

12.09.2022 17:17

**Rekomendacja KUPUJ**

<b>Cena docelowa 31.12.2022 [PLN]</b>	<b>74,00</b>
Wycena DCF [PLN]	57,82
Wycena porównawcza [PLN]	112,06
Cena rynkowa [PLN]	38,70
Pot.wzrostu/spadku [%]	91,21%
Kapitalizacja [mln PLN]	4 543,8
Free float [mln PLN]	2 037,0
Sektor	GÓRNICTWO
Kod GPW	JSW
Bloomberg	JSW PW

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

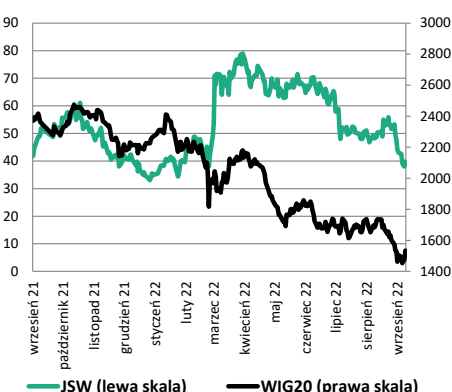
Tel.: (22) 53 95 548

**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)
**Główni Akcjonariusze : [%]**

Skarb Państwa	55,17
OFE Nationale-Nederlanden	3,95
OFE Aviva Santander	1,23

**[PLN] NOTOWANIA AKCJI JSW W WARSZAWIE [PKT]**


Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

# JSW S.A.

## Raport Analityczny

Pierwsze półrocze 2022 było bardzo obfite w wydarzenia wywierające bezpośredni lub pośredni wpływ na notowania JSW. Jeszcze nigdy otoczenie rynkowe aż tak nie sprzyjało Grupie. Ceny węgla koksowego oraz koksu zbliżyły się do okolic 600 USD za tonę. Dodatkowo Grupa wykorzystała wzrost cen węgla do celów energetycznych a także była beneficjentem taniego złotego wobec dolara. JSW odnotowało rekordowe przychody na poziomie 10 903 mln zł, które przełożyły się na świetne wyniki na wszystkich poziomach zysku. Perturbacje na rynkach będące konsekwencją rozpoczęcia przez Rosję wojny na Ukrainie powoli się stabilizują. Początkowe obawy o brak dostępności surowców na rynku (węgla, stali) w wyniku sankcji nałożonych na Rosję, zostały zastąpione widmem globalnego spowolnienia gospodarczego. Wzrost cen energii oraz gazu mocno doskwiera odradzającym się po pandemii gospodarkom. Spowolnienie obserwowane w budownictwie oraz branży automotive przekłada się na spadek zapotrzebowania na wyroby stalowe. W efekcie spada również popyt na koks. Aktualnie ceny węgla koksowego kształtują się na poziomie 270 USD/t i uważamy, że mimo obaw o kondycję chińskiej gospodarki, która ma największy wpływ na globalne ceny referencyjne węgla, utrzymają się one na poziomie 230-250 USD/t. Uwzględniając ok. 15% dyskonto cen kontraktowych w stosunku do benchmarku, zakładamy średnią cenę sprzedaży przez JSW powyżej 200 USD/t.

Prognozujemy 7,1 mld przychodów w drugim półroczu, co przy średnim kursie złotówki do USD na poziomie 4,7 zł oraz utrzymaniu w ryzach kosztów powinno się przełożyć na 2,3 mld zł zysku EBITDA oraz 1,3 mld zł zysku netto. Implikuje to podniesienie ceny docelowej na 74 zł i utrzymanie naszej rekomendacji Kupuj.

[mln PLN]	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>10 629</b>	<b>17 990</b>	<b>13 124</b>	<b>12 478</b>	<b>12 025</b>	<b>11 799</b>
<b>EBITDA</b>	2 302	8 115	3 500	2 990	2 067	2 012
<i>marża EBITDA</i>	21,7%	45,1%	26,7%	24,0%	17,2%	17,1%
<b>EBIT</b>	1 262	6 942	2 156	1 524	490	407
<b>Wynik netto</b>	<b>953</b>	<b>5634</b>	<b>1670</b>	<b>1223</b>	<b>380</b>	<b>312</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>8 298</b>	<b>13 943</b>	<b>15 614</b>	<b>16 837</b>	<b>17 033</b>	<b>17 231</b>
<b>Dług netto</b>	1113	-164	-1501	-1772	-1540	-964
P/E	4,8	0,8	2,7	3,7	11,9	14,6
P/BV	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	2,5	0,5	0,9	0,9	1,5	1,8
DY	0,00%	0,00%	0,00%	4,04%	2,51%	2,06%

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 I PÓŁROCZE.....	4
3. WYCENA .....	5
4. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH.....	9
5. CZYNNIKI RYZYKA .....	15
6. ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	18

## 1. OSTATNIE WYDARZENIA WPLYWAJĄCE NA WYCENĘ

- ✚ JSW rozpoczyna nowe programy redukcji emisji metanu; ich budżet to ok. 23 mln euro.
- ✚ Zarząd JSW zdecydował o zasileniu JSW Stabilizacyjnego FIZ i nabyciu certyfikatów za kwotę do 1,5 mld zł.
- ✚ JSW ma zabezpieczone ok. 510 GWh energii na 2023 rok. JSW ma zabezpieczone ok. 510 GWh energii na 2023 rok, po średniej cenie 566 zł/MWh - poinformował prezes JSW Tomasz Cudny.
- ✚ W 2022 roku Jastrzębska Spółka Węglowa wyprodukuje ponad 2,7 mln ton węgla do celów energetycznych, o 400 tysięcy ton więcej niż planowano - poinformowała spółka w komunikacie. JSW podała, że jej zarząd zdecydował o uruchomieniu produkcji węgla do celów energetycznych sortymentu Orzech. Węgiel, którego podaż ma wynieść do 180 ton na dobę, od 16 sierpnia jest sprzedawany w kopalni Budryk z przeznaczeniem dla odbiorców indywidualnych.
- ✚ JSW utworzył dodatkowy odpis aktualizujący wartość aktywów trwałych w segmencie węgiel w wysokości 164 mln zł, który obciążył wynik Spółki za drugi kwartał.
- ✚ Zarząd JSW zgodził się na zasilenie JSW Stabilizacyjnego FIZ i nabycie certyfikatów za kwotę do 1 mld zł. Zarząd JSW zgodził się na zasilenie JSW Stabilizacyjnego FIZ w ramach emisji certyfikatów inwestycyjnych serii E i nabycie certyfikatów za kwotę nieprzekraczającą 1 mld zł z przeznaczeniem na subportfel płynnościowy - podała spółka w komunikacie. Jak podano, zgodnie z zapisami uchwały WZ z 3 czerwca 2022 roku, działanie wymaga zgody Rady Nadzorczej oraz zgromadzenia inwestorów funduszu.
- ✚ JSW wypłacił pracownikom nagrodę jednorazową; koszt wyniesie do 480 mln zł i obciążył wyniki za II kw. Zarząd Jastrzębskiej Spółki Węglowej podpisał porozumienie w sprawie wypłaty pracownikom nagrody jednorazowej - poinformowała spółka w komunikacie. Koszt wypłaty nagrody, łącznie z kosztami pracodawcy, wyniesie maksymalnie 480 mln zł i obciążył wyniki spółki za II kwartał 2022 roku. Jak podano, nagroda jednorazowa została wypłacona w lipcu 2022 roku wszystkim pracownikom JSW będącym w stanie zatrudnienia w dniu 30 czerwca 2022 r. i spełniającym warunki jej przyznania.
- ✚ Zarząd JSW zdecydował ws. nabycia certyfikatów JSW Stabilizacyjnego FIZ za nie więcej niż 5 mld zł. Zarząd JSW podjął uchwałę w sprawie nabycia certyfikatów inwestycyjnych serii D oraz kolejnych serii emitowanych przez JSW Stabilizacyjny FIZ za łączną docelową kwotę nieprzekraczającą 5 mld zł.
- ✚ Jastrzębska Spółka Węglowa w wyniku wypadków w kopalniach Zofiówka i Pniówek zmniejszy produkcję węgla do końca 2022 roku o około 400 tys. ton - poinformowała spółka w komunikacie. W przypadku Ruchu Zofiówka KWK "Borynia-Zofiówka", na podstawie decyzji Dyrektora Okręgowego Urzędu Górniczego w Rybniku wstrzymany został ruch zakładu górniczego w obszarze wystąpienia zdarzenia. W przypadku KWK "Pniówek" ze względów bezpieczeństwa otamowany został rejon, w którym doszło do zdarzenia i aktualnie nie można określić czasu otamowania tego rejonu.
- ✚ JSW utworzy dodatkowy odpis aktualizujący wartość aktywów w segmencie węgiel w wys. 82,9 mln zł. Jastrzębska Spółka Węglowa zdecydowała o utworzeniu dodatkowego odpisu aktualizującego wartość aktywów trwałych w segmencie węgiel w wysokości 82,9 mln zł - poinformowała spółka w komunikacie. Odpis wpłynął na wyniki I kwartału 2022 roku.

## 2. PODSUMOWANIE WYNIKÓW ZA I PÓŁROCZE

DANE FINANSOWE (mln PLN)	1Q 2020	2Q 2020	3Q 2020	4Q 2020	1Q 2021	2Q 2021	3Q 2021	4Q 2021	1Q 2022	2Q 2022
Przychody	1 966,00	1 487,70	1 730,00	1 805,70	1 998,10	2 178,90	2 579,20	3 872,90	4 930,90	5 972,30
EBITDA	50,60	-697,60	232,80	-45,87	104,40	151,50	659,20	1 525,35	2 635,60	3 187,40
EBIT	-233,80	-888,50	-111,80	-160,97	-193,90	-151,10	357,90	1 225,35	2 124,94	1 283,40
Zysk netto	-208,90	-764,90	-114,80	-191,37	-179,20	-151,40	267,80	947,61	1 850,30	2 355,40
Marża EBITDA	2,6%	-46,9%	13,5%	-2,5%	5,2%	7,0%	25,6%	39,4%	53,5%	53,4%
Marża EBIT	-11,9%	-59,7%	-6,5%	-8,9%	-9,7%	-6,9%	13,9%	31,6%	43,1%	21,5%
Marża netto	-10,6%	-51,4%	-6,6%	-10,6%	-9,0%	-6,9%	10,4%	24,5%	37,5%	39,4%

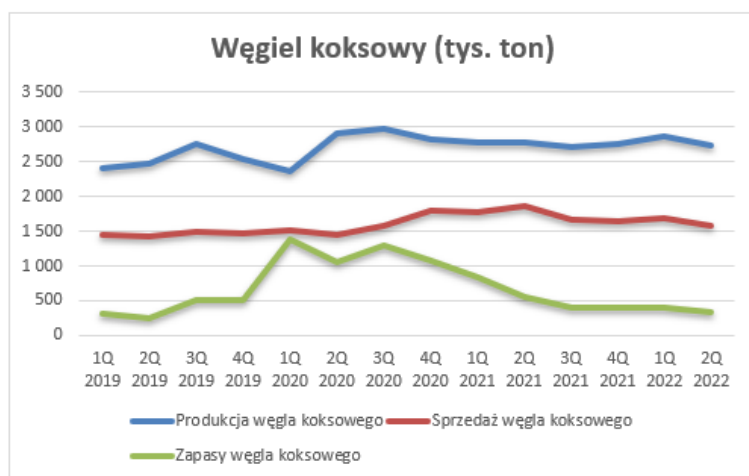
Źródło: DM Banku BPS S.A.

Wyniki JSW za I półrocze 2022 oceniamy jako rewelacyjne. Jeszcze nigdy otoczenie rynkowe aż tak nie sprzyjało Grupie. Ceny węgla koksowego przekraczały 600 USD za tonę. Średnia cena sprzedaży węgla koksowego wyniosła 1923,63 zł, natomiast koksu 2 670,57 zł i były odpowiednio o 40,8% i 35,1% wyższe w porównaniu do I półrocza 2021. Dodatkowo Grupa wykorzystwała wzrost cen węgla do celów energetycznych, aby upłynnić jego zapasy poza realizacją umów wobec swoich stałych odbiorców (głównie energetyka). JSW była również beneficjentem taniego złotego wobec dolara, gdyż 80-90% produkcji sprzedaje w walucie obcej. Przychody Grupy w pierwszym półroczu wyniosły 10 903 mln zł i były o 161% wyższe w porównaniu do analogicznego okresu ubiegłego roku. Wynik EBITDA JSW (bez zdarzeń jednorazowych) ukształtował się na poziomie 6 482,2 mln zł. (wzrost o 1 810 % w stosunku do I półrocza 2021). Grupa wypracowała 4 205,7 mln zł zysku netto, w porównaniu do 330,5 mln zł straty w I półroczu 2021.

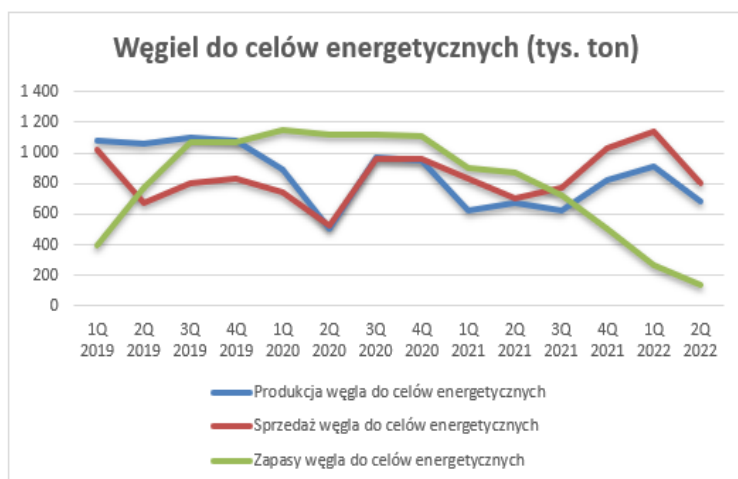
Produkcja węgla ogółem wzrosła o 4,8 proc. i wyniosła 7,17 mln ton, spadła natomiast o 4,5 proc. produkcja koksu, która osiągnęła poziom 1,76 mln ton.

Sprzedaż węgla wyprodukowanego w kopalniach JSW wzrosła w I półroczu o 0,8 proc. w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego i wyniosła 5,21 mln ton. Wielkość sprzedaży koksu spadła o 5,5 proc. i wyniosła 1,78 mln ton.

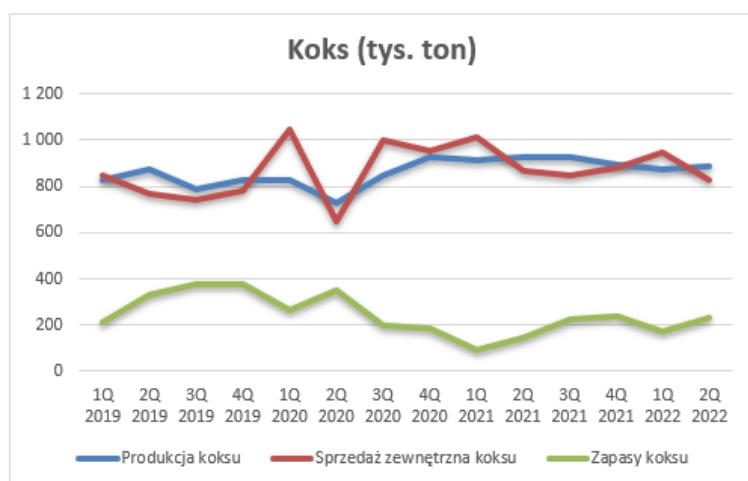
### Produkcja, sprzedaż oraz zapasy węgla koksującego, węgla do celów energetycznych oraz koksu kwartalnie w okresie IQ 2019 – 2Q 2022 ( w tys. ton)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka

### 3. WYCENA

Wartość akcji JSW S.A. dokonaną na podstawie wyceny DCF szacujemy na 57,82 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 112,06 PLN.

#### Wycena porównawcza

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	25%	112,06
Wycena DCF	75%	57,82
Cena wynikowa		71,40
<b>Cena docelowa na 31 grudnia 2022 roku</b>		<b>74,00</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. W związku z tym, że większość z tych spółek wydobywa zarówno węgiel metalurgiczny (koksujący), jak i węgiel do celów energetycznych w znacznie wyższych proporcjach niż

JSW i z uwagi na aktualną sytuację rynkową, wprowadzamy dodatkowe dyskonto w wysokości 25% do wyceny.

### Wycena porównawcza

MINING COMPANIES	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
LUBELSKI WEGIEL BOGDANKA SA	7,5	4,3	3,9	0,4	0,4	0,3	1,0	0,9	0,9
CHINA COAL ENERGY CO-A	6,2	6,2	6,2	1,1	1,0	0,9	3,3	3,4	3,6
YANKUANG ENERGY GROUP CO-A	8,3	8,1	7,8	2,9	2,3	1,8	4,9	4,9	4,8
CHINA SHENHUA ENERGY CO-A	9,1	8,8	8,2	1,6	1,5	1,5	4,5	4,5	4,3
EXXARO RESOURCES LTD	3,2	3,2	4,9	1,2	1,0	1,0	3,4	3,2	4,9
ANGLO PACIFIC GROUP PLC	4,2	9,4	12,5	-	-	-	3,4	7,2	9,6
ADARO ENERGY INDONESIA TBK P	4,0	6,5	8,9	1,5	1,4	1,5	2,2	3,4	4,6
ALLIANCE RESOURCE PARTNERS	5,4	4,5	3,4	-	-	-	3,7	3,0	2,8
COAL INDIA LTD	8,8	5,2	6,3	3,5	2,6	2,2	4,8	3,1	3,6
CONSOL ENERGY INC	6,8	3,0	3,9	-	-	-	3,2	2,1	2,7
BUKIT ASAM TBK PT	4,4	5,2	6,6	1,6	1,5	1,4	2,5	3,0	3,8
WHITEHAVEN COAL LTD	4,7	2,8	4,5	2,0	1,3	1,1	2,6	1,7	2,6
ARCH COAL INC - A	2,3	4,1	7,3	-	-	-	1,7	2,8	4,6
<b>Mediana</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>6,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,8</b>
JASTRZEBSKA SPOLKA WEGLOWA S	0,8	2,7	3,7	0,3	0,3	0,3	0,6	1,7	2,1
premija (dyskonto)	-85%	-48%	-41%	-80%	-80%	-81%	-82%	-44%	-44%
<b>Wartość implikowanej wyceny</b>	<b>30 514</b>	<b>8 679</b>	<b>7 657</b>	<b>22 346</b>	<b>22 548</b>	<b>23 967</b>	<b>25 911</b>	<b>8 082</b>	<b>8 176</b>
dyskonto	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>194,9</b>	<b>55,4</b>	<b>48,9</b>	<b>142,7</b>	<b>144,0</b>	<b>153,1</b>	<b>165,5</b>	<b>51,6</b>	<b>52,2</b>

Źródło: DM BPS, Bloomberg

### Wycena DCF

W analizie DCF przyjęto następujące założenia:

- ✚ Beta na poziomie: 1,128 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie wrzesień 2020-wrzesień 2022).
- ✚ Premia za ryzyko: 7,19% (Damodaran)
- ✚ Stopa wolna od ryzyka w pierwszym roku prognozy: 5,847% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych), wzrost o 0,5 pp r/r w roku 2023, a następnie proporcjonalny spadek
- ✚ Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M w pierwszym roku prognozy, wzrost o 0,5 pp r/r w roku 2023, a następnie proporcjonalny spadek
- ✚ Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- ✚ Dług netto szacowany na dzień wyceny
- ✚ Wypłata dywidendy począwszy od 2024 roku (umowa pożyczki z PFR wyklucza taką możliwość)
- ✚ Brak skupu akcji własnych
- ✚ Stopa wzrostu po okresie prognozy: 0% (co wynika charakteru branży wydobywczej).

## Wycena DCF

WYCENA metodą DCF [mln PLN]	2021	2022	2023	2024	2025	2026	TV
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>10 629,1</b>	<b>17 990,4</b>	<b>13 123,6</b>	<b>12 478,0</b>	<b>12 025,4</b>	<b>11 799,4</b>	<b>11 799,4</b>
segment węgiel	5 979,8	10 535,1	7 945,8	7 491,2	7 219,5	7 086,9	7 086,9
segment koks	5 061,6	7 176,8	5 077,8	4 886,8	4 705,9	4 612,5	4 612,5
segment pozostała działalność	96,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<b>EBITDA</b>	<b>2 301,8</b>	<b>8 115,0</b>	<b>3 500,3</b>	<b>2 990,0</b>	<b>2 067,1</b>	<b>2 012,3</b>	
<b>EBIT</b>	<b>1 262,4</b>	<b>6 942,1</b>	<b>2 155,7</b>	<b>1 524,3</b>	<b>490,1</b>	<b>407,5</b>	
Stopa podatkowa	18%	19%	19%	19%	19%	19%	
<b>NOPLAT</b>	1030,7	5617,3	1744,3	1233,4	396,6	329,7	329,7
Amortyzacja	1220,1	1172,9	1344,6	1465,7	1577,0	1604,9	1604,9
CAPEX	1050,0	2546,0	2313,4	2356,4	2334,9	2345,6	1604,9
Inwestycje w kapitał obrotowy	645,7	453,2	-635,9	101,7	-303,3	43,4	43,38
<b>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</b>		<b>4703,3</b>	<b>141,4</b>	<b>445,7</b>	<b>-664,2</b>	<b>-367,3</b>	<b>373,4</b>
Współczynnik dyskontujący		0,96	0,84	0,74	0,65	0,58	0,51
<b>DFCF</b>		<b>4523,1</b>	<b>119,0</b>	<b>329,1</b>	<b>-432,4</b>	<b>-211,8</b>	<b>190,6</b>
Stopa wzrostu po okresie prognozy		0,0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		2 889,5					
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>		7 216,5					
Dług netto/(gotówka netto)		-163,8					
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>		<b>6 788,9</b>					
Liczba akcji [w tys.]		117					
<b>Cena jednej akcji [PLN]</b>		<b>58</b>					
Przychody zmiana r/r		69,3%	-27,1%	-4,9%	-3,6%	-1,9%	
EBIT zmiana r/r		449,9%	-68,9%	-29,3%	-67,8%	-16,9%	
FCF zmiana r/r		-	-97,0%	215,1%	-249,0%	-44,7%	
Marża EBITDA		45,1%	26,7%	24,0%	17,2%	17,1%	
Marża EBIT		38,6%	16,4%	12,2%	4,1%	3,5%	
Marża NOPLAT		31,2%	13,3%	9,9%	3,3%	2,8%	
CAPEX/Przychody		14,2%	17,6%	18,9%	19,4%	19,9%	
CAPEX/Amortyzacja		217,1%	172,1%	160,8%	148,1%	146,2%	
Zmiana kapitału obrotowego		453,24	-635,91	101,70	-303,32	43,38	
EV/EBITDA ('22) dla wyceny DCF		0,9					
<b>Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w</b>		<b>40,0%</b>					

Kalkulacja WACC	2022	2023	2024	2025	2026	TV
Stopa wolna od ryzyka	5,85%	6,35%	5,85%	5,35%	4,85%	4,85%
Premia za ryzyko	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Beta	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13
Beta (zlewarowana)	1,25	1,23	1,17	1,17	1,17	1,17
Koszt kapitału własnego	14,8%	15,2%	14,2%	13,7%	13,2%	13,2%
Udział kapitału własnego	64,7%	66,4%	71,4%	71,2%	71,6%	71,6%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,4%	6,8%	6,4%	6,0%	5,5%	5,8%
Udział kapitału obcego	35,3%	33,6%	28,6%	28,8%	28,4%	28,4%
<b>WACC</b>	<b>13,84%</b>	<b>14,34%</b>	<b>13,91%</b>	<b>13,42%</b>	<b>12,92%</b>	<b>12,92%</b>

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



## Wrażliwość modelu DCF

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

		Cena węgla koksowego HCC [USD/t]								
		240	243	245	248	250	253	255	258	260
USD/PLN	4,55	0	8	16	24	32	40	48	55	63
	4,60	8	16	24	32	40	48	56	64	72
	4,65	17	25	33	41	49	57	65	73	81
	4,70	25	33	41	50	58	66	74	82	91
	4,75	33	42	50	58	67	75	83	91	100
	4,80	42	50	59	67	75	84	92	100	109
	4,85	50	59	67	75	84	92	101	109	118

Źródło: Szacunki DM Banku BPS S.A.

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

		Cena węgla koksowego HCC [USD/t]								
		240	243	245	248	250	253	255	258	260
współczynnik ceny węgla/ koku	1,31	4	12	20	28	36	44	52	60	68
	1,34	11	19	27	35	43	51	59	67	75
	1,37	18	26	34	42	51	59	67	75	83
	1,40	25	33	41	50	58	66	74	82	91
	1,43	32	40	49	57	65	73	82	90	98
	1,46	39	47	56	64	72	81	89	97	106
	1,49	46	54	63	71	80	88	96	105	113

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]								
		240	243	245	248	250	253	255	258	260
Jednostkowy Mining Cash Cost	515,00	7	15	23	31	39	47	56	64	72
	510,00	13	21	29	37	45	54	62	70	78
	505,00	19	27	35	43	52	60	68	76	84
	500,00	25	33	41	50	58	66	74	82	91
	495,00	31	39	48	56	64	72	80	89	97
	490,00	37	46	54	62	70	78	87	95	103
	485,00	44	52	60	68	76	85	93	101	109

Źródło: Szacunki DM Banku BPS S.A.



## 4. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH

### Prognoza na 3Q i 4Q'22 i lata 2022-2026

	1Q'22	2Q'22	3Q'22P	4Q'22P	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>4 930,9</b>	<b>5 972,3</b>	<b>3 708,1</b>	<b>3 379,2</b>	<b>8 669,5</b>	<b>10 629,1</b>	<b>17 811,9</b>	<b>13 123,6</b>	<b>12 478,0</b>	<b>12 025,4</b>	<b>11 799,4</b>
<i>zmiana r/r</i>	146,78%	174,10%	43,77%	-12,75%	-0,03%	22,60%	67,58%	-26,32%	-4,92%	-3,63%	-1,88%
<b>Koszty wytworzenia</b>	<b>-2 269</b>	<b>-2 567</b>	<b>-2 120</b>	<b>-2 149</b>	<b>-9 092</b>	<b>-8 034</b>	<b>-9 106</b>	<b>-9 179</b>	<b>-9 185</b>	<b>-9 451</b>	<b>-9 730</b>
<i>zmiana r/r</i>	16,67%	25,84%	6,59%	4,37%	28,63%	-11,63%	13,35%	0,80%	0,07%	2,89%	2,95%
<b>ZBzS</b>	<b>2 662</b>	<b>3 405</b>	<b>1 588</b>	<b>1 230</b>	<b>-422</b>	<b>2 595</b>	<b>8 884</b>	<b>3 945</b>	<b>3 293</b>	<b>2 575</b>	<b>2 070</b>
<i>zmiana r/r</i>	4931,19%	2354,94%	169,14%	-32,19%	-	-	242,33%	-55,60%	-16,52%	-21,81%	-19,61%
<i>marża</i>	53,98%	57,01%	42,82%	36,40%	-4,87%	24,42%	49,88%	30,06%	26,39%	21,41%	17,54%
Koszty sprzedaży	-87	-110	-213	-213	-333	-278	-622	-449	-396	-427	-419
Koszty ogólnego zarządu	-187	-227	-187	-187	-565	-685	-788	-866	-936	-1001	-1071
<b>EBITDA</b>	<b>2 636</b>	<b>3 187</b>	<b>1 325</b>	<b>967</b>	<b>-729</b>	<b>2 302</b>	<b>8 115</b>	<b>3 500</b>	<b>2 990</b>	<b>2 067</b>	<b>2 012</b>
<i>zmiana r/r</i>	2424,52%	2003,89%	100,98%	-36,59%	-	-	252,55%	-56,87%	-14,58%	-30,87%	-2,65%
<i>marża</i>	53,45%	53,37%	35,73%	28,62%	-8,41%	21,66%	45,56%	26,67%	23,96%	17,19%	17,05%
<b>EBIT</b>	<b>2 309</b>	<b>2 890</b>	<b>1 051</b>	<b>693</b>	<b>-1 748</b>	<b>1 262</b>	<b>6 942</b>	<b>2 156</b>	<b>1 524</b>	<b>490</b>	<b>407</b>
<i>zmiana r/r</i>	-	-	193,63%	-	-	-	449,91%	-68,95%	-29,29%	-67,85%	-16,86%
<i>marża</i>	46,82%	48,38%	28,34%	20,51%	-20,16%	11,88%	38,97%	16,43%	12,22%	4,08%	3,45%
<b>ZB</b>	<b>2 287</b>	<b>2 905</b>	<b>1 064</b>	<b>706</b>	<b>-1 884</b>	<b>1 167</b>	<b>6 962</b>	<b>2 064</b>	<b>1 512</b>	<b>470</b>	<b>386</b>
<i>zmiana r/r</i>	-	-	221,23%	-41,53%	-	-	496,77%	-70,35%	-26,77%	-68,91%	-17,97%
<i>marża</i>	46,38%	48,65%	28,69%	20,90%	-21,73%	10,98%	39,09%	15,73%	12,11%	3,91%	3,27%
<b>ZN</b>	<b>1 850</b>	<b>2 355</b>	<b>859</b>	<b>569</b>	<b>-1 541</b>	<b>953</b>	<b>5 634</b>	<b>1 670</b>	<b>1 223</b>	<b>380</b>	<b>312</b>
<i>zmiana r/r</i>	-	-	220,71%	-39,91%	-	-	491,41%	-70,35%	-26,77%	-68,91%	-17,97%
<i>marża</i>	37,5%	39,4%	23,2%	16,9%	-17,8%	9,0%	31,6%	12,7%	9,8%	3,2%	2,6%

Źródło: DM Banku BPS S.A.

### Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>8 671,8</b>	<b>6 936,0</b>	<b>10 629,1</b>	<b>17 990,4</b>	<b>13 123,6</b>	<b>12 478,0</b>	<b>12 025,4</b>	<b>11 799,4</b>
Koszt własny sprzedaży	7 068,2	7 337,3	8 033,9	9 106,4	9 179,0	9 185,0	9 450,7	9 729,6
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>1 603,6</b>	<b>- 401,3</b>	<b>2 595,2</b>	<b>8 884,0</b>	<b>3 944,6</b>	<b>3 293,0</b>	<b>2 574,7</b>	<b>2 069,8</b>
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	- 1 508,8	- 1 379,3	- 1 332,8	- 1 942,0	- 1 788,9	- 1 768,7	- 2 084,5	- 1 662,3
<b>Zysk (strata) na sprzedaży</b>	<b>94,8</b>	<b>- 1 780,6</b>	<b>1 262,4</b>	<b>6 942,1</b>	<b>2 155,7</b>	<b>1 524,3</b>	<b>490,1</b>	<b>407,5</b>
<b>EBITDA</b>	<b>973,4</b>	<b>- 845,6</b>	<b>2 301,8</b>	<b>8 115,0</b>	<b>3 500,3</b>	<b>2 990,0</b>	<b>2 067,1</b>	<b>2 012,3</b>
<b>EBIT</b>	<b>94,8</b>	<b>- 1 780,6</b>	<b>1 262,4</b>	<b>6 942,1</b>	<b>2 155,7</b>	<b>1 524,3</b>	<b>490,1</b>	<b>407,5</b>
Zysk (strata) brutto	17,2	- 1 867,6	1 166,7	6 962,5	2 064,2	1 511,5	470,0	385,5
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>- 161,2</b>	<b>- 1 537,4</b>	<b>952,6</b>	<b>5 633,8</b>	<b>1 670,2</b>	<b>1 223,1</b>	<b>380,3</b>	<b>311,9</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

## Prognoza bilansu

BILANS [mln PLN]	2 019	2 020	2 021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>11 565,1</b>	<b>11 638,5</b>	<b>12 070,2</b>	<b>16 418,2</b>	<b>17 203,2</b>	<b>18 069,0</b>	<b>18 818,8</b>	<b>19 570,9</b>
Wartości niematerialne i prawne	174,3	152,2	163,4	180,7	194,3	208,8	224,5	241,3
Rzeczowe aktywa trwałe	8 672,3	8 995,6	9 383,4	10 756,5	11 725,3	12 616,0	13 373,8	14 114,6
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>3 361,3</b>	<b>3 392,4</b>	<b>3 891,6</b>	<b>5 137,8</b>	<b>6 300,1</b>	<b>5 522,4</b>	<b>5 091,8</b>	<b>4 480,2</b>
Zapasy	1 130,8	880,3	652,5	664,9	1 160,4	1 110,0	1 084,6	1 071,2
Należności krótkoterminowe	866,1	898,4	1 822,8	2 380,2	1 771,7	1 830,6	1 664,9	1 652,5
Inwestycje krótkoterminowe	1 201,6	1 610,3	1 347,1	2 023,8	3 298,3	2 512,7	2 272,9	1 686,9
<b>Aktywa razem</b>	<b>14 926,4</b>	<b>15 030,9</b>	<b>15 961,8</b>	<b>21 556,0</b>	<b>23 503,3</b>	<b>23 591,4</b>	<b>23 910,6</b>	<b>24 051,1</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>8 851,5</b>	<b>7 321,0</b>	<b>8 297,8</b>	<b>13 943,3</b>	<b>15 613,5</b>	<b>16 836,6</b>	<b>17 033,4</b>	<b>17 231,3</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	884,4	906,5	887,6	862,1	862,1	862,1	862,1	862,1
Zyski zatrzymane	6 326,9	4 765,8	5 712,0	11 345,8	13 016,0	14 239,1	14 435,9	14 633,8
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>6 074,9</b>	<b>7 713,8</b>	<b>7 664,0</b>	<b>7 612,7</b>	<b>7 889,7</b>	<b>6 754,8</b>	<b>6 877,1</b>	<b>6 819,8</b>
Zobowiązania długoterminowe	1 713,9	3 123,4	2 543,2	2 228,0	2 228,0	1 128,0	1 128,0	1 128,0
Długoterminowe	740,0	2 092,5	1 658,0	1 100,0	1 100,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	3 193,8	3 294,3	3 608,0	3 871,9	4 148,9	4 114,0	4 236,3	4 179,0
Krótkoterminowe	233,5	557,3	754,3	750,0	687,2	730,5	722,6	713,4
<b>Pasywa razem</b>	<b>14 926,4</b>	<b>15 034,8</b>	<b>15 961,8</b>	<b>21 556,0</b>	<b>23 503,3</b>	<b>23 591,5</b>	<b>23 910,6</b>	<b>24 051,1</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

## Prognoza przepływów finansowych

CASH FLOW [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
CF Operacyjny	-488,5	354,7	1 661,2	6 469,1	3 762,4	2 672,1	2 329,6	1 923,5
CF Inwestycyjny	-2 443,9	-549,2	-1 620,2	-5 077,3	-2 313,4	-2 356,4	-2 334,9	-2 344,6
CF Finansowy	390,4	1 441,2	-338,1	-677,9	-174,5	-1 101,4	-234,6	-164,8
Przepływy pieniężne netto	-2 542,0	1 246,7	-297,1	713,9	1 274,6	-785,6	-239,9	-585,9
Środki pieniężne na początek okresu	1 650,8	350,3	1 597,0	1 299,9	2 013,8	3 288,3	2 502,7	2 262,9
Środki pieniężne na koniec okresu	-869,2	1 597,0	1 299,9	2 013,8	3 288,3	2 502,7	2 262,9	1 676,9

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

## Analiza wskaźnikowa

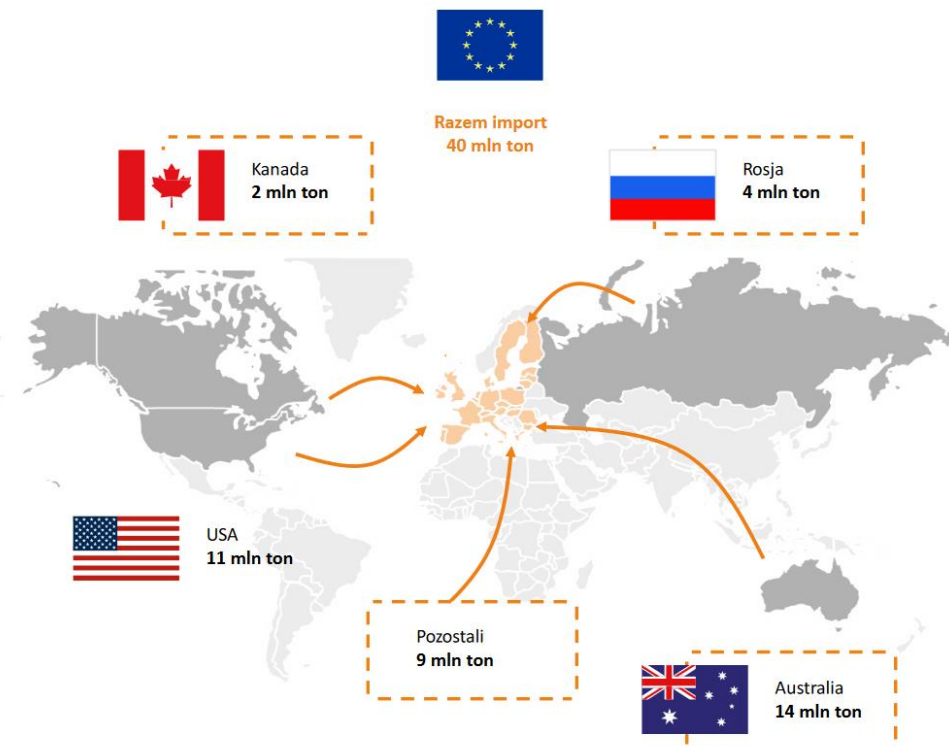
DANE FINANSOWE	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-11,6%	-20,0%	53,2%	67,6%	-26,3%	-4,9%	-3,6%	-1,9%
EBITDA zmiana r/r	-67,8%	-186,9%	-372,2%	252,6%	-56,9%	-14,6%	-30,9%	-2,6%
EBIT zmiana r/r	-95,8%	-1978,3%	-170,9%	449,9%	-68,9%	-29,3%	-67,8%	-16,9%
Zysk netto zmiana r/r	-109,0%	853,7%	-162,0%	491,4%	-70,4%	-26,8%	-68,9%	-18,0%
Marża brutto na sprzedaży	18,5%	-5,8%	24,4%	49,4%	30,1%	26,4%	21,4%	17,5%
Marża EBITDA	11,2%	-12,2%	21,7%	45,1%	26,7%	24,0%	17,2%	17,1%
Marża EBIT	1,1%	-25,7%	11,9%	38,6%	16,4%	12,2%	4,1%	3,5%
Marża brutto	0,2%	-26,9%	11,0%	38,7%	15,7%	12,1%	3,9%	3,3%
Marża netto	-1,9%	-22,2%	9,0%	31,3%	12,7%	9,8%	3,2%	2,6%
COGS / Przychody	92,0%	120,0%	84,6%	58,5%	80,0%	84,3%	90,5%	95,1%
SG&A / Przychody	21,6%	24,4%	17,4%	14,8%	18,0%	18,7%	21,9%	18,6%
SG&A / COGS	23,5%	20,4%	20,5%	25,3%	22,5%	22,2%	24,2%	19,6%
ROE	-1,8%	-21,0%	11,5%	40,4%	10,7%	7,3%	2,2%	1,8%
ROA	-1,1%	-10,2%	6,0%	26,1%	7,1%	5,2%	1,6%	1,3%
Dług	973,5	2 649,8	2 412,3	1 850,0	1 787,2	730,5	722,6	713,4
D/(D+E)	5,5%	7,8%	10,2%	0,0%	9,3%	15,3%	15,1%	14,8%
D/E	11,0%	36,2%	29,1%	13,3%	11,4%	4,3%	4,2%	4,1%
Odsetki / EBIT	110,1%	-5,3%	8,2%	1,7%	5,2%	3,0%	9,2%	10,9%
Dług netto	-677,4	1 052,5	1 112,5	-163,8	-1 501,1	-1 772,2	-1 540,3	-963,5
Dług netto / Kapitał własny	-7,7%	14,4%	13,4%	-1,2%	-9,6%	-10,5%	-9,0%	-5,6%
Dług netto / EBITDA	-69,6%	-124,5%	48,3%	-2,0%	-42,9%	-59,3%	-74,5%	-47,9%
Dług netto / EBIT	-714,6%	-59,1%	88,1%	-2,4%	-69,6%	-116,3%	-314,3%	-236,5%
EV	5221,2	3491,3	3431,3	4707,6	6045,0	6316,1	6084,1	5507,4
Dług / EV	18,6%	75,9%	70,3%	39,3%	29,6%	11,6%	11,9%	13,0%
CAPEX / Przychody	25,9%	15,9%	9,9%	14,2%	17,6%	18,9%	19,4%	19,9%
CAPEX / Amortyzacja	255,9%	117,6%	86,1%	217,1%	172,1%	160,8%	148,1%	146,2%
Amortyzacja / Przychody	10,1%	13,5%	11,5%	6,5%	10,2%	11,7%	13,1%	13,6%
Zmiana KO / Przychody	9,9%	-2,2%	6,1%	2,5%	-4,8%	0,8%	-2,5%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-75,7%	8,9%	17,5%	6,2%	13,1%	-15,8%	67,0%	-19,2%

Źródło: DM Banku BPS S.A.

## Sytuacja makroekonomiczna

Otoczenie makroekonomiczne w pierwszym półroczu było niezwykle sprzyjające dla JSW. Pierwszym czynnikiem było ożywienie we wracającej do normalnego funkcjonowania po okresie pandemii gospodarce (budownictwo, automotive), co przełożyło się na wzrost zapotrzebowania na wyroby stalowe. Drugim znacznie istotniejszym dla Grupy czynnikiem był wybuch wojny na Ukrainie, który wprowadził znaczne turbulencje na rynkach. Ceny węgla koksowego, energetycznego oraz koksu wystrzeliły do nienotowanych nigdy wcześniej poziomów w obawie o ich dostępność na rynku, po wprowadzeniu sankcji na Rosję.

### Import węgla koksowego przez kraje EU w 2021 r.



Źródło: Prezentacja JSW S.A. „Od węgla do stali” maj 2022

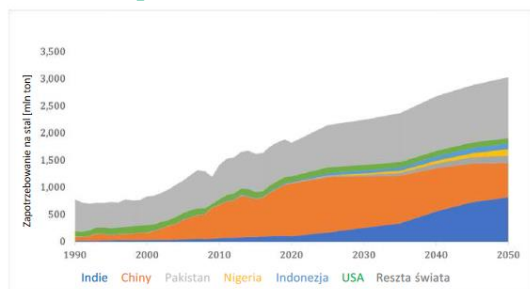
Uważamy, że tak długo jak będzie trwała wojna na Ukrainie, sankcje nałożone na Rosję (w tym zakaz importu węgla) zostaną utrzymane, więc chociażby z uwagi na położenie geograficzne, JSW nie będzie mieć kłopotów ze sprzedażą praktycznie każdej ilości produkcji. Na przestrzeni pierwszego półrocza zapasy węgla koksowego w Grupie spadły z 390 do 340 tys. ton, koksu z 239 do 228 a węgla do celów energetycznych z 504 do 140 tys. ton. Polska szczególnie silnie odczuwa niedobory węgla do celów energetycznych. Ich ceny po raz pierwszy w historii przekroczyły notowania węgla koksującego i możliwe, że był to jeden z głównych driverów skokowego wzrostu kursu JSW do ponad 80 zł na początku marca br. Grupa jednak konsekwentnie zmniejsza udział węgla energetycznego w wydobywaniu z 31,1% w 2018 do 20% w 2021 roku. Zgodnie ze strategią, udział ten ma dalej być zmniejszany do 10% w 2025 i do 7% w 2030 roku. Przy podobnych kosztach wydobywania, produkcja węgla energetycznego była dla Grupy nieopłacalna. JSW sprzedaje węgiel energetyczny na podstawie długoterminowych umów z odbiorcami po zakontraktowanych cenach, stąd ten segment w niewielkim stopniu przełożyłby się na przychody Grupy, gdyby

nie możliwość sprzedaży zapasów po cenach bardziej zbliżonych do rynkowych. Aktualny poziom zapasów zarząd JSW określa jako „techniczny”, więc jeżeli nie uda się Grupie renegocjować cen sprzedaży z odbiorcami (energetyka), wynik segmentu w drugim półroczu może być zdecydowanie słabszy.

Koncentrując się na możliwościach produkcyjnych węgla koksowego, uległy one dużemu zmniejszeniu po wypadkach do jakich doszło w kwietniu w kopalniach Zofiówka oraz Pniówek. JSW szacuje, że w ich wyniku produkcja węgla ulegnie zmniejszeniu o ok. 400 tys. ton do końca roku. Dodatkowej produkcji nie wesprze również kopalnia Jastrzębie Bzie, która mimo, że została otwarta w 2021 roku, nie może ruszyć z powodu fatalnego rozeznania geologicznego, które zdaniem obecnego zarządu pozostawili poprzednicy. Biorąc te czynniki pod uwagę, uważamy że zakładanie w tym roku produkcji w wyższej wysokości niż w 2021 roku byłoby nazbyt optymistyczne.

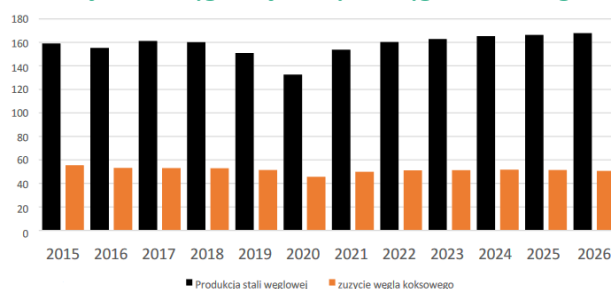
Po stronie popytowej kluczową determinantą sprzedaży węgla koksowego jest produkcja stali. Według prognoz Rethink Technology Research globalne zapotrzebowanie na stal do roku 2050 ma wzrosnąć o ponad 60%, a produkcja stali w Unii Europejskiej o 30% do ok. 200 mln ton.

#### Globalne zapotrzebowanie na stal 1990-2050



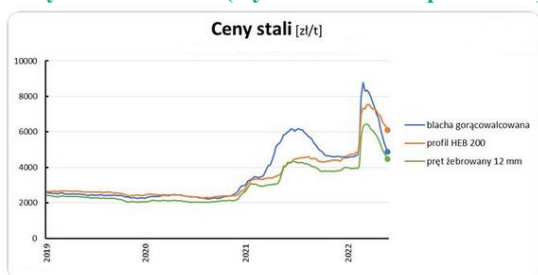
Źródło: Prezentacja JSW S.A. „Od węgla do stali” maj 2022

#### Produkcja stali węglowej i zużycie węgla koksowego w UE



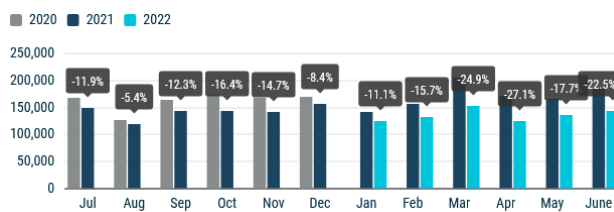
Do produkcji stali poza koksem może być wykorzystywany gaz ziemny oraz wodór. Biorąc pod uwagę aktualną sytuację na rynku gazu (ceny oraz dostępność) oraz o ok. 60% wyższy koszt produkcji stali metodą wodorową, a także wysokie koszty zmiany technologii (dopiero niedawno pierwsza partia „wodorowej” stali wyjechała z huty w Szwecji), uważamy, że węgiel koksujący zostanie w przyszłym roku utrzymany na liście surowców krytycznych UE. Popyt na stal jest jednak głównie zależny od koniunktury w budownictwie oraz branży automotive.

#### Ceny stali w Polsce (styczeń 2019-sierpień 2022)



Źródło: PUDS

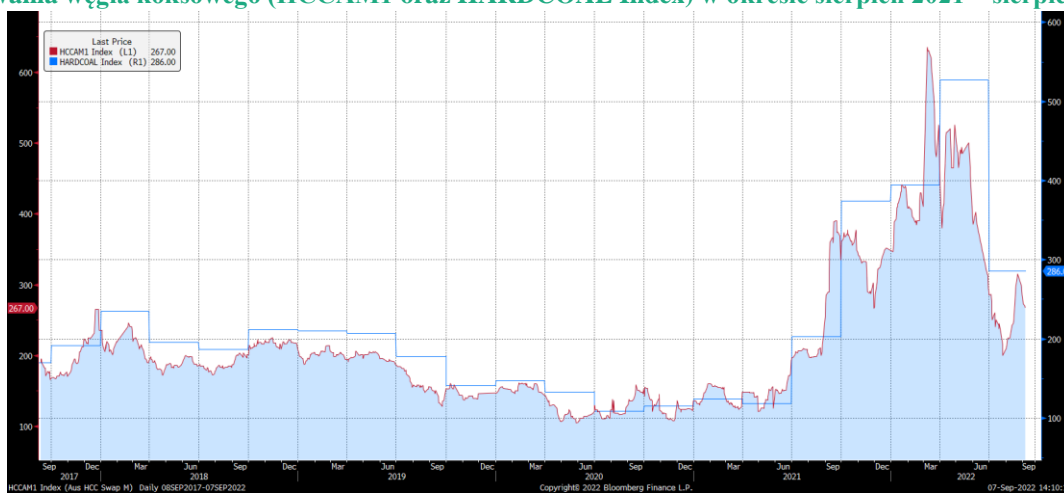
#### Rejestracja nowych pojazdów w UE



Źródło: Prezentacja

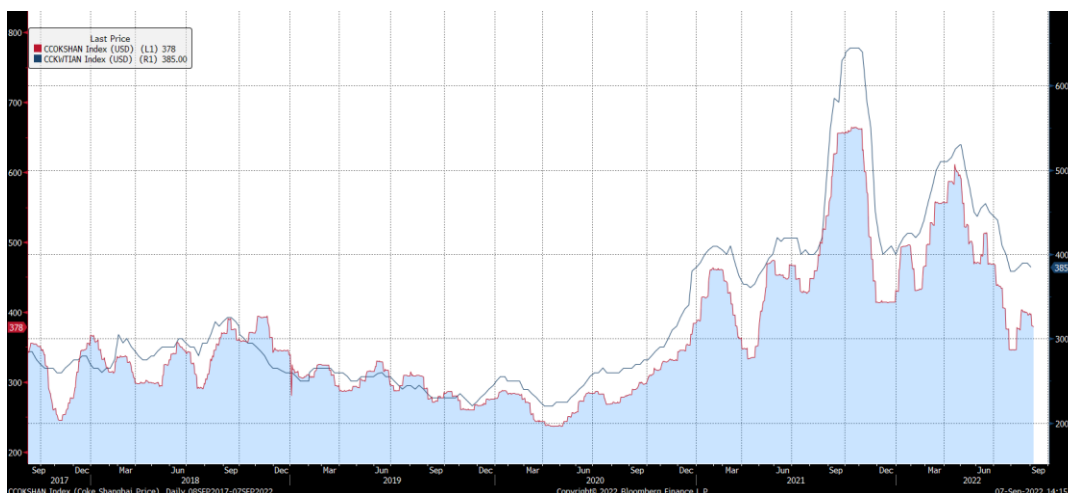
Ceny stali od ustanowienia szczytu w marcu br. znalazły się w trendzie spadkowym i powoli dochodzą do poziomów sprzed rozpoczęcia wojny na Ukrainie, choć dalej są o około dwukrotnie wyższe niż przed pandemią Covid-19. Biorąc pod uwagę wiele czynników o charakterze lokalnym jak i globalnym, dalsze spadki wydają się być mało prawdopodobne. Obserwowalne hamowanie inwestycji w sektorze prywatnym, oddalająca się perspektywa uzyskania środków z UE na inwestycje w sektorze publicznym oraz już raportowany duży spadek produkcji w sektorze automotive, sprawiają, że o powrót do wzrostów cen stali może być trudno. Według producentów stali, spowolnienie aktywności gospodarczej w Europie, rosnący import stali spoza Unii Europejskiej, wzrost cen gazu i energii a także koszt zakupu uprawnień do emisji CO2, sprawiają że produkcja stali w Europie może stać się nieopłacalna. W ostatnich dniach pojawiły się informacje o czasowym wygaszeniu wielkiego pieca nr 2 w hucie Koszyce na Słowacji przez US Steel oraz o planowanym wstrzymaniu pracy jednego z dwóch wielkich pieców w hucie w Dąbrowie Górniczej przez AcelorMittal Poland. Globalne zmniejszenie produkcji stali przekłada się na spadek cen węgla koksującego oraz koksu, co pokazują poniższe wykresy.

### Notowania węgla koksowego (HCCAM1 oraz HARDCOAL Index) w okresie sierpień 2021 – sierpień 2022



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

### Notowania koksu (China 2nd Grade Coke Spot Price Shanghai [USD/t] oraz China 2nd Grade Coke Weekly Spot Export Price Tianjin [USD/t]) w okresie sierpień 2021 – sierpień 2022



Źródło: Bloomberg, kurs China 2nd Grade Coke Spot Price Shanghai [USD/t] – lewa skala, kurs China 2nd Grade Coke Weekly Spot Export Price Tianjin [USD/t] – prawa 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 2020 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 wydobywaniu i sprzedaży węgla.

### Ryzyko związków zawodowych

Mimo rosnącej mechanizacji i automatyzacji wydobywania, najważniejszego czynnika w spółce nie da się zastąpić - ludzi. Związki zawodowe posiadają w JSW istotny głos, potrafiący zarówno uratować spółkę, w chwili jej 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 wycenę 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 oczekiwanych 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: 12 września 2022 roku, 17:20

Dystrybucja niniejszego raportu analitycznego: 12 września 2022 roku, 17:30

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 opłacalności 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
PROCHEM	nd	31,00	25,00	Raport Inicjujący	06.10.2021	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,80	Analiza wyników	01.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,90	Analiza wyników	01.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,40	Analiza wyników	08.10.2021	Artur Wizner, Tomasz Czamecki
VIVID GAMES	nd	1,23	1,39	Raport Aktualizujący	18.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki
PROCHEM	nd	31,00	25,40	Analiza wyników	17.11.2021	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,37	Prognoza finansowa	24.11.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,04	Prognoza finansowa	24.11.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki
UNIBEP	nd	14,00	10,35	Raport Aktualizujący	24.11.2021	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,34	Analiza wyników	02.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,16	Analiza wyników	03.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,57	Analiza wyników	10.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,17	Raport Aktualizujący	10.12.2021	Artur Wizner
INTERFERIE	SPRZEDAJ	6,73	7,50	Raport Inicjujący	30.12.2021	Łukasz Bryl
JSW	KUPUJ	45,00	34,87	Raport Aktualizujący	30.12.2021	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	46,40	35,40	Raport Aktualizujący	04.01.2022	Artur Wizner
SNIEZKA	TRZYMAJ	84,00	79,80	Raport Aktualizujący	24.03.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	11,00	9,00	Raport Aktualizujący	21.04.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,94	5,00	Raport Aktualizujący	04.05.2022	Tomasz Czamecki, Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	10.05.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki
PROTEKTOR	nd	3,60	2,80	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Artur Wizner
PROCHEM	nd	37,00	33,60	Analiza wyników	17.05.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,54	3,46	Raport Aktualizujący	18.05.2022	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,29	1,26	Analiza wyników	26.05.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	6,21	3,87	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,92	4,28	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	11,00	8,10	Analiza wyników	31.05.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	3,60	2,83	Analiza wyników	01.06.2022	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	74,00	38,70	Raport Aktualizujący	12.09.2022	Artur Wizner

<b>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</b>  ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,  tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 <a href="http://www.dmbps.pl">www.dmbps.pl</a> <a href="mailto:dm@dmbps.pl">dm@dmbps.pl</a>	
<b>Departament Analiz</b>	
<b>Tomasz Czarnecki, MPW</b> Dyrektor Departamentu Analiz <a href="mailto:tomasz.czarnecki@dmbps.pl">tomasz.czarnecki@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 542 <b>Artur Wizner, MPW</b> Analityk <a href="mailto:artur.wizner@dmbps.pl">artur.wizner@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 548 <b>Łukasz Bryl</b> <a href="mailto:lukasz.bryl@dmbps.pl">lukasz.bryl@dmbps.pl</a> Tel.: 785 500 874	<b>Jacek Borawski</b> Analityk techniczny
<b>Departament Sprzedaży</b>	
<b>Dariusz Stasiak, MPW</b> Dyrektor Departamentu Sprzedaży <a href="mailto:dariusz.stasiak@dmbps.pl">dariusz.stasiak@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 541	<b>Krzysztof Jeź, MPW</b> <a href="mailto:krzysztof.jez@dmbps.pl">krzysztof.jez@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 559 <b>Lech Kucharski, MPW</b> <a href="mailto:lech.kucharski@dmbps.pl">lech.kucharski@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 522 <b>Marcin Jakubiak, MPW</b> <a href="mailto:marcin.jakubiak@dmbps.pl">marcin.jakubiak@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 560 <b>Tomasz Kublik, MPW</b> <a href="mailto:tomasz.kublik@dmbps.pl">tomasz.kublik@dmbps.pl</a> tel.: + 48 (22) 53 95 511 <b>Tomasz Wojna</b> <a href="mailto:tomasz.wojna@dmbps.pl">tomasz.wojna@dmbps.pl</a> 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	04.01.2022
Kurs z dnia rekomendacji	35,40
Cena docelowa	46,40