

1 grudnia 2009

Aktualizacja raportu


Metale
Polska

Cena bieżąca	107,0 PLN
Cena docelowa	90,4 PLN
Kapitalizacja	21,4 mld PLN
Free float	12,4 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	189,84 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	41,79%
Pozostali	58,21%

Strategia dotycząca sektora

Spowolnienie światowej gospodarki negatywnie przekłada się na popyt na surowce. Dynamiczny spadek cen równie szybko zredukował produkcję kopalń, szczególnie z obszarów o wysokim koszcie jednostkowym. Przy obecnych cenach rośnie jednak ryzyko, że producenci zaczną „odmrażać” moce wytwórcze, co trafi na nadal słaby popyt z realnej gospodarki.

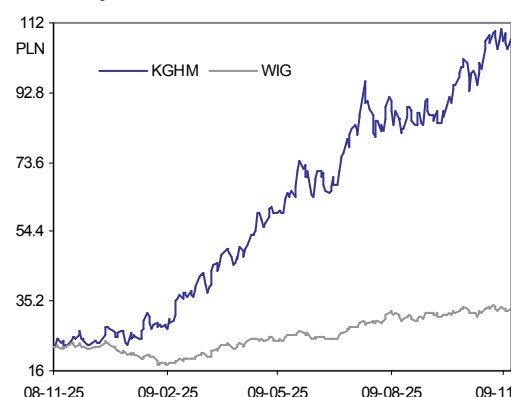
Profil spółki

Pod względem wielkości produkcji, KGHM jest szóstym producentem miedzi i drugim srebra na świecie. KGHM należy też do grona najdroższych producentów. Ponadto spółka posiada blisko 20% udział w Polkomtelu - operatorze telefonii komórkowej oraz 100% udział w Dialogu - operatorze telefonii stacjonarnej.

Ważne daty

09.12 - WZA

Kurs akcji KGHM na tle WIG



Michał Marczak

(48 22) 697 47 38

michal.marczak@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

KGHM

KGHM.WA; KGH.PW

Redukuj

(Podtrzymana)

Spacer po linie trwa

9 grudnia NWZA KGHM zdecyduje m.in. o zaliczkowej dywidendzie ze spółki, która naszym zdaniem może wynieść nawet 50% zysku netto spółki za trzy kwartały, tj. 927 mln PLN (4,64 PLN na akcję, DY brutto 4,3%). Informacja ta powinna zostać pozytywnie przyjęta przez inwestorów, co naszym zdaniem będzie dobrą okazją do zredukowania akcji spółki w portfelu. Rynek miedzi wchodzi w okres słabego sezonowo popytu (grudzień-luty) przy wysokim wykorzystaniu mocy wytwórczych kopalń (grudzień), co powinno przynieść skokowy wzrost zapasów na giełdach towarowych (nawet 200 tys. ton). Biorąc pod uwagę silne wzrosty cen miedzi w ostatnich miesiącach ryzyko gwałtownej korekty cen metali istotnie rośnie. Przypominamy, że Skarb Państwa zamierza sprzedać w przyszłym roku ok. 10% akcji spółki. Przyjmując optymistycznie średnioroczną cenę miedzi na poziomie 6 000 USD/t (+13%) w całym okresie prognozy i kurs USD/PLN równy 2,75 (-8,3%) podwyższamy cenę docelową dla akcji spółki do 90,4 PLN (poprzednio 73,0 PLN).

Rynek miedzi - pozorna równowaga

Rynek miedzi pozornie wygląda na zbilansowany a obserwowana w ostatnich tygodniach skala wzrostu zapasów - biorąc pod uwagę, że światowa gospodarka jest w kryzysie - jest pomijana przez kapitał spekulacyjny zajmujący pozycję na surowcach. Zwracamy jednak uwagę, że wg. WBMS w pierwszych dziewięciu miesiącach br. światowy popyt na miedź pozostawał na poziomie z poprzedniego roku, z czego w Chinach wzrósł o 45% (+1,7 mln ton r/r) a w pozostałych krajach spadł o ok. 20%. Oznacza to, że udział Chin w globalnym popycie wzrósł do 40%! Przetwórcy w Chinach zwiększyli jednak zakupy metalu jedynie o 16,7%, co oznacza, że niemonitorowane zapasy zgromadzone przez SRB mogły wzrosnąć w tym okresie o ok. 1,1 mln ton (8% światowej konsumpcji, tj. więcej niż Japonia). Dane obrazują skalę faktycznej nierównowagi na rynku metalu i jego nieprzewidywalności (decyzje administracyjne). Decyzja SRB o wstrzymaniu zakupów przy nadal istotnej nadwyżce podaży nad realnym popytem prowadziłaby do szybkiego odbudowywania się zapasów na giełdach towarowych. Przy dalszym wzroście cen na LME rośnie ryzyko decyzji SRB o wprowadzeniu części zapasów na rynek.

Udany koniec roku

W grudniu KGHM otrzyma od Polkomtela zaliczkową dywidendę w wysokości 113 mln PLN, co pozytywnie wpłynie na wyniki spółki, częściowo niwelując zapowiedziane przez zarząd odpisy wartości aktywów na kwotę ok. 200 mln PLN. Po uwzględnieniu dobrego wyniku na działalności operacyjnej oczekujemy, że w 4Q spółka osiągnie ponad 500 mln zysku netto. Skarb Państwa jest zdeterminowany do wypłaty wysokiej dywidendy.

(mln PLN)	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	11 302	10 717	10 939	10 360	10 506
EBITDA	4 077	3 333	3 084	2 414	2 509
marża EBITDA	36,1%	31,1%	28,2%	23,3%	23,9%
EBIT	3 596	2 793	2 541	1 843	1 922
Zysk netto	2 920	2 289	2 270	1 717	1 820
DPS	9,0	11,7	8,0	4,5	4,3
P/E	7,3	9,3	9,4	12,5	11,8
P/CE	6,3	7,6	7,6	9,4	8,9
P/BV	2,0	2,0	1,9	1,8	1,6
EV/EBITDA*	3,9	5,1	5,3	6,4	5,8
DYield	8,4%	10,9%	7,5%	4,2%	4,0%

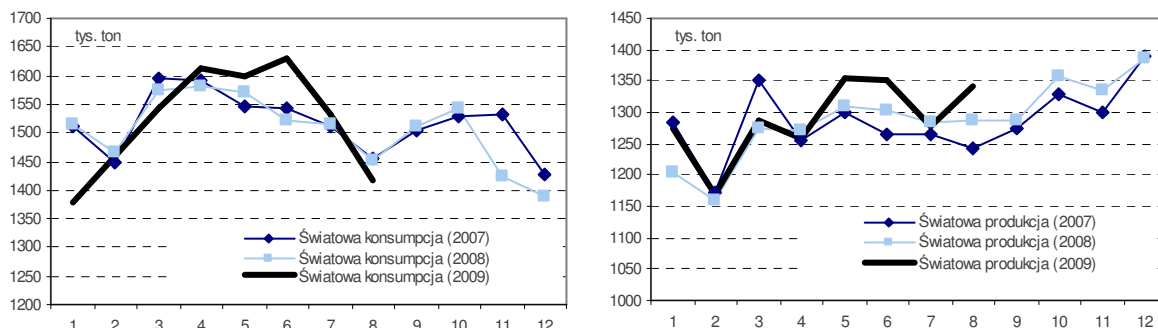
Dane jednostkowe, * po wylączeniu telekomów

Rynek miedzi i ceny

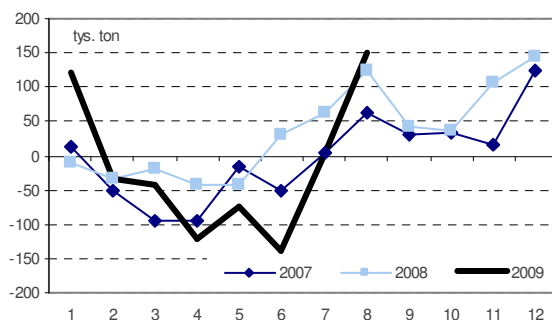
- Światowy popyt na miedź jest nadal słaby a bilans metalu nie wykazuje ogromnych nadwyżek podaży (600-700 tys. ton) tylko dzięki zakupom SRB. Tezę potwierdza niskie wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutach, które obrazują popyt na metal ze strony przemysłu.
- Wykorzystanie mocy produkcyjnych kopalń utrzymuje się na niskim poziomie, co dodatkowo nie wywiera presji na zapasy.
- W efekcie spekulacja na rynku miedzi (pochodna słabnącego USD) trwa dalej windując ceny do blisko 7 000 USD/t.
- Obecnie rynek miedzi wchodzi w okres słabego sezonowo popytu i rosnącego wykorzystania mocy produkcyjnych kopalń, co w grudniu powinno znaleźć przełożenie na skokowy wzrost zapasów. Dodatkowo można zakładać, że skłonność SRB do dalszych zakupów wraz z rosnącą ceną będzie malała. W efekcie, w najbliższych tygodniach istnieje wysokie ryzyko gwałtownej przeceny metali na LME.

Wg danych ICSG w pierwszych ośmiu miesiącach br. światowy popyt na miedź obniżył się r/r o 1,5%, z czego w Chinach wzrósł o 45% a w pozostałych krajach spadł o 19,5%. Największe spadki notują kraje wysoko-uprzemysłowione (29% światowego popytu): Japonia (-34%), USA (-23%) i UE (-23%). W tym okresie produkcja górnicza zwiększyła się o 3% a produkcja miedzi rafinowanej spadła o 0,8%. Popyt na metal z Chin to w dużym stopniu dalsze budowanie zapasów przez SRB (analiza poniżej). W sierpniu m.in. w związku z okresem wakacyjnym (sezonowy spadek popytu szczególnie widoczny w UE) powstała nadwyżka podaży metalu na poziomie ok. 150 tys. ton. Okres wrzesień – październik/listopad to ponowne sezonowe odbudowanie się popytu przed najbliższym okresem w roku, tj. miesiącami grudzień – styczeń/luty (wykresy poniżej). Na poziomie zapasów szczególnie istotne zmiany mogą mieć miejsce w grudniu, kiedy przy słabym popycie wykorzystanie mocy produkcyjnych kopalń jest najwyższe w roku (szacowana nadwyżka podaży w ostatnich dwóch latach na poziomie ok. 150 tys. ton).

Światowa konsumpcja miedzi i produkcja górnicza w rozbiściu na miesiące



Nadwyżka/deficyt miedzi rafinowanej (koncentrat z kopalń + złomy) w poszczególnych miesiącach

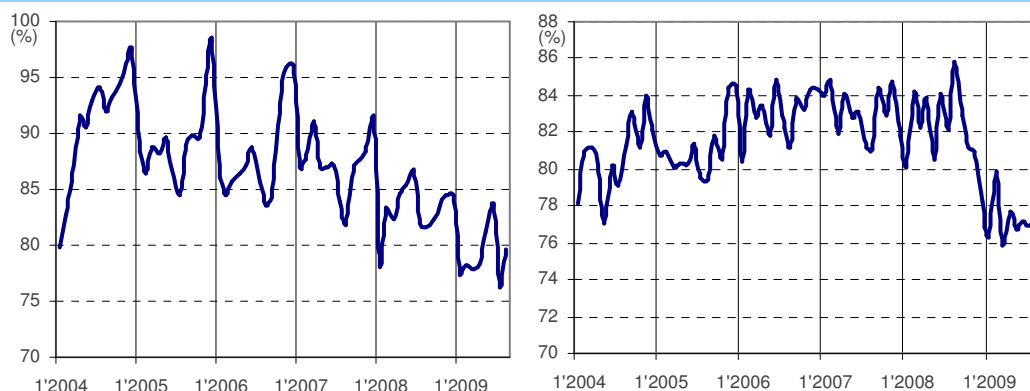


Źródło: ICSG

Z danych ICSG wynika, że wykorzystanie mocy produkcyjnych zarówno kopalń jak i hut jest nadal niskie. Podczas gdy, w kopalniach jest to efekt w dużym stopniu problemów

strukturalnych związanych z wydobywaniem, to w hutach wynika ze słabości popytu na metal. Dane te potwierdzają, że: kopalnie, które istotnie rozbudowały w ostatnich latach moce wytwórcze (silna koncentracja producentów w ramach globalnych organizacji) dopasowują produkcję do sytuacji rynkowej.

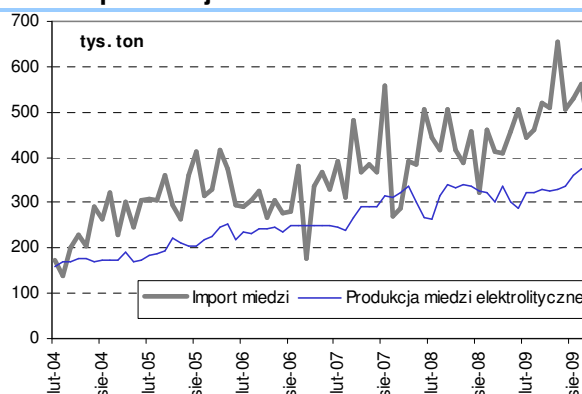
Wykorzystanie mocy produkcyjnych kopalń i hut miedzi



Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie ICSG, LME

Dane za osiem miesięcy przygotowywane przez ICSG nie wykazują istotnej zmiany w stosunku do poprzednich miesięcy. Wyraźnie widać, że światowy popyt jest nadal słaby a wysokie ceny metalu na LME są konsekwencją „gry” pod słabego USD oraz zakupów strategicznych robionych przez chińskie SRB. Ponieważ drugi element jest całkowicie nieprzewidywalny analiza fundamentalna tego rynku mija się z celem. Jeżeli SRB zamierza kupić kolejne 0,5 mln ton metalu do ceny np. 8 tys. USD/t to czeka nas kolejna fala wzrostu cen na LME, bo na rynku w kolejnych miesiącach będzie pojawiał się zwiększony popyt z odbudowujących się gospodarek krajów rozwiniętych, notujących obecnie ponad 20% spadki r/r. Inwestorzy zbagatelizują też ewentualny wzrost zapasów w sezonowo słabszym okresie na przełomie roku. Dodatkowo pojawią się komentarze, że w poprzednim cyklu gospodarczym zapasy miedzi wzrosły do 1,7 mln ton a obecnie do zaledwie 600 tys. Jeżeli jednak wzrost cen do obecnego poziomu skłoni chińczyków do wstrzymania zakupów, w popycie powstaje luka (dodatkowe 80-100 tys. ton miesięcznie), co bardzo szybko odłoży się na zapasach i wywoła gwałtowną korektę cen. Naszym zdaniem ryzyko takiego scenariusza jest obecnie bardzo wysokie.

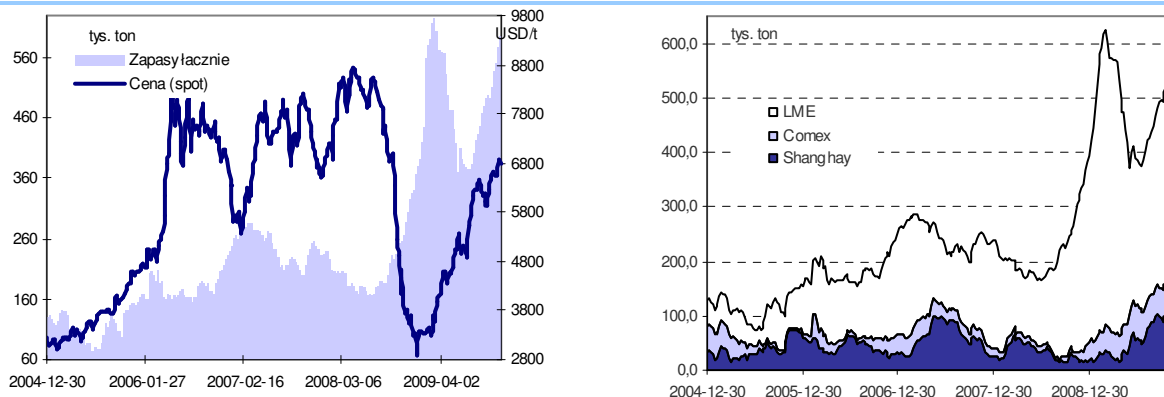
Chiński importu miedzi i produkcja hutnicza



Źródło: Bloomberg

Popyt z Chin osiągnął maksymalny poziom w czerwcu (656 tys. ton). W okresie lipiec - wrzesień obniżył się o ok. 150 tys. ton miesięcznie, co jednak jeszcze nie jest zapowiedzią zmiany polityki SRB i ma raczej charakter sezonowy (analogia do poprzednich lat). Sygnałem ostrzegawczym, będzie spadek zakupów w kolejnych miesiącach. W przypadku SRB występuje dodatkowy czynnik ryzyka, tj. nie wiemy co dalej będzie się działo ze zgromadzonym zapasem. Jeżeli SRB będzie chciało wprowadzić na rynek część zgromadzonego metalu to jest w stanie bardzo szybko sprowadzić ceny o co najmniej kilkaset USD/t niżej.

Zapasy miedzi na LME, COMEX i SHP a cena na LME



Źródło: LME, Bloomberg

Zapasy miedzi na trzech giełdach towarowych wzrosły do 600 tys. ton (wykres powyżej), tj. zbliżyły się do szczytu w poprzednim sezonowym cyklu rocznym na poziomie 625 tys. ton, który został osiągnięty na początku marca (przedłużony okres słabego popytu w związku z załamaniem światowej produkcji przemysłowej na początku roku). Naszym zdaniem w grudniu, w związku z wymienionymi wyżej czynnikami zapasy mogą wzrosnąć do ok. 800 tys. i o kolejne 50-100 tys. w styczniu 2010. Jak dotychczas, inwestorzy nie reagowali na powiększanie się zapasów wyprzedzają miedzi, jak to miało miejsce w analogicznym okresie w poprzednich trzech latach. Biorąc jednak pod uwagę, skalę wzrostu cen w ostatnich miesiącach, wynikającą w dużej mierze ze spekulacji i „grze” na taniejącym USD, skokowy wzrost zapasów powinien wywołać gwałtowną negatywną reakcję w krótkim okresie.

Wyniki KGHM w 3Q2009

Wyniki KGHM za 3Q2009 były słabsze niż oczekiwania nasze i rynkowe. Przy przychodach na poziomie 2 636 mln PLN, spółka wypracowała EBITDA na poziomie 613 mln PLN i zysk netto w wysokości 382 mln PLN. Zysk jest niższy od osiągniętego w poprzednim kwartale o 463 mln PLN z czego 305 mln PLN dotyczy dywidendy z Polkomtela zaksięgowanej w 2Q a 246,4 mln PLN to ujemny wynik na transakcjach zabezpieczających. To właśnie ta pozycja odpowiada za rozczarowanie kwartałem. Pozytywnie na przychody i EBIT wpłynęły wyższe ceny miedzi i srebra.

Wyniki za 3Q2009 na tle oczekiwań

(mln PLN)	IIIQ2009 Raport	IIIQ2009 DI BRE	IIIQ2008	zmiana r/r	I-IIIQ2009	I-IIIQ2008	zmiana r/r
Przychody	2 636,4	2 660,0	2 719,7	-3,1%	7 735,7	8 750,0	-11,6%
EBITDA	613,3	802,7	1 013,3	-39,5%	2 647,6	3 439,2	-23,0%
marża	23,3%	30,2%	37,3%		34,2%	39,3%	
EBIT	477,5	667,5	896,0	-46,7%	2 243,6	3 089,8	-27,4%
Zysk brutto	471,4	647,5	885,1	-46,7%	2 218,6	3 061,2	-27,5%
Zysk netto	382,2	524,5	718,1	-46,8%	1 854,8	2 532,2	-26,7%

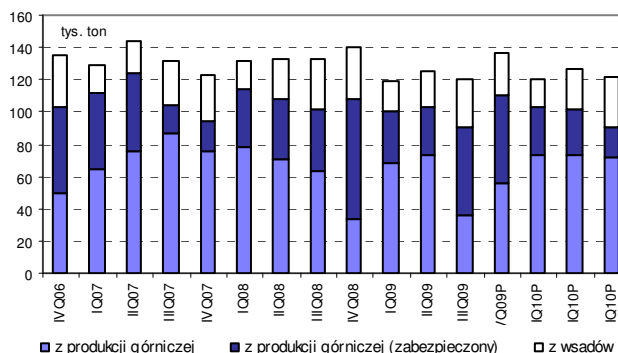
Źródło: DI BRE Banku SA

Przychody

W 3Q2009 spółka sprzedała 120 tys. ton miedzi i 316 ton srebra to jest nieco mniej niż oczekiwaliśmy (125 tys. ton miedzi). Jak zapewnia zarząd jest to efekt przesunięcia w czasie transakcji sprzedaży wynikającej z przeprowadzonego w okresie wakacyjnym remontu pieca w hucie Głogów. Oznacza to, że w 4 kwartale spółka powinna sprzedać 136 tys. ton miedzi, co pozwoli jej na wykonanie całorocznej prognozy zarządu. W stosunku do 3Q oznacza to wyższe przychody o ok. 200 mln PLN i wynik operacyjny o ok. 40 mln PLN. W miesiącach październik-listopad średnia cena miedzi na LME wyniosła 6 440 USD/t a denominowana w PLN 18 200 PLN/t. To więcej niż w 3Q2009 odpowiednio o 10% i 6%. W przypadku srebra średnie są wyższe niż w poprzednim kwartale o 18,1% w USD i 13,8% w PLN. Biorąc pod uwagę zwiększony wolumen sprzedaży miedzi na poziomie operacyjnym końcówka roku będzie dla spółki udana, nawet przy założeniu wyższego jednostkowego kosztu produkcji

(sezonowy wzrost w 4Q związany m.in. z dodatkowymi świadczeniami na rzecz pracowników) oraz zakładanego spadku sprzedaży srebra (do 265 ton).

Wolumen sprzedaży miedzi w poszczególnych kwartałach



Źródło: KGHM

Koszty operacyjne

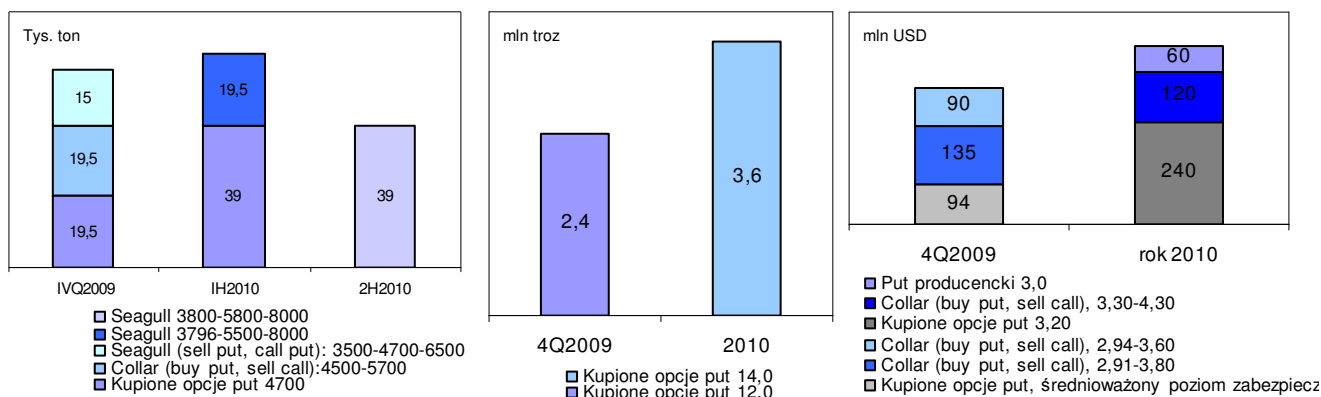
Na poziomie kosztów wyniki spółki są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Jednostkowy koszt produkcji miedzi wyniósł 12 405 PLN/t. Spadek w ujęciu r/r o 2,2% to efekt przede wszystkim wyższych przychodów ze sprzedaży srebra przy zbliżonym koszcie zakupu wsadów obcych. Istotnie rosnącą pozycją kosztów jest energia, co wynika z 25% (z kosztami przesyłu) podwyżki cen. Wg naszych szacunków to wzrost kosztów kwartalnych w ujęciu r/r o ok. 35 mln PLN. Ponadto narastająco za 3Q o 6% wzrosły koszty z tytułu wynagrodzeń, co daje kwotę dodatkowych 105 mln PLN. W przypadku ostatniej pozycji należy oczekiwać dalszej eskalacji wydatków po tym jak zarząd podwyższył tegoroczną prognozę zysku netto o 15%, a związki zawodowe wysunęły kolejne roszczenia płacowe. Zostały one postawione pomimo, że przed kilkoma miesiącami (po tym jak pracownicy dostali jednorazową wypłatę 5 tys. PLN każdy) zobowiązali się, że w br. nie będzie kolejnych podwyżek płac. Naszym zdaniem rozpoczynają się już „negocjacje” przyszłorocznych wynagrodzeń. Zarządowi w tej kwestii nie pomaga wzrost cen metali. Kluczowe jest żeby zarząd powiązał wynagrodzenia z sytuacją na LME. W przeciwnym razie podwyżki zostaną wynegocjowane już na początku roku a zwiększone koszty operacyjne mogą stanowić problem, kiedy skończy się „surowcowy rajd”. 10% wzrost całego uposażenia statystycznego pracownika KGHM to wyższe koszty o 250 mln PLN. Takiego też wzrostu należy spodziewać się w przyszłym roku. 250 mln PLN zostaje wyrównane po stronie zysku spółki przy 150 USD/t (obecnie 2,5%) wzroście średniorocznej ceny miedzi na LME.

Pozytywny wpływ na poziom kosztów ma program oszczędnościowy wdrażany przez zarząd, jak również wyższy uzysk miedzi z rudy (za okres trzech kwartałów 1,69% vs. 1,62% przed rokiem). Jak podaje zarząd, jak dotychczas największym sukcesem na polu oszczędności jest Centralne Biuro Zakupów (CBZ), dzięki któremu łączne oszczędności w stosunku do 2008 roku mają w tym roku wynieść 300 mln PLN (250 mln PLN po 3Q). Obok CBZ zarząd wdraża program „efektywność” w wyniku którego średnioroczne oszczędności mają wynieść 75 mln PLN. Należy jednak zwrócić uwagę, że wszystkie te działania powodują, że łączne koszty operacyjne spółki nie rosną wraz ze wzrostem wynagrodzeń i kosztów energii.

Zabezpieczenia

Na koniec września wycena otwartej pozycji na instrumentach pochodnych była dodatnia i wynosiła 156 mln PLN. Na 4Q2009 spółka zabezpieczyła 54 tys. ton miedzi, 58,5 tys. na IH2010 oraz 39 tys. ton na IIH2010. Stanowi to odpowiednio 40%; 23,5% i 15,4% planowanego w tym okresie wolumenu sprzedaży metalu. Spółka zabezpieczyła również ok. 31% wolumenu sprzedaży srebra planowanej w 4Q oraz 10% w roku 2010. Zabezpieczona pozycja walutowa w 4Q to 321 mln USD (28% prognozowanych przychodów) a w roku 2010 kwota 480 mln USD (11% prognozowanych przychodów).

Wielkość zabezpieczeń w poszczególnych segmentach



Źródło: KGHM

Ważne wydarzenia w 4Q2009

Zarząd KGHM spodziewa się utworzenia ok. 200 mln PLN odpisów z tytułu utraty wartości aktywów (odpisy związane z dokonywanym na koniec roku testem na utratę wartości aktywów), co w istotny sposób obniży dobre wyniki operacyjne spółki. Spółka nie podaje bliższych szczegółów. Naszym zdaniem rozpoczyna się coroczna rozgrywka pomiędzy zarządem a głównym akcjonariuszem o wysokość dywidendy, co będzie skutkowało powszechną obecnością informacji o wielomiliardowych programach inwestycyjnych w spółce. Ponadto planowane odpisy zmniejszają zysk, który jest podstawą do wypłaty. Już dziś wiemy, że Prezes spółki nie wyklucza zarekomendowania WZA wypłaty dywidendy z tegorocznego zysku, jednak na pierwszym miejscu stawia inwestycje, na które w przyszłym roku koncern ma przeznaczyć więcej środków niż w tym. Zarząd spodziewa się m.in. sfinalizowania negocjacji ws. kupna zagranicznych złóż (*green field* w USA) jeszcze w tym roku lub na początku przyszłego.

W przeciwieństwie do lat poprzednich w tym roku scenariusz powtarza się nieco wcześniej, ze względu na oczekiwaną przez Skarb Państwa zaliczkę na dywidendę z zysku za 2009 r. To nowe rozwiązanie w przypadku KGHM. Taka propozycja zmiany w statucie spółki (nadzorcza KGHM mogła decydować o wypłacie zaliczki na poczet dywidendy) pojawi się na WZA, zwołanym na 9 grudnia. Dodatkowo stanie wniosek zmiany, które mają umożliwić SP zachowanie kontroli nad spółką nawet po sprzedaży części udziałów. Nie mamy wątpliwości, że w br. SP będzie dążył do maksymalizacji wysokości dywidendy ze spółki, co jest efektem rosnącego deficytu budżetowego. Z drugiej strony, zarządy spółek kontrolowanych przez SP będą najprawdopodobniej tworzyły w 4Q różnego rodzaju rezerwy, chroniąc się częściowo przed zapędami Skarbu. To już kolejny taki sygnał ze spółki. Naszym zdaniem zmiany w statucie powinny zostać dobrze przyjęte przez inwestorów. Ponieważ wejście inwestora strategicznego do spółki jest nierealne, zachowanie kontroli przez SP – nawet po zmniejszeniu udziału – uważamy za korzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych (obrona przez związkami zawodowymi).

Innym czynnikiem, który pozytywnie wpłynie na wyniki KGHM w 4Q będzie to, że Polkomtel zdecydował o wypłacie zaliczkowej dywidendy z zysku za 2009 roku w kwocie stanowiącej 50% zysku netto za trzy kwartały roku, tj. 464 mln PLN. Po uwzględnieniu udziału KGHM w akcjonariacie operatora daje to kwotę 113 mln PLN. Należy pamiętać, że Skarb Państwa poprzez spółki zależne kontroluje sytuację w Polkomtelu. Wcześniejsza dywidenda zbiega się z pomysłem wypłaty wcześniejszej dywidendy również z KGHM (decyzja 9 grudnia), co obrazuje determinację Skarbu do maksymalizacji wpływów budżetowych jeszcze w tym roku.

Wycena

Do przygotowania prognoz finansowych KGHM i wyceny akcji spółki przyjęliśmy następujące założenia:

	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2014P	2015P	2016P	2017P
Sprzedaż miedzi (tys. ton)	500,0	505,0	505,0	505,0	505,0	505,0	505,0	505,0	505,0	505,0
zmiana	-7,1%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż srebra (tys. ton)	1,21	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16
zmiana	2,9%	-4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Średnia cena miedzi SPOT (USD/t)	5 156,1	6 300,0	6 000,0	6 000,0	6 000,0	6 000,0	6 000,0	6 000,0	6 000,0	6 000,0
zmiana	-25,5%	22,2%	-4,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Średnia cena srebra (USD/kg)	468,1	550,0	471,4	471,4	471,4	471,4	471,4	471,4	471,4	471,4
zmiana	-2,2%	17,5%	-14,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Średni kurs USD/PLN	3,12	2,71	2,71	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
Jednostkowy koszt produkcji miedzi (USD)	3 771,1	4 757,7	5 017,4	4 981,0	5 003,2	5 017,8	5 032,5	5 072,3	5 113,2	5 155,0
zmiana	-24,9%	26,2%	5,5%	-0,7%	0,4%	0,3%	0,3%	0,8%	0,8%	0,8%
Jednostkowy koszt produkcji miedzi (PLN)	11 752	12 905	13 610	13 698	13 759	13 799	13 839	13 949	14 061	14 176
zmiana	-2,7%	9,8%	5,5%	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%	0,8%	0,8%	0,8%

W stosunku do naszej poprzedniej prognozy podwyższyliśmy średnioroczną cenę miedzi w 2009 roku z 4 886,5 USD/t do 5 156,1 USD/t przy zmianie kursu USD/PLN z 3,15 do 3,12. Jednocześnie podwyższamy średnioroczną cenę srebra z 439 USD/kg do 468 USD/kg.

W roku 2010 podwyższamy prognozowaną cenę miedzi o 800 USD/t a w latach kolejnych o 700 USD/t. W przypadku srebra zmiany wynoszą odpowiednio +100 USD/kg i +82 USD/t. Jednocześnie zakładamy, że w długim okresie średnioroczny kurs USD/PLN wyniesie 2,75 (poprzednio 3,0).



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2014P	2015P	2018P	...	2035
Przychody ze sprzedaży	10 939	10 360	10 506	10 517	10 527	10 538	10 549	10 560		
zmiana	2,1%	-5,3%	1,4%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%		
EBITDA	3 084,2	2 414,2	2 509,2	2 494,1	2 479,4	2 465,1	2 416,3	2 366,5		
marża EBITDA	28,2%	23,3%	23,9%	23,7%	23,6%	23,4%	22,9%	22,4%		
Amortyzacja	543,4	571,2	587,7	593,3	588,6	584,2	580,0	576,0		
EBIT	2 540,8	1 843,0	1 921,6	1 900,9	1 890,8	1 880,9	1 836,3	1 790,5		
marża EBIT	23,2%	17,8%	18,3%	18,1%	18,0%	17,8%	17,4%	17,0%		
Opodatkowanie EBIT	482,8	350,2	365,1	361,2	359,3	357,4	348,9	340,2		
NOPLAT	2 058,1	1 492,9	1 556,5	1 539,7	1 531,6	1 523,5	1 487,4	1 450,3		
CAPEX	-1 100,0	-900,0	-700,0	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0		
Kapitał obrotowy	259,4	458,4	64,3	33,8	32,4	33,3	42,0	43,2		
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0		
FCF	1 760,8	1 622,5	1 508,5	1 666,8	1 652,5	1 641,0	1 609,4	1 569,5		1 151,1
WACC	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%		11,0%
współczynnik dyskonta	89,3%	79,7%	71,2%	63,6%	56,7%	50,7%	45,2%	40,4%		5,7%
PV FCF	1 572,2	1 293,5	1 073,7	1 059,3	937,7	831,4	728,0	633,9		65,5
WACC	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%		11,5%
Koszt długu	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%		6,2%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%		5,7%
Premia za ryzyko	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%		0,5%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%		19,0%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		0,0%
Koszt kapitału własnego	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%		11,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		5,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1		1,1
Działalność górnicza										
Wartość rezydualna (TV)					0,0					
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy					12 118					
Wartość działalności górnicznej (EV)					12 118					
Liczba akcji (mln.)					200,0					
Wartość firmy na akcję (PLN)					60,6					
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego					7,5%					
Cena docelowa					65,1					
Suma części (SOP)					obecnie			poprzednia wycena		
Działalność górnicza					12 118			10 027		
Gotówka netto (bez dywidendy)					660			-542		
Inne aktywa nieoperacyjne					4 047			4 047		
w tym Polkomtel					3 444			3 444		
w tym Dialog					403			403		
w tym inne spółki zależne					200			200		
Wartość firmy					16 826			13 532		
Wartość firmy na akcję (PLN)					84,1			67,7		
Cena docelowa					90,4			73,0		
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej dz. Górnicznej*					4,1					
P/E('09) dla ceny docelowej dz. Górnicznej*					6,0					
Udział TV w EV					0%					

* bez dywidendy z Polkomtela



Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	12 183,1	11 302,3	10 716,6	10 939,4	10 359,9	10 506,2	10 516,5
<i>zmiana</i>	4,4%	-7,2%	-5,2%	2,1%	-5,3%	1,4%	0,1%
Koszt własny sprzedaży	6 617,3	7 215,4	6 933,0	7 566,5	7 773,3	7 823,3	7 846,2
Zysk brutto na sprzedaży	5 565,8	4 086,9	3 783,6	3 372,8	2 586,6	2 682,9	2 670,4
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	45,7%	36,2%	35,3%	30,8%	25,0%	25,5%	25,4%
Koszty sprzedaży	77,6	79,8	94,9	95,9	91,2	94,6	96,8
Koszty ogólnego zarządu	608,5	615,3	610,0	616,1	538,7	551,6	557,4
Pozostała działalność operacyjna netto	-197,7	204,0	-285,5	-120,0	-113,6	-115,2	-115,4
EBIT	4 682,0	3 595,7	2 793,2	2 540,8	1 843,0	1 921,6	1 900,9
<i>zmiana</i>	8,8%	-23,2%	-22,3%	-9,0%	-27,5%	4,3%	-1,1%
<i>marża EBIT</i>	38,4%	31,8%	26,1%	23,2%	17,8%	18,3%	18,1%
Wynik na działalności finansowej	-26,5	-42,7	-12,5	250,0	277,3	325,1	366,6
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
Zysk brutto	4 655,5	3 553,0	2 780,7	2 790,8	2 120,3	2 246,6	2 267,5
Podatek dochodowy	856,7	633,3	491,5	520,8	402,9	426,9	430,8
Udział w zyskach	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	3 798,8	2 919,8	2 289,2	2 270,1	1 717,4	1 819,8	1 836,7
<i>zmiana</i>	8,4%	-23,1%	-21,6%	-0,8%	-24,3%	6,0%	0,9%
<i>marża</i>	31,2%	25,8%	21,4%	20,8%	16,6%	17,3%	17,5%
Amortyzacja	344,4	481,4	539,8	543,4	571,2	587,7	593,3
EBITDA	5 026,4	4 077,1	3 333,0	3 084,2	2 414,2	2 509,2	2 494,1
<i>zmiana</i>	79,5%	-12,3%	-33,7%	-24,4%	-27,6%	-18,6%	3,3%
<i>marża EBITDA</i>	41,3%	36,1%	31,1%	28,2%	23,3%	23,9%	23,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	200,0	200,0	200,0	200,0	201,0	202,0	203,0
EPS	19,0	14,6	11,4	11,4	8,6	9,1	9,2
CEPS	20,7	17,0	14,1	14,1	11,4	12,0	12,1
ROAE	44,5%	29,9%	21,7%	20,9%	14,8%	14,6%	13,8%
ROAA	30,8%	22,2%	16,6%	16,0%	11,4%	11,4%	10,9%



Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	12 423,5	13 900,6	13 735,1	14 602,0	15 516,6	16 549,0	17 178,1
Majątek trwały	7 428,3	8 726,6	9 386,8	9 943,4	10 272,2	10 384,5	10 291,3
Rzeczowe aktywa trwałe	4 832,6	5 515,0	6 175,3	6 731,9	7 060,6	7 173,0	7 079,7
Wartości niematerialne	80,9	80,9	80,9	80,9	80,9	80,9	80,9
Finansowy majątek trwały	2 509,9	3 068,8	3 068,8	3 068,8	3 068,8	3 068,8	3 068,8
Należności długoterminowe	11,0	61,9	61,9	61,9	61,9	61,9	61,9
Majątek obrotowy	4 995,1	5 174,0	4 348,2	4 658,6	5 244,4	6 164,4	6 886,8
Zapasy	1 603,5	1 446,8	1 637,3	1 671,3	1 582,8	1 605,1	1 606,7
Należności krótkoterminowe	772,3	1 222,5	1 339,6	1 215,5	920,9	875,5	876,4
Papiery wartościowe	84,4	711,1	711,1	711,1	711,1	711,1	711,1
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	2 535,0	1 793,6	660,3	1 060,7	2 029,6	2 972,7	3 692,6
(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	12 423,2	13 900,6	13 735,1	14 602,0	15 516,6	16 549,0	17 178,1
Kapitał własny	8 965,9	10 591,3	10 544,5	11 212,1	12 021,5	12 982,6	13 545,4
Kapitał akcyjny	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0
Kapitał zapasowy	3 153,3	5 671,5	6 255,3	6 942,1	8 304,1	9 162,8	9 708,7
Pozostałe	3 812,6	2 919,8	2 289,2	2 270,1	1 717,4	1 819,8	1 836,7
Rezerwy	631,9	666,3	696,3	726,3	756,3	786,3	816,3
Zobowiązania długoterminowe	882,4	1 000,7	950,0	978,5	1 007,9	1 038,1	1 069,2
Dług	20,3	17,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	862,1	983,5	950,0	978,5	1 007,9	1 038,1	1 069,2
Zobowiązania krótkoterminowe	1 943,0	1 625,1	1 544,2	1 685,1	1 730,9	1 742,0	1 747,1
Zobowiązania handlowe	1 920,1	1 614,2	1 540,7	1 681,5	1 727,4	1 738,5	1 743,6
Dług	8,6	7,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	14,3	3,8	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5
Dług	28,9	24,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	-2 506,1	-1 769,3	-660,3	-1 060,7	-2 029,6	-2 972,7	-3 692,6
(Dług netto / Kapitał własny)	-28,0%	-16,7%	-6,3%	-9,5%	-16,9%	-22,9%	-27,3%
(Dług netto / EBITDA)	-0,5	-0,4	-0,2	-0,3	-0,8	-1,2	-1,5
BVPS	44,8	53,0	52,7	56,1	60,1	64,9	67,7

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	4 763,9	2 819,9	2 437,3	2 900,3	2 552,5	2 238,5	2 196,8
Zysk netto	3 798,8	2 919,8	2 289,2	2 270,1	1 717,4	1 819,8	1 836,7
Amortyzacja	344,4	481,4	539,8	543,4	571,2	587,7	593,3
Kapitał obrotowy	592,3	-615,8	-401,8	289,4	488,4	94,3	63,8
Pozostałe	28,5	34,6	10,1	-202,5	-224,6	-263,3	-297,0
Przepływy inwestycyjne	-806,7	-1 728,7	-1 200,0	-1 100,0	-900,0	-700,0	-500,0
CAPEX	-845,0	-1 169,8	-1 200,0	-1 100,0	-900,0	-700,0	-500,0
Inwestycje kapitałowe	38,3	-558,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe (nie gotówkowe)	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
Przepływy finansowe	-3 515,7	-1 832,2	-2 370,6	-1 399,9	-683,6	-595,4	-976,9
Dług	-11,4	-4,6	-24,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-3 396,0	-1 800,0	-2 336,0	-1 602,4	-908,0	-858,7	-1 273,8
Pozostałe	-108,2	-27,5	-10,3	202,6	224,4	263,3	297,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	441,6	-740,9	-1 133,3	400,4	968,9	943,1	719,9
Środki pieniężne na koniec okresu	2 535,1	1 794,0	660,3	1 060,7	2 029,6	2 972,7	3 692,6
DPS (PLN)	17,0	9,0	11,7	8,0	4,5	4,3	6,4
FCF	3 776,8	1 663,7	1 170,5	1 760,8	1 622,5	1 508,5	1 666,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	6,9%	10,4%	11,2%	10,1%	8,7%	6,7%	4,8%

Wskaźniki

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	5,6	7,3	9,3	9,4	12,5	11,8	11,7
P/CE	5,2	6,3	7,6	7,6	9,4	8,9	8,8
P/BV	2,4	2,0	2,0	1,9	1,8	1,6	1,6
P/S	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0
FCF/EV	25,1%	10,5%	6,9%	10,7%	10,5%	10,3%	12,0%
EV/EBITDA	3,0	3,9	5,1	5,3	6,4	5,8	5,6
EV/EBIT	3,2	4,4	6,0	6,5	8,4	7,6	7,3
EV/S	1,2	1,4	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3
DYield	15,9%	8,4%	10,9%	7,5%	4,2%	4,0%	6,0%
Cena (PLN)	107,0						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	201,0
MC (mln PLN)	21 400,0	21 400,0	21 400,0	21 400,0	21 400,0	21 400,0	21 400,0
Wyłączenie aktywów telekom.	3 847,2	3 847,2	3 847,2	3 847,2	3 847,2	3 847,2	3 847,2
EV (mln PLN)	15 499,7	15 046,7	15 783,5	16 892,5	16 492,1	15 523,2	14 580,1



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
micchal.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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, 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, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

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. Oczekiwanie 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 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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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.

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące KGHM

Rekomendacja	Akumuluj	Zawieszona	Redukuj	Redukuj
data wydania	2009-04-02	2009-06-04	2009-06-08	2009-08-14
kurs z dnia rekomendacji	46,45	75,30	77,40	84,90
WIG w dniu rekomendacji	24145,69	31030,61	31399,03	35998,12