

2022-01-04 08:30

|                                       |              |
|---------------------------------------|--------------|
| <b>Rekomendacja</b>                   | <b>KUPUJ</b> |
| <b>Cena docelowa 30.06.2022 [PLN]</b> | <b>46,40</b> |
| Wycena DCF [PLN]                      | 35,33        |
| Wycena porównawcza [PLN]              | 67,05        |
| Cena rynkowa [PLN]                    | 35,40        |
| Pot.wzrostu/spadku [%]                | 31,07%       |
| Kapitalizacja [mln PLN]               | 4 156,4      |
| Free float [mln PLN]                  | 1 863,3      |
| Sektor                                | GÓRNICTWO    |
| Kod GPW                               | JSW          |
| Bloomberg                             | JSW PW       |

**Analityk:**
**Artur Wizner**

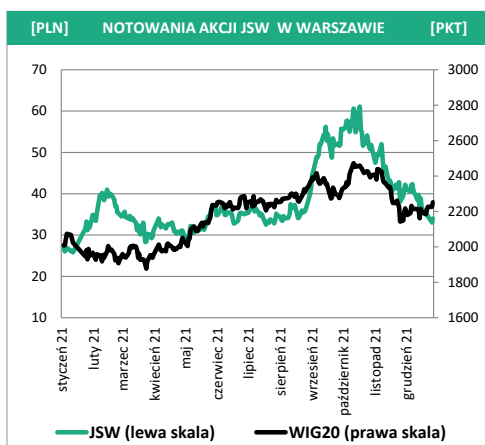
Tel.: (22) 53 95 548

**Profil Spółki:**

Grupa to największy producent wysokiej jakości węgla koksowego typu 35 (hard) i znaczący producent koksu w Unii Europejskiej. Spółka produkuje także węgiel do celów energetycznych, który sprzedawany jest głównie do elektrowni i elektrociepłowni. W skład JSW wchodzi 5 kopalni węgla kamiennego: Borynia-Zofiówka-Jastrzębie, Budryk, Knurów-Szczygłowice, Krupiński i Pniówek.

 Źródło: [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)

|                               |            |
|-------------------------------|------------|
| <b>Główni Akcjonariusze :</b> | <b>[%]</b> |
| Skarb Państwa                 | 55,17      |
| OFE Nationale-Nederlanden     | 2,02       |
| OFE Aviva Santander           | 2,00       |
| OFE MetLife                   | 0,99       |



# JSW S.A.

## Raport Analityczny

Rok 2021 był bardzo obfity w wydarzenia wywierające bezpośredni lub pośredni wpływ na notowania JSW. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami globalna gospodarka zaczęła powoli wracać do normalnego funkcjonowania, mimo wciąż trwającej pandemii. Niektóre branże odnotowały duże ożywienie (budownictwo, automotive), co przełożyło się na wyraźny wzrost zapotrzebowania na wyroby stalowe. To z kolei zachęciło producentów stali w technologii wielkopiecowej do ponownego uruchomienia wcześniej wyłączanych hut (Arcelor, VoestAlpine). W efekcie dynamicznie rósł popyt na koks.

Dodatkowo niestabilna pogoda w Australii oraz irracjonalne utrzymywanie chińskiego zakazu importu australijskiego węgla, doprowadziły do znacznych podwyżek cen energii elektrycznej, koksu, stali i rudy żelaza w Chinach. Te czynniki przełożyły się na olbrzymi wzrost globalnych cen referencyjnych węgla. O ile jeszcze w IV kw.2020 cena za tonę oscylowała w okolicach 150 USD/t, to we wrześniu ceny referencyjne australijskiego węgla (benchmark dla cen sprzedaży JSW) wzrosły do prawie 400 USD/t. Średnia cena w 2021 roku wyniosła 213 USD/t. Uważamy że, pomimo obaw o kondycję chińskiej gospodarki, ceny na średnim poziomie 200 USD/t mają szansę pozostać w 2022 roku. Uwzględniając ok. 15% dyskonto cen kontraktowych w stosunku do australijskiego benchmarku, zakładamy średnią cenę sprzedaży na poziomie 170 USD/t.

W tym korzystnym otoczeniu makroekonomicznym, uwzględniając znaczne osłabienie kursu złotówki do USD oraz EUR, które w naszych założeniach ustabilizują się na obecnym poziomie w 2022 roku, podnosimy nasze prognozy produkcji oraz sprzedaży węgla koksowego i koksu przez JSW, co implikuje podniesieniu ceny docelowej na 46,4 zł. i zmianę naszej rekomendacji z Trzymaj na Kupuj.

| [mln PLN]                     | 2020         | 2021P        | 2022P         | 2023P         | 2024P         | 2025P         |
|-------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b> | <b>8 670</b> | <b>9 456</b> | <b>10 517</b> | <b>10 161</b> | <b>10 372</b> | <b>10 002</b> |
| <b>EBITDA</b>                 | -729         | 1 523        | 2 123         | 1 455         | 1 739         | 1 337         |
| marża EBITDA                  | -8,4%        | 16,1%        | 20,2%         | 14,3%         | 16,8%         | 13,4%         |
| <b>EBIT</b>                   | -1 748       | 466          | 1 067         | 405           | 689           | 287           |
| <b>Wynik netto</b>            | <b>-1541</b> | <b>282</b>   | <b>798</b>    | <b>293</b>    | <b>541</b>    | <b>217</b>    |
| <b>Kapitał własny</b>         | <b>7 317</b> | <b>7 599</b> | <b>8 355</b>  | <b>8 529</b>  | <b>9 026</b>  | <b>9 162</b>  |
| <b>Dług netto</b>             | 1346         | 1530         | 1800          | 1150          | 833           | 595           |
| P/E                           | -2,7         | 14,7         | 5,2           | 14,2          | 7,7           | 19,1          |
| P/BV                          | 0,6          | 0,5          | 0,5           | 0,5           | 0,5           | 0,5           |
| EV/EBITDA                     | -7,5         | 3,7          | 2,8           | 3,6           | 2,9           | 3,6           |
| DY                            | -            | 1,02%        | 2,88%         | 1,06%         | 1,95%         | 0,78%         |

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe. P - prognozy DM Banku BPS S.A.

# JSW S.A.

## Raport Analityczny

### Spis treści

|   |    |
|---|----|
| 1. OSTATNIE WYDARZENIA WPŁYWAJĄCE NA WYCENĘ ..... | 3  |
| 2. PODSUMOWANIE WYNIKÓW ZA III KW.....            | 3  |
| 3. WYCENA .....                                   | 4  |
| 4. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH.....                | 7  |
| 5. CZYNNIKI RYZYKA .....                          | 13 |
| 6. ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....                       | 16 |

## 1. OSTATNIE WYDARZENIA WPLYWAJĄCE NA WYCENĘ

- ✚ Akcjonariusze Jastrzębskiej Spółki Węglowej (JSW) zgodzili się na nieodpłatne przekazanie wartego ponad 33,8 mln zł obszaru górniczego Jastrzębie III do Spółki Restrukturyzacji Kopalń. SRK przejmie majątek obszaru Jastrzębie III w pierwszej dekadzie stycznia. Przekazanie obszaru górniczego Jastrzębie III z Jastrzębskiej Spółki Węglowej (JSW) do Spółki Restrukturyzacji Kopalń (SRK) nastąpi w końcu pierwszej dekady stycznia, 10 dni po podpisaniu aktu notarialnego w tej sprawie. Spółka restrukturyzacyjna szacuje, że wraz z przeznaczonym do likwidacji majątkiem trafi do niej łącznie do około 2,2-2,4 tys. pracowników, którzy będą mogli skorzystać z ustawowych oston socjalnych: urlopów górniczych i jednorazowych odpraw pieniężnych.
- ✚ Na początku przyszłego roku JSW przedstawi zaktualizowaną strategię. Do końca tego roku zarząd Jastrzębskiej Spółki Węglowej (JSW) chce zakończyć prace nad aktualizacją strategii spółki, w której zawarty będzie m.in. oczekiwany poziom rocznej produkcji węgla. Prezentacja strategii planowana jest na początek 2022 r.
- ✚ Polski Fundusz Rozwoju (PFR) umorzył blisko 89,2 mln zł pożyczki preferencyjnej, udzielonej w końcu ubiegłego roku Jastrzębskiej Spółce Węglowej (JSW) w ramach rządowego programu Tarcza Finansowa PFR dla Dużych Firm. W grudniu 2021 r. spółka dostała 173,6 mln zł takiej pożyczki. Dokonanie odpisu ze względu na utratę wartości bilansowej aktywów trwałych w segmencie węgla majątku Kopalni Węgla Kamiennego "Jastrzębie-Bzie" w wysokości 430,9 mln zł.
- ✚ Rada nadzorcza Jastrzębskiej Spółki Węglowej podjęła uchwałę o powołaniu z dniem 28 sierpnia 2021 r. Tomasza Cudnego na stanowisko prezesa spółki. Rada nadzorcza powierzyła także Tomaszowi Cudnemu obowiązki zastępcy prezesa ds. technicznych i operacyjnych od 28 sierpnia do 31 sierpnia 2021 r. oraz zastępcy prezesa ds. rozwoju od 28 sierpnia 2021 r. do momentu powołania innej osoby na to stanowisko.

## 2. PODSUMOWANIE WYNIKÓW ZA III KW.

Wyniki JSW za III kw. 2021 oceniamy jako dobre, Grupa wypracowała 267,8 mln zł zysku netto przy przychodach 1,19 mld zł (wzrost o 26,4% kw./kw.). Po dziewięciu miesiącach 2021 roku. Wynik EBITDA JSW (bez zdarzeń jednorazowych) ukształtował się w ciągu trzech kwartałów br. na poziomie 1 mld 44,2 mln zł. Produkcja węgla ogółem spadła o 4,1 proc. i wyniosła 10,2 mln ton, wzrosła natomiast o 15,1 proc. produkcja koksu, która osiągnęła poziom blisko 2,8 mln ton.

Sprzedaż węgla wyprodukowanego w kopalniach JSW wzrosła w ciągu 9 miesięcy tego roku o 11 proc. w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego i wyniosła 11,1 mln ton. Wielkość sprzedaży koksu wzrosła o 1,4 proc. i wyniosła 2,7 mln ton.

W trzech kwartałach br. wzrosły również ceny węgla metalurgicznego (koksowego) i koksu - odpowiednio o 4,5 proc. oraz 40,8 proc. Przyczyniło się to do ponad 31-procentowego wzrostu przychodów ze sprzedaży w Grupie JSW, które od początku roku do końca września przekroczyły 6,7 mld zł. Wyniki te są zbieżne z naszą poprzednią prognozą, która zakładała przychody na poziomie 7,6 mld zł. w 2021 oraz 154 mln zł. zysku netto.

### 3. WYCENA

Wartość akcji JSW S.A. dokonaną na podstawie wyceny DCF szacujemy na 35,33 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 67,05 PLN.

#### Wycena porównawcza

| [PLN]  | Waga | Cena         |
|--|------|--------------|
| Wycena porównawcza                           | 25%  | 67,05        |
| Wycena DCF                                   | 75%  | 35,33        |
| Cena wynikowa                                |      | 43,30        |
| <b>Cena docelowa na 30 czerwca 2022 roku</b> |      | <b>46,40</b> |

Źródło: DM BPS, Bloomberg

W analizie porównawczej wycenę akcji JSW S.A. odnieśliśmy do 14 światowych spółek operujących w branży wydobywczej, wśród których znalazła się jedna polska spółka LWB.

#### Wycena porównawcza

| MINING COMPANIES             | P/E           |               |               | P/BV           |               |                | EV/EBITDA     |                |                |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
|                              | 2021          | 2022          | 2023          | 2021           | 2022          | 2023           | 2021          | 2022           | 2023           |
| LUBELSKI WEGIEL BOGDANKA SA  | -             | -             | -             | -              | -             | -              | 0,9           | 1,1            | -              |
| CHINA COAL ENERGY CO-A       | 5,2           | 5,7           | 5,9           | 0,7            | 0,7           | 0,6            | 3,2           | 3,6            | 4,3            |
| YANZHOU COAL MINING CO-A     | 7,2           | 7,0           | 6,7           | 1,7            | 1,6           | 1,4            | 5,9           | 5,8            | 5,8            |
| CHINA SHENHUA ENERGY CO-A    | 8,3           | 8,2           | 8,2           | 1,2            | 1,1           | 1,1            | 4,0           | 4,2            | 4,4            |
| EXXARO RESOURCES LTD         | 2,9           | 3,6           | 4,5           | 1,4            | 1,1           | 1,0            | 5,3           | 4,0            | 5,1            |
| ANGLO PACIFIC GROUP PLC      | 8,1           | 7,4           | 11,3          | -              | -             | -              | 7,9           | 7,4            | 11,9           |
| ADARO ENERGY TBK PT          | 7,2           | 7,2           | 10,4          | 1,3            | 1,2           | 1,2            | 3,7           | 3,8            | 4,7            |
| ALLIANCE RESOURCE PARTNERS   | 7,7           | 5,2           | 7,4           | -              | -             | -              | 3,9           | 1,8            | 3,8            |
| COAL INDIA LTD               | 8,0           | 6,2           | 5,5           | 2,7            | 2,3           | 2,0            | 4,3           | 3,3            | 2,9            |
| CONSOL ENERGY INC            | 19,0          | 3,9           | 5,4           | -              | -             | -              | 3,8           | 2,6            | 3,0            |
| BUKIT ASAM TBK PT            | 4,8           | 6,0           | 7,1           | 1,4            | 1,3           | 1,2            | 2,9           | 3,1            | 4,3            |
| WHITEHAVEN COAL LTD          | -             | 3,0           | 5,4           | 0,8            | 0,7           | 0,7            | 17,3          | 2,2            | 3,5            |
| EVRAZ PLC                    | 4,4           | 5,3           | 7,9           | 5,4            | 4,7           | 4,5            | 3,3           | 3,9            | 5,2            |
| ARCH COAL INC - A            | 4,6           | 2,3           | 5,0           | -              | -             | -              | 3,4           | 1,9            | 3,7            |
| <b>Mediana</b>               | <b>7,2</b>    | <b>5,7</b>    | <b>6,7</b>    | <b>1,4</b>     | <b>1,2</b>    | <b>1,2</b>     | <b>3,9</b>    | <b>3,5</b>     | <b>4,3</b>     |
| JASTRZEBSKA SPOLKA WEGLOWA S | 14,7          | 5,2           | 14,2          | 0,5            | 0,5           | 0,5            | 1,7           | 1,2            | 1,6            |
| premia (dyskonto)            | 105%          | -9%           | 110%          | -60%           | -58%          | -59%           | -55%          | -65%           | -62%           |
| <b>Implikowana wycena</b>    | <b>2028,0</b> | <b>4566,9</b> | <b>1975,2</b> | <b>10269,8</b> | <b>9977,2</b> | <b>10040,2</b> | <b>9321,5</b> | <b>11714,5</b> | <b>10957,1</b> |
| <b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>  |               |               |               |                |               |                |               |                |                |

Źródło: DM BPS, Bloomberg

#### Wycena DCF

W analizie DCF przyjęto następujące założenia:

- + Beta na poziomie: 1,78 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG).
- + Premia za ryzyko: 7,1%.
- + Stopa wolna od ryzyka: 3,72% (co odpowiada oprocentowaniu obligacji skarbowych 10Y).
- + Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- + Dług netto: na poziomie z końca 2020 roku
- + Stopa wzrostu po okresie prognozy: 0% (co wynika charakteru branży wydobywczej).

## Wycena DCF

| WYCENA metodą DCF [mln PLN]                                 | 2020            | 2021P          | 2022P           | 2023P           | 2024P           | 2025P           | TV              |
|---|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>                               | <b>8 669,5</b>  | <b>9 456,2</b> | <b>10 516,9</b> | <b>10 160,6</b> | <b>10 372,3</b> | <b>10 002,1</b> | <b>10 002,1</b> |
| segment węgiel  | 5 768,0         | 5 943,3        | 6 072,0         | 5 870,7         | 5 998,2         | 5 796,2         | 5 796,2         |
| segment koks  | 4 148,9         | 4 253,5        | 4 348,9         | 4 193,9         | 4 278,0         | 4 109,9         | 4 109,9         |
| segment pozostała działalność                               | 96,0            | 96,0           | 96,0            | 96,0            | 96,0            | 96,0            | 96,0            |
| <b>EBITDA</b>   | <b>-729,2</b>   | <b>1 522,9</b> | <b>2 123,3</b>  | <b>1 454,8</b>  | <b>1 738,5</b>  | <b>1 336,6</b>  |                 |
| <b>EBIT</b>   | <b>-1 748,2</b> | <b>465,9</b>   | <b>1 067,2</b>  | <b>405,2</b>    | <b>688,9</b>    | <b>287,0</b>    |                 |
| Stopa podatkowa   | 19%             | 19%            | 19%             | 19%             | 19%             | 19%             |                 |
| <b>NOPLAT</b>   | <b>-1416,0</b>  | <b>377,4</b>   | <b>864,4</b>    | <b>328,2</b>    | <b>558,0</b>    | <b>232,5</b>    |                 |
| Amortyzacja   | 1019,0          | 1057,0         | 1056,2          | 1049,6          | 1049,6          | 1049,6          |                 |
| CAPEX   | 1100,0          | 1050,0         | 1000,0          | 1049,6          | 1049,6          | 1049,6          |                 |
| Inwestycje w kapitał obrotowy                               | 189,6           | 487,8          | -139,3          | -85,9           | -14,3           | -54,1           |                 |
| <b>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</b>                        |                 | <b>920,9</b>   | <b>1511,8</b>   | <b>953,5</b>    | <b>1194,9</b>   | <b>881,1</b>    | <b>341,5</b>    |
| Współczynnik dyskontujący                                   |                 | 0,93           | 0,81            | 0,70            | 0,60            | 0,52            | 0,45            |
| <b>DFCF</b>   |                 | <b>859,7</b>   | <b>1222,5</b>   | <b>666,8</b>    | <b>721,9</b>    | <b>459,1</b>    | <b>153,5</b>    |
| Stopa wzrostu po okresie prognozy                           |                 | 0,0%           |                 |                 |                 |                 |                 |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)                    |                 | 1 085,4        |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>                 |                 | <b>5 015,4</b> |                 |                 |                 |                 |                 |
| Dług netto/(gotówka netto)                                  |                 | 1 155,8        |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>                   |                 | <b>4 148,6</b> |                 |                 |                 |                 |                 |
| Ilość akcji [w tys.]  |                 | 117            |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>Cena jednej akcji [PLN]</b>                              |                 | <b>35</b>      |                 |                 |                 |                 |                 |
| Przychody zmiana r/r  |                 | 9,1%           | 11,2%           | -3,4%           | 2,1%            | -3,6%           |                 |
| EBIT zmiana r/r   |                 | -126,7%        | 129,1%          | -62,0%          | 70,0%           | -58,3%          |                 |
| FCF zmiana r/r  |                 | -              | 64,2%           | -36,9%          | 25,3%           | -26,3%          |                 |
| Marża EBITDA  |                 | 16,1%          | 20,2%           | 14,3%           | 16,8%           | 13,4%           |                 |
| Marża EBIT  |                 | 4,9%           | 10,1%           | 4,0%            | 6,6%            | 2,9%            |                 |
| Marża NOPLAT  |                 | 4,0%           | 8,2%            | 3,2%            | 5,4%            | 2,3%            |                 |
| CAPEX/Przychody   |                 | 11,1%          | 9,5%            | 10,3%           | 10,1%           | 10,5%           |                 |
| CAPEX/Amortyzacja   |                 | 99,3%          | 94,7%           | 100,0%          | 100,0%          | 100,0%          |                 |
| Zmiana kapitału obrotowego                                  |                 | 487,83         | -139,29         | -85,89          | -14,33          | -54,05          |                 |
| EV/EBITDA ('21) dla wyceny DCF                              |                 | 3,3            |                 |                 |                 |                 |                 |
| P/E ('21) dla wyceny DCF                                    |                 | 2,0            |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w</b> |                 | <b>21,6%</b>   |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>Kalkulacja WACC</b>                                      | <b>2021P</b>    | <b>2022P</b>   | <b>2023P</b>    | <b>2024P</b>    | <b>2025P</b>    | <b>TV</b>       |                 |
| Stopa wolna od ryzyka                                       | 3,72%           | 3,72%          | 3,72%           | 3,72%           | 3,72%           | 3,72%           |                 |
| Premia za ryzyko  | 7,1%            | 7,1%           | 7,1%            | 7,1%            | 7,1%            | 7,1%            |                 |
| Beta  | 1,78            | 1,78           | 1,78            | 1,78            | 1,78            | 1,78            |                 |
| Beta (zlewarowana)  | 2,30            | 2,18           | 2,09            | 2,03            | 1,96            | 1,96            |                 |
| Koszt kapitału własnego                                     | 20,2%           | 19,3%          | 18,6%           | 18,2%           | 17,7%           | 17,7%           |                 |
| Udział kapitału własnego                                    | 59,3%           | 48,7%          | 54,7%           | 57,4%           | 58,8%           | 58,8%           |                 |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu                      | 5,8%            | 5,8%           | 5,8%            | 5,8%            | 5,8%            | 5,8%            |                 |
| Udział kapitału obcego                                      | 40,7%           | 51,3%          | 45,3%           | 42,6%           | 41,2%           | 41,2%           |                 |
| <b>WACC</b>   | <b>15,23%</b>   | <b>15,45%</b>  | <b>15,63%</b>   | <b>15,75%</b>   | <b>15,94%</b>   | <b>15,94%</b>   |                 |

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

## Wrażliwość modelu DCF

Zmiana wartości ceny akcji metodą DCF ze względu na zmianę WACC oraz przychodów ze sprzedaży.

|      |        | Zmiana przychodów ze sprzedaży |        |        |        |         |         |         |         |         |
|------|--------|--------------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
|      |        | 96,00%                         | 97,00% | 98,00% | 99,00% | 100,00% | 101,00% | 102,00% | 103,00% | 104,00% |
| WACC | 16,73% | 15                             | 19     | 24     | 28     | 33      | 37      | 42      | 46      | 50      |
|      | 16,23% | 15                             | 20     | 24     | 29     | 33      | 38      | 42      | 47      | 52      |
|      | 15,73% | 15                             | 20     | 25     | 29     | 34      | 39      | 43      | 48      | 53      |
|      | 15,23% | 16                             | 20     | 25     | 30     | 35      | 40      | 44      | 49      | 54      |
|      | 14,73% | 16                             | 21     | 26     | 31     | 36      | 40      | 45      | 50      | 55      |
|      | 14,23% | 16                             | 21     | 26     | 31     | 36      | 41      | 47      | 52      | 57      |
|      | 13,73% | 16                             | 22     | 27     | 32     | 37      | 42      | 48      | 53      | 58      |

Źródło: Szacunki DM Banku BPS S.A.

Zmiana wartości ceny akcji metodą DCF ze względu na zmianę jednostkowego Mining Cash Cost oraz przychodów ze sprzedaży.

|                              |     | Zmiana przychodów ze sprzedaży |        |        |        |         |         |         |         |         |
|------------------------------|-----|--------------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                              |     | 96,00%                         | 97,00% | 98,00% | 99,00% | 100,00% | 101,00% | 102,00% | 103,00% | 104,00% |
| Jednostkowy Mining Cash Cost | 451 | 4                              | 8      | 13     | 18     | 23      | 28      | 32      | 37      | 42      |
|                              | 446 | 8                              | 12     | 17     | 22     | 27      | 32      | 36      | 41      | 46      |
|                              | 441 | 12                             | 16     | 21     | 26     | 31      | 36      | 40      | 45      | 50      |
|                              | 436 | 16                             | 20     | 25     | 30     | 35      | 40      | 44      | 49      | 54      |
|                              | 431 | 20                             | 24     | 29     | 34     | 39      | 44      | 48      | 53      | 58      |
|                              | 426 | 24                             | 28     | 33     | 38     | 43      | 48      | 52      | 57      | 62      |
|                              | 421 | 28                             | 32     | 37     | 42     | 47      | 52      | 56      | 61      | 66      |

Źródło: Szacunki DM Banku BPS S.A.

Zmiana wartości ceny akcji metodą DCF ze na zmianę jednostkowego Mining Cash Cost oraz średniej ceny węgla koksowego HCC [USD/t].

|                  |        | Cena węgla koksowego HCC [USD/t] |     |     |     |     |     |     |     |     |
|------------------|--------|----------------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
|                  |        | 166                              | 167 | 168 | 169 | 170 | 171 | 172 | 173 | 174 |
| Mining Cash Cost | 451,00 | 14                               | 16  | 19  | 21  | 23  | 25  | 28  | 30  | 32  |
|                  | 446,00 | 18                               | 20  | 23  | 25  | 27  | 29  | 32  | 34  | 36  |
|                  | 441,00 | 22                               | 24  | 27  | 29  | 31  | 33  | 36  | 38  | 40  |
|                  | 436,00 | 26                               | 29  | 31  | 33  | 35  | 38  | 40  | 42  | 44  |
|                  | 431,00 | 30                               | 33  | 35  | 37  | 39  | 42  | 44  | 46  | 48  |
|                  | 426,00 | 35                               | 37  | 39  | 41  | 44  | 46  | 48  | 50  | 53  |
|                  | 421,00 | 39                               | 41  | 43  | 45  | 48  | 50  | 52  | 54  | 57  |

Źródło: Szacunki DM Banku BPS S.A.

Zmiana wartości ceny akcji metodą DCF ze na zmianę średniej ceny węgla koksowego HCC [USD/t] oraz kursu dolara USD w okresie prognozy.

|         |      | Cena węgla koksowego HCC [USD/t] |     |     |     |     |     |     |     |     |
|---------|------|----------------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
|         |      | 166                              | 167 | 168 | 169 | 170 | 171 | 172 | 173 | 174 |
| USD/PLN | 4,02 | 24                               | 26  | 28  | 30  | 33  | 35  | 37  | 39  | 42  |
|         | 4,03 | 24                               | 27  | 29  | 31  | 33  | 36  | 38  | 40  | 42  |
|         | 4,04 | 25                               | 28  | 30  | 32  | 34  | 37  | 39  | 41  | 43  |
|         | 4,05 | 26                               | 29  | 31  | 33  | 35  | 38  | 40  | 42  | 44  |
|         | 4,06 | 27                               | 29  | 32  | 34  | 36  | 39  | 41  | 43  | 45  |
|         | 4,07 | 28                               | 30  | 33  | 35  | 37  | 39  | 42  | 44  | 46  |
|         | 4,08 | 29                               | 31  | 34  | 36  | 38  | 40  | 43  | 45  | 47  |

Źródło: Szacunki DM Banku BPS S.A.

## 4. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH

### Prognoza na 4Q'21 i lata 2021-2025

|                               | 1Q'21          | 2Q'21          | 3Q'21          | 4Q'21P         | 2020           | 2021P          | 2022P           | 2023P           | 2024P           | 2025P           |
|-------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b> | <b>1 998,1</b> | <b>2 178,9</b> | <b>2 579,2</b> | <b>2 700,0</b> | <b>8 669,5</b> | <b>9 456,2</b> | <b>10 516,9</b> | <b>10 160,6</b> | <b>10 372,3</b> | <b>10 002,1</b> |
| <i>zmiana r/r</i>             | 1,63%          | 46,46%         | 49,09%         | 49,53%         | -0,03%         | 9,07%          | 11,22%          | -3,39%          | 2,08%           | -3,57%          |
| <b>Koszty wytworzenia</b>     | <b>-1 945</b>  | <b>-2 040</b>  | <b>-1 989</b>  | <b>-2 000</b>  | <b>-9 092</b>  | <b>-7 975</b>  | <b>-8 196</b>   | <b>-8 367</b>   | <b>-8 436</b>   | <b>-8 425</b>   |
| <i>zmiana r/r</i>             | 5,04%          | 21,37%         | 9,92%          | 12,31%         | 28,63%         | -12,29%        | 2,77%           | 2,09%           | 0,82%           | -0,13%          |
| <b>ZBzS</b>                   | <b>53</b>      | <b>139</b>     | <b>590</b>     | <b>700</b>     | <b>-422</b>    | <b>1 482</b>   | <b>2 321</b>    | <b>1 793</b>    | <b>1 936</b>    | <b>1 577</b>    |
| <i>zmiana r/r</i>             | -53,68%        | -              | -              | -              | -              | -              | 56,67%          | -22,74%         | 7,98%           | -18,54%         |
| <i>marża</i>                  | 2,65%          | 6,37%          | 22,87%         | 25,93%         | -4,87%         | 15,67%         | 22,07%          | 17,65%          | 18,67%          | 15,77%          |
| Koszty sprzedaży              | -75            | -69            | -63            | -66            | -333           | -272           | -373            | -361            | -368            | -355            |
| Koszty ogólnego zarządu       | -165           | -177           | -163           | -170           | -565           | -675           | -722            | -772            | -826            | -884            |
| <b>EBITDA</b>                 | <b>104</b>     | <b>152</b>     | <b>659</b>     | <b>753</b>     | <b>-729</b>    | <b>1 523</b>   | <b>2 123</b>    | <b>1 455</b>    | <b>1 739</b>    | <b>1 337</b>    |
| <i>zmiana r/r</i>             | -              | -              | 28,22%         | -              | -              | -              | 39,43%          | -31,49%         | 19,50%          | -23,12%         |
| <i>marża</i>                  | 5,22%          | 6,95%          | 25,56%         | 27,89%         | -8,41%         | 16,10%         | 20,19%          | 14,32%          | 16,76%          | 13,36%          |
| <b>EBIT</b>                   | <b>-194</b>    | <b>-151</b>    | <b>358</b>     | <b>453</b>     | <b>-1 748</b>  | <b>466</b>     | <b>1 067</b>    | <b>405</b>      | <b>689</b>      | <b>287</b>      |
| <i>zmiana r/r</i>             | -              | -              | 37,39%         | -              | -              | -              | 129,06%         | -62,03%         | 70,01%          | -58,34%         |
| <i>marża</i>                  | -9,70%         | -6,93%         | 13,88%         | 16,78%         | -20,16%        | 4,93%          | 10,15%          | 3,99%           | 6,64%           | 2,87%           |
| <b>ZB</b>                     | <b>-218</b>    | <b>-179</b>    | <b>331</b>     | <b>426</b>     | <b>-1 884</b>  | <b>360</b>     | <b>985</b>      | <b>362</b>      | <b>667</b>      | <b>266</b>      |
| <i>zmiana r/r</i>             | -              | -              | 47,53%         | -              | -              | -              | 173,41%         | -63,23%         | 84,08%          | -60,11%         |
| <i>marża</i>                  | -10,89%        | -8,22%         | 12,84%         | 15,77%         | -21,73%        | 3,81%          | 9,37%           | 3,56%           | 6,43%           | 2,66%           |
| <b>ZN</b>                     | <b>-179</b>    | <b>-151</b>    | <b>268</b>     | <b>345</b>     | <b>-1 541</b>  | <b>282</b>     | <b>798</b>      | <b>293</b>      | <b>541</b>      | <b>217</b>      |
| <i>zmiana r/r</i>             | -              | -              | 75,15%         | -              | -              | -              | 182,94%         | -63,23%         | 84,42%          | -59,81%         |
| <i>marża</i>                  | -9,0%          | -6,9%          | 10,4%          | 12,8%          | -17,8%         | 3,0%           | 7,6%            | 2,9%            | 5,2%            | 2,2%            |

Źródło: DM Banku BPS S.A.

### Prognoza rachunku zysków i strat

| RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT [mln PLN]        | 2018           | 2019           | 2020            | 2021P          | 2022P           | 2023P           | 2024P           | 2025P           |
|--|----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>            | <b>9 809,5</b> | <b>8 671,8</b> | <b>8 669,5</b>  | <b>9 456,2</b> | <b>10 516,9</b> | <b>10 160,6</b> | <b>10 372,3</b> | <b>10 002,1</b> |
| Koszt własny sprzedaży                   | -6 938,4       | 7 068,2        | 9 091,7         | 7 974,7        | 8 195,8         | 8 367,4         | 8 435,9         | 8 424,8         |
| <b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b> | <b>2 871,1</b> | <b>1 603,6</b> | <b>-422,2</b>   | <b>1 481,5</b> | <b>2 321,1</b>  | <b>1 793,3</b>  | <b>1 936,4</b>  | <b>1 577,3</b>  |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu      | -617,0         | -698,0         | -1 326,0        | -1 015,6       | -1 253,9        | -1 388,0        | -1 247,5        | -1 290,3        |
| <b>Zysk (strata) na sprzedaży</b>        | <b>2 254,1</b> | <b>905,6</b>   | <b>-1 748,2</b> | <b>465,9</b>   | <b>1 067,2</b>  | <b>405,2</b>    | <b>688,9</b>    | <b>287,0</b>    |
| <b>EBITDA</b>                            | <b>3 020,1</b> | <b>1 865,6</b> | <b>-729,2</b>   | <b>1 522,9</b> | <b>2 123,3</b>  | <b>1 454,8</b>  | <b>1 738,5</b>  | <b>1 336,6</b>  |
| <b>EBIT</b>                              | <b>2 254,1</b> | <b>905,6</b>   | <b>-1 748,2</b> | <b>465,9</b>   | <b>1 067,2</b>  | <b>405,2</b>    | <b>688,9</b>    | <b>287,0</b>    |
| Zysk (strata) brutto                     | 2 192,5        | 828,0          | -1 884,2        | 360,3          | 985,1           | 362,2           | 666,7           | 266,0           |
| <b>Zysk (strata) netto</b>               | <b>1 784,5</b> | <b>649,6</b>   | <b>-1 541,1</b> | <b>282,0</b>   | <b>797,9</b>    | <b>293,4</b>    | <b>541,1</b>    | <b>217,4</b>    |

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

## Prognoza bilansu

| BILANS [mln PLN]                | 2 018           | 2 019           | 2 020           | 2021P           | 2022P           | 2023P           | 2024P           | 2025P           |
|---------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>            | <b>10 299,6</b> | <b>11 565,1</b> | <b>11 638,5</b> | <b>11 327,2</b> | <b>11 388,1</b> | <b>11 449,6</b> | <b>11 533,7</b> | <b>11 595,2</b> |
| Wartości niematerialne i prawne | 130,8           | 174,3           | 152,2           | 174,3           | 174,3           | 174,3           | 174,3           | 174,3           |
| Rzeczowe aktywa trwałe          | 7 303,0         | 8 672,3         | 8 995,6         | 8 988,6         | 8 932,5         | 8 932,5         | 8 932,5         | 8 932,5         |
| <b>Aktywa obrotowe</b>          | <b>3 461,9</b>  | <b>3 361,3</b>  | <b>3 392,4</b>  | <b>2 609,1</b>  | <b>3 206,6</b>  | <b>3 091,5</b>  | <b>3 137,7</b>  | <b>3 241,3</b>  |
| Zapasy                          | 656,5           | 1 130,8         | 880,3           | 957,3           | 1 002,4         | 1 018,5         | 1 018,1         | 1 018,2         |
| Należności krótkoterminowe      | 1 146,7         | 866,1           | 898,4           | 846,0           | 864,4           | 835,1           | 852,5           | 822,1           |
| Inwestycje krótkoterminowe      | 1 658,0         | 1 201,6         | 1 610,3         | 799,8           | 1 333,8         | 1 231,8         | 1 261,1         | 1 395,0         |
| <b>Aktywa razem</b>             | <b>13 761,5</b> | <b>14 926,4</b> | <b>15 030,9</b> | <b>13 936,2</b> | <b>14 594,6</b> | <b>14 541,1</b> | <b>14 671,4</b> | <b>14 836,5</b> |
| <b>Kapitał (fundusz) własny</b> | <b>8 445,4</b>  | <b>8 851,5</b>  | <b>7 317,3</b>  | <b>7 599,3</b>  | <b>8 354,9</b>  | <b>8 528,6</b>  | <b>9 025,7</b>  | <b>9 162,0</b>  |
| Kapitał (fundusz) podstawowy    | 1 251,9         | 1 251,9         | 1 251,9         | 1 251,9         | 1 251,9         | 1 251,9         | 1 251,9         | 1 251,9         |
| Kapitał (fundusz) zapasowy      | 852,9           | 884,4           | 906,5           | 906,5           | 906,5           | 906,5           | 906,5           | 906,5           |
| Zyski zatrzymane                | 5 976,6         | 6 326,9         | 4 762,1         | 5 044,1         | 5 799,7         | 5 973,4         | 6 470,5         | 6 606,8         |
| <b>Zobowiązania i rezerwy</b>   | <b>5 316,1</b>  | <b>6 074,9</b>  | <b>7 713,8</b>  | <b>6 302,6</b>  | <b>6 205,4</b>  | <b>5 978,2</b>  | <b>5 612,4</b>  | <b>5 637,2</b>  |
| Zobowiązania długoterminowe     | 168,4           | 1 713,9         | 3 123,4         | 3 128,0         | 2 828,0         | 2 528,0         | 2 128,0         | 2 129,0         |
| Długoterminowe %                | 48,5            | 740,0           | 2 092,5         | 2 000,0         | 1 700,0         | 1 400,0         | 1 000,0         | 1 001,0         |
| Zobowiązania krótkoterminowe    | 3 628,0         | 3 193,8         | 3 294,3         | 1 878,5         | 2 081,3         | 2 154,1         | 2 188,3         | 2 212,1         |
| Krótkoterminowe %               | 162,5           | 233,5           | 557,3           | 100,0           | 100,0           | 100,0           | 100,0           | 100,0           |
| <b>Pasywa razem</b>             | <b>13 761,5</b> | <b>14 926,4</b> | <b>15 031,1</b> | <b>13 901,9</b> | <b>14 560,3</b> | <b>14 506,8</b> | <b>14 638,1</b> | <b>14 799,2</b> |

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

## Prognoza przepływów finansowych.

| CASH FLOW [mln PLN]                 | 2018     | 2019     | 2020    | 2021P    | 2022P    | 2023P    | 2024P    | 2025P    |
|-------------------------------------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| CF Operacyjny                       | 2 856,1  | 812,1    | -773,9  | 1 348,9  | 2 048,8  | 1 521,0  | 1 650,6  | 1 390,4  |
| CF Inwestycyjny                     | -1 581,7 | -2 525,3 | 301,0   | -1 104,0 | -1 060,0 | -1 109,6 | -1 109,6 | -1 109,6 |
| CF Finansowy                        | -755,8   | 390,4    | 1 331,8 | -661,1   | -454,8   | -513,4   | -511,8   | -147,0   |
| Przepływy pieniężne netto           | 518,6    | -1 322,8 | 858,9   | -416,2   | 534,0    | -102,0   | 29,3     | 133,9    |
| Środki pieniężne na początek okresu | 1 169,5  | 1 650,8  | 350,0   | 1 209,0  | 792,8    | 1 326,8  | 1 224,8  | 1 254,1  |
| Środki pieniężne na koniec okresu   | 1 650,8  | 350,0    | 1 209,0 | 792,8    | 1 326,8  | 1 224,8  | 1 254,1  | 1 388,0  |

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka



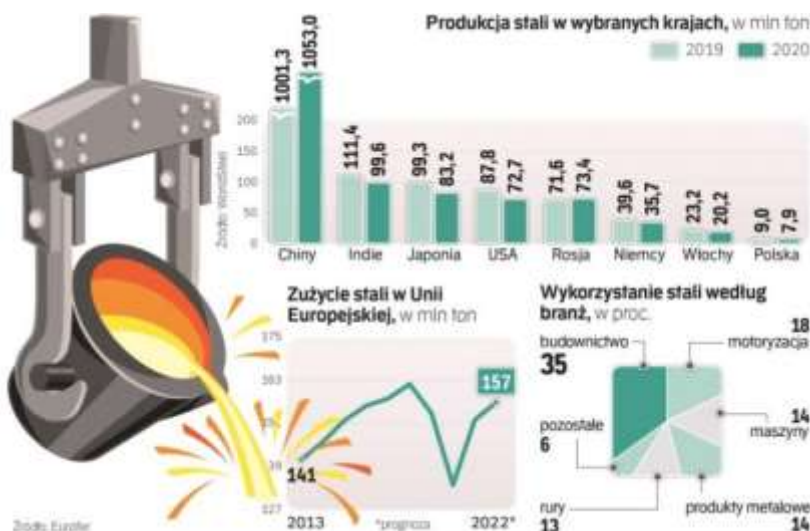
## Analiza wskaźnikowa.

| DANE FINANSOWE                | 2018     | 2019   | 2020     | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   |
|-------------------------------|----------|--------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody zmiana r/r          | 10,5%    | -11,6% | 0,0%     | 18,7%   | 2,2%    | -3,4%   | 2,1%    | -3,6%   |
| EBITDA zmiana r/r             | -23,4%   | -38,2% | -139,1%  | -308,8% | 39,4%   | -31,5%  | 19,5%   | -23,1%  |
| EBIT zmiana r/r               | -27,7%   | -59,8% | -293,0%  | -126,7% | 129,1%  | -62,0%  | 70,0%   | -58,3%  |
| Zysk netto zmiana r/r         | -30,0%   | -63,6% | -337,2%  | -118,3% | 182,9%  | -63,2%  | 84,4%   | -59,8%  |
| Marża brutto na sprzedaży     | 29,3%    | 18,5%  | -4,9%    | 15,7%   | 22,1%   | 17,6%   | 18,7%   | 15,8%   |
| Marża EBITDA                  | 30,8%    | 21,5%  | -8,4%    | 16,1%   | 20,2%   | 14,3%   | 16,8%   | 13,4%   |
| Marża EBIT                    | 23,0%    | 10,4%  | -20,2%   | 4,9%    | 10,1%   | 4,0%    | 6,6%    | 2,9%    |
| Marża brutto                  | 22,4%    | 9,5%   | -21,7%   | 3,8%    | 9,4%    | 3,6%    | 6,4%    | 2,7%    |
| Marża netto                   | 18,2%    | 7,5%   | -17,8%   | 3,0%    | 7,6%    | 2,9%    | 5,2%    | 2,2%    |
| COGS / Przychody              | 80,1%    | 92,7%  | 115,2%   | 94,3%   | 88,3%   | 93,5%   | 92,8%   | 96,6%   |
| SG&A / Przychody              | 22,6%    | 12,3%  | 18,3%    | 12,7%   | 18,1%   | 19,9%   | 19,2%   | 20,1%   |
| SG&A / COGS                   | 28,2%    | 13,3%  | 15,9%    | 13,4%   | 20,5%   | 21,2%   | 20,7%   | 20,8%   |
| ROE                           | 21,1%    | 7,3%   | -21,1%   | 3,7%    | 9,6%    | 3,4%    | 6,0%    | 2,4%    |
| ROA                           | 13,0%    | 4,4%   | -10,3%   | 2,0%    | 5,5%    | 2,0%    | 3,7%    | 1,5%    |
| Dług                          | 211,0    | 973,5  | 2 649,8  | 2 100,0 | 1 800,0 | 1 500,0 | 1 100,0 | 1 101,0 |
| D/(D+E)                       | 2,4%     | 5,5%   | 7,8%     | 10,2%   | 0,0%    | 9,3%    | 16,0%   | 16,2%   |
| D/E                           | 2,5%     | 11,0%  | 36,2%    | 27,6%   | 21,5%   | 17,6%   | 12,2%   | 12,0%   |
| Odsetki / EBIT                | 4,5%     | 11,5%  | -8,2%    | 23,9%   | 10,5%   | 23,1%   | 10,0%   | 24,0%   |
| Dług netto                    | -1 439,8 | -677,4 | 1 345,6  | 1 529,8 | 1 800,0 | 1 149,7 | 833,4   | 595,0   |
| Dług netto / Kapitał własny   | -17,0%   | -7,7%  | 18,4%    | 20,1%   | 21,5%   | 13,5%   | 9,2%    | 6,5%    |
| Dług netto / EBITDA           | -47,7%   | -36,3% | -184,5%  | 100,5%  | 84,8%   | 79,0%   | 47,9%   | 44,5%   |
| Dług netto / EBIT             | -63,9%   | -74,8% | -77,0%   | 328,4%  | 168,7%  | 283,7%  | 121,0%  | 207,3%  |
| EV                            | 5596,2   | 4833,8 | 2810,8   | 2626,6  | 2356,4  | 3006,7  | 3323,0  | 3561,4  |
| Dług / EV                     | 3,8%     | 20,1%  | 94,3%    | 80,0%   | 76,4%   | 49,9%   | 33,1%   | 30,9%   |
| CAPEX / Przychody             | 4,8%     | 26,9%  | 12,7%    | 11,1%   | 9,5%    | 10,3%   | 10,1%   | 10,5%   |
| CAPEX / Amortyzacja           | 76,3%    | 242,6% | 107,9%   | 99,3%   | 94,7%   | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  |
| Amortyzacja / Przychody       | 6,2%     | 11,1%  | 11,8%    | 11,2%   | 10,0%   | 10,3%   | 10,1%   | 10,5%   |
| Zmiana KO / Przychody         | -20,6%   | 5,2%   | 2,2%     | 5,2%    | -1,3%   | -0,8%   | -0,1%   | -0,5%   |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -217,1%  | -39,8% | -8241,8% | 62,0%   | -13,1%  | 24,1%   | -6,8%   | 14,6%   |

Źródło: DM Banku BPS S.A.

## Sytuacja makroekonomiczna

Mimo wciąż trwającej pandemii COVID-19 globalna sytuacja makroekonomiczna pozostaje sprzyjająca dla popytu na surowce. Agencja Fitch prognozuje, że światowa gospodarka wzrośnie o 4,1% w 2022 roku, znacznie powyżej średniej 3,1% odnotowanej w latach 2015-2019. Jednocześnie spodziewa się spowolnienia wzrostu realnego PKB w Chinach z 7,8% w 2021 roku do 5,4% w 2022 z powodu mniej korzystnych efektów bazy, niedoboru energii, spadku konsumpcji oraz utrzymującego się napięcie w sektorze nieruchomości. Szczególnie ten drugi czynnik, czyli potężny niedobór prądu w Chinach, spowodowany silnym popytem ze strony przemysłu i gospodarstw domowych, stoi za ponownym zwrotem w kierunku węgla, mimo globalnych wezwań do zmniejszania emisji CO<sub>2</sub>. Dodatkowo wprowadzony pod koniec 2020 roku i irracjonalnie utrzymywany do dnia dzisiejszego zakaz importu australijskiego węgla przez Chiny w reakcji na żądania władz australijskich międzynarodowego dochodzenia w sprawie przyczyn i okoliczności rozprzestrzeniania się koronawirusa Covid-19 z Wuhan, doprowadził do ogromnych podwyżek cen energii elektrycznej, koksu, stali i rudy żelaza w Chinach, co z kolei podniosło ceny różnych surowców. **Ryzyko zniesienia tego zakazu jest w tej chwili największym czynnikiem ryzyka dla JSW, ponieważ w naszej ocenie spowodowałoby załamanie światowych cen węgla.**



Źródło: rp.pl

Przed pandemią światowy rynek stali zaczął dynamicznie się zmieniać, lecz niekoniecznie korzystnie dla Unii Europejskiej. Przyczyną była światowa nadwyżka zdolności produkcyjnych w sektorze stalowym, która pod koniec 2018 roku wyniosła 425 mln ton. Nałożone przez administrację Donalda Trumpa 25 procentowe cła na stal i aluminium, zahamowały eksport do USA, a rekordowa produkcja stali z Chin trafiała na rynek europejski. Unijne cła na produkty stalowe wynoszą średnio 10 procent, przy czym chińska, rosyjska czy ukraińska stal jest po prostu tańsza. Tamtejsze huty mają niższe koszty produkcji oraz nie płacą za emisję dwutlenku węgla. W efekcie w 2019 roku w wielu unijnych krajach produkcja stali była ograniczana i podobnie jak w 2018 roku, podczas gdy globalna produkcja stali rosła, w UE zmalała. Dodatkowo Unia Europejska postanowiła być światowym liderem w walce z globalnym ociepleniem klimatu i w zmniejszaniu emisji CO<sub>2</sub>, co przekłada się na znaczny

wzrost cen uprawnień do emisji. Wzrost cen uprawnień doprowadził do tego, że w wielu krajach UE podrożała energia elektryczna. Szczególnie tam, gdzie w dużym stopniu produkuje się ją jeszcze z węgla, czyli m.in. w Polsce, Czechach czy Niemczech. Tymczasem unijne hutnictwo czy inne najbardziej energochłonne (a więc i emitujące najwięcej CO<sub>2</sub>) branże muszą rywalizować z konkurencją z całego świata. Huty spoza Unii Europejskiej nie muszą kupować uprawnień emisji CO<sub>2</sub> (na całym świecie tylko w UE przemysł i energetyka są objęte obowiązkiem zakupu uprawnień do emitowania dwutlenku węgla), korzystają z dużo tańszej energii oraz mają dużo mniej rygorystyczne normy związane z ochroną środowiska.

### Import stali spoza EU do Polski



Źródło: [eecpoland.eu](http://eecpoland.eu)

Unia Europejska nie posiadała i dalej nie posiada skutecznych środków ochronnych dla sektora stalowego. Poprawę sytuacji w naszej ocenie może zapewnić jedynie wprowadzenie podatku węglowego od importu. Po fiasku szczytu COP 26 w Glasgow, posłowie w Brukseli zaczęli zauważać, że podejmowane wysiłki na rzecz ochrony klimatu nie przyniosą oczekiwanych skutków, jeśli produkcja UE zostanie po prostu przeniesiona do tych krajów spoza UE, w których obowiązują mniej restrykcyjne przepisy dotyczące emisji gazów cieplarnianych. **Uważamy, że wprowadzenie takiego podatku uchroniłoby europejski przemysł, i zarazem byłoby silnym katalizatorem wzrostu dla JSW.**

Według Europejskiego Stowarzyszenia Stali Eurofer po spadku zużycia stali w Unii Europejskiej w 2020 roku w wyniku pandemii o 13 proc., do 134 mln ton, 2021 rok przyniesie już znaczące ożywienie. Według ostatnich prognoz w 2021 r. zużycie wzrośnie do 152 mln ton, a w roku 2022 do 157 mln ton. Dla porównania, w 2019 r. zużycie stali wyniosło 154 mln ton. W podobnym tonie wypowiada się krajowa Hutnicza Izba Przemysłowo-Handlowa (HIPH) która zakłada, że w 2021 roku polska gospodarka powróci do poziomu zużycia stali z roku 2019. W kolejnych latach oczekujemy, że za wyższy popyt na stal poza budownictwem będą odpowiadały bogate plany infrastrukturalne. Niestety podczas gdy w latach 2004-2006 produkcja krajowa oraz import produktów stalowych był na podobnym poziomie, dziś 80 proc. wykorzystywanej w Polsce stali pochodzi z importu. W różnych

sektorach różnie to wygląda. W przypadku wyrobów płaskich nawet 94 proc. pochodzi z zagranicy, podczas gdy w wyrobach długich to 55 proc. Jest to w naszej ocenie kolejna z przyczyn, dla których cenom akcji JSW będzie bardzo trudno powrócić na swoje historyczne maksima.

### Zużycie wyrobów stalowych w polskiej gospodarce



Źródło: eecpoland.eu

W 2021 widać dużą korelację pomiędzy ceną akcji JSW a notowaniami węgla koksowego (HCCAM1). Powodem znacznego wzrostu cen węgla koksowego i koksu w drugiej połowie 2021 roku był silny popyt na produkty stalowe, których ceny przy braku zapasów poszybowały na najwyższe od wielu lat poziomy. Ożywienie nastąpiło zarówno w przemyśle, budownictwie jak i branży automotive. W ślad za tym wzrostem poszedł kurs JSW, który w październiku 2021 ustanowił nowe lokalne maksimum na poziomie 62,5 zł. W ostatnim kwartale 2021 ceny węgla koksowego zaczęły spadać, w reakcji na negatywne sygnały dochodzące z Chin – słabsze odczyty PMI, utrzymujący się kryzys energetyczny, problemy największego chińskiego dewelopera Evergrande. Ostatecznie cena węgla koksowego wzrosła i zakończyła rok na poziomie 352 USD/t, co spowodowało spory rozjazd między benchmarkiem a wyceną JSW. Zakładając spadek cen węgla koksowego w 2022 roku, uważamy że cena akcji JSW jest w tej chwili mocno przez rynek niedoszacowana.

### Kurs akcji JSW na tle cen węgla koksowego (HCCAM1 Index) w 2021 r.



Źródło: Bloomberg, kurs JSW – prawa skala, kurs HCCAM1 – lewa skala

## 5. CZYNNIKI RYZYKA

### **Ryzyko braku odporności modelu biznesowego na zmiany regulacyjne dotyczące oddziaływania na klimat.**

Jednym z celów UE jest przeciwdziałanie zmianom klimatycznym poprzez ograniczenia zużycia naturalnych surowców energetycznych. Model biznesowy JSW jest wrażliwy na zmiany regulacyjne dotyczące tej sfery. Grupa JSW może zostać zmuszona do dostosowania swojej działalności do wymogów polityki klimatycznej Unii Europejskiej, co może wpływać negatywnie na osiągnięte wyniki finansowe w najbliższej przyszłości.

### **Ryzyko braku dopasowania modelu biznesowego do sytuacji spowolnienia gospodarczego.**

Globalne spowolnienie gospodarcze, szczególnie widoczne w europejskim przemyśle stalowym, którego efektem jest wygaszanie wielkich pieców może silnie wpływać na wyniki finansowe Grupy JSW S.A. co może spowodować spadek rentowności prowadzonej działalności.

### **Ryzyko związane z niewielką dywersyfikacją działalności.**

Większość przychodów Grupy pochodzi ze sprzedaży węgla oraz koksu, i dlatego działalność Grupy oraz wyniki z tej działalności są w istotny sposób zależne od popytu i podaży krajowej i międzynarodowej na węgiel i koks. Wyniki JSW zależą od rynków węgla i koksu, które charakteryzują się cyklicznością.

### **Ryzyko związane z koniunkturą w światowym przemyśle stalowym**

Istotny udział w przychodach JSW S.A. stanowią przychody z produkcji węgla metalurgicznego, potrzebnego do produkcji koksu. Pogorszenie się koniunktury w branży stalowej i zapotrzebowania na stal może wpłynąć na istotny spadek przychodów Grupy.

### **Ryzyko związane z personelem**

Dla JSW S.A. istotne znaczenie mają kompetencje i doświadczenie kluczowych managerów, w szczególności należących do ścisłego kierownictwa Spółki oraz osób stanowiących kadrę zarządzającą. W przypadku odejścia lub częstej rotacji kluczowych pracowników istnieje ryzyko pogorszenia się jakości procesu produkcji oraz wzrostu kosztów prowadzonej działalności.

### **Ryzyko związane z wydobywaniem**

W tej kategorii największym zagrożeniem jest metan. Wraz ze wzrostem głębokości wydobywania, rośnie zagrożenie związane z tym gazem.



## Ryzyko związane z pandemią COVID-19

Kolejnym ryzykiem związanym z wydobywaniem jest ryzyko kolejnych fal pandemii COVID-19. W bieżącym roku zakażeniu uległo wielu górników co skutkowało zmniejszeniem wydobycia.

## Ryzyko konkurencji

Spółka na chwilę obecną nie posiada poważnego konkurenta na terenie Unii Europejskiej. Biorąc jednak pod uwagę plany LW Bogdanki, która zapowiada prace nad rozszerzeniem działalności wydobywczej o nowe obszary, zwłaszcza te, gdzie możliwa będzie eksploatacja węgla koksowego, w niedalekiej przyszłości konkurent może się pojawić.

## Ryzyko zmian unijnych regulacji

Głównym ryzykiem w tej kategorii jest ryzyko nie wpisania węgla koksującego na listę surowców strategicznych UE. Lista jest aktualizowana co trzy lata, a ostatnia miała miejsce w bieżącym roku.

Kolejnym ryzykiem związanym z występowaniem metanu jest ryzyko włączenia tego gazu do europejskiego systemu handlu emisjami (ETS). Na razie opłatami i limitami obłożona jest emisja dwutlenku węgla.

## Ryzyko wejścia w nowe obszary działalności

Wraz z postępującymi zmianami w zarządzie i zasiadaniem w nim osób, które mają coraz mniej wspólnego z górnictwem, rośnie ryzyko wejścia spółki w obszary, w których nie posiada odpowiednich kompetencji i doświadczenia, jak na przykład wykorzystanie metanu, wodoru czy fotowoltaikę a tym samym braku należytej koncentracji na core-businessie, czyli wydobyciu i sprzedaży węgla.

## Ryzyko odbiorców

Głównym odbiorcą koksu są producenci stali, którzy w Europie znajdują się w coraz większej recesji. Koszty produkcji rosną, a słabnący popyt zwiększa atrakcyjność importu stali ze wschodu, dokąd JSW nie eksportuje swojego koksu.

## Ryzyko związków zawodowych

Mimo rosnącej mechanizacji i automatyzacji wydobycia, najważniejszym czynnikiem w spółce nie da się zastąpić - ludzi. Związki zawodowe posiadają w JSW istotny głos, potrafiący zarówno uratować spółkę, w chwili największego kryzysu w 2015 roku, godząc się na cięcia wynagrodzeń, jak również potrafiący je wywalczyć, czego przejawem jest wielkość i częstotliwość wypłacanych w ostatnim okresie dodatkowych wynagrodzeń i bonusów.

## Ryzyko polityczne

Wysoki udział skarbu państwa w akcjonariacie powoduje, że wielu inwestorów stosuje w wycenie dyskonto z tego tytułu. Dotychczas ryzyko materializuje się poprzez powoływanie i odwoływanie członków zarządu, bez względu na osiągnięte rezultaty pracy oraz poprzez wiele prób zaangażowania spółki w obszary niezwiązane z jej podstawową działalnością.

### WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW:

**CAPEX** (ang. *capital expenditures*) – wydatki inwestycyjne na rozwój produktu lub wdrożenie systemu (w tym na wartości niematerialne i prawne) w części, w której kapitał przeznaczony jest na podtrzymanie dotychczasowej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przychodu.

**DCF** (ang. *discounted cash flow*) – zdyskontowane przepływy pieniężne; wszystkie przyszłe przepływy pieniężne są szacowane i dyskontowane w celu określenia ich wartości bieżącej. Wartość używanej stopy dyskontowej odpowiada kosztowi kapitału i zawiera ocenę ryzyka dotyczącego przyszłych przepływów pieniężnych.

**DFCF** – zdyskontowane wolne przepływy do firmy (*Discounted FCF*).

**EBIT** (ang. *earnings before deducting interest and taxes*) – wynik operacyjny, czyli wynik przed odliczeniem podatków i odsetek.

**EBITDA** (ang. *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (ang. *amortization*) oraz amortyzacji (deprecjacji) rzeczowych aktywów trwałych (ang. *depreciation*); tu EBITDA = wynik operacyjny + deprecjacja rzeczowych aktywów trwałych + amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych.

**EV** (ang. *Enterprise Value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa; tu EV = bieżąca kapitalizacja giełdowa + dług netto.

**EV/EBITDA** - wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą wartość przedsiębiorstwa (EV) przez wartość EBITDA.

**FCFF** (ang. *Free Cash Flow to Firm*) – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, które można zdefiniować jako przepływy powstałe w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu wszelkich oczekiwań finansowych dawców kapitału, czyli wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo.

**GPW** – Giełda Papierów Wartościowych.

**NOPLAT** – wynik operacyjny netto pomniejszony o skorygowane podatki; tu NOPLAT = EBIT\*(1 - stopa podatkowa).

**P/BV** (ang. *price/book value*) – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego (wartość księgową), którą podaje bilans spółki.

**P/E** (ang. *price earnings ratio*) – Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

**PV TV** – wartość bieżąca (ang. *Present Value*), czyli zdyskontowana na bieżący moment wartość rezydualna (TV).

**RB** – raport bieżący.

**RN** – rada nadzorcza.

**TP** – (ang. *Target Price*) – cena docelowa.

**TV** (ang. *Terminal Value*) – wartość rezydualna; wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy; tu oszacowana za pomocą modelu Gordona.

**WACC** (ang. *weighted average cost of capital*) – średni ważony koszt kapitału; wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa.

### Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych

- „**kupuj**” oznacza fundamentalnie niedowartościowany-prognozowanie wzrostu o co najmniej 10%
- „**trzymaj**” oznacza fundamentalnie właściwie wyceniony- prognozowanie wzrostu bądź spadku do 10%
- „**sprzedaj**” oznacza fundamentalnie przewartościowany-prognozowanie spadku ponad 10%

## 6. ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Zakończenie prac nad niniejszym raportem analitycznym nastąpiło: 4 stycznia 2022 roku, 08:30

Dystrybucja niniejszego raportu analitycznego: 4 stycznia 2022 roku, 08:45

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: (1) porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art.76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 z późn.zm.); bądź (2) porady prawnej; bądź (3) zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w jakikolwiek sposób; bądź (4) oceny lub zapewnienia optymalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie stanowi „badanie inwestycyjne” nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 z późn.zm.).

Niniejsze opracowanie stanowi „publikację handlową” w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Opracowanie nie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsze opracowanie stanowi „rekomendację” w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 09 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów i zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym. W związku z powyższym zwane jest dalej także Rekomendacją.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania, lub pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów – klientów detalicznych i profesjonalnych Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym opracowaniu będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

Rekomendacja wydana przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej opublikowania lub do momentu osiągnięcia prognozowanego kursu, chyba że w tym okresie rekomendacja zostanie zaktualizowana.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje emitenta będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania, Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta ani nie pełnił funkcji animatora dla nowo wyemitowanych instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania, Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie dokonywał nabywania lub zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną lub usługową.

Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności Dom Maklerski Banku BPS S.A. złoży emitentowi ofertę świadczenia usług w ramach posiadanego zezwolenia, i że w wyniku złożenia takiej oferty może dojść do zawarcia umów z emitentem.

Pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS S.A., analitykami/analitykiem przygotowującymi niniejsze opracowanie a emitentem papierów wartościowych, których ono dotyczy nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM Banku BPS nie zawarł z analizowaną spółką umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji. Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem do klientów. Niniejsze opracowanie powstało w związku z realizacją Komunikatu nr 285 Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. w sprawie określenia minimalnej częstotliwości publikowania rekomendacji sporządzanych w trybie bezumownym.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części oraz wykorzystywanie go do własnych opracowań celem publikacji jest zabronione bez uzyskania wcześniejszej pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych.



Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

Wykaz rekomendacji wydanych w ciągu ostatnich 12 m-cy

| Spółka        | Zalecenie | Cena docelowa | Cena przy wydaniu | Typ rekomendacji     | Data wydania | Sporządził                    |
|---------------|-----------|---------------|-------------------|----------------------|--------------|-------------------------------|
| SNIEZKA       | KUPUJ     | 106           | 89                | Raport Inicjujący    | 2020-12-31   | Tomasz Czamecki, Artur Wizner |
| NEUCA         | nd        | 676,00        | 702,00            | Raport Aktualizujący | 2021-04-08   | Tomasz Czamecki, Artur Wizner |
| PROCHEM       | nd        | 31,00         | 24,80             | Raport Aktualizujący | 2021-05-17   | Tomasz Czamecki, Artur Wizner |
| VIVID GAMES   | nd        | 1,59          | 1,61              | Raport Aktualizujący | 2021-05-19   | Tomasz Czamecki, Artur Wizner |
| ML SYSTEM     | TRZYMAJ   | 126,00        | 118,00            | Raport Inicjujący    | 2021-06-30   | Tomasz Czamecki, Artur Wizner |
| NTT SYSTEM    | nd        | 8,30          | 5,98              | Raport Inicjujący    | 2021-09-01   | Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki  |
| UNIBEP        | nd        | 17,00         | 12,90             | Raport Inicjujący    | 2021-09-07   | Artur Wizner                  |
| MONNARI TRADE | nd        | 5,30          | 2,80              | Raport Inicjujący    | 2021-09-07   | Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki  |
| PROTEKTOR     | nd        | 4,60          | 3,60              | Raport Inicjujący    | 2021-09-07   | Artur Wizner, Tomasz Czamecki |
| PROCHEM       | nd        | 31,00         | 25,00             | Raport Inicjujący    | 2021-10-06   | Artur Wizner                  |
| NTT SYSTEM    | nd        | 8,30          | 5,80              | Analiza wyników      | 2021-10-01   | Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki  |
| MONNARI TRADE | nd        | 5,30          | 2,90              | Analiza wyników      | 2021-10-01   | Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki  |
| PROTEKTOR     | nd        | 4,60          | 3,40              | Analiza wyników      | 2021-10-08   | Artur Wizner, Tomasz Czamecki |
| VIVID GAMES   | nd        | 1,23          | 1,39              | Raport Aktualizujący | 2021-10-18   | Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki  |
| PROCHEM       | nd        | 31,00         | 25,40             | Analiza wyników      | 2021-11-17   | Artur Wizner                  |
| VIVID GAMES   | nd        | 1,23          | 1,37              | Prognoza finansowa   | 2021-11-24   | Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki  |
| NTT SYSTEM    | nd        | 8,30          | 5,04              | Prognoza finansowa   | 2021-11-24   | Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki  |
| UNIBEP        | nd        | 14,00         | 10,35             | Raport Aktualizujący | 2021-11-24   | Artur Wizner                  |
| VIVID GAMES   | nd        | 1,23          | 1,34              | Analiza wyników      | 2021-12-02   | Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki  |
| NTT SYSTEM    | nd        | 8,30          | 5,16              | Analiza wyników      | 2021-12-03   | Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki  |
| MONNARI TRADE | nd        | 5,30          | 2,57              | Analiza wyników      | 2021-12-10   | Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki  |
| PROTEKTOR     | nd        | 4,60          | 3,17              | Raport Aktualizujący | 2021-12-10   | Artur Wizner                  |
| INTERFERIE    | SPRZEDAJ  | 6,73          | 7,50              | Raport Inicjujący    | 2021-12-30   | Łukasz Bryl                   |
| JSW           | KUPUJ     | 45,00         | 34,87             | Raport Aktualizujący | 2021-12-30   | Artur Wizner                  |
| JSW           | KUPUJ     | 46,40         | 35,40             | Raport Aktualizujący | 2022-01-04   | Artur Wizner                  |

|   |  |
|---|--|
| <b>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</b><br><br>ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,<br><br>tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556<br><a href="http://www.dmbps.pl">www.dmbps.pl</a><br><a href="mailto:dm@dmbps.pl">dm@dmbps.pl</a>  |  |
| <b>Departament Analiz</b>   |  |
| <b>Tomasz Czarnecki, MPW</b><br>Dyrektor Departamentu Analiz<br><a href="mailto:tomasz.czarnecki@dmbps.pl">tomasz.czarnecki@dmbps.pl</a><br>tel.: (22) 53 95 542<br><b>Artur Wizner, MPW</b><br>Analityk<br><a href="mailto:artur.wizner@dmbps.pl">artur.wizner@dmbps.pl</a><br>tel.: (22) 53 95 548<br><b>Łukasz Bryl</b><br><a href="mailto:lukasz.bryl@dmbps.pl">lukasz.bryl@dmbps.pl</a><br>Tel.: 785 500 874 | <b>Jacek Borawski</b><br>Analityk techniczny   |
| <b>Departament Sprzedaży</b>  |  |
| <b>Dariusz Stasiak, MPW</b><br>Dyrektor Departamentu Sprzedaży<br><a href="mailto:dariusz.stasiak@dmbps.pl">dariusz.stasiak@dmbps.pl</a><br>tel.: (22) 53 95 541  | <b>Krzysztof Jeż, MPW</b><br><a href="mailto:krzysztof.jez@dmbps.pl">krzysztof.jez@dmbps.pl</a><br>tel.: (22) 53 95 559<br><b>Lech Kucharski, MPW</b><br><a href="mailto:lech.kucharski@dmbps.pl">lech.kucharski@dmbps.pl</a><br>tel.: (22) 53 95 522<br><b>Marcin Jakubiak, MPW</b><br><a href="mailto:marcin.jakubiak@dmbps.pl">marcin.jakubiak@dmbps.pl</a><br>tel.: (22) 53 95 560<br><b>Tomasz Kublik, MPW</b><br><a href="mailto:tomasz.kublik@dmbps.pl">tomasz.kublik@dmbps.pl</a><br>tel.: + 48 (22) 53 95 511<br><b>Tomasz Wojna</b><br><a href="mailto:tomasz.wojna@dmbps.pl">tomasz.wojna@dmbps.pl</a><br>tel.: + 48 (22) 53 95 541 |
| <small><a href="#">WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW</a>: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>  |  |

| Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca JSW S.A. |                      |
|--|----------------------|
| Rekomendacja/aktualizacja                                    | Raport aktualizujący |
| Data wydania   | 30.12.2021           |
| Kurs z dnia rekomendacji                                     | 34,87                |
| Cena docelowa  | 45,00                |