



24 lutego 2009

Komentarz specjalny



Metale

Polska

Michał Marczak
(48 22) 697 47 38
michal.marczak@dibre.com.pl

KGHM

KGHM.WA; KGH.PW

Kupuj

(Niezmieniona)

Budżet i strategia

Obecna cena 33,0 PLN, Cena docelowa 49,2 PLN

Naszym zdaniem budżet przyjęty przez zarząd na rok 2009 (488 mln PLN zysku netto) jest ostrożny i wynika z: i) dużej nieprzewidywalności przyszłych cen; ii) trwających obecnie negocjacji ze związkami zawodowymi ws. wzrostu wynagrodzeń; iii) okresu, w którym decydują się losy dywidendy za 2008 (zarząd rekomenduje pozostawianie całego zysku w spółce). Przyjęcie w modelu obecnych parametrów makro (Cu – 3 300 USD/t, srebro – 14,5 USD/troz, PLN/USD 3,65) implikuje całoroczny zysk netto na poziomie 1,2 mld PLN. Ogłoszona przez zarząd strategia na lata 2009-18 jest zebra- niem projektów od lat zapowiadanych przez kolejne zarządy. Jedyną nowością jest wielkość produkcji miedzi po in- westycjach (700 tys. ton). Podtrzymujemy rekomendację kupna dla akcji spółki.

Ostrożny budżet na 2009

Budżet KGHM na 2009 rok zakłada osiągnięcie przychodów ze sprzedaży w wysokości 7 048 mln PLN oraz zysku netto na poziomie 488 mln PLN. Powyższe wyniki zostały osiągnięty przy następujących założeniach makro: i) średnioroczna cena miedzi 3 200 USD/t, ii) średnioroczna cena srebra 10,00 USD/troz (322 USD/kg), średnioroczny kurs PLN/USD równy 2,90. Spółka wyprodukuje 512 tys. ton miedzi elektrolitycznej (spadek z 525 tys. ton w 2008 to głównie efekt przestoju remontowego w hucie Głogów), z czego 98 ze wsadów obcych oraz 1 125 ton srebra. Jednostkowy koszt produkcji miedzi wyniesie 10 466 PLN/t. Spółka zamierza wydać na zakup i budowę środków trwałych 1 235 mln PLN (m.in. rozpoczęcie projektów: piec zawie- sinowy, dwa bloki parowo-gazowe) i inwestycje kapitałowe 939 mln PLN (zagranicznego podmiotu górniczego, w celu posze- rzenia bazy materiałowej oraz inwestycje w branży energetycznej). Budżet na rok 2009 uwzględnia podjęcie doraźnych mają- cych obniżyć koszty operacyjne. Zarząd założył w budżecie, że spółka nie wypłaca dywidendy za 2008 rok. Ostateczną decy- zję dotyczącą podziału zysku podejmie ZWZA (nie ustalono jeszcze terminu).

Budżet przyjęty przez spółkę, w kontekście obecnych cen srebra (14,5 USD/troz) i kursu walutowego (PLN/USD 3,65) należy uznać za bardzo zachowawczy. Tylko z tytułu wyższej niż przyjęta w budżecie ceny srebra (+4,0 USD/troz) - przy niezmienio- nym założeniu co do kursu walutowego - wynik EBIT wzrasta o 140 mln USD. Różnica na kursie walutowym to ponad 1 mld PLN wyniku operacyjnego (uwzględniając wyższe koszty zakupu złomów).

Prognoza EBIT i zysku netto KGHM na 2009 i 2010 przy obecnych poziomach notowań miedzi, srebra i PLN

(mln PLN)	IQ09P	IIQ09P	IIIQ09P	IVQ09P	IQ10P	IIQ10P	IIIQ10P	IVQ10P
Przychody, gdzie	2 151	2 525	2 214	2 155	2 201	2 300	2 279	2 162
Cena miedzi LME (USD/t)	3 299	3 300	3 300	3 300	3 300	3 300	3 300	3 300
Cena miedzi efektywna (USD/t)*	4 102	4 010	3 410	3 410	3 425	3 425	3 425	3 425
Cena srebra (USD/kg)	378	450	450	450	450	450	450	450
PLN/USD	3,26	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Łączna produkcja miedzi (t), z czego	128	130	129	125	132	133	133	125
z wsadów własnych bez hedgingu	78	75	98	98	115	108	102	98
z wsadów własnych z hedging	33	30	0	0	0	0	0	0
z wsadów obcych	17	25	31	27	17	25	31	27
Koszty operacyjne razem, gdzie	1 761	1 858	1 963	2 041	1 806	1 879	1 985	2 065
Amortyzacja	117	117	117	117	117	117	117	117
Wynagrodzenia	664	601	635	711	677	613	648	725
Materiały i energia, w tym	692	828	900	897	720	834	905	902
wsady obce	188	301	373	325	210	301	373	325
pozostałe	505	527	526	572	510	532	531	577
Usługi obce	210	234	234	239	212	237	236	241
Pozostałe	78	78	78	78	79	79	79	79
JKPM (PLN)	10 901	10 296	11 189	12 306	10 065	10 108	10 953	12 495
JKPM (USD)	3 345	2 821	3 066	3 372	2 758	2 769	3 001	3 423
EBIT	394	671	255	118	400	425	298	101
Zysk netto	329	553	216	106	334	354	252	92
EBIT	1 437				1 224			
Zysk netto	1 205				1 032			

Źródło: DI BRE Banku SA, * po uwzględnieniu hedgingu, premii produktowej i geograficznej

Największym zaskoczeniem budżetu jest dla nas prognozowany jednostkowy koszt produkcji na poziomie zaledwie 10 500 PLN/t. Zaskakuje to, że został on przedstawiony przy jednocześnie niskiej prognozie cen srebra. Przy założeniu wyższej ceny srebra (obniżenie kosztu jednostkowego) i słabszego PLN (wzrost kosztów wsadów obcych, ale jednocześnie wyższe przychody ze sprzedaży srebra), jednostkowy koszt produkcji miedzi obniża się o dodatkowe 1 tys. PLN/t.

Strategia na lata 2009-2018

Rada Nadzorcza zatwierdziła strategię KGHM na lata 2009 – 2018, której głównym elementem jest zwiększenie produkcji miedzi do ok. 700 tys. ton oraz zwiększenia efektywności operacyjnej. Zwiększenie produkcji ma nastąpić poprzez: i) rozwój systemu eksploatacji złóż głębokich (zagospodarowanie złoża Głogów Głęboki – Przemysłowy, opracowanie systemu eksploatacji złóż poniżej 1200 metrów); ii) inwestycje w zagraniczne aktywa górnicze (spółka wytypowała krótką listę celów inwestycyjnych, pierwszy może zrealizować się w br.); iii) poszukiwanie nowych złóż w regionie Lubina (rozpoznanie możliwości eksploatacji w obszarze Radwanice – Gaworzyce, rozpoznanie i udokumentowanie obszaru Weisswasser (Niemcy), prace eksploracyjne na terenach sąsiadujących ze złożami KGHM; iv) zwiększenie przerobu złomów.

W sferze poprawy efektywności zarząd zamierza: i) wdrożyć nowe technologie (mechaniczne urabianie złóż do 2 m, piec zawieszinowy w Hucie Miedzi Głogów I, automatyzacja procesu wzbogacania rud); ii) modernizację istniejącej infrastruktury (wymiana maszyn górniczych – utrzymanie wskaźnika wymiany maszyn na poziomie 17%), wymianę parku maszynowego w oddziałach ZWR (nowe maszyny flotacyjne), modernizację Huty Miedzi Głogów II; iii) optymalizację procesów i organizacji produkcji (centralizacja zakupów, opracowanie i wdrożenie informatycznego systemu zarządzania eksploatacją złoża, intensyfikację robót przygotowawczych pod ziemią).

Trzecim istotnym elementem strategii jest dywersyfikacja przychodów i stopniowe uniezależnianie się od cen energii. W tym obszarze zarząd zakłada m.in. dalsze zaangażowanie w branżę telekomunikacyjną oraz stopniowe wejście w branżę energetyczną. Energetyka KGHM miałaby opierać się na trzech głównych elementach: i) gaz – poprzez realizację inwestycji związanej z budową bloków gazowo – parowych w Głogowie i Polkowicach (na własne potrzeby - zaspokojenie 25% zapotrzebowania spółki na energię elektryczną), ii) węgiel kamienny – planowany współudział z partnerem branżowym w budowie elektrowni opalanej węglem kamiennym, iii) odnawialne źródła energii – energetyka wiatrowa. Długookresowo Spółka planuje osiągnąć ok. 3% udział w rynku energii w Polsce.

Wg założeń zarządu, łączne nakłady inwestycyjne na realizację projektów strategicznych w latach 2009 – 2018 wyniosą około 19,8 mld PLN. W większości strategia jest uporządkowaniem wcześniej zapowiadanych projektów i nie powinna mieć większego wpływu na kurs. Jedyną nowością jaka pojawia się w strategii jest wielkość produkcji miedzi po inwestycjach (700 tys. ton). Zakładamy, że może ona zostać osiągnięta głównie przez inwestycje kapitałowe w zagraniczne złoża (tu nadal tylko plany). Naszym zdaniem inwestorzy nie powinni zbyt martwić się ogromnymi kwotami przyszłych inwestycji (19,8 mld PLN), co odbiłoby się na poziomie przyszłych dywidend. Kolejne zarządy prezentują ambitne programy, które nie są realizowane, a w związku z tym ostatecznie Skarb Państwa decyduje o wypłacie dywidendy. Nie oczekujemy w tym elemencie zmiany w przyszłości.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, telekomunikacja, surowce, metale, media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszc tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kluszcz@dibre.com.pl
Paliwa, chemia, handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.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**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**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**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**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 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 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. 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.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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.

DI BRE Banku 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.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Budvar Centrum, Centrum Klima, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Monnari Trade, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, POL-MOT Warfama, Rainbow Tours, Seco Warwick, Torfarm, Ulma Construcccion Polska, Unibep

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Bakalland, BRE Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enap, Erbud, Es-System, Farmacol, GTC, Huta Ferrum, Inter Groclin, Komputronik, Macrologic, Mennica Polska, Mieszko, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Optopol, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Provimi-Rolimpex, Seco Warwick, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Unibep.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.