



Fio banka, a.s.

Fio banka Analýzy a doporučení

Popis společnosti Jastrzębska Spółka Węglowa S.A.

17.6.2011

Jastrzębska Spółka Węglowa S.A.

Základní informace o společnosti:

Adresa společnosti:

Jastrzębska Spółka Węglowa S.A.

ul. Armii Krajowej 56

44-330 Jastrzębie-Zdrój

<http://www.jsw.pl/>

Odvětví: Těžba a prodej uhlí,
výroba a prodej koksu

Předpokládaná tržní kapitalizace:
13,56 – 17,4 mld. PLN

Předpokládaný výnos státu
z prodeje akcií: 4,5 – 5,77 mld.
PLN

Struktura akcionářů před plánovaným IPO:

Státní podíl – 100%

po plánovaném IPO

Státní podíl – 50,1%

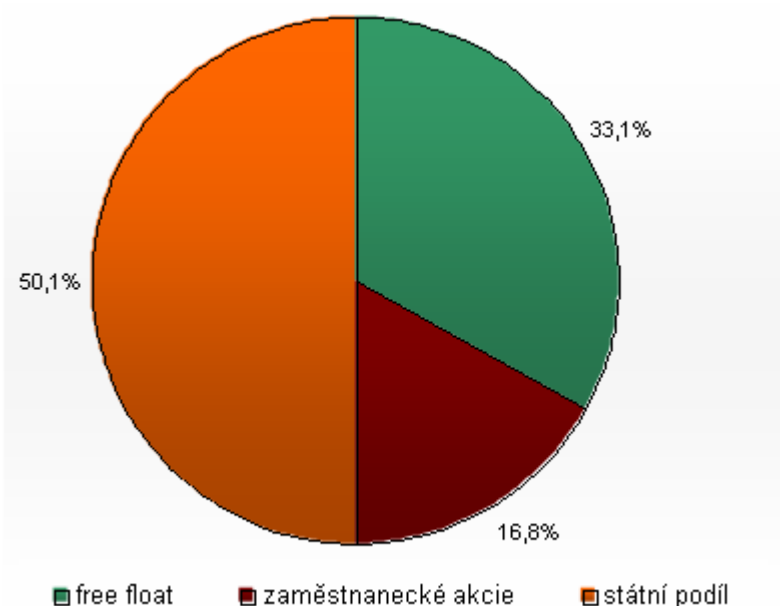
Free Float – 33,1%

Zaměstnanci společnosti – 16,8%

Souhrn IPO

Polská těžařská společnost Jastrzębska Spółka Węglowa S.A. (JSW) jev současné době vlastněna polským státem (100% podíl). V průběhu měsíce června proběhne IPO akcií této společnosti a začátkem července začne obchodování na burze ve Varšavě. Polská vláda prodá 33,1% akcií, dalších 16,8% akcií bude zdarma rozděleno zaměstnancům a zbylých 50,1% si ponechá polský stát. Stát celkem vlastní 108,85 milionů kusů akcií typu A a B, z čehož bude prodáno přes burzu 39,5 milionů kusů a zaměstnancům rozděleno 14,9 milionů kusů akcií. Dále bude vydáno 6,4 milionů akcií typu D (z čehož 1,1 milionů také případně zaměstnancům) a 3,95 milionů akcií typu C, které rovněž případnou zaměstnancům.

Graf č. 1 struktura akcionářů po IPO



Cenové rozmezí pro IPO těžařské společnosti bylo stanoveno na 114 – 146 polských zlotých. Stát by tak prodejem akcií JSW měl získat 4,5 – 5,8 miliardy polských zlotých.

Výsledná cena IPO společnosti JSW by měla být stanovena dne 28. června tohoto roku a od 6. července 2011 se s akciemi začne obchodovat na burze ve Varšavě. Polský stát nesmí 360 dní od uvedení na burzu prodat své akcie a tzv. lock-up období pro zaměstnanecké akcie bylo stanoveno na dva roky.

Popis společnosti

Společnost Jastrzębska Spółka Węglowa S.A. se zabývá těžbou a prodejem černého uhlí a koksu. JSW patří mezi nejvýznamnější producenty černého uhlí koksu v rámci EU. Jastrzębska Spółka Węglowa S.A. byla založena v roce 1993, a to sloučením sedmi nezávislých těžařů. Jediným vlastníkem je v současné době stát. Na konci roku 2010 zaměstnávala společnost JSW více jak 26 tisíc pracovníků. JSW v roce 2010 ovládala téměř 10% globálního trhu s koksem, což ji řadí na první místo v Evropě. Roční produkce koksovatelného uhlí se průměrně pohybuje nad hranicí 8 milionů tun (9,1 v roce 2010) a energetického uhlí, jehož produkce je stabilnější než koksovatelného, je na úrovni 4,3 milionů tun ročně. Společnost JSW v současné době těží v 6 dolech (viz tabulka č. 1) jejichž celkové uhelné rezervy dosahují hodnoty 552 milionů tun (tyto rezervy jsou zahrnuty v udělené licenci k těžbě). Dále JSW ovládá rezervy uhlí ve výši 292 milionů, na které je však třeba získat další povolení k těžbě, a to jak v dalších oblastech, tak i ve větších hloubkách. Všechny provozy se nacházejí ve slezském regionu v blízkosti hranic s Českou a Slovenskou republikou. Díky vyšší koncentraci průmyslu se jedná o strategicky výhodnou polohu v regionu CEE.

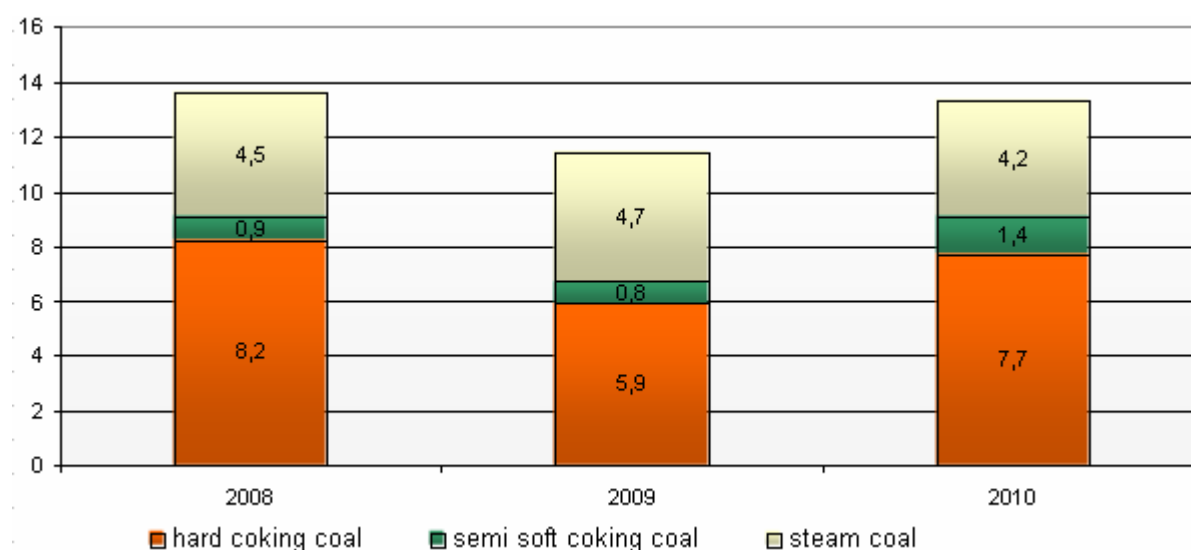
Tab. č. 1 Provozy společnosti a jejich uhelné rezervy

Důl	Budryk	Pniówek	Borynia	Zofiówka	Jas-Mos	Krupiński	Celkem
Rezervy (mt)	237	88	34	102	31	60	552
Typ uhlí	52% hard 47% semi-soft	97% hard	91% hard	82% hard	71% hard	95% semi-soft	-
Nezahrnuté rezervy * (mt)	6	126	27	107		26	292
životnost dolu (roky)	66	40	40	40	11	19	-

* rezervy uhlí, na které se nevztahuje udělená licence

V uvedených provozech je těženo kvalitní černé uhlí, jedná se o tzv. hard coking coal (vysoce kvalitní koksovatelné uhlí), semisoft coking coal (koksovatelné uhlí s nižší kvalitou) a steam coal (energetické uhlí). V roce 2010 bylo vytěženo 13,3 milionů tun uhlí, z čehož téměř 70% bylo koksovatelné uhlí. Produkce energetického uhlí se pohybuje na úrovni 30% (viz. graf č.2).

Graf č. 2 Produkce společnosti (mil. tun)



Společnost provozuje dvě koksovny Pryzjažń a Zabrze, ve kterých má většinový vlastnický podíl. Koksovna Pryzjažń je s pěti koksárenskými bateriemi a kapacitou 3,3 milionů tun největší koksovnou v Evropě. V roce 2010 zde bylo vyrobeno 2,6 milionu tun koksu. Dne 12. května 2011 byla uzavřena dohoda s Polským státem o nabití akcií koksovny Zabrze, a to výměnou za 6,4 milionů akcií typu D. JSW vlastní podíl ve výši 85% v koksovně Zabrze. Výroba zde probíhá ve 4 koksárenských bateriích s roční produkcí 1,3 milionů tun koksu. V roce 2010 v této koksovně bylo vyrobeno 1,2 milionu tun koksu.

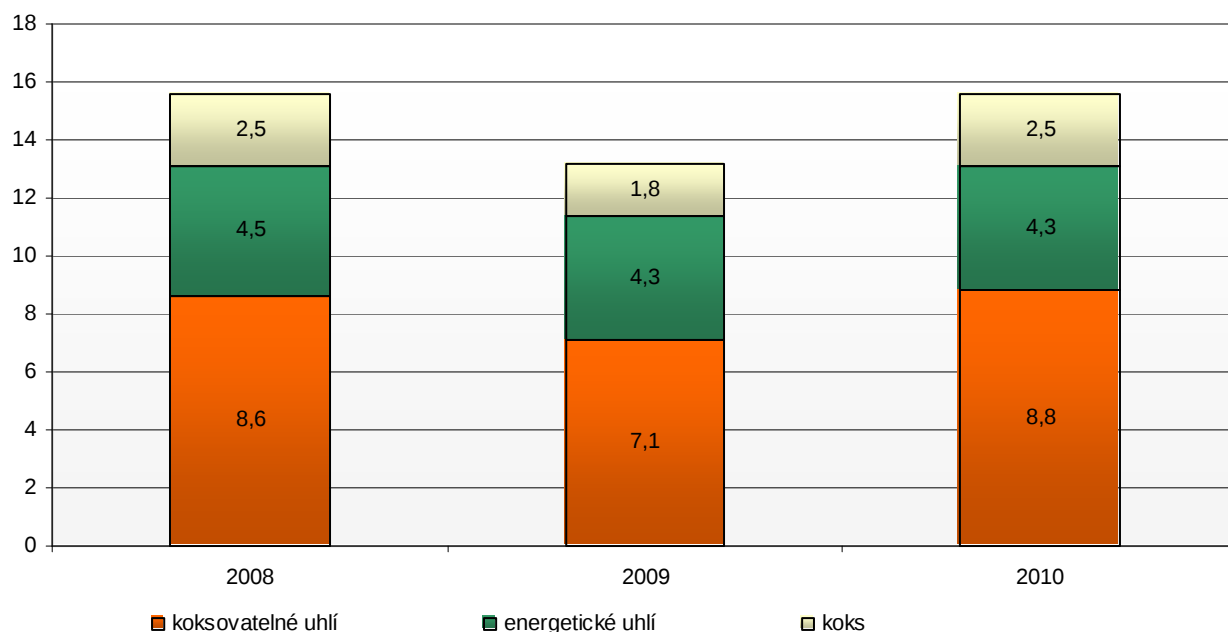
Tab. č. 2 koksovny společnosti

Koksovny	Pryzjažń	Zabrze
JSW podíl	98%	85%
baterie	5	4
kapacita	3,3	1,3
produkce 2010	2,6	1,2

Prodeje uhlí a koksu

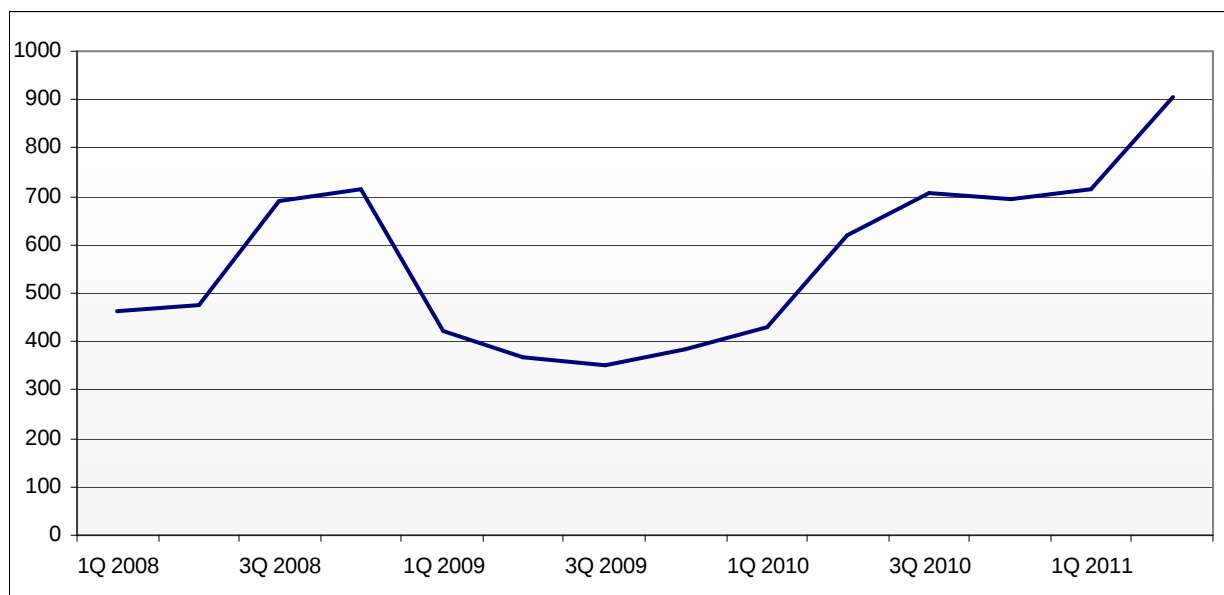
V roce 2010 bylo prodáno 2,5 milionů tun koksu, a to za průměrnou cenu 1 029 PLN (262 EUR). Zároveň společnost v loňském roce prodala 8,8 milionů tun koksovatelného uhlí a 4,3 milionů tun méně kvalitního energetického uhlí. V meziročním orovnění došlo ke značnému zvýšení objemu prodaného koksu a koksovatelného uhlí, což bylo primárně způsobeno propadem průmyslové produkce v roce 2009 v důsledku ekonomické krize. Objemy prodejů energetického typu uhlí jsou více méně stabilní. Největšími zákazníky JSW jsou společnosti z průmyslového a energetického sektoru. Největším zákazníkem je Arcelor Mittal, který má na tržbách podíl 31% následován US Steel s 12% podílem na celkových tržbách. Dalšími významnými zákazníky jsou společnosti jako: Voestapine, Třinecké železárny, energetický gigant EDF či PGE. Převážná většina produkce směřuje do regionu CEE, především pak Polska, ČR, Rakouska a Slovenské republiky.

Graf č. 3 prodeje uhlí a koksu (mil. tun)



Pozitivním faktorem je, že téměř 70% prodaného uhlí je kvalitnější a také dražší koksovatelné uhlí a pouze 30% představuje levnější energetické uhlí. Nicméně prodeje koksovatelného uhlí a koksu jsou více citlivé na hospodářský cyklus. V roce 2009 došlo k poměrně výraznému poklesu prodejů, ale i cen, koksu a koksovatelného typu uhlí (viz graf č. 4).

Graf č. 4 Vývoj cen koksovatelného uhlí (PLN/tunu)



Hospodaření společnosti

Hospodářské výsledky společnosti Jastrzębska Spółka Węglowa jsou značně závislé na vývoji cen uhlí (především koksovatelného) a koksu. V roce 2009 bylo hospodaření poznamenáno celosvětovou ekonomickou krizí a poklesem průmyslové produkce v regionu CEE. V souladu s oživením průmyslové produkce v regionu v roce 2010 došlo k růstu cen i prodejů uhlí a koksu. Hlavní podíl na celkových výnosech má prodej koksovatelného uhlí a koksu, který se shodně drží na 42%. Dalších 14% z celkových výnosů představuje prodej energetického uhlí a zbylá 3% jsou ostatní výnosy.

Tab. č. 3 hospodaření společnosti

Mil. PLN	2008	2009	2010	1Q 2011	2011E	2012E
Výnosy	7 646	4 470	7 289	2 267	9850	9550
EBITDA	1 890	34	2 771	990	3990	3620
EBITDA margin	25%	1%	38%	44%	41%	38%
Čistý zisk	806	-669	1 502	619	2390	2090
CAPEX	1 124	942	782	275	1250	1460

Společnost JSW má, ostatně jako většina těžařských společností, značný podíl fixních provozních nákladů. Peněžní náklady na vytěženou tunu uhlí se v roce 2010 pohybovaly na úrovni 295 PLN (75 EUR) a v prvním čtvrtletí tohoto roku dosáhly 308 PLN (78 EUR) na vytěženou tunu. Což je srovnatelné s obdobnými společnostmi v regionu. Společnost NWR (přímý konkurent JSW) měla v roce 2010 peněžní náklady na tunu uhlí 73 EUR a v prvních třech měsících letošního roku 90 EUR. Velmi nízké má však JSW peněžní náklady na vyrobenou tunu koksu v roce 2010 to bylo 107 PLN (27 EUR) a v prvním čtvrtletí 117 PLN (30 EUR). U společnosti NWR to bylo 59 v roce 2010 a 61 EUR v prvním čtvrtletí 2011.

Porovnání se sektorem

Nejbližším konkurentem a nejlépe porovnatelná konkurence společnosti Jastrzębska Spółka Węglowa je těžářská společnost NWR. Jedná se o přibližně stejně velké společnosti, které působí ve stejném oboru, stejném regionu a postupují tak obdobná rizika. NWR i JSW mají velmi podobný objem, jak produkce, tak i prodejů uhlí. Srovnatelná je také nákladová stránka, když obě společnosti mají velký podíl fixních nákladů. JSW však oproti NWR vyrábí a prodává více koksu a dosahuje také výrazně nižších nákladů na výrobu tuny koksu.

Tabulka č. 4 porovnání základních ukazatelů

2010	JSW	NWR
Výnosy (mil. eur)	1 850	1 590
EBITDA (mil. eur)	705	464
EBITDA margin	38%	29%
Čistý zisk	382	233
Produkce uhlí (mil. tun)	13,3	11,4
Produkce koksu (mil. tun)	2,6	1,0
Rezervy (mil. tun)	552	397
Náklady na tunu uhlí (euro)	78	73
Náklady na tunu koksu (euro)	30	59

Pro rychlé ocenění společnosti JSW jsme použili porovnání fundamentálních ukazatelů NWR a pro přehled uvádíme také průměr vybraných společností působících v regionu CEE. Společnost NWR se obchoduje s násobky P/E pro roky 2011 a 2012 ve výši 7,1 respektive 7,7 a násobky EV/EBITDA 5,2 a 4,2 pro stejné roky. Pokud aplikujeme tyto násobky nejbližšího porovnatelného konkurenta na společnost Jastrzębska Spółka Węglowa ohodnocení společnosti se pohybuje v rozmezí 16,08 - 17,89 miliard PLN, což na akcii představuje 135 – 150 PLN.

Tabulka č. 5 porovnání se sektorem

	tržní kapitalizace (mil. euro)	P/E		EV/EBITDA		EBITDA margin	
		2011	2012	2011	2012	2011	2012
Bogdanka SA	1035	16,6	10,2	8,0	5,3	33,8	33,5
Radspadskaya	3323	10,9	6,0	8,4	4,7	62,4	67,6
Sadovaya Group	138	25,8	18,6	11,0	7,8	29,1	19,8
Kuybasskaya	522	10,6	6,5	6,4	5,0	20,3	22,1
UK Coal	132	14,8	12,3	14,7	8,5	18,2	19,3
Chervonoarmiyska	234	13,5	9,4	9,5	5,8	15,6	19,3
Southern Kuybass	1388	12,3	9,5	4,3	4,1	30,8	30,2
průměr	1215	14,4	10,2	8,5	5,8	30,5	30,7
NWR	2451	7,1	7,7	5,2	4,2	34,0	34,0

Cenové rozmezí úpisu akcií společnosti JSW je 114 – 146 polských zlotých, naše ohodnocení společnosti se pohybuje v rozmezí 135 - 150 zlotých. Doporučujeme tedy vstup do plánovaného IPO u dolní hranice (114 PLN) cenového rozmezí, které nabízí dostatečný potenciál růstu.

Dozor nad Fio banka, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále "Fio") Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu u 13 emisí zařazených v segmentu SPAD. Fio není tvůrcem trhu emise akcií Kit Digital, Inc.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny nebo s ohledem na jiné skutečnosti a vývoj na trhu, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukování šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvedoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

Koupit – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Akumulovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

Redukovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

K dnešnímu datu 17.6.2011 Fio banka, a.s. má platných 15 investičních doporučení. Z toho je 6 doporučení k nákupu, 5 doporučení akumulovat, 3 doporučení držet a jedno doporučení je redukovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené vyhláškou č. 114/2006 o povtové prezentaci investičních doporučení §7.