



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

JSW - 2Q'18



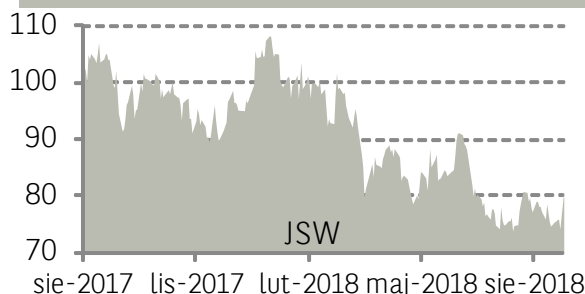
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	80,74
Kapitalizacja (mln zł)	9 479,8
Free float	44,8%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	11,9
P/E	4,3
EV/EBITDA	2,37

Notowania spółki



WYNIKI 2Q18

PLNm	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	r/r	LTM-1	LTM	r/r	Kons.	vKons.
Przychody	2 317,5	1 990,9	2 192,8	2 510,6	2 422,9	4,5%	8 531	9 117	6,9%	2 385,0	1,6%
EBITDA	912,3	670,1	1 119,1	1 135,8	631,3	-30,8%	2 917	3 556	21,9%	524,2	20,4%
Węgiel	3 857,0	-2 477,7	1 006,2	1 126,1	400,3	-89,6%	6 273	55	-99,1%		
Koks	-90,1	48,6	138,6	55,7	111,9	-	-161	355	-320,1%		
EBITDA skor.	1 065,8	678,1	600,0	1 072,7	946,5	-11,2%	3 144	3 297	4,9%		
EBIT	696,3	463,8	909,8	951,9	446,0	-35,9%	2 108	2 772	31,5%	331,5	34,5%
Zysk netto	566,1	361,8	752,2	757,9	328,5	-42,0%	1 582	2 200	39,1%	262,4	25,2%
marża EBITDA	39,4%	33,7%	51,0%	45,2%	26,1%	-13,3pp	34,2%	39,0%	14,1%	22,0%	4,1pp
marża EBIT	30,0%	23,3%	41,5%	37,9%	18,4%	-11,6pp	24,7%	30,4%	23,0%	13,9%	4,5pp
marża netto	24,4%	18,2%	34,3%	30,2%	13,6%	-10,9pp	18,5%	24,1%	30,1%	11,0%	2,6pp
DN/EBITDA	-0,16	-0,38	-0,27	-0,32	-0,56	-0,40	-0,16	-0,56	242,4%		
12M P/E*	5,5	5,4	4,4	3,9	3,9			3,9			
12M EV/EBITDA*	3,1	3,6	3,1	2,8	3,0			3,0			
Produkcja węgla [tys. ton]	3 778,5	3 539,7	3 469,7	4 114,9	3 798,8	0,5%	16 009,8	14 923,1	-6,8%		
Produkcja koksu [tys. ton]	870,0	890,1	859,8	919,0	931,1	7,0%	3 753,4	3 600,0	-4,1%		
Śr cena węgla koksowego [PLN/t]	647,6	514,1	643,1	682,5	661,1	2,1%	2 410,2	2 500,8	3,8%		
Śr cena węgla energetycznego [PLN/t]	205,1	211,5	223,4	234,9	235,0	14,5%	801,1	904,8	13,0%		
Średnia cena koksu [PLN/t]	906,5	864,1	969,4	1 052,1	1 104,2	21,8%	3 181,8	3 989,8	25,4%		

*Notowania na koniec sesji 27 sierpnia 2018 (2Q'18) oraz na koniec odpowiedniego kwartału

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

JSW opublikowało znacząco lepsze od konsensusu wyniki za 2Q'18. Przyczyną były niższe, jednorazowe koszty wypłaty nagród dla pracowników (306,1 mln PLN wobec podanego wcześniej szacunku ok. 370 mln PLN), a także bardzo dobry wynik segmentu koksu. Zwracamy również uwagę na bardzo silne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, które wyniosły 1 165 mln PLN (+35,1% r/r).

Wyniki znacznie powyżej oczekiwań

- PRZYCHODY:** Produkcja, jak i sprzedaż węgla były na zbliżonych poziomach r/r, notując umiarkowane spadki q/q, co było już sygnalizowane przez spółkę w związku z wypadkiem w kopalni Zofiówka w maju. Średnie ceny sprzedaży węgla koksowego również były stabilne r/r i q/q, przy czym **pozytywnie należy ocenić zmniejszenie dyskonta cen realizowanych przez JSW względem światowych benchmarków.** W ślad za tendencjami na krajowym rynku, mocny wzrost kontynuuje cena węgla energetycznego (+14,5% r/r).

Stabilne wolumeny w segmencie węgla, mocne ceny w segmencie koksu

W segmencie koksu, produkcja okazała się być o 7% r/r wyższa, sprzedaż spadła o 14,1%. Najważniejsze dla przychodów były jednak rosnące ceny (+21,8% r/r), które podążyły za wzrostem cen węgla koksującego w poprzednich kwartalach.

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl
www.bgzbnpparibas.pl



- **EBITDA:** Raportowany wynik operacyjny powiększony o amortyzację był o 30,8% r/r niższy (-11,2% r/r wynik oczyszczony), na co wpływ miało porozumienie z pracownikami i wypłatę zaległych za 2016 r. nagród i deputatów handlowych o wartości 306,1 mln PLN. O 14,5% r/r i 10,2% q/q wyższe były także koszty usług obcych, co związane jest z rosnącą skalą inwestycji realizowanych przez JSW, jak i rosnącymi cenami podwykonawców. W efekcie jednostkowy koszt wydobycia węgla (na tonę) był o 43,3% r/r wyższy (+34% bez nagród), a jednostkowy koszt konwersji koksu o 1,9% r/r wyższy. Wyniki segmentu koksu wspierała poprawiająca się relacja pomiędzy cenami zakupu węgla koksującego, a cenami sprzedaży koksu.
- **ZYSK NETTO:** Negatywnie na zysk netto wpływało saldo kosztów finansowych (-44 mln PLN jako efekt negatywnych różnic kursowych obligacji denominowanych w USD). Finalnie zysk netto wyniósł 328,5 mln PLN (-42% r/r), co było wartością 25% powyżej oczekiwań.

Rosnące koszty pracy i usług obcych, wypłata nagród dla pracowników obciąża raportowaną EBITDA

Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje przedstawione w trakcie konferencji. **Przedstawione informacje mają naszym zdaniem korzystny wydźwięk, dlatego podtrzymujemy naszą pozytywną ocenę Spółki.**

- Zarząd spodziewa się utrzymania obecnego, niskiego poziomu dyskonta cen realizowanych przez JSW do cen benchmarkowych w kolejnych kwartałach.
- Spodziewane jest również utrzymanie korzystnych relacji pomiędzy ceną węgla, a koksu.
- Pomimo negatywnego wpływu wypadku w kopalni Zofiówka na wolumeny (ok. 380 tys. ton), Zarząd spodziewa się realizacji, a nawet lekkiego przekroczenia całorocznego planu wolumenów wydobycia węgla (15,4 mln ton wobec 14,7 mln ton w 2017 r.).
- W II półroczu oczekiwane jest przyspieszenie nakładów inwestycyjnych (671,8 mln PLN w 1H przy 1,8 mld PLN guidance na cały rok, który zawiera już przejęcie PBSZ). Przy problemach z dostępnością i gwałtownie rosnącymi cenami firm zewnętrznych, JSW od kilku kwartałów stara się zwiększyć skalę inwestycji prowadzonych własnymi siłami, szczególnie w przypadku robót korytarzowych.
- Pomimo nieco słabszej realizacji inwestycji, Zarząd nie widzi zagrożenia do realizacji planu dalszego wzrostu r/r wolumenu wydobycia węgla w 2019 r.
- Finalizacja przejęcia PBSZ planowana jest na koniec października br. Natomiast w połowie września ma być podana informacja dotycząca decyzji odnośnie aktywów Praire Mining. Przeszły one pozytywnie audyt techniczny, a obecnie kończony jest audyt prawny i wycena tych projektów.
- **Zarząd JSW planuje wypłatę dywidendy z zysku za 2018 r.**, która mogłaby sięgnąć ok. 25-30% zysku netto. Spółka negocjuje obecnie refinansowanie dotychczasowego zadłużenia z bankami, które ma umożliwić wypłatę dywidendy.

Zarząd pozytywnie ocenia sytuację makroekonomiczną

Oczekiwana jest realizacja planów wolumenowych w bieżącym roku i wzrost wydobycia w 2019 r.

Informacje odnośnie potencjalnego przejęcia Praire Mining możliwe są w połowie września

Zarząd planuje powrót do wypłaty dywidendy





KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórnego	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	paulina.soldaj@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

WYJAŚNIENIA UŻYTYCH TERMINÓW I SKRÓTÓW

EV - (enterprise value - wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)
P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgowa) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLERSKIE

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl
www.bgzbnpparibas.pl



NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie - nie na potrzeby Klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf