentujemy impulsy wzrostowe dla JSW jakie powinny być odczuwalne w krótkim horyzoncie czasowym i dlatego wydajemy zalecenie Kupuj z ceną docelową 102 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny JSW

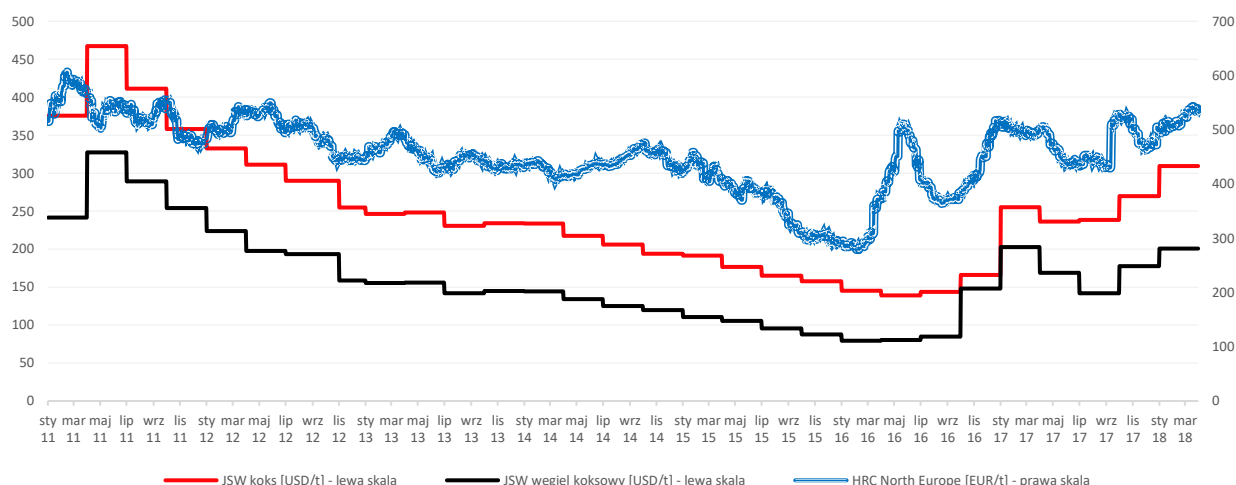
		mld PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	11,2	95,5
B	Wycena porównawcza	12,7	108,4
C	Wycena końcowa (A*0,5 + B*0,5)	12,0	102,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Okres 1Q'18 był bardzo mocny pod względem produkcji (wydobyto ok 4,1 mln ton węgla, w tym 3 mln ton węgla koksowego; in plus wyróżniał się m.in. zakład KWK Pniówek). Z uwagi na katastrofę na ruchu Zofiówka, skąd miał pochodzić dodatkowy wolumen produkcji na 2H'18, liczymy się ze słabszymi odczytami produkcyjnymi w najbliższych kwartałach. Tym samym w na cały 2018 rok przyjmujemy w modelu optymalny pułap wydobywania w okolicy 15,1 mln ton węgla, w tym 11,1 mln ton węgla koksowego (wg nas w 2Q'18 może to być łącznie 3,8 mln ton, a w 3Q'18 i 4Q'18 odpowiednio 3,6 mln ton i 3,7 mln ton). W kolejnych latach spodziewamy się stopniowego wzrostu wolumenu produkcji do około 16 mln ton węgla w 2021 roku. Jest to założenie podobne, co w poprzednim raporcie analitycznym i mamy na uwadze, że może to być ostrożne podejście na tle zaprezentowanej strategii spółki.

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 wg nas decydujący wpływ będą miały już wprowadzone i prawdopodobnie kolejne nowe mechanizmy ochronne dla producentów wyrobów ze stali w poszczególnych obszarach gospodarczych.

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



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

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

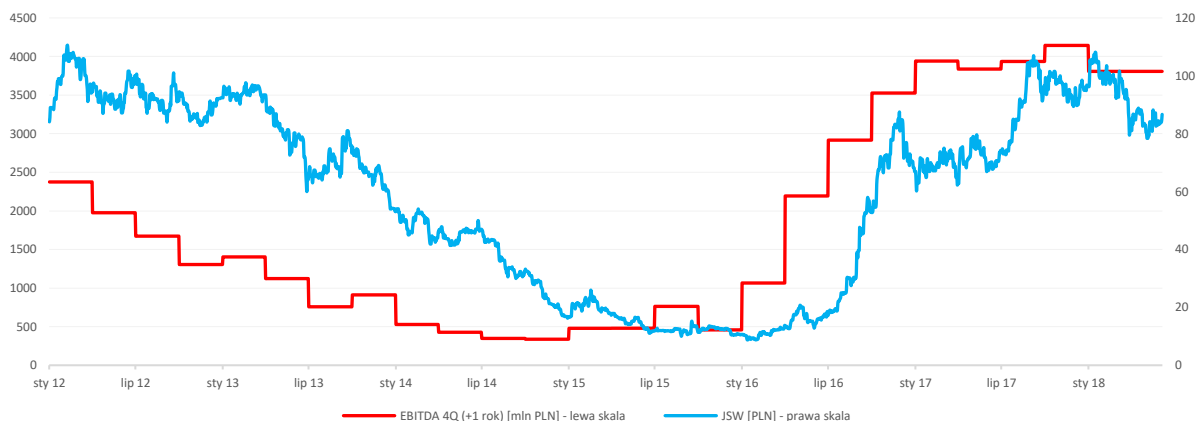
Kluczowe znaczenie dla wyników JSW ma cena węgla koksowego. Władze spółki nie mają wpływu na zmiany cen węgla koksowego na rynkach zagranicznych i jednym z głównym obszarów zarządzanych jest definiowanie poziomu produkcji oraz ustalanie struktury kosztowej grupy. Należy mieć na uwadze, że szereg pozycji 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.

Z uwagą będziemy śledzili przyszłe relacje Korei Północnej ze światem. Uważamy, że kraj ten po ewentualnym zniesieniu nałożonych sankcji może sprzedawać istotne wolumeny węgla kamiennego, co w perspektywie kilku lat może mieć odczuwalny wpływ na ceny światowe (zarówno węgla energetycznego jak i koksowego).

Inwestorzy powinni mieć na uwadze, że trwa proces sprzedaży aktywów Arcelor Mittal w Czechach (efekt porozumienia z KE). Tym samym w przyszłości JSW będzie prawdopodobnie miał „nowego” partnera handlowego. Szczególnym ryzykiem dla JSW może być przejęcie wspomnianych aktywów przez inwestora posiadającego dostęp do tańszego wsadu do produkcji.

Władze spółki sygnalizują możliwość przeprowadzenia akwizycji nowych aktywów (zarówno pod kątem nowego złoża, jak i aktywów związanych z wykonawstwem). Wg nas przeprowadzenie dużych projektów inwestycyjnych, blisko szczytów koniunktury na węglu koksowym, może być trudne do właściwej oceny (szczególnie przez inwestorów mniejszościowych wrażliwych na to jakie dodatkowe koszty stałe będą ponoszone).

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 2018 roku spodziewamy się, że EBITDA grupy wyniesie ok 3,8 mld PLN. W modelu przewidujemy utrzymanie średnich cen węgla koksowego w okolicy 178 USD/t na 2H'18 (w 1H'18 wg nas może to być ponad 194 USD/t). W 2018 roku oczekujemy poprawy marż w segmencie koks (EBITDA segmentu w 2018 roku wg nas powinna wynieść niemal 280 mln PLN). W latach 2019-2021 spodziewamy się stopniowej erozji EBITDA grupy w kierunku 2,65 mld PLN.
- Staramy się w kolejnych latach uwzględniać zapowiadane zwiększenie produkcji węgla, w tym poprawę struktury sprzedaży w kierunku węgla koksowego.
- Wydatki inwestycyjne w latach 2018-2020 założyliśmy średniorocznie na poziomie ok 1,68 mld PLN.
- W modelu nie uwzględniliśmy istotnych dalszych zmian w kapitale obrotowym.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.07.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 11,22 mld PLN, czyli 95,5 PLN/akcję.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	9 689	9 334	9 252	9 218	9 239	9 375	9 411	9 499	9 586	9 616
EBIT [mln PLN]	3 009	2 221	1 941	1 726	1 602	1 592	1 522	1 465	1 408	1 346
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	571,7	422,0	368,7	327,9	304,3	302,5	289,3	278,3	267,6	255,7
NOPLAT [mln PLN]	2 437	1 799	1 572	1 398	1 297	1 290	1 233	1 187	1 141	1 090
Amortyzacja [mln PLN]	798	850	873	921	944	947	950	940	931	921
CAPEX [mln PLN]	-1 596	-1 691	-1 737	-1 381	-1 180	-1 184	-1 188	-1 176	-1 163	-1 151
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-837,0	-56,0	-0,7	-0,3	0,2	1,1	0,3	0,7	0,7	0,2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	802,6	901,6	707,2	937,0	1 061,5	1 054,0	995,9	952,2	908,7	860,3
DFCF [mln PLN]	775,7	786,2	556,3	664,8	679,3	608,3	518,4	447,0	384,7	328,4
Suma DFCF [mln PLN]	5 749,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	10 012,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	3 822,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	9 571,7									
Dług netto [mln PLN]	-1 641,4									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	11 213,1									
Ilość akcji [mln szt.]	117,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	95,50									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0%

Przychody zmiana r/r	9,1%	-3,7%	-0,9%	-0,4%	0,2%	1,5%	0,4%	0,9%	0,9%	0,3%
Marża EBITDA	39,3%	32,9%	30,4%	28,7%	27,6%	27,1%	26,3%	25,3%	24,4%	23,6%
CAPEX / Przychody	16%	18%	19%	15%	13%	13%	13%	12%	12%	12%
CAPEX / Amortyzacja	200%	199%	199%	150%	125%	125%	125%	125%	125%	125%
Produkcja węgla koksowego [mln ton]	11,14	11,34	11,74	12,10	12,60	12,90	13,10	13,40	13,70	13,90
Produkcja koksu [mln ton]	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67
Śr. cena węgla koksowego [PLN/t]	669	607	576	563	553	554	551	547	543	540
Śr. cena koksu [PLN/t]	1 036	959	922	895	869	865	859	853	848	842

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	96,0%	97,6%	97,8%	97,9%	98,0%	98,1%	98,1%	98,2%	98,3%	98,4%
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	4,0%	2,4%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%
WACC	10,7%	10,8%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%

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	108,8	111,1	113,6	116,4	119,6	123,1	127,1	131,7	137,0
	1,0	104,3	106,3	108,5	111,0	113,7	116,7	120,1	124,0	128,4
	1,1	100,2	102,0	103,9	106,1	108,4	111,0	114,0	117,3	121,0
	1,2	96,5	98,1	99,8	101,6	103,7	105,9	108,5	111,3	114,5
	1,3	93,1	94,4	95,9	97,6	99,4	101,4	103,6	106,0	108,7
	1,4	89,9	91,1	92,5	93,9	95,5	97,2	99,2	101,3	103,6
	1,5	87,0	88,1	89,3	90,6	92,0	93,5	95,2	97,0	99,1
	1,6	84,3	85,3	86,3	87,5	88,7	90,1	91,5	93,2	94,9
	1,7	81,8	82,7	83,6	84,6	85,7	86,9	88,2	89,7	91,2

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	139,7	132,2	125,5	122,5	119,6	116,8	114,2	109,4	105,0
	1,0	133,8	126,2	119,6	116,6	113,7	111,0	108,4	103,7	99,4
	1,1	128,4	120,9	114,2	111,2	108,4	105,7	103,2	98,6	94,4
	1,2	123,5	116,0	109,4	106,5	103,7	101,1	98,6	94,0	90,0
	1,3	119,0	111,5	105,0	102,1	99,4	96,8	94,4	90,0	86,0
	1,4	114,8	107,4	101,1	98,2	95,5	93,0	90,6	86,3	82,5
	1,5	111,0	103,7	97,4	94,6	92,0	89,5	87,2	83,0	79,3
	1,6	107,4	100,2	94,0	91,3	88,7	86,3	84,1	80,0	76,3
	1,7	104,1	97,0	91,0	88,3	85,7	83,4	81,2	77,2	73,7

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%	111,7	114,2	117,0	120,0	123,5	127,4	131,8	136,9	142,9
	3.5%	105,2	107,2	109,5	112,0	114,8	117,9	121,5	125,5	130,1
	4.0%	99,5	101,2	103,1	105,1	107,4	110,0	112,8	116,0	119,6
	4.5%	94,4	95,9	97,4	99,2	101,1	103,1	105,5	108,0	110,9
	5.0%	89,9	91,1	92,5	93,9	95,5	97,2	99,2	101,3	103,6
	5.5%	85,9	86,9	88,1	89,3	90,6	92,1	93,7	95,4	97,4
	6.0%	82,3	83,2	84,1	85,2	86,3	87,5	88,9	90,3	91,9
	6.5%	79,0	79,8	80,6	81,5	82,5	83,5	84,6	85,9	87,2
	7.0%	76,0	76,7	77,4	78,2	79,0	79,9	80,9	81,9	83,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA WSKAŹNIKOWA

W analizie mnożnikowej wykorzystujemy akceptowalny poziom EV/EBITDA na lata 2018-2020 na poziomie 3,0x (poprzednio było to 3,5x; oceniamy, że najbliższe lata wykażą raczej górne odczyty EBITDA na tle dotychczasowej historii). Na podstawie naszych prognoz wycena wskaźnikowa sugeruje zatem cenę jednej akcji równą 108,4 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]	80,9	94,7	108,4	122,2	135,9	163,4

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 2018-2019 wynosi ok 6,4x. 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		
			2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
LW BOGDANKA	52	PLN	9,3	7,3	7,4	2,6	2,1	2,0
EVRAZ	514,2	GBP	5,3	7,7	7,5	3,8	4,7	4,6
SOUTH32	3,81	AUD	16,0	16,2	20,1	7,4	6,9	7,6
ALLIANCE RESOURCE PARTNERS	19,9	USD	10,8	16,6	20,1	7,2	7,9	8,0
ARCH COAL	85,37	USD	8,4	11,3	15,8	4,3	4,4	4,4
CLOUD PEAK ENERGY	3,5948	USD	---	---	---	6,0	6,6	7,0
WHITEHAVEN COAL	5,38	AUD	10,3	11,9	15,6	5,8	6,4	7,8
BHP BILLITON	32,74	AUD	19,0	20,0	21,2	7,7	7,8	7,9
RIO TINTO	81,95	AUD	15,8	18,5	18,5	7,9	8,5	8,5
NEW HOPE	2,38	AUD	8,5	9,3	14,5	3,7	3,8	5,8
YANZHOU COAL MINING	11,76	HKD	9,6	10,1	10,1	6,0	6,2	6,5
CHINA COAL ENERGY	3,47	HKD	16,3	16,7	12,7	7,1	7,2	7,7
BUKIT ASAM	4000	IDR	10,4	9,5	9,3	6,4	5,8	5,6
BANPU	21,9	THB	8,9	9,7	10,6	7,3	7,8	8,4
COAL INDIA	285,25	INR	11,2	10,6	9,9	6,6	6,1	5,7
Mediana	---	---	10,3x	10,9x	13,6x	6,4x	6,4x	7,0x

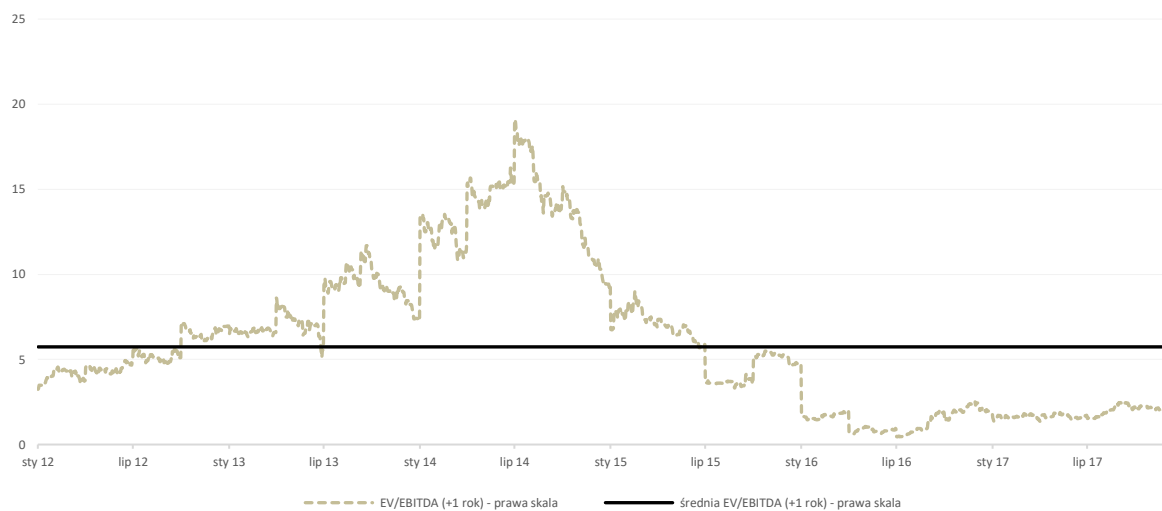
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z ekspozycja na produkcję stali

	Cena	Waluta	P/E			EV/EBITDA		
			2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
STALPRODUKT	441	PLN	6,1	5,8	5,1	3,3	2,4	1,7
KLOECKNER	10,42	EUR	13,3	13,2	12,2	6,4	6,1	5,7
THYSSENKRUPP	23,2	EUR	16,0	12,7	11,3	5,7	5,4	5,4
VOESTALPINE	43,54	EUR	10,6	10,3	9,2	5,8	5,5	5,1
SALZGITTER	44,36	EUR	12,5	12,3	12,3	4,1	3,6	3,4
ARCELORMITTAL	28,645	EUR	6,0	6,5	6,7	3,8	3,7	3,4
SSAB	47,17	SEK	10,5	9,8	9,6	6,2	5,7	5,5
US STEEL	36,61	USD	7,0	6,4	7,9	4,2	3,8	4,1
NOVOLIPETSK STEEL	27,5	USD	9,4	11,6	11,7	6,2	7,0	6,9
AK STEEL	4,575	USD	6,4	5,0	6,1	5,7	4,8	4,3
POSCO	352500	KRW	8,8	8,5	8,0	4,8	4,4	3,9
TATA STEEL	572,1	INR	7,6	7,4	6,5	5,5	5,3	4,9
BAOSHAN IRON & STEEL	8,78	CNY	8,7	8,1	7,4	4,6	4,1	3,4
Mediana	---	---	8,8x	8,5x	8,0x	5,5x	4,8x	4,3x

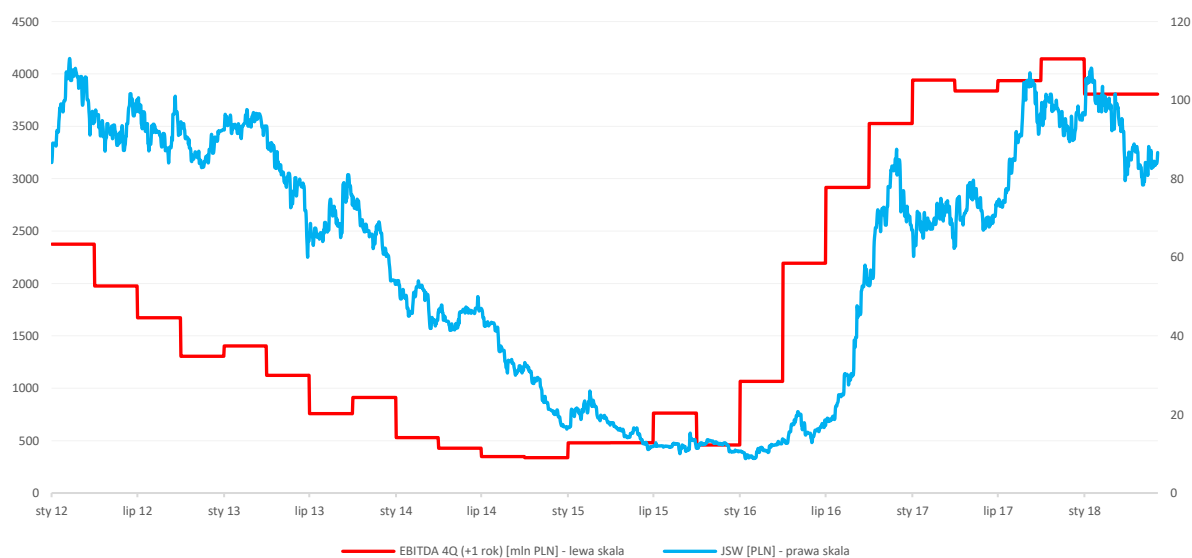
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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 1Q'18

Grupa pokazała mocne wyniki produkcyjne za 1Q'18. Wydobycie węgla koksowego w 1Q'18 było wyższe r/r o 7,6%, natomiast łącznie wolumen produkcji węgla był o 3,4% większy w relacji r/r. Szacowana przez nas średnia cena sprzedaży węgla koksowego wyniosła ponad 200 USD/t (w 1Q'17 było to 202,6 USD/t). W segmencie koksu także obserwowaliśmy wysokie wolumeny produkcji (919 tys. ton; +9,7% r/r). Średnią cenę koksu w 1Q'18 oszacowaliśmy na 309,4 USD/t (w 1Q'17 było to ponad 255 USD/t).

Skonsolidowane przychody grupy w omawianym okresie były na poziomie 2,51 mld PLN (+5,7% r/r). Na poziomie EBITDA grupa wypracowała 1,14 mld PLN (-8,4% r/r; porównanie do bardzo wysokiej bazy z ubiegłego roku). W segmencie węgiel EBITDA spadła o ponad 13% r/r do poziomu 1,126 mld PLN, natomiast w segmencie koksu EBITDA wyniosła 55,7 mln PLN (w 1Q'17 odnotowano stratę rzędu 48,2 mln PLN).

Koszty osobowe w samym 1Q'18 wyniosły ponad 817 mln PLN, czyli były wyższe o 3,4% r/r (przypominamy, że spółka w 1Q'17 i 2Q'17 rozpoznała nagrodę „jednorazową”).

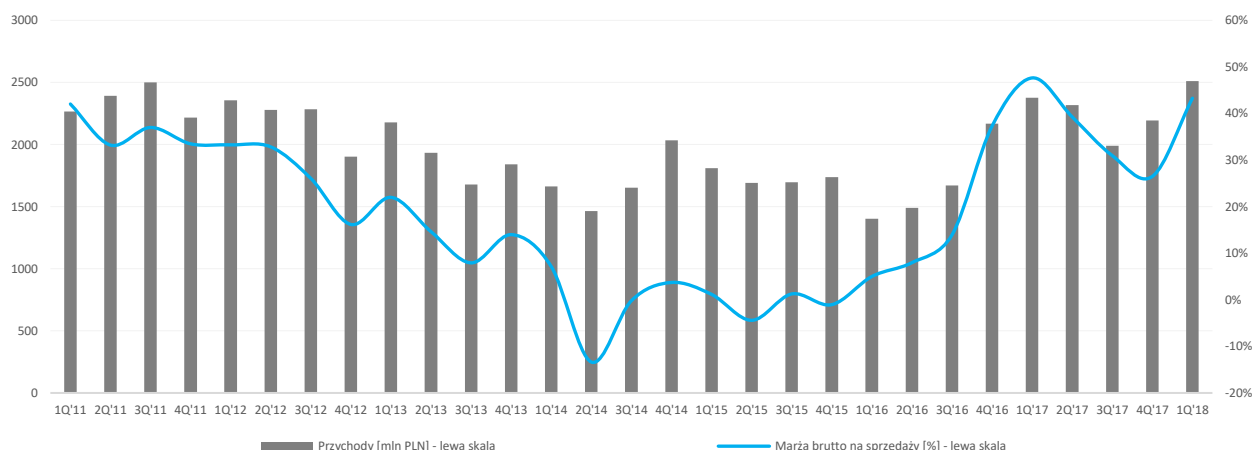
Na koniec marca'18 grupa dysponowała gotówką netto w kwocie ponad 2,1 mld PLN (uwzględniając certyfikaty inwestycyjne warte na bilansie 1,5 mld PLN), natomiast gotówka netto skorygowana o wartość kapitału obrotowego to ponad 1,677 mld PLN.

Wyniki skonsolidowane JSW za 1Q'18

Dane skonsolidowane	1Q'17	1Q'18	zmiana r/r	2Q'16-1Q'17	2Q'17-1Q'18	zmiana r/r
Przychody [mln PLN]	2 376,0	2 510,6	5,7%	7 705,1	9 011,8	17,0%
EBITDA [mln PLN]	1 239,7	1 135,8	-8,4%	2 193,1	3 837,3	75,0%
EBITDA segment węgiel [mln PLN]	1 297,3	1 126,1	-13,2%	2 565,6	3 511,6	36,9%
EBITDA segment koksu [mln PLN]	-48,2	55,7	---	-16,0	152,8	---
EBIT [mln PLN]	1 046,6	951,9	-9,0%	1 388,0	3 021,8	117,7%
Wynik netto [mln PLN]	863,0	757,9	-12,2%	926,9	2 438,2	163,0%
Koszty osobowe razem [mln PLN]	741,5	817,2	10,2%	2 877,3	3 289,5	14,3%
Koszty osobowe segmentu węgiel i koksu [mln PLN]	590,7	670,6	13,5%	2 297,5	2 651,4	15,4%
Koszty osobowe w segmencie węgiel [PLN/t produkcji]	138,3	152,1	10,0%	506,1	660,2	30,4%
Koszty osobowe w segmencie koksu [PLN/t produkcji]	47,9	48,5	1,3%	214,3	233,5	8,9%
Dług netto [mln PLN]	-103,4	-2 117,9	---	-103,4	-2 117,9	---
Gotówka netto skor. o zaangażowany KO [mln PLN]	-355,1	1 677,4	---	-355,1	1 677,4	---
Dane operacyjne segmentu węgiel:						
Produkcja węgla razem [mln ton]	4,0	4,1	3,4%	16,5	14,9	-9,7%
Produkcja węgla koksowego [mln ton]	2,8	3,0	7,6%	11,6	10,9	-5,9%
Produkcja węgla energetycznego [mln ton]	1,2	1,1	-6,9%	4,9	4,0	-18,5%
Średnia cena sprzedaży węgla koksowego [PLN/t]	823,1	682,5	-17,1%	516	621	20,3%
Średnia cena sprzedaży węgla energetycznego [PLN/t]	197,8	234,9	18,8%	191	217	13,3%
Gotówkowy koszt wydobycia węgla [PLN/t]	285,2	298,8	4,8%	260	317	21,9%
Dane operacyjne segmentu koksu:						
Produkcja koksu [tys. ton]	838,1	919,0	9,7%	3 935,9	3 538,9	-10,1%
Średnia cena koksu [PLN/t]	1 036,2	1 052,1	1,5%	702	948	35,1%
Gotówkowy koszt konwersji koksu [PLN/t]	140,9	139,1	-1,3%	134	149	11,7%
Relacja cena koksu / cena węgla koksowego [%]	1,3	1,5		136%	153%	

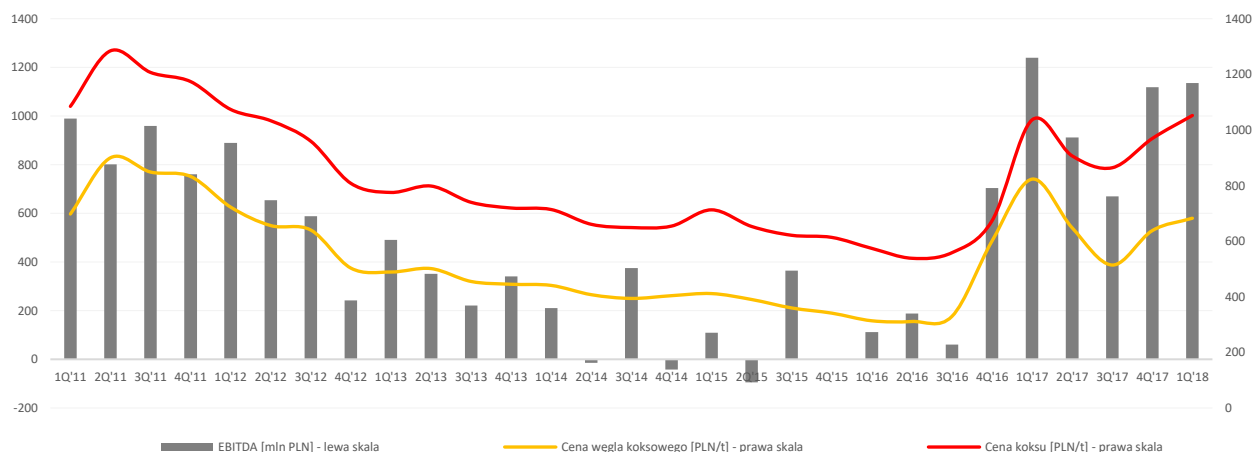
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża brutto na sprzedaży grupy JSW w ujęciu kwartalnym



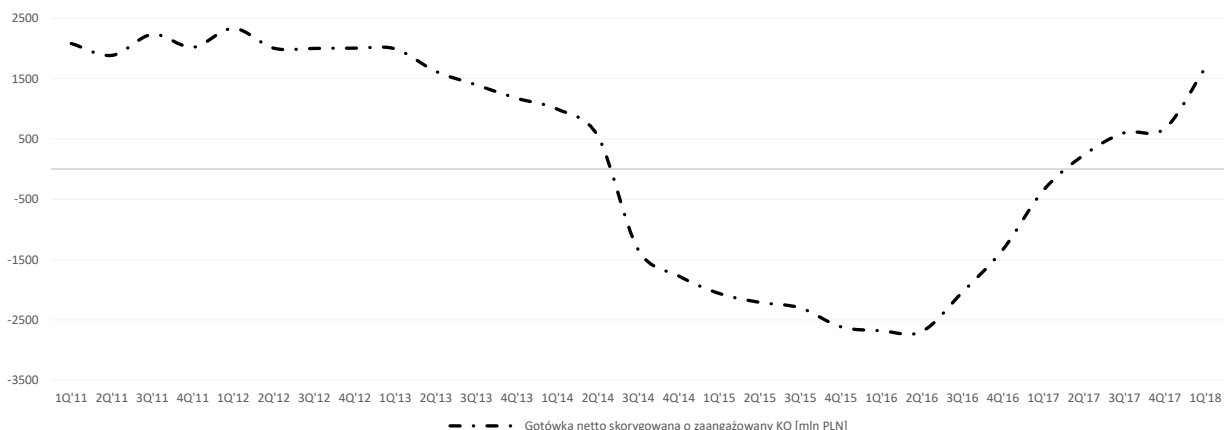
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



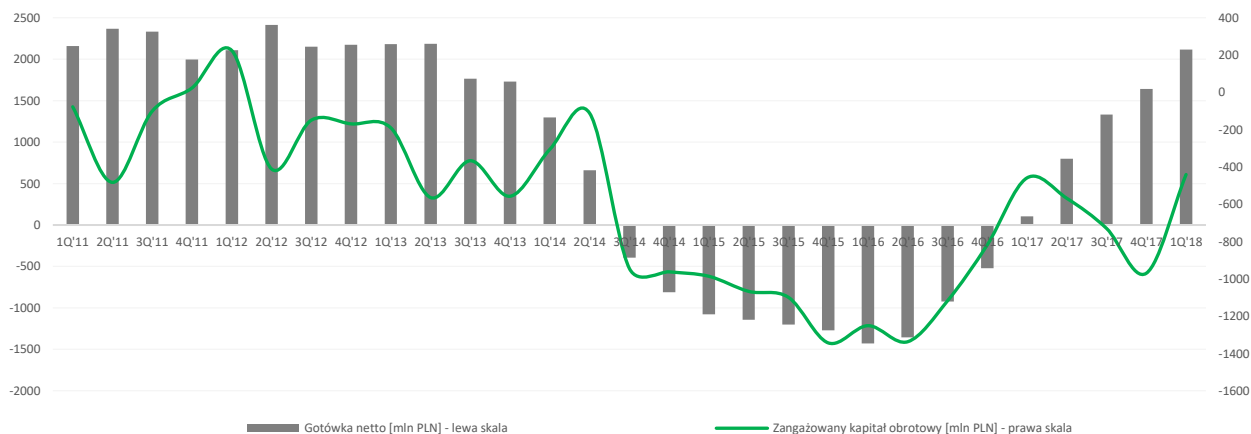
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Gotówka netto grupy JSW skorygowana o wartość kapitału obrotowego



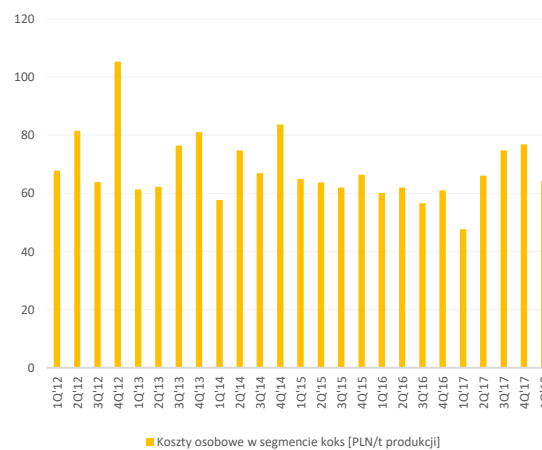
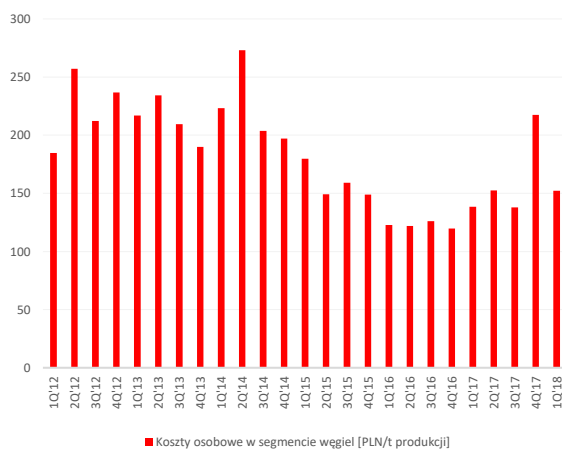
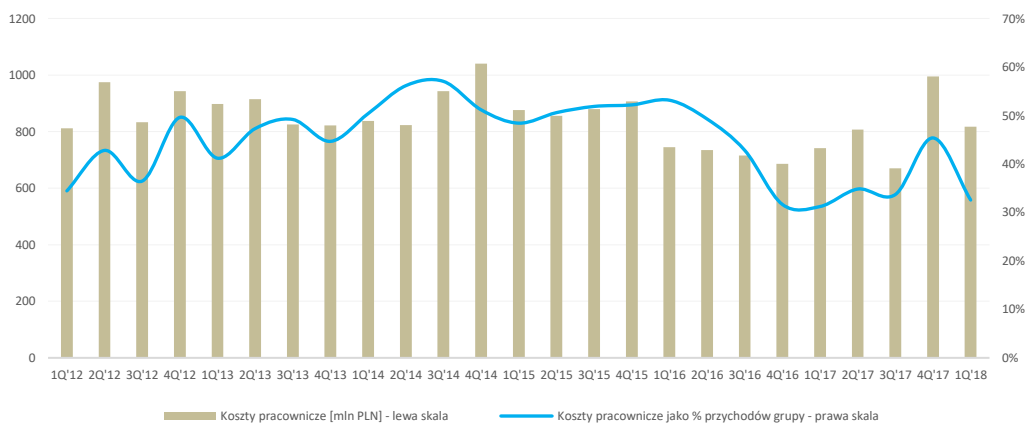
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

W porównaniu do raportu analitycznego z grudnia'17 podnieśliśmy nasze założenia na 2018 rok zarówno w obszarze segmentu węgiel jak i w segmencie koks. Głównym powodem bardziej optymistycznego podejścia są obserwowane wysokie ceny węgla kokсового, dobra sytuacja w branży związanej z produkcją stali oraz poprawa sytuacji FX dla grupy. Tym samym EBITDA na 2018 rok wg naszych założeń może wynieść ponad 3,8 mld PLN (będzie zatem niewiele mniejsza niż w minionym 2017 roku). Dla segmentu węgiel spodziewamy się odczytu EBITDA rzędu 3,33 mld PLN, natomiast w segmencie koks liczymy na wzrost EBITDA do 279 mln PLN. Dokonaliśmy również korekty in plus na kolejne dwa lata. W porównaniu do poprzedniego modelu EBITDA jest obecnie wyższa w latach 2019-2020 odpowiednio o 17% i 11%.

Zmiana założeń do modelu z raportu analitycznego z grudnia'17

	2018 stare	2018 nowe	zmiana	2019 stare	2019 nowe	zmiana	2020 stare	2020 nowe	zmiana
Przychody	8 833,1	9 689,0	10%	8 785,1	9 333,6	6%	9 024,3	9 251,6	3%
EBITDA	3 002,0	3 807,3	27%	2 623,3	3 070,5	17%	2 537,9	2 813,3	11%
EBITDA segment węgiel	2 471,6	3 331,9	35%	2 104,1	2 461,7	17%	2 045,9	2 182,5	7%
EBITDA segment koks	252,0	279,0	11%	255,8	300,6	18%	238,6	332,6	39%
Wynik netto	1 755,7	2 412,4	37%	1 463,8	1 811,8	24%	1 385,8	1 598,0	15%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

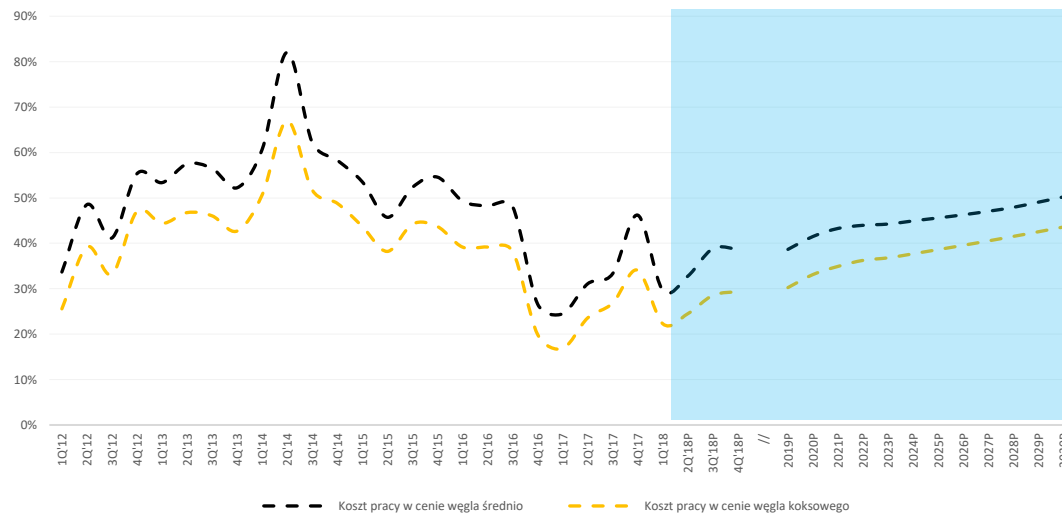
W 2Q'18 doszło do wstrząsu górotworu w ruchu Zofiówka, co będzie miało odczuwalne negatywne konsekwencje w przyszłym planie produkcji. Z komunikatu bieżącego JSW wynika, że wstępne wyliczenia wskazują na ryzyko obniżenia produkcji w 2018 roku o maksymalnie 380 tys. ton. Mamy na uwadze, że w 2H'18 wolumen produkcji miał być właśnie wzmożony na ruchu Zofiówka, zatem grupa będzie musiała wykorzystać inne ściany w celu neutralizacji opisanego ubytku. Należy mieć na uwadze, że prawdopodobnie na koniec bieżącego roku spółka dokona finalnego wyliczenia skutków katastrofy w ruchu Zofiówka, co może skutkować odczuwalnym odpisem utraty wartości aktywów (w modelu nie zakładamy takiego odpisu; w samym 2Q'18 staramy się ująć poniesione koszty akcji ratunkowej i zabezpieczającej w łącznej kwocie dolnych kilkudziesięciu mln PLN).

Okres 1Q'18 był bardzo mocny pod względem produkcji (wydobyto ok 4,1 mln ton węgla, w tym 3 mln ton węgla kokсового; in plus wyróżniał się m.in. zakład KWK Pniówek). Z uwagi na opisaną katastrofę na ruchu Zofiówka, skąd miał pochodzić dodatkowy wolumen produkcji na 2H'18, liczymy się ze słabszymi odczytami produkcyjnymi w najbliższych kwartałach. Tym samym w na cały 2018 rok przyjmujemy w modelu optymalny pułap wydobywania w okolicy 15,1 mln ton węgla, w tym 11,1 mln ton węgla kokсового (wg nas w 2Q'18 może to być łącznie 3,8 mln ton, a w 3Q'18 i 4Q'18 odpowiednio 3,6 mln ton i 3,7 mln ton). W kolejnych latach spodziewamy się stopniowego wzrostu wolumenu produkcji do około 16 mln ton węgla w 2021 roku. Jest to założenie podobne, co w poprzednim raporcie analitycznym i mamy na uwadze, że może to być ostrożne podejście na tle zaprezentowanej strategii spółki.

Przypominamy, że raport bieżący z grudnia'17 na temat porozumienia ze stroną społeczną w zakresie przywrócenia zawieszonych przywilejów był dla nas sygnałem, że rozluźnienie dyscypliny kosztowej będzie dalej postępowało. Wynegocjowana w krytycznych warunkach płynnościowych tymczasowa umowa społeczna (która naszym zdaniem mogła zostać wykorzystana do dalszych długoterminowych zmian mających na celu uelastycznienie kosztów i ich optymalizację) przestała funkcjonować. Dlatego podobnie jak poprzednio, staramy się raczej przygotować na powrót do odczuwalnych wzrostów UMCC. Mamy na uwadze, że obecnie toczą się wciąż negocjacje ze stroną społeczną na temat podwyżki wynagrodzeń. Zatem na 2H'18 uwzględniamy wzrost kosztów osobowych w podobnej skali jak w innych śląskich zakładach górniczych i w 2018 roku łączny poziom kosztów wynagrodzeń w samym segmencie węgiel prognozujemy na ok 2,63 mld PLN. W kolejnych dwóch latach w modelu przyjęliśmy wzrost tej pozycji kosztowej o ok 6,7% r/r do poziomu ok 3 mld PLN w 2020 roku. UMCC w 2017 roku wyniósł ok 312,5 PLN/t. Z uwagi na trudności produkcyjne w ruchu Zofiówka oraz presję na wzrost kosztów pracy i innych usług obcych w 2018 roku oczekujemy wzrostu UMCC do niemal 327 PLN/t (choć w samym 1Q'18 UMCC oscylował w pobliżu 299 PLN/t). Z uwagi na coraz droższe usługi obce oraz presję ze strony społecznej na podwyżki wynagrodzeń przyjęliśmy, że UMCC w kolejnych dwóch latach będzie dalej rósł do ok 344,2 PLN/t w 2020 roku i przekroczy 350 PLN/t w 2021 roku.

W segmencie koks najbliższe 2-3 lata powinny być udane. Wg nas dobra koniunktura makro będzie sprzyjała wolumenom sprzedaży przy utrzymaniu korzystnej relacji cen koksu do cen węgla kokсового. Zatem zgodnie z naszym modelem średnioroczne EBITDA w segmencie koks w latach 2018-2020 będzie na poziomie blisko 300 mln 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	2 192,8	2 510,6	2 508,3	2 316,3	2 353,8	6 731,3	8 877,2	9 689,0	9 333,6	9 251,6	9 218,1
EBITDA	704,5	1 239,7	912,3	670,1	1 119,1	1 135,8	1 010,8	877,9	782,8	1 065,4	3 941,2	3 807,3	3 070,5	2 813,3	2 646,4
segment węgla	1 023,8	1 297,3	857,0	522,3	1 006,2	1 126,1	851,1	730,6	624,1	1 319,0	3 682,8	3 331,9	2 461,7	2 182,5	2 045,1
segment koksu	-75,4	-48,2	-90,1	48,6	138,6	55,7	78,9	66,5	78,0	57,7	48,9	279,0	300,6	332,6	303,1
EBIT	508,0	1 046,6	696,3	463,8	909,8	951,9	809,3	676,4	571,3	226,6	3 116,5	3 008,9	2 220,8	1 940,6	1 725,6
Wynik netto dla akcjonariuszy	294,8	864,5	566,2	360,4	747,8	753,9	649,3	547,8	461,5	6,7	2 538,9	2 412,4	1 811,8	1 598,0	1 415,3
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	3,5	4,1	3,8	3,6	3,7	17,0	14,8	15,1	15,3	15,7	16,0
Produkcja węgla koksowego [mln ton]	3,0	2,8	2,7	2,5	2,6	3,0	2,8	2,6	2,7	11,6	10,7	11,1	11,3	11,7	12,1
Produkcja węgla energetycznego [mln ton]	1,1	1,2	1,0	1,0	0,9	1,1	1,0	1,0	1,0	5,3	4,1	4,0	4,0	4,0	3,9
Śr. cena węgla koksowego [PLN/t]	600,6	823,1	647,6	514,1	638,1	682,5	681,7	665,9	647,4	388,7	516,1	669,4	606,9	576,1	563,0
Śr. cena węgla koksowego [USD/t]	148,0	202,6	168,8	141,8	177,5	200,7	187,7	180,2	175,2	98,6	136,5	185,6	170,6	160,6	155,6
UMCC [PLN/t]	258,8	285,2	293,4	287,5	390,3	298,8	327,2	341,1	342,9	248,5	312,5	326,6	336,6	344,2	350,2
Koszty pracownicze jako % kosztów wydobywania	46%	49%	52%	48%	56%	51%	51%	56%	55%	49%	51%	53%	55%	55%	56%
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	0,86	0,92	0,92	0,92	0,92	4,14	3,46	3,67	3,67	3,67	3,67
Śr. cena koksu [PLN/t]	673,3	1 036,2	906,5	864,1	969,4	1 052,1	1 070,3	1 025,4	997,0	583,5	936,0	1 035,9	958,9	921,8	895,1
Śr. cena koksu [USD/t]	166,0	255,1	236,2	238,4	269,7	309,4	294,7	277,5	269,8	148,0	247,7	287,3	269,6	257,0	247,4
Relacja cena koksu/cena węgla koksowego	1,12	1,26	1,40	1,68	1,52	1,54	1,57	1,54	1,54	1,50	1,81	1,55	1,58	1,60	1,59

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 1Q'18 średnia cena sprzedaży węgla koksowego w JSW wyniosła 200,7 USD/t. Przypominamy, że w 1Q'17 średnia cena wyniosła 202,6 USD/t, po czym nastąpiła korekta cen w kolejnych dwóch kwartałach. Wg naszych symulacji dyskonto ceny JSW do kwotowań aktywnego kontraktu na rynku chińskim było ograniczone i wyniosło ok 5%.

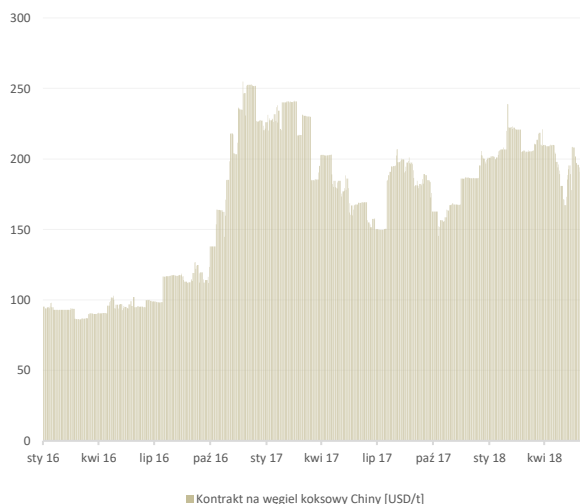
W drugiej połowie 2Q'18 obserwujemy kolejne wzrosty cen węgla koksowego, tym samym średnia (wyrażona w USD) za cały 2Q'18 może wg nas być bliska odczytowi za 1Q'18. Obecnie przyjmujemy jednak spadek cen JSW do ok 188 USD/t.

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%
4Q'17	177,5		100%	92%	87%	110%	90%	104%
1Q'18	200,7		95%	85%	88%	106%	92%	101%

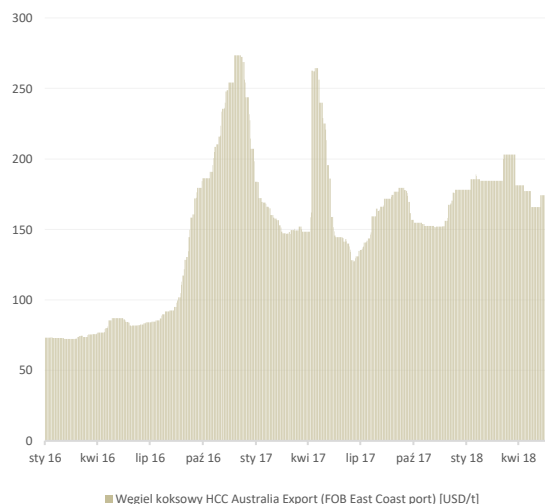
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kontrakty na węgiel koksowy



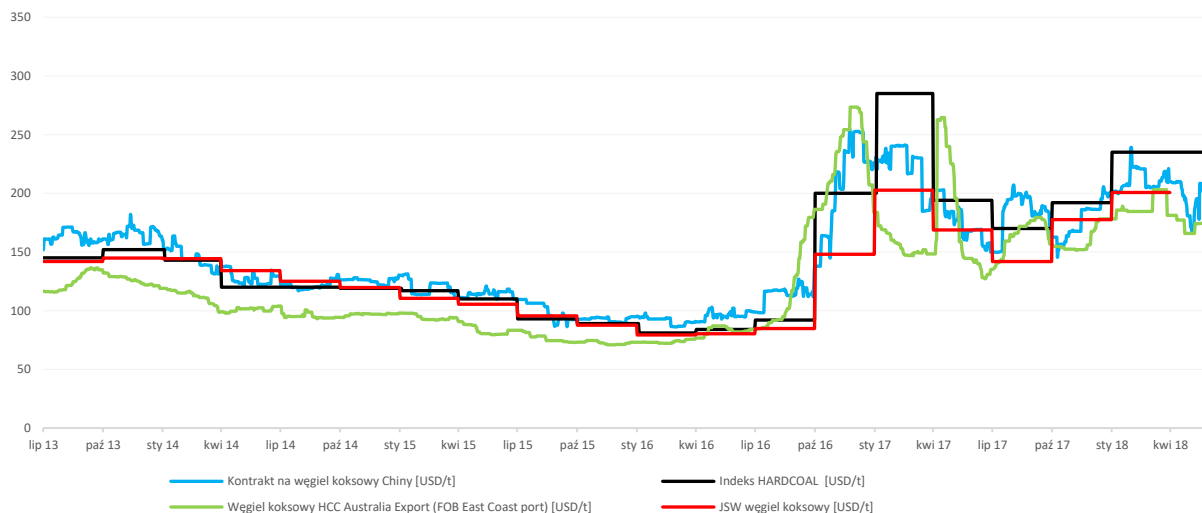
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

HCC Australia



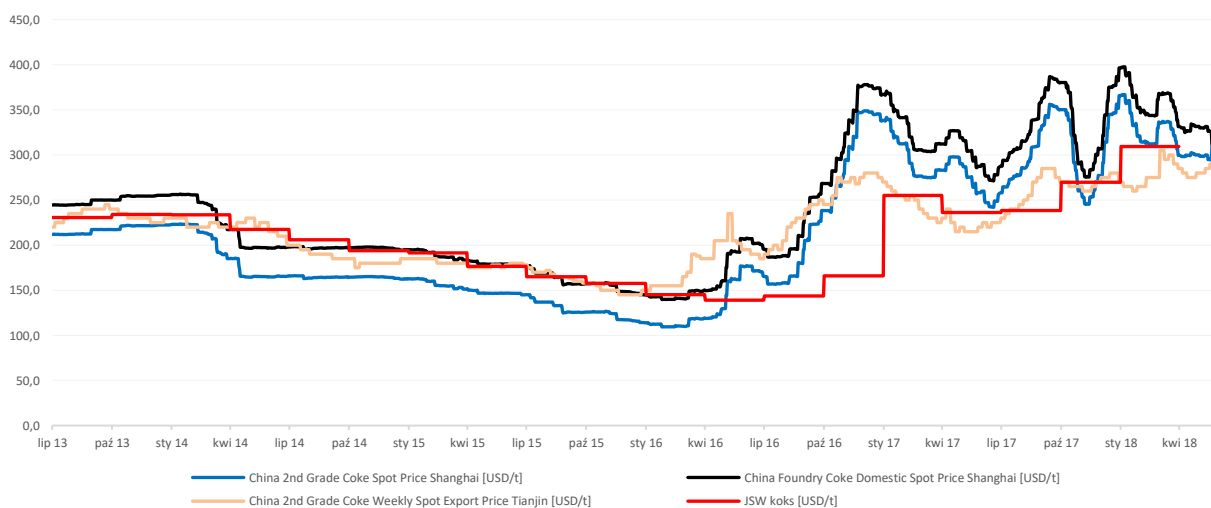
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Ceny węgla koksowego JSW na tle wybranych zagranicznych indeksów



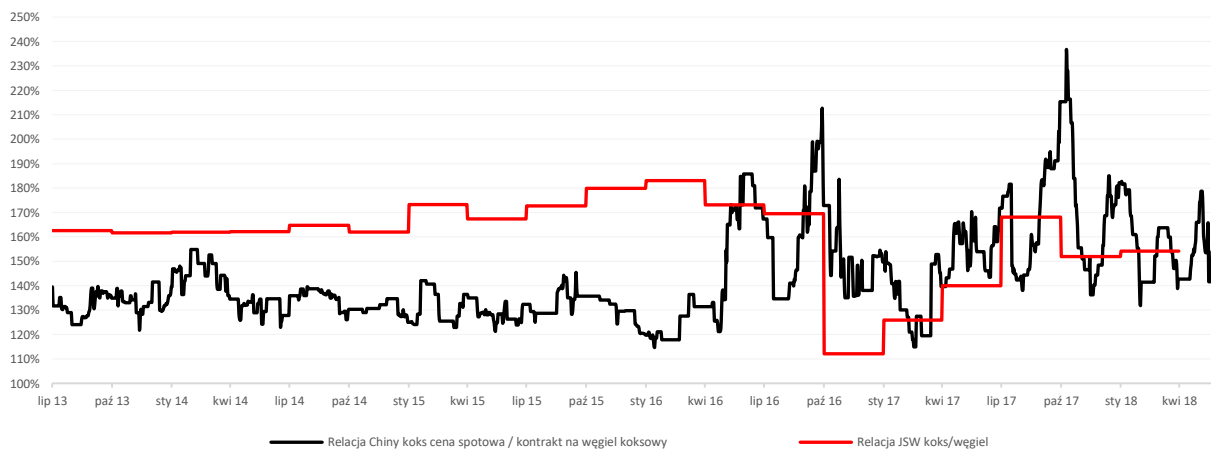
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, JSW

Ceny koksu JSW na tle wybranych zagranicznych indeksów



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

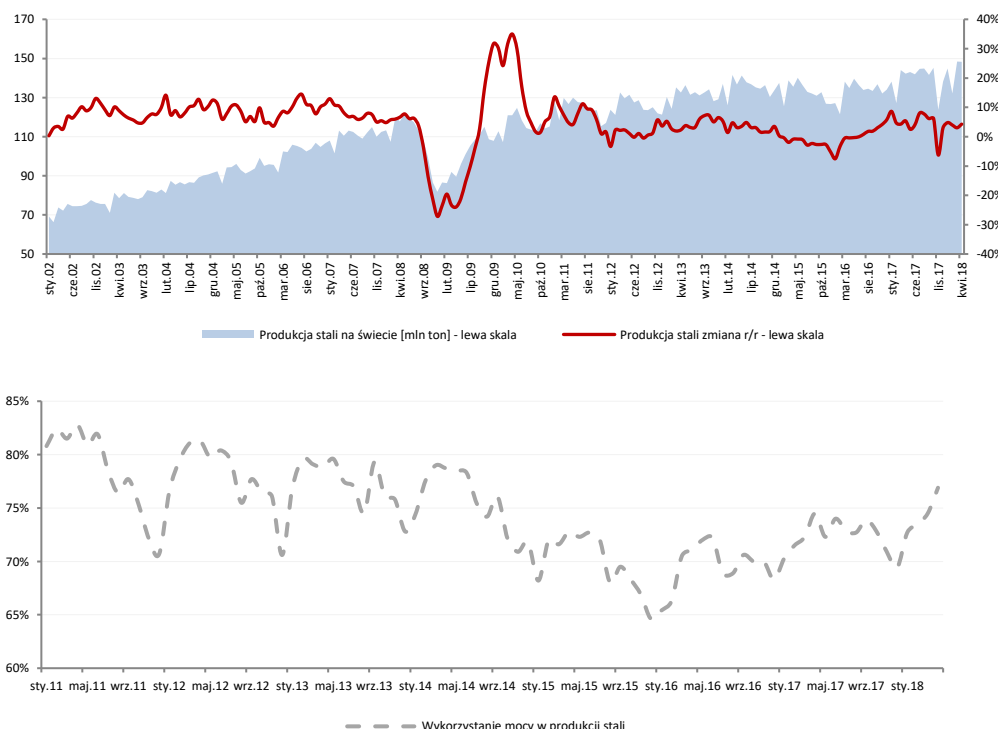
Relacja cen koksu i węgla koksowego w JSW na tle spotowych odczytów indeksów chińskich



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

PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE

Produkcja stali na świecie oraz wykorzystanie mocy w hutach

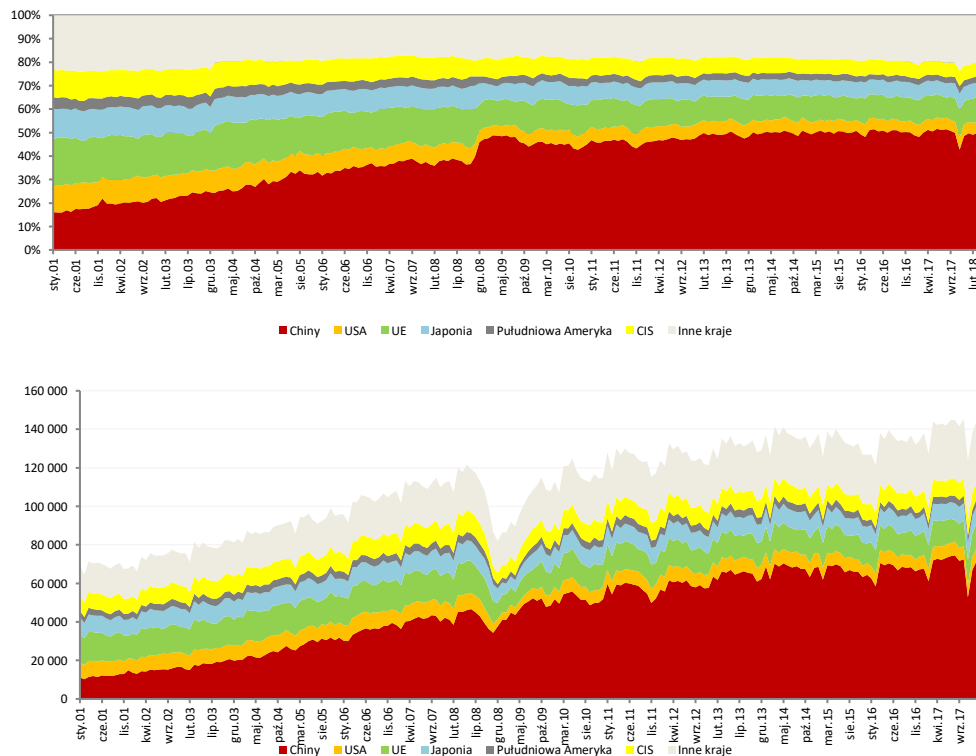


W 2017 roku wzrost produkcji stali na świecie wyniósł ok 5,5%. Był to dobry odczyt wskazujący na silne impulsy popytowe. W okresie styczeń'18-kwiecień'18 wzrost produkcji na świecie był w okolicy ok 4%.

Od kilku kwartałów obserwujemy systematyczny wzrost wykorzystania światowych mocy produkcyjnych. Jak podaje WSA w kwietniu'18 średnie wykorzystanie mocy w hutach na świecie wyniosło 76,9% (w kwietniu'17 było to 74,5%)..

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%. Odczyt z 2017 roku wskazuje, że udział Chin w światowej produkcji był w pobliżu 50%.

Polska w 2016 roku odpowiadała za ok. 0,56% produkcji światowej i ok. 5,49% produkcji w UE28. W 2017 roku było to odpowiednio 0,62% i 6,12%.

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	8 877	9 689	9 334	9 252	9 218	9 239	9 375	9 411	9 499	9 586	9 616
EBITDA	2 375	1 403	529	-2 533	1 065	3 941	3 807	3 070	2 813	2 646	2 546	2 539	2 473	2 405	2 339	2 267
EBITDA węgla	2 075	992	191	-2 104	1 319	3 683	3 332	2 462	2 183	2 045	1 972	1 995	1 939	1 883	1 828	1 768
EBITDA koks	103	266	208	-524	58	49	279	301	333	303	276	246	236	224	213	201
EBIT	1 308	202	-775	-3 896	227	3 117	3 009	2 221	1 941	1 726	1 602	1 592	1 522	1 465	1 408	1 346
Wynik brutto	1 277	110	-882	-4 045	20	3 124	2 994	2 243	1 979	1 754	1 635	1 639	1 583	1 538	1 496	1 451
Podatek	289	28	-225	-760	15	580	573	426	376	333	311	311	301	292	284	276
Wynik netto	988	82	-657	-3 285	4	2 543	2 421	1 817	1 603	1 420	1 324	1 327	1 282	1 246	1 212	1 176
Wynik netto akcjonariuszy	985	77	-659	-3 266	7	2 539	2 412	1 812	1 598	1 415	1 319	1 322	1 277	1 241	1 207	1 171
Produkcja węgla razem [mln ton]	13,5	13,6	13,9	16,3	17,0	14,8	15,1	15,3	15,7	16,0	16,2	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	10,7	11,1	11,3	11,7	12,1	12,6	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	487,5	501,3	474,7	459,9	454,3	456,1	461,2	462,0	463,3	464,5	464,8
Śr cena węgla koksowego [PLN/t]	630,3	472,6	411,5	375,6	388,7	516,1	669,4	606,9	576,1	563,0	553,2	554,4	550,7	547,0	543,3	539,7
UMCC [PLN/t]	348,1	334,3	353,2	307,1	248,5	312,5	326,6	336,6	344,2	350,2	354,4	358,3	361,9	365,4	369,1	372,9
Koszty pracy jako % kosztów wydobycia [%]	64%	64%	62%	52%	49%	51%	53%	55%	55%	56%	57%	57%	57%	58%	58%	59%
Produkcja koksu [mln ton]	3,8	3,9	4,0	4,2	4,1	3,5	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Śr. cena koksu [PLN/t]	970,0	758,4	668,2	648,5	583,5	936,0	1035,9	958,9	921,8	895,1	868,6	864,8	859,1	853,3	847,6	841,9
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	8 118	10 356	11 197	12 061	12 522	12 758	12 994	13 232	13 467	13 700	13 930
RZAT + WNIIP	9 308	9 804	12 310	8 770	7 609	6 952	7 715	8 557	9 421	9 881	10 117	10 354	10 591	10 826	11 059	11 289
Pozostałe dl term	484	496	776	1 554	1 489	1 166	2 641	2 641	2 641	2 641	2 641	2 641	2 641	2 641	2 641	2 641
Aktywa obrotowe	4 275	3 562	2 283	1 488	2 422	3 972	3 412	3 486	3 624	3 991	4 495	5 022	5 486	6 043	6 685	7 283
Zapasy	806	541	538	492	343	499	531	511	507	505	506	514	516	521	525	527
Należności handlowe	1 020	938	1 008	635	898	807	1 062	1 023	1 014	1 010	1 012	1 027	1 031	1 041	1 051	1 054
Pozostałe aktywa kr terminowe	9	36	16	11	12	1 496	8	8	7	8	8	8	8	7	7	7
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	1 170	1 811	1 944	2 095	2 468	2 969	3 474	3 932	4 473	5 101	5 695
Razem aktywa	14 067	13 862	15 369	11 812	11 520	12 090	13 768	14 683	15 685	16 512	17 253	18 017	18 718	19 510	20 384	21 213
Kapitał własny razem	8 574	8 352	7 268	3 934	4 070	6 622	9 157	10 387	11 403	12 236	12 973	13 713	14 409	15 185	16 045	16 868
Zobowiązania dl terminowe	3 036	3 023	3 987	3 835	5 085	2 933	2 515	2 315	2 315	2 315	2 315	2 315	2 315	2 315	2 315	2 315
Zobowiązania dl term. % (kredyty, obligacje)	190	185	143	185	1 589	863	444	244	244	244	244	244	244	244	244	244
Pozostałe dl term. zobow. i rezerwy	2 635	2 615	3 546	3 398	3 347	1 934	1 940	1 940	1 940	1 940	1 940	1 940	1 940	1 940	1 940	1 940
Zobowiązania handlowe	211	223	299	252	149	136	131	131	131	131	131	131	131	131	131	131
Zobowiązania kr terminowe	2 457	2 488	4 115	4 044	2 365	2 536	2 096	1 981	1 967	1 961	1 965	1 988	1 995	2 010	2 025	2 030
Zobowiązania dl term. % (kredyty, obligacje)	76	132	1 388	1 435	94	115	103	103	103	103	103	103	103	103	103	103
Pozostałe kr term. zobow. i rezerwy	597	543	517	391	362	281	399	399	399	399	399	399	399	399	399	399
Zobowiązania handlowe	1 784	1 813	2 210	2 218	1 909	2 140	1 594	1 480	1 466	1 460	1 464	1 487	1 493	1 509	1 524	1 529
Razem zobowiązania	5 493	5 510	8 102	7 878	7 450	5 469	4 611	4 296	4 282	4 276	4 280	4 303	4 310	4 325	4 340	4 345
Razem pasywa	14 067	13 862	15 369	11 812	11 520	12 090	13 768	14 683	15 685	16 512	17 253	18 017	18 718	19 510	20 384	21 213
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	2 871	2 612	2 588	2 437	2 313	2 235	2 229	2 172	2 114	2 055	1 992
CF inwestycyjny	-2 634	-804	-3 040	-1 015	-354	-2 170	-1 599	-1 627	-1 669	-1 318	-1 112	-1 102	-1 092	-1 067	-1 040	-1 011
CF finansowy	-822	-281	1 077	-80	278	-700	-371	-828	-617	-622	-622	-622	-622	-505	-387	-387
Zmiana stanu środków pieniężnych	-1 096	545	-1 319	-370	820	1	642	133	151	373	501	505	458	542	628	593
Środki pieniężne eop	1 491	2 037	720	350	1 170	1 170	1 811	1 944	2 095	2 468	2 969	3 474	3 932	4 473	5 101	5 695

Wskaźniki	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Cena akcji [PLN]	86,66	86,66	86,66	86,66	86,66	86,66	86,66	86,66	86,66	86,66	86,66	86,66	86,66	86,66	86,66	86,66
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]	10 175	10 175	10 175	10 175	10 175	10 175	10 175	10 175	10 175	10 175	10 175	10 175	10 175	10 175	10 175	10 175
P/E	10,3x	131,6x	---	---	---	4,0x	4,2x	5,6x	6,4x	7,2x	7,7x	7,7x	8,0x	8,2x	8,4x	8,7x
EV/EBITDA	3,4x	6,0x	20,8x	---	10,0x	2,2x	1,9x	2,3x	2,5x	2,5x	2,4x	2,2x	2,1x	1,9x	1,7x	1,5x
EV/EBIT	6,1x	41,8x	---	-2,9x	47,2x	2,7x	2,5x	3,2x	3,6x	3,8x	3,8x	3,5x	3,3x	3,1x	2,8x	2,5x
P/BV	1,2x	1,2x	1,4x	2,6x	2,5x	1,5x	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x
EV [mln PLN]	8 001	8 444	10 984	11 445	10 695	8 533	7 408	7 076	6 925	6 552	6 051	5 546	5 088	4 546	3 918	3 325
Dług netto [mln PLN]	-2 174	-1 731	810	1 271	520	-1 641	-2 766	-3 099	-3 250	-3 623	-4 124	-4 629	-5 087	-5 629	-6 256	-6 850
Dług % [mln PLN]	266	317	1 530	1 621	1 690	978	549	349	349	349	349	349	349	349	349	349
Środki pieniężne [mln PLN]	2 440	2 048	721	350	1 170	1 170	1 811	1 944	2 095	2 468	2 969	3 474	3 932	4 474	5 101	5 695
Zobowiązania pracownicze [mln PLN]	2 354	2 367	3 111	874	699	677	680	680	680	680	680	680	680	680	680	680
Dług netto/EBITDA	-0,9x	-1,2x	1,5x	-0,5x	0,5x	-0,4x	-0,7x	-1,0x	-1,2x	-1,4x	-1,6x	-1,8x	-2,1x	-2,3x	-2,7x	-3,0x
(Dług % + zobow. pracownicze) / EBITDA	1,1x	1,9x	8,8x	-1,0x	2,2x	0,4x	0,3x	0,3x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,5x
DPS [PLN]	5,4	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	4,0	3,0	3,0
Div yield	6,2%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	4,6%	3,5%	3,5%

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej 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

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
kupuj	102	redukuj	90,8	2018-06-06	08:59 CEST	86,66	59 089
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 Żarychta

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości jest równa lub przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	6	43%	1	100%
Akumuluj	1	7%	0	0%
Trzymaj	3	21%	0	0%
Redukuj	4	29%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

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.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 obarczona 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 (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywizację na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 06.06.2018 roku (08:59 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 08.06.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 rekomendację 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 są prawdziwe.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 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 zbliżne 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 06.06.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba odpowiedzialna za usługę doradztwa inwestycyjnego nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane? Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji otrzymywała lub kupowała akcje emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

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 zajść 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.