



Biuro maklerskie

mBank.pl

środa, 24 marca 2021 | aktualizacja raportu

KGHM: kupuj (podwyższona)

KGH PW; KGH.WA | Metale, Polska

Supercykl na miedzi materializuje się

Aktualnie najsilniejszymi czynnikami stymulującymi wzrost zapotrzebowanie na miedź jest oczekiwane zwiększenie sprzedaży samochodów elektrycznych (te zużywają 4x więcej miedzi niż klasyczne) oraz wzrost nakładów na odnawialne źródła energii (te konsumują 4-5x więcej miedzi niż bloki zasilane paliwami kopalnianymi). Freeport McMoRan szacuje, że obie kategorie przełożą się na ponad dwukrotny wzrost zapotrzebowania na miedź w ciągu najbliższych 5-ciu lat (z 0,6 mln ton w 2020 roku do 1,6 mln ton w 2025 roku ~ ponad 6% tegorocznej produkcji miedzi na świecie). Dodatkowo wzrost floty samochodów elektrycznych (Wood Mackenzie—do 2040 roku flota wzrośnie do 323 milionów vs. 10 mln obecnie z roczną sprzedażą na poziomie 45 mln sztuk) oraz rozwój OZE wymagają wzrostu nakładów na infrastrukturę do przesyłania energii oraz inwestycje w stacje ładowania aut (Bloomberg szacuje, że do 2040 roku na świecie potrzebnych będzie 12 mln komercyjnych punktów ładowania - każdy średnio zużywa 10 kg miedzi). Po stronie podaży natomiast warto zwrócić uwagę, że poza kilkoma projektami (Kamoa Kongo, Oyu Tolgoi II w Mongolii, Quebrada Blanca Phase 2 w Chile) obecnie na lata 2022-23 nie ma w fazie konstrukcji żadnych nowych projektów o zdolnościach produkcyjnych ponad 200 tys. ton miedzi rocznie. Z kolei CRU (Commodities Research Unit) oczekuje, że do 2034 roku produkcja górnicza miedzi spadnie do 12 mln ton (vs. około 20 mln ton obecnie), co powodować będzie prawie 15 mln ton niedoboru metalu rocznie. Dodatkowo około 200 istniejących kopalni do 2035 roku ulegnie wyczerpaniu i powinna zostać zastąpiona przez nowe projekty. Ze względu na bardzo optymistyczne perspektywy miedzi na nadchodzące lata podnosimy nasze długoterminowe prognozy cen metalu do 9000 tys. USD/t, co implikuje, że w bieżącym roku EBITDA Grupy KGHM przekroczy 10 mld PLN, a na koniec 2021 roku KGHM prawdopodobnie spłaci swoje całe zadłużenie. To z kolei przy braku znaczących nowych projektów inwestycyjnych zwiększa szansę na wzrost dywidendy dla akcjonariuszy w przyszłości i poprawę postrzegania przez inwestorów zagranicznych (zmniejszenie dyskonta do spółek porównywalnych). Podwyższamy naszą wycenę Grupy KGHM z 152,27 PLN/akcja do 230,25 PLN/akcja oraz rekomendację z trzymaj do kupuj.

Produkcja i popyt na miedź w górę w 2021 roku

Produkcja górnicza w 2021 roku według ICSG wzrosła o 4,5% r/r, po 1,5% spadku w 2020 roku. Wśród nowych projektów górniczych w bieżącym roku pojawiają się jedynie Tominskoye (około 100 tys. ton produkcji rocznie), Deziwa (Kongo około 80 tys. ton produkcji rocznie) oraz rozruch Cobre de Panama (wzrost z 200 tys. ton do 300-330 tys. ton rocznie). W końcu Panamę oczekiwany jest wzrost produkcji w Indonezji z ukończeniem 2 fazy projektu Grasberg. Warto zauważyć, że bieżąca prognoza produkcji miedzi na 2020 rok jest o około 0,7 mln ton niższa niż szacowała agencja w X'19. Według ICSG w 2021 roku zużycie miedzi na świecie wzrosło o 1,1% r/r, a nadwyżka produkcji miedzi na świecie w 2021 roku wyniesie 70 tys. ton vs. deficyt 50 tys. ton w 2020 roku.

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	22 723,0	24 285,5	32 128,8	30 883,1	30 699,9
EBITDA (skor.)	5 229,0	6 656,7	10 104,0	8 918,4	8 609,8
marża EBITDA (skor.)	23,0%	27,4%	31,4%	28,9%	28,0%
EBIT (skor.)	3 309,0	4 711,2	8 002,8	6 824,5	6 538,1
Zysk netto (skor.)	2 230,2	2 412,8	5 751,4	4 851,7	4 621,9
P/E (skor.)	15,9	14,7	6,2	7,3	7,7
P/CE	10,6	8,1	4,5	5,1	5,3
P/BV	1,8	1,6	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA (skor.)	8,1	6,0	3,5	3,7	3,6
DPS	0,00	0,00	2,00	10,00	14,56
DYield	0,0%	0,0%	1,1%	5,6%	8,2%

Cena bieżąca	177,05 PLN
Cena docelowa	230,25 PLN
Kapitalizacja	35,4 mld PLN
Free float	19,9 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	217,4 mln PLN

Akcyonariat

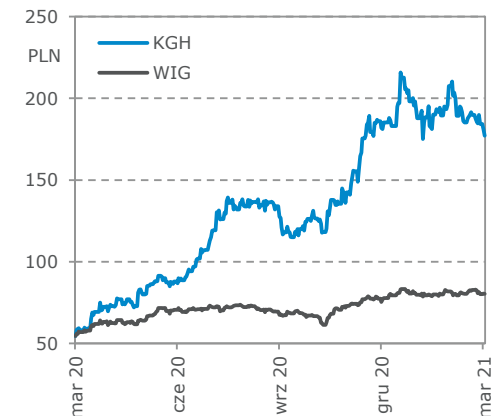
Skarb Państwa	31,79%
OFE NN	6,77%
OFE Aviva	5,25%

Pozostali 56,19%

Profil spółki

Pod względem wielkości produkcji KGHM jest 8. na świecie największym producentem miedzi, 2 srebra. Grupa KGHM znajduje się w trzecim kwartylu 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	230,25	152,27	kupuj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	177,05	230,25	+30,0%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P	2023P
EBITDA (skor.)	46,4%	31,3%	29,9%
Zysk netto (skor.)	71,3%	48,0%	46,2%
Miedź (USD/t)	20,0%	20,0%	20,0%
Srebro (USD/oz)	8,3%	0,0%	0,0%
Molibden (USD/t)	4,0%	0,0%	0,0%
Prod. miedzi (tys. ton)	5,5%	5,3%	5,0%
Prod. srebra (ton)	-0,8%	-0,8%	-0,8%
Prod. molibdenu (mln lb)	4,1%	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

PRZEWAŻENIE (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. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Gieldowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnty, 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 Gieldowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnty, 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 24 marca 2021 o godzinie 07:53.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 24 marca 2021 o godzinie 08:25.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie 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 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	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-10-02	2020-07-29	2020-06-03	2020-05-05	2020-03-24	2020-03-04
cena docelowa (PLN)	152,27	103,84	124,67	62,94	46,83	46,83	76,92
kurs z dnia rekomendacji	177,20	115,15	129,45	88,10	74,00	54,64	77,82

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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.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

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

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
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl