

poniedziałek, 14 października 2019 | aktualizacja raportu

KGHM: akumuluj (podwyższona)

KGH PW; KGH.WA | Metale, Polska

Deeskalacja wojny handlowej

Osiągnięcie porozumienia między USA a Chinami naszym zdaniem zaskakuje pozytywnie, co przekładać się będzie na zamykanie krótkich pozycji na surowcach i adekwatny wzrost notowań metali przemysłowych. Dotychczas te były pod wyraźną presją rosnących napięć handlowych między największymi gospodarkami, co doprowadziło do wyraźnego zwiększenia pozycji krótkich przez inwestorów spekulacyjnych. Obecnie ta w przypadku miedzi wynosi -48 tys. sztuk, co stanowi 4. najwyższy tygodniowy odczyt w 2019 roku i praktycznie bliski rekordowego w historii poziomu. Deklaracja braku nowych cel naszym zdaniem może przywrócić wiarę inwestorów we wzrost globalnego popytu na miedź, co przy słabych danych produkcyjnych w 2019 roku (w 1H'19 światowa produkcja -1,4% r/r) może zwiększyć szanse na deficyt surowca i wzrost cen. Warto zwrócić uwagę, że w ostatnim miesiącu w Chile i Peru produkcja została zachwiana w kopalniach odpowiadających za około 570 tys. ton miedzi w skali roku (2-3% światowej produkcji). Podwyższamy nasze prognozy cen miedzi na lata 2020-2021 (do odpowiednio 6450 i 6700 USD/t) oraz metali szlachetnych (złota do 1350 USD/oz, srebra do 16,5 USD/oz). Warto również zauważyć, że KGHM od października jest wyraźnym beneficjentem osłabienia PLN do USD. Podnosimy naszą rekomendację dla KGHM z trzymaj do akumuluj, a naszą cenę docelową aktualizujemy o zmianę wyceny spółek porównywalnych i prognoz z 77,51 PLN do 90,12 PLN.

Inwestorzy aktywni obstawili spadki cen metali

Aktualnie liczba otwartych pozycji spekulacyjnych na metalach ogółem wynosi 560 tys. sztuk i jest praktycznie na najniższym poziomie od 2015 roku. Inwestorzy wyraźnie obstawili spadki cen miedzi, na której liczba pozycji spadła na przełomie sierpnia i września do ponad -50 tys. sztuk, co stanowi historyczny rekord. Obecnie liczba otwartych pozycji na miedzi wynosi -48 tys. sztuk, a aktywni inwestorzy jeszcze w poprzednim tygodniu zwiększali swój zakład w obawie o brak porozumienia na linii USA-Chiny.

Niespodziewane problemy w Ameryce Łacińskiej

W ostatnich trzech tygodniach trzy kopalnie w Ameryce Południowej odnotowały problemy produkcyjne związane ze strajkami załogi bądź aktywistów (Las Bambas 120 tys. t miedzi rocznie, Los Pelambres 370,5 tys. t miedzi rocznie i Antucoya 72,2 tys. t miedzi rocznie). W sumie wszystkie trzy projekty odpowiadają za 2-3% światowej produkcji miedzi. Warto również zwrócić uwagę, że w 1H'19 produkcja metalu w Chile (największy światowy producent miedzi) spadła o 2,5% r/r w efekcie anomalii pogodowych i prowadzonych negocjacji płacowych.

Oslabienie PLN/USD sprzyja polskiemu wydobywaniu

Oslabienie PLN do USD jest korzystne dla spółek wydobywczych w Polsce, w tym dla KGHM. Każde osłabienie PLN do USD o 0,10 PLN przekłada się na wzrost przychodów o 550 mln PLN oraz EBITDA o 420-430 mln PLN.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	20 275,0	20 526,0	22 706,6	22 477,4	23 087,8
EBITDA (skor.)	5 753,0	4 972,0	5 335,1	4 732,7	4 997,4
marża EBITDA	28,4%	24,2%	23,5%	21,1%	21,6%
EBIT (skor.)	4 144,0	3 176,0	3 481,9	2 800,4	3 013,5
Zysk netto (skor.)	1 792,0	1 887,9	2 423,9	1 887,9	2 047,0
P/E (skor.)	8,9	8,5	6,6	8,5	7,8
P/CE	5,2	4,6	3,7	4,2	4,0
P/BV	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (skor.)	3,9	4,6	3,8	4,1	3,7
DPS	1,00	0,00	0,00	1,50	2,83
DYield	1,3%	0,0%	0,0%	1,9%	3,5%

Cena bieżąca	79,92 PLN
Cena docelowa	90,12 PLN
Kapitalizacja	15,9 mld PLN
Free float	8,5 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	104,7 mln PLN

Akcjonariat

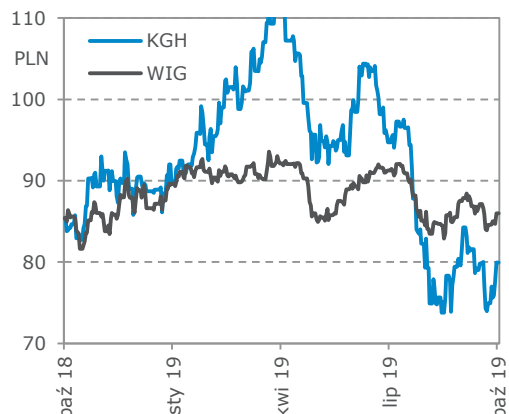
Skarb Państwa	31,79%
OFE NN	7,37%
OFE Aviva	5,25%

Pozostali	55,59%
-----------	--------

Profil spółki

Pod względem wielkości produkcji KGHM jest 8. na świecie największym producentem miedzi, 1. srebra. Grupa KGHM znajduje się w trzecim kwartyle producentów miedzi pod względem kosztu wydobycia miedzi. Spółka prowadzi działalność związaną z wydobywaniem, przetapianiem miedzi w Polsce (kopalnie Lubin, Rudna, Polkowice-Sieroszowice) oraz posiada kopalnie miedzi w Chile (Sierra Gorda), USA (Robinson i Carlota) i Kanadzie (Ajax, zagłębie Sudbury i Victoria).

Kurs akcji KGH na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
KGHM	90,12	77,51	akumuluj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
KGHM	79,92	90,12	+12,8%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
EBITDA (skor.)	+2,9%	+7,9%	+3,5%
Zysk netto (skor.)	+5,2%	+16,6%	+6,9%
Miedź (USD/t)	0,0%	+2,4%	+0,8%
Srebro (USD/oz)	+3,1%	+3,1%	+3,1%
Molibden (USD/t)	+11,1%	+4,8%	+4,8%
Prod. miedzi (tys. ton)	0,0%	0,0%	0,0%
Prod. srebra (ton)	0,0%	0,0%	0,0%
Prod. molibdenu (mln lb)	0,0%	0,0%	0,0%

Analitik:

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAGAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawieniem wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 14 października 2019 o godzinie 08:35. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 14 października 2019 o godzinie 08:35.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wyliczona w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki KGHM wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-08-22	2019-08-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-15
cena docelowa (PLN)	77,51	80,38	98,35	91,71	105,57	92,41	84,56	87,99
kurs z dnia rekomendacji	74,90	87,78	101,70	95,00	109,40	94,16	92,60	85,40

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz**Kamil Kliszczyk**

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak

+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski

+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk

+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski

+48 22 438 24 09
piotr.poniakowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk

+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy****Piotr Gawron**

dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek

+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec

+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski

+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop

+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Bartosz Orzechowski

+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Magdalena Bernacik

+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski

+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne**Joanna Łukasik**

+48 22 697 48 82
joanna.lukasik@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**Kamil Szymański**

dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak

wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl