



Biuro maklerskie

mBank.pl

wtorek, 24 marca 2020 | aktualizacja raportu

KGHM: redukuje (obniżona)

KGH PW; KGH.WA | Metale, Polska

Niekorzystne otoczenie makroekonomiczne

Dynamicznie rosnące monitorowane zapasy (praktycznie 2x wyższe niż w połowie stycznia), przy wygaszaniu aktywności gospodarczej w Europie i USA (oba regiony odpowiadają za około 20% światowej konsumpcji), będą naszym zdaniem prowadzić do utrzymania niskich cen miedzi przynajmniej do końca 2Q'20. Aktualnie, gotówkowy koszt produkcji miedzi dla mediany wydobycia na 2020 rok wynosi około 3860 USD/t, ale z uwagi na spadające ceny ropy naftowej dominująca na świecie odkrywkowa produkcja miedzi odnotuje naszym zdaniem nawet około 10% spadek kosztów wydobycia (do około 3500 USD/t). Grupa KGHM, gdzie koszt produkcji zależy w zdecydowanym stopniu od cen energii elektrycznej, jest relatywnie drogim producentem (trzeci kwartyl). Ryskiem dla wyników jest również obserwowana korekta cen srebra – warto zwrócić uwagę, że za 40% zużycia metalu jest odpowiedzialna spawalniająca branża przemysłowa. Obniżamy nasze prognozy cen miedzi na 2020 rok z 6000 USD/t do 5000 USD/t oraz srebra z 18 USD/oz do 15 USD/oz. W obliczu niższych cen surowców naszym zdaniem KGHM zanotuje nawet 40% r/r spadek wyniku EBITDA. Obniżamy naszą wycenę z 76,92 PLN/akcja do 46,83 PLN/akcja oraz rekomendację z trzymaj do redukuje.

Wyniki 4Q'19

Wyniki w 4Q'19 okazały się o gorsze od naszych oczekiwań i konsensusu (na poziomie EBITDA o około 17%). Wyższe okazały się koszty zakupu wsadów obcych oraz ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej. Grupa mimo dobrego przepływu gotówki z działalności operacyjnej (2,6 mld PLN vs 2,0 mld PLN) zanotowała zbliżony do oczekiwań dług netto (6,9 mld PLN). Wskaźnik C1 Grupy w całym 2019 roku wyniósł 1,7 USD/lb.

Scenariusz negatywny

Z uwagi na dużą zmienność na rynku zdecydowaliśmy się na przedstawienie scenariusza negatywnego dla Grupy KGHM, w którym zakładamy nieco bardziej skrajne otoczenie w 2020 roku (cena miedzi 4500 USD/t; cena srebra 14,5 USD/oz; cena ołowiu 1700 USD/t) i wolniejszy powrót do wyższych cen surowców w 2021 roku. W takim scenariuszu EBITDA Grupy w 2020 roku spada do 2,2 mld PLN, a dług netto wzrasta do poziomu 3,6x EBITDA'12M. Wycena modelem DCF w takim scenariuszu i pozostałych założeniach niezmiennych spada do poziomu 51 PLN/akcja (-5% do scenariusza bazowego). Scenariusz negatywny nie zakłada znaczącego spadku wydobycia w przypadku gdyby epidemia COVID-19 zmusiła władze do zmian w harmonogramie pracy załogi pracującej.

Scenariusz optymistyczny

Przedstawiamy również scenariusz optymistyczny, w którym zakładamy, że średnia cena miedzi w 2020 roku spada jedynie do 5500 USD/t, a srebra do 15,5 USD/oz. W 2021 roku cena miedzi rośnie do 6200 USD/t, a srebra do 16,5 USD/oz. Wówczas w 2020 roku przy niskim kursie PLN/USD (4,00) EBITDA Grupy spada jedynie o 20% r/r do 4,3 mld PLN. W takim wariantcie wycena DCF implikuje wartość 57 PLN/akcja.

(mIn PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	20 526,0	22 723,0	20 241,9	20 558,2	22 236,0
EBITDA (skor.)	4 972,0	5 229,0	3 227,1	3 234,9	4 287,0
marża EBITDA	24,2%	23,0%	15,9%	15,7%	19,3%
EBIT (skor.)	3 176,0	3 309,0	1 196,1	1 056,8	2 135,4
Zysk netto (skor.)	1 887,9	2 230,2	600,3	484,9	1 317,8
P/E (skor.)	5,8	4,9	18,2	22,5	8,3
P/CE	3,2	3,3	4,2	4,1	3,1
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA (skor.)	3,6	3,4	5,6	5,6	4,0
DPS	0,00	0,00	1,00	0,75	1,21
DYield	0,0%	0,0%	1,8%	1,4%	2,2%

Cena bieżąca	54,64 PLN
Cena docelowa	46,83 PLN
Kapitalizacja	10,9 mld PLN
Free float	6,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	118,7 mln PLN

Akcjonariat

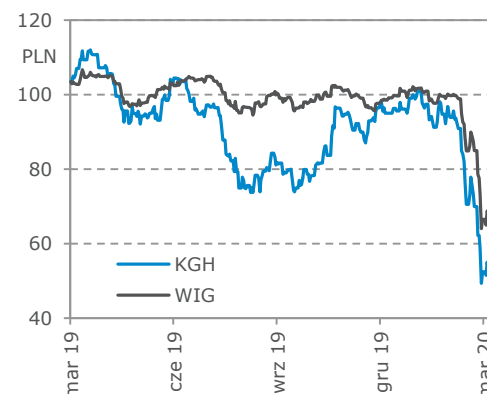
Skarb Państwa	31,79%
OFE NN	7,37%
OFE Aviva	5,25%

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 kwartalu producentów miedzi pod względem kosztu wydobycia miedzi. Spółka prowadzi działalność związaną z wydobywaniem, przetwarzaniem 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	46,83	76,92	redukuje	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
KGHM	54,64	46,83	-14,3%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
EBITDA (skor.)	-33,8%	-23,7%	-3,4%
Zysk netto (skor.)	-68,6%	-66,1%	-18,5%
Miedź (USD/t)	-16,7%	-6,5%	0,0%
Srebro (USD/oz)	-16,7%	-5,9%	0,0%
Molibden (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Prod. miedzi (tys. ton)	+0,4%	+0,7%	+0,7%
Prod. srebra (ton)	+2,4%	+7,0%	+7,9%
Prod. molibdenu (mln lb)	+0,9%	+0,9%	+0,9%

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

PRZEWAGA (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

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura 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 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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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 przedstawione 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 24 marca 2020 o godzinie 08:16. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 24 marca 2020 o godzinie 08:16.

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 Biura 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 Biurze 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 Biura 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) – wycena 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**KGHM**

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-08	2019-11-06	2019-10-14	2019-08-22	2019-08-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	76,92	86,33	85,54	96,13	96,14	90,12	77,51	80,38	98,35	91,71	105,57
kurs z dnia rekomendacji	77,82	96,44	88,66	96,70	91,64	79,92	74,90	87,78	101,70	95,00	109,40



mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 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 Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@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.poniatowski@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

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@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

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

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@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