14 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Metale
Polska

KGHM

KGHM.WA; KGH.PW

Redukuj

(Podtrzymana)

Cena bieżąca	**88,50 PLN**
Cena docelowa	**73,00 PLN**
Kapitalizacja	17,7 mld PLN
Free float	10,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	205,35 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.

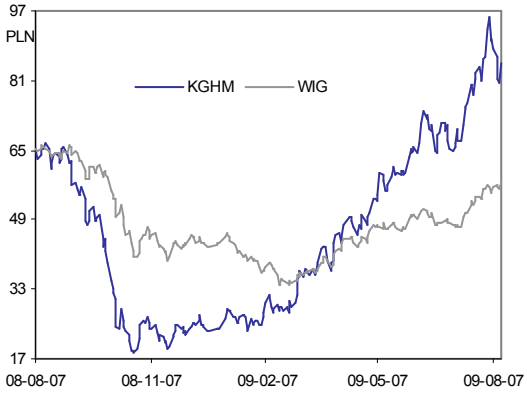
Profil spółki

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

13.11 - raport za 3Q2009

Kurs akcji KGHM na tle WIG



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

Kwartał bez zaskoczeń

Wyniki KGHM za 2Q2009 są zbliżone do oczekiwań. 845 mln PLN zysku netto to jednak w niemałej mierze efekt dywidendy od Polkomtela i spółek zależnych (341 mln PLN) oraz pozytywnego wpływu transakcji zabezpieczających (131 mln PLN). Obserwowany wzrost cen surowców pozytywnie wpłynie na wyniki spółki w kolejnych kwartałach, co skłania nas do podwyższenia rocznej prognozy zysku netto z 2 mld PLN do 2,29 mld PLN i ceny docelowej. Zwracamy uwagę, że w 2Q2009 KGHM zawarł transakcje zabezpieczające cenę miedzi dla 108 tys. ton sprzedawanych w 2H2009 i 39 tys. ton w 2010. Powoduje to, że spółka nie w pełni partycypuje w rosnących cenach na LME, co naszym zdaniem uwzględnia obecna wycena akcji KGHM. Mając w świadomości wysokie ryzyko prognozowania dalszej sytuacji na LME, uważamy, że obecne ceny miedzi nie utrzymają się w kolejnych miesiącach, co negatywnie wpłynie na zachowanie się akcji spółki. Przy cenie powyżej 90 PLN za akcję rośnie ryzyko podaży akcji ze strony Kompani Węglowej (3,6 mln akcji), która ma problemy z płynnością finansową. Biorąc to pod uwagę, podtrzymujemy rekomendacje redukuj z ceną docelową 73 PLN.

Rynek miedzi

W pierwszych czterech miesiącach roku światowa produkcja górnicza miedzi wzrosła o 1,3% r/r przy jednoczesnym spadku produkcji miedzi rafinowanej o 1,1% oraz spadku globalnego popytu o 2,9%. W strukturze popytu, ponad 38% wzrost r/r zanotowały Chiny przy spadku popytu ze strony pozostałych krajów o 18,5%. W strukturze chińskiego popytu dominuje SRB, o czym świadczy zaledwie 1% wzrost produkcji metalu w chińskich hutach. Rynek miedzi stał się nieprzewidywalny i nie zależy od sytuacji gospodarczej, tylko decyzji inwestycyjnych funduszy i SRB. W kolejnych miesiącach, podobnie jak w latach poprzednich, spodziewamy się rosnącej produkcji górniczej przy nadal słabym popycie, co przełoży się na wzrost zapasów i spadek cen na LME. Jest to scenariusz obarczony wysokim ryzykiem prognostycznym, ale wydaje się nam najbardziej prawdopodobny. Najlepszym przykładem oderwania się cen metali od realnej gospodarki jest aluminium pierwotne. W ciągu ostatniego roku jego zapasy monitorowane przez LME wzrosły z 1,16 mln ton do 4,5 mln ton, tj. 3-krotnie przekroczyły ich maksymalny poziom w poprzednim cyklu gospodarczym (2005 rok). Nie przeszkodziło to wzrostowi cen metalu w okresie luty – sierpień o 50%.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	12 183	11 302	10 232	10 213	10 432
EBITDA	5 026	4 077	3 283	2 515	2 543
marża EBITDA	*41,3%*	*36,1%*	*32,1%*	*24,6%*	*24,4%*
EBIT	4 682	3 596	2 745	1 974	1 974
Zysk netto	3 799	2 920	2 286	1 839	1 842
DPS	17,0	9,0	11,7	4,6	3,7
P/E	4,7	6,1	7,7	9,6	9,6
P/CE	4,3	5,2	6,3	7,4	7,3
P/BV	2,0	1,7	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA*	2,3	3,0	4,0	4,9	4,4
DYield	19,2%	10,2%	13,2%	5,2%	4,2%

*Dane jednostkowe, * po wyłączeniu telekomów*

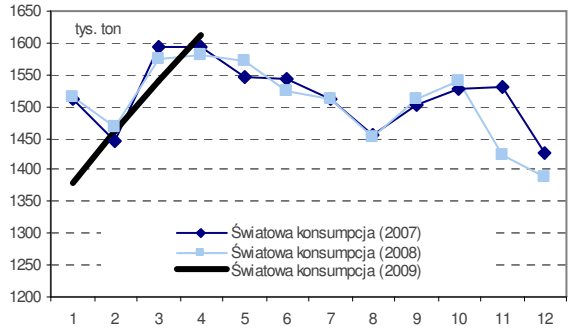
Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

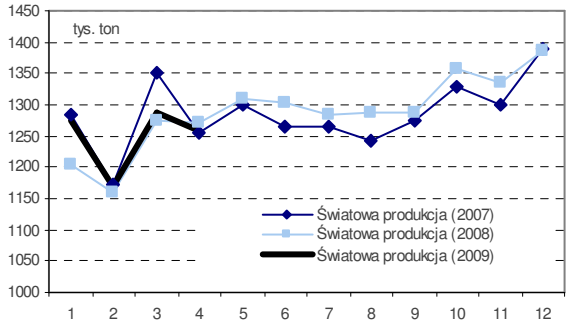
Rynek miedzi i ceny

- **Zachowanie się cen miedzi jest nieprzewidywalne i wynika z nieprzewidywalnych decyzji inwestycyjnych (funduszy i chińskiego SRB), a nie gry podaży i popytu związanego z realną gospodarką.**
- **Przed dynamicznym wzrostem monitorowanych zapasów miedzi (co zakładaliśmy pod koniec 2008) chroni popyt ze strony Chin - przede wszystkim SRB (decyzja administracyjna), na co wskazuje różnica w chińskim imporcie miedzi (+38% r/r) a jego przerobem (+1% r/r).**
- **W drugiej połowie roku należy oczekiwać wzrostu produkcji górniczej (analogia do lat poprzednich) i przy rosnących cenach ożywienia na poziomie skupu złomów – przy nadal nieprzewidywalnym poziomie popytu. Naszym zdaniem zapasy metalu zaczną rosnąć, co negatywnie wpłynie na cenę metalu.**

W pierwszych czterech miesiącach roku światowa produkcja górnicza miedzi wzrosła o 1,3% r/r przy jednoczesnym spadku produkcji miedzi rafinowanej o 1,1% oraz spadku globalnego popytu o 2,9%. W strukturze popytu, ponad 38% wzrost r/r zanotowały Chiny przy spadku popytu ze strony pozostałych krajów o 18,5%, z czego kraje wysoko-uprzemysłowione: UE, Japonia i USA notują spadki w wysokości odpowiednio: 23%, 42% i 23%.

Światowa konsumpcja miedzi i produkcja górnicza w rozbiciu na miesiące



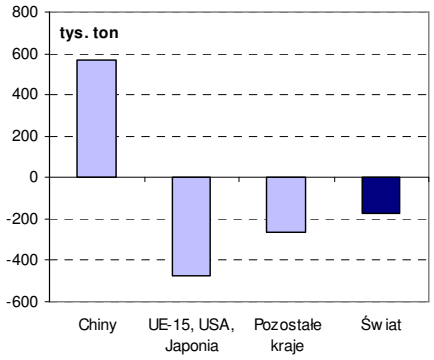


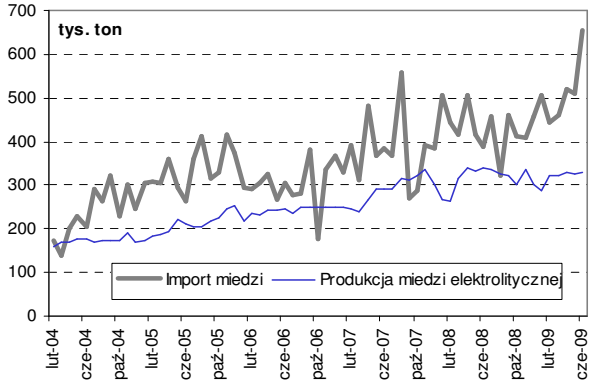
Źródło: ICSG

Po stronie produkcji oznacza to, że huty zużywały więcej miedzi wydobytej przez kopalnie zamiast przerobu złomów. Można to tłumaczyć dwoma czynnikami: spadkiem wolumenu skupowanego złomu – jako efektu niskich cen metalu na przełomie roku oraz wprowadzeniem przez Chiny norm jakości importowanego złomu. W kolejnych miesiącach, zgodnie z cyklem rocznym produkcji należy oczekiwać dalszego wzrostu produkcji górniczej (wykres powyżej). W okresie styczeń-kwiecień wykorzystanie mocy wytwórczych kopalń wyniosło zaledwie 77,8% przy 80,2% przed rokiem i średniej historycznej na poziomie 87%.

Zadziwiające dane płyną z analizy struktury popytu na metal (obliczenia własne na podstawie danych ISCG). W czterech pierwszych miesiącach roku w ujęciu r/r światowy popyt zmniejszył się o ok. 174 tys. ton, z czego spadek w innych krajach niż Chiny wyniósł ok. 744 tys. ton. W tym czasie popyt chiński wzrósł o ok. 570 tys. ton.

Zmiana zużycia miedzi w poszczególnych regionach (1-4m2009) oraz import miedzi i wyrobów z miedzi przez Chiny na tle produkcji miedzi elektrolitycznej w Chinach



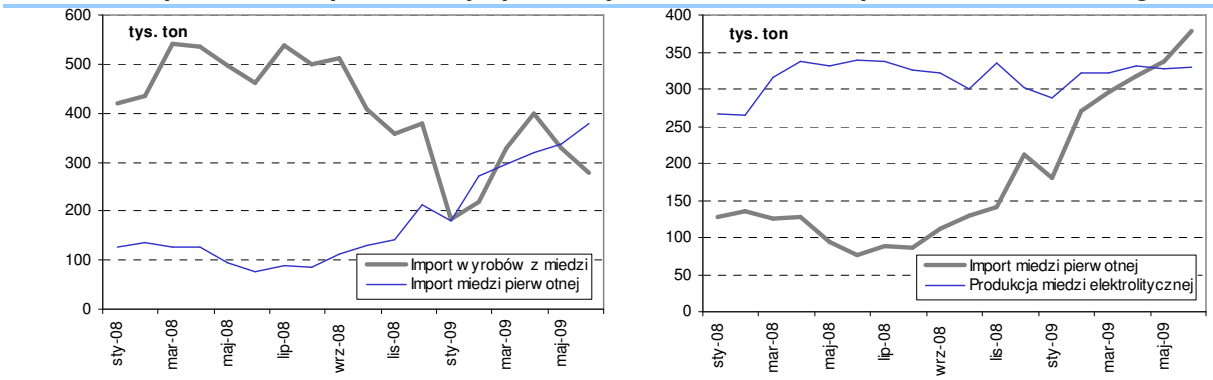


Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie ICSG, LME

Jednak dane dotyczące produkcji miedzi w chińskich hutach nie potwierdzają takiego wzrostu popytu. Wzrost importu dotyczy przede wszystkim miedzi pierwotnej, która jednak nie jest przerabiana w chińskich hutach, o czym świadczy poziom produkcji miedzi elektrolitycznej (wykres poniżej). W maju i czerwcu poziom importu przekroczył wręcz miesięczny poziom produkcji hut, które dotychczas oprócz importu miedzi pierwotnej przerabiały również złomy i własną produkcję koncentratu (Chiny wytwarzają ok. 89 tys. ton miesięcznie). Ponadto wyraźnie widać spadek chińskiego popytu na produkty przetworzone i półprodukty z miedzi, co świadczy o realnej kondycji i potrzebach gospodarki.

Dane te wskazują naszym zdaniem na tworzenie się nie monitorowanych zapasów. Z naszych szacunków wynika, że SRB od początku roku mogło zakupić ok. 450-500 tys. ton miedzi, co odpowiada ok. 10% chińskiego zużycia w roku.

Struktura importu miedzi przez Chiny i produkcja hutnicza na tle importu wsadu hutniczego

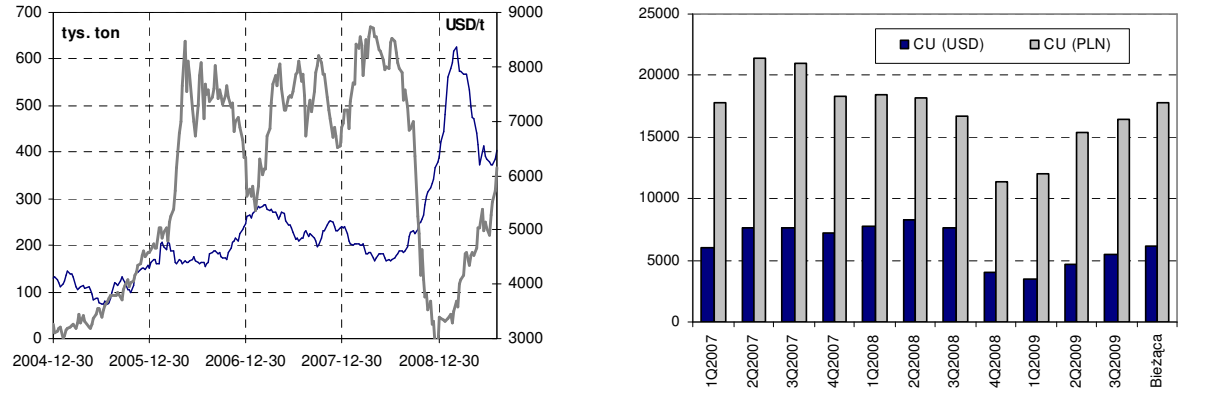


Źródło: ICSG

W efekcie opisanych powyżej czynników (spadek globalnego popyt, zakupy chińskie), w ciągu ostatnich sześciu miesięcy, zapasy na giełdach zmniejszyły się o 220 tys. ton wywołując euforię na cenach metalu. Naszym zdaniem jest mało prawdopodobne, aby popyt ze strony gospodarek rozwiniętych szybko odbudował się – biorąc pod uwagę aktualne prognozy makroekonomiczne. Sytuacja w Chinach jest całkowicie nieprzewidywalna.

W ostatnich czterech latach w końcu roku zapasy miedzi odbudowywały się (wykres poniżej). Zakładamy, że w roku bieżącym sytuacja powtórzy się, co wpłynie na głębszą korektę cen na LME. Taki scenariusz uwzględniamy w prognozach dla KGHM. Prawdopodobieństwo błędu oceniamy jako bardzo wysokie.

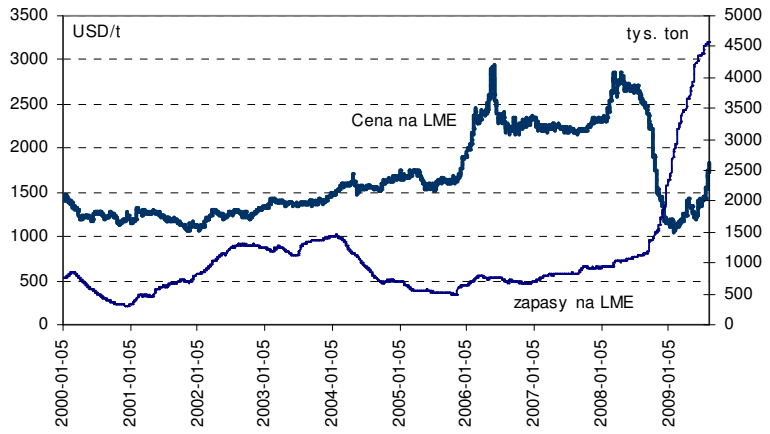
Zapasy miedzi na LME, COMEX i SHP a cena na LME (3M, USD/PLN)



Źródło: LME

Najlepszym przykładem oderwania się cen metali od realnej gospodarki jest przykład aluminium pierwotnego. W ciągu ostatniego roku jego zapasy monitorowane przez LME wzrosły z 1,16 mln ton do 4,5 mln ton, tj. 3-krotnie przekroczyły ich maksymalny poziom w poprzednim cyklu gospodarczym (2005 rok). Nie przeszkodziło to wzrostowi cen metalu w okresie luty – sierpień o 50%.

Zapasy aluminium pierwotnego na tle cen (LME)



Źródło: LME

Wyniki KGHM w 2Q2009

Wyniki KGHM za 2Q2009 są zgodne z oczekiwaniami. Przy przychodach na poziomie 2,72 mld PLN spółka wypracowała EBITDA w wysokości 1,105 mld i zysk netto równy 845 mln PLN. Dodatni wynik na translacjach zabezpieczających wyniósł 131 mln PLN i powiększył poziom przychodów. Spółka zaksięgowała 341 mln PLN przychodu z tytułu dywidend (od Polkomtela) w pozostałe przychody operacyjne. W naszej prognozie zakładaliśmy, że przychód ten zostanie uwzględniony w działalności finansowej, co powoduje różnice na poziomie EBITDA (wykonanie vs. prognoza). Po uwzględnieniu dywidendy z Polkomtela wynik operacyjny jest nieco gorszy niż nasza prognoza, co w głównej mierze jest efektem wyższych kosztów operacyjnych związanych z remontem pieca zawiesinowego (spółka szacuje całkowity koszt remontu na 150 mln PLN, prace w 2 i 3Q).

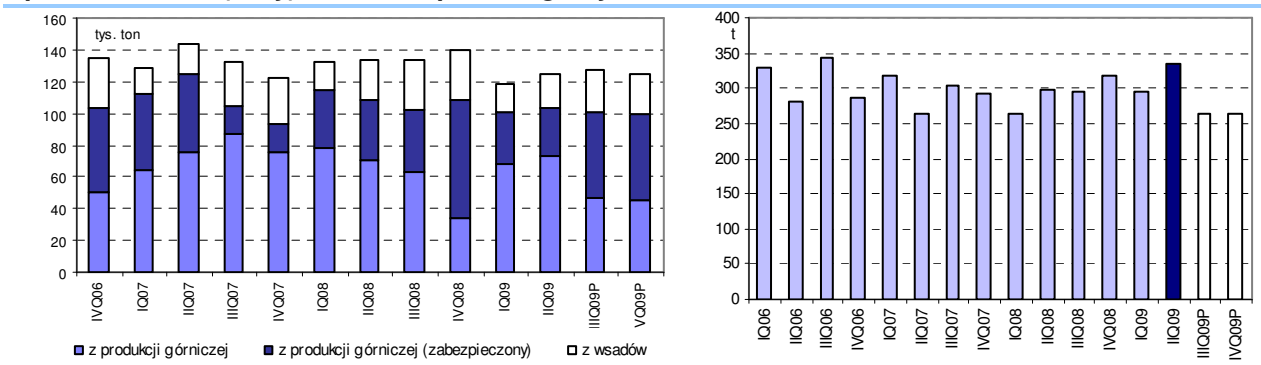
Wyniki za 2Q2009 na tle oczekiwań

(mln PLN)	IIQ2009 Raport	IIQ2009 DI BRE	IIQ2009 Kons	IIQ2008	zmiana r/r	IH2009	IH2008	zmiana r/r
Przychody	2 722,0	2 647,5	2 670,0	3 028,6	-12,6%	5 099,3	6 030,9	-15,4%
EBITDA	1 105,1	905,9	1 047,0	1 142,8	-20,7%	2 034,2	2 426,4	-16,2%
marża	*34,2%*	*34,2%*		*37,7%*		*36,5%*	*40,2%*	
EBIT	969,9	773,0	953,0	1 027,0	-24,7%	1 766,2	2 194,5	-19,5%
Zysk brutto	963,6	1 085,5		1 018,5	6,6%	1 747,3	2 176,7	-19,7%
Zysk netto	844,8	879,3	859,0	832,5	5,6%	1 472,6	1 814,7	-18,8%

Źródło: DI BRE Banku SA

Na poziomie wolumenów sprzedaży zaskakuje wysoka sprzedaż srebra (334 tony, w stosunku do prognozowanej na poziomie 295 ton i średniej w ostatnich 10 kwartałach w wysokości 293 tony). Różnica w wolumenie to 55 mln PLN zysku operacyjnego więcej. Biorąc pod uwagę, prognozę zarządu dotyczącą wolumenów na 2009 roku (srebro 1159 ton, z czego w 1H2009 sprzedaż wyniosła już 628 ton, wykonanie 54%), kolejne kwartały powinny przynieść sprzedaż na poziomie 265 ton. Przy obecnych cenach, niższy wolumen w całym półroczu w stosunku do 1H2009 oznacza obniżenie zysku operacyjnego o 170 mln PLN. Wolumen sprzedaży miedzi w 2Q jest zgodny z naszymi oczekiwaniami i wynosi 125 tys. ton, z czego 22 pochodziło z przerobu złomów, a 30 tys. ton objęte było zabezpieczeniami. W pierwszym półroczu wolumen sprzedaży miedzi wyniósł 244 tys. ton i stanowi 49% budżetu na br.

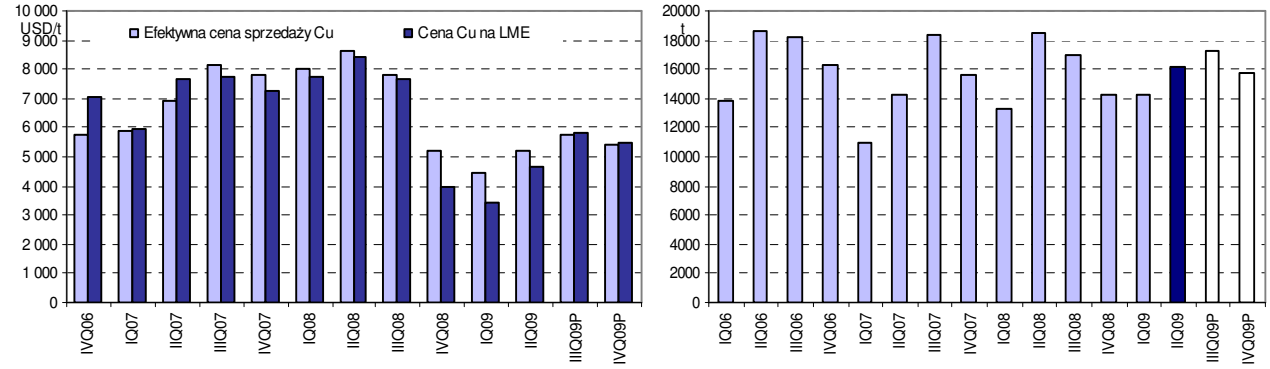
Sprzedaż miedzi (lewy) i srebra w poszczególnych kwartałach



Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie LME, KGHM

Dzięki transakcjom zabezpieczającym i po dodaniu premii produktowej i geograficznej (ok. 110 USD) efektywna cena po jakiej KGHM sprzedawał miedź w ostatnich kwartałach była wyższa niż ceny LME, co było szczególnie odczuwalne w ostatnich trzech kwartałach. W 2Q2009 spółka otworzyła pozycje zabezpieczające (opcje) cenę miedzi dla łącznego wolumenu 147 tys. ton, z terminem rozliczenia 2H2009 (108 tys. ton) i 2010. W drugim półroczu 2009 to połowa sprzedawanego wolumenu miedzi wydobywanej z kopalni (pozostałe to przerób złomu i koncentratu miedziowego). Poziom zabezpieczeń to: LME-695 USD/t dla 39 tys. ton, 5 368 USD/t dla 39 tys. ton (jeżeli cena utrzymuje się powyżej 5 700 USD/t) oraz LME-134 USD/t dla 30 tys. ton (partycypacja do 6 500 USD/t). Oznacza to, ze dla znaczącej części wolumenu (35-54% sprzedaży górniczej) spółka nie będzie w pełni partycypować w obecnym wzroście cen na LME. Nie zmienia to faktu, że przy obecnych cenach LME, sytuacja dla spółki jest bardzo komfortowa (oznacza wzrost efektywnej ceny w USD o 15% q/q, zakładana przez nas średnia cena LME w 3Q będzie o 25% wyższa niż w 2Q2009). Na poziomie zabezpieczeń walutowych spółka posiada pozycję zabezpieczającą w 2H2009 roku dla 642 mln USD (nie mniej niż 2,87 USD/PLN) oraz 2010 roku dla 360 mln USD.

Efektywna cena sprzedaży miedzi (po hedgingu i premii geograficznej /produktowej) w relacji do LME (lewy) i efektywna cena miedzi w PLN



Źródło: DI BRE Banku

Jednostkowy koszt produkcji (JKPM) wyniósł 11,38 tys. PLN/t (-8% r/r, nasza prognoza 11,31 tys. PLN/t). To koszt jednostkowy wyższy o 15% w stosunku do 1Q2009, co wynika ze wzrostu cen wsadów obcych, wyższych rezerw na premie pracownicze oraz wyższych kosztów energii. Pozytywnie na jednostkowy koszt wpływał wysoki wolumen sprzedaży srebra. W kolejnych kwartałach oczekujemy dalszego wzrostu kosztu jednostkowego, co będzie efektem: dalej rosnących cen wsadów obcych, wyższych nakładów na prace przygotowawcze i remonty oraz zmniejszenia wolumenu sprzedaży srebra.

Zwracamy uwagę, że w ostatnim kwartale istotnie wzrosła różnica pomiędzy kosztami rodzajowymi w rachunku wyników a kalkulacją kosztów na podstawie jednostkowego kosztu produkcji, co sugeruje, że koszt jednostkowy został pomniejszony o dodatkowe obciążenia, które można szacować na 135 mln PLN. Podobna sytuacja miała miejsce w 4Q2008.

(mln PLN)	IQ08	IIQ08	IIIQ08	IVQ08	IQ09	IIQ09
Koszty - rachunek wyników	1 836	1 975	1 983	2 117	1 595	2 047
Koszty szacowane np. (wolumen miedzi x JKPM + przychody ze sprzedaży srebra)	1 821	2 001	1 987	1 836	1 566	1 912
Różnica	14	-26	-4	281	29	135

Źródło: DI BRE Banku

Na koniec czerwca 2009 spółka posiadała 2,31 mld PLN gotówki i w 1H wygenerowała z działalności operacyjnej 1,16 mld PLN – jednocześnie wydając na inwestycje w rzeczowy majątek trwały 600 mln PLN. W sierpniu i listopadzie przypadają raty płatności dywidendy (łącznie 2,33 mld PLN), co oznacza, że przy naszej prognozie wyników i inwestycji na koniec roku zasoby gotówkowe KGHM wyniosą ok. 800 mln PLN w stosunku do 1,8 mld PLN przed rokiem. Oznacza to, że w przyszłym roku jeżeli czynniki makro nie ulegną dalszej poprawie w stosunku do naszych założeń, zdolność KGHM do wypłaty dywidendy na poziomie 2 mld PLN (yield brutto 11,4%) bez konieczności zadłużenia się istotnie maleje. Super dywidenda mogłaby pojawić się w 2010, jeżeli w 2009 spółka sprzeda udziały w Polkomtelu (3,4 mld PLN).

Wycena

	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż miedzi (tys. ton)	496,0	505,0	505,0	505,0	505,0	505,0	505,0	505,0	505,0	505,0	505,0	505,0	505,0
zmiana	*-7,8%*	*1,8%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Sprzedaż srebra (tys. ton)	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16
zmiana	*-1,4%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Średnia cena miedzi SPOT (USD/t)	4886,5	5505,0	5500,0	5300,0	5300,0	5300,0	5300,0	5300,0	5300,0	5300,0	5300,0	5300,0	5300,0
zmiana	*-29,4%*	*12,7%*	*-0,1%*	*-3,6%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Średnia cena srebra (USD/kg)	439,1	450,0	404,6	389,9	389,9	389,9	389,9	389,9	389,9	389,9	389,9	389,9	389,9
zmiana	*-8,2%*	*2,5%*	*-10,1%*	*-3,6%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Średni kurs USD/PLN	3,15	2,90	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Jednostkowy koszt produkcji miedzi (USD)	3917,2	4491,0	4542,1	4553,3	4590,3	4621,0	4652,1	4706,2	4762,1	4819,9	4879,6	4941,2	5004,9
zmiana	*-22,0%*	*14,6%*	*1,1%*	*0,2%*	*0,8%*	*0,7%*	*0,7%*	*1,2%*	*1,2%*	*1,2%*	*1,2%*	*1,3%*	*1,3%*
Jednostkowy koszt produkcji miedzi (PLN)	12348	13024	13626	13660	13771	13863	13956	14119	14286	14460	14639	14824	15015
zmiana	*2,2%*	*5,5%*	*4,6%*	*0,2%*	*0,8%*	*0,7%*	*0,7%*	*1,2%*	*1,2%*	*1,2%*	*1,2%*	*1,3%*	*1,3%*

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	...	2035
Przychody ze sprzedaży	**10232**	**10213**	**10432**	**10088**	**10099**	**10110**	**10121**	**10132**	**10144**	**10156**	**10168**		
zmiana	*-9,5%*	*-0,2%*	*2,2%*	*-3,3%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*		
EBITDA	**3283,4**	**2514,8**	**2542,7**	**2257,3**	**2217,4**	**2177,0**	**2136,3**	**2061,3**	**1984,0**	**1904,3**	**1822,0**		
marża EBITDA	*32,1%*	*24,6%*	*24,4%*	*22,4%*	*22,0%*	*21,5%*	*21,1%*	*20,3%*	*19,6%*	*18,8%*	*17,9%*		
Amortyzacja	538,5	540,8	568,7	585,3	591,0	586,5	582,2	578,1	574,2	570,4	566,9		
EBIT	**2744,9**	**1974,1**	**1974,0**	**1672,0**	**1626,3**	**1590,5**	**1554,1**	**1483,3**	**1409,9**	**1333,8**	**1255,1**		
marża EBIT	*26,8%*	*19,3%*	*18,9%*	*16,6%*	*16,1%*	*15,7%*	*15,4%*	*14,6%*	*13,9%*	*13,1%*	*12,3%*		
Opodatkowanie EBIT	521,5	375,1	375,1	317,7	309,0	302,2	295,3	281,8	267,9	253,4	238,5		
NOPLAT	**2223,4**	**1599,0**	**1598,9**	**1354,3**	**1317,3**	**1288,3**	**1258,9**	**1201,5**	**1142,0**	**1080,4**	**1016,6**		
CAPEX	-1200,0	-1100,0	-900,0	-700,0	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0		
Kapitał obrotowy	-274,0	259,2	267,4	164,0	39,4	38,1	39,2	47,9	49,4	51,1	52,7		
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0		
FCF	**1287,8**	**1299,0**	**1535,0**	**1403,7**	**1447,8**	**1412,9**	**1380,2**	**1327,4**	**1265,6**	**1201,9**	**1136,3**		**617,0**
WACC	*12,4%*	*12,4%*	*12,4%*	*12,4%*	*12,4%*	*12,4%*	*12,4%*	*12,4%*	*12,4%*	*11,7%*	*11,7%*		*11,2%*
współczynnik dyskonta	*94,2%*	*83,8%*	*74,5%*	*66,3%*	*59,0%*	*52,5%*	*46,7%*	*41,5%*	*37,0%*	*33,1%*	*29,6%*		*5,0%*
PV FCF	1212,7	1088,2	1144,1	930,8	854,1	741,6	644,5	551,4	467,8	397,7	336,6		31,1
WACC	***12,4%***	***12,4%***	***12,4%***	***12,4%***	***12,4%***	***12,4%***	***12,4%***	***12,4%***	***12,4%***	***11,7%***	***11,7%***		***11,7%***
Koszt długu	*6,9%*	*6,9%*	*6,9%*	*6,9%*	*6,9%*	*6,9%*	*6,9%*	*6,9%*	*6,9%*	*6,2%*	*6,2%*		*6,2%*
Stopa wolna od ryzyka	*6,4%*	*6,4%*	*6,4%*	*6,4%*	*6,4%*	*6,4%*	*6,4%*	*6,4%*	*6,4%*	*5,7%*	*5,7%*		*5,7%*
Premia za ryzyko	*0,5%*	*0,5%*	*0,5%*	*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%*	*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%*	*0,0%*	*0,0%*		*0,0%*
Koszt kapitału własnego	*11,9%*	*11,9%*	*11,9%*	*11,9%*	*11,9%*	*11,9%*	*11,9%*	*11,9%*	*11,9%*	*11,2%*	*11,2%*		*11,2%*
Premia za ryzyko	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*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	1,1	1,1		1,1

Działalność górnicza

Wartość rezydualna (TV)	0,0
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	10027
Wartość działalności górniczej (EV)	10027
Liczba akcji (mln.)	200,0
Wartość firmy na akcję (PLN)	**50,1**
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	*7,9%*
Cena docelowa	**54,1**

Suma części (SOP)

	obecnie	poprzednia wycena
Działalność górnicza	10027	6490
Gotówka netto (bez dywidendy)	-542	-542
Inne aktywa nieoperacyjne	4047	4047
w tym Polkomtel	3444	3444
w tym Dialog	403	403
w tym inne spółki zależne	200	200
Wartość firmy	13532	9995
Wartość firmy na akcję (PLN)	**67,7**	**50,0**
Cena docelowa	**73,0**	**54,8**
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej dz. Górniczej*	3,4	
P/E('09) dla ceny docelowej dz. Górniczej*	5,0	
Udział TV w EV	0%	

** bez dywidendy z Polkomtela*

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	**11 669,7**	**12 183,1**	**11 302,3**	**10 231,8**	**10 212,6**	**10 432,2**	**10 088,5**
zmiana	*45,9%*	*4,4%*	*-7,2%*	*-9,5%*	*-0,2%*	*2,2%*	*-3,3%*
Koszt własny sprzedaży	6 932,3	6 617,3	7 215,4	7 037,0	7 412,8	7 701,4	7 677,5
Zysk brutto na sprzedaży	4 737,4	5 565,8	4 086,9	3 194,8	2 799,8	2 730,8	2 411,0
marża brutto na sprzedaży	*40,6%*	*45,7%*	*36,2%*	*31,2%*	*27,4%*	*26,2%*	*23,9%*
Koszty sprzedaży	80,1	77,6	79,8	88,0	88,9	91,8	90,8
Koszty ogólnego zarządu	518,8	608,5	615,3	610,7	616,8	542,5	529,6
Pozostała działalność operacyjna netto	163,6	-197,7	204,0	248,8	-120,0	-122,6	-118,5
EBIT	**4 302,2**	**4 682,0**	**3 595,7**	**2 744,9**	**1 974,1**	**1 974,0**	**1 672,0**
zmiana	*71,5%*	*8,8%*	*-23,2%*	*-23,7%*	*-28,1%*	*0,0%*	*-15,3%*
marża EBIT	*36,9%*	*38,4%*	*31,8%*	*26,8%*	*19,3%*	*18,9%*	*16,6%*
Wynik na działalności finansowej	-22,6	-26,5	-42,7	6,1	250,0	300,2	346,9
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	0,0	1,0	2,0
Zysk brutto	**4 279,6**	**4 655,5**	**3 553,0**	**2 751,0**	**2 224,1**	**2 274,2**	**2 018,9**
Podatek dochodowy	775,1	856,7	633,3	465,3	384,6	432,1	383,6
Udział w zyskach	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	**3 504,6**	**3 798,8**	**2 919,8**	**2 285,6**	**1 839,5**	**1 842,1**	**1 635,3**
zmiana	*53,1%*	*8,4%*	*-23,1%*	*-21,7%*	*-19,5%*	*0,1%*	*-11,2%*
marża	*30,0%*	*31,2%*	*25,8%*	*22,3%*	*18,0%*	*17,7%*	*16,2%*
Amortyzacja	344,4	344,4	481,4	538,5	540,8	568,7	585,3
EBITDA	**4 646,5**	**5 026,4**	**4 077,1**	**3 283,4**	**2 514,8**	**2 542,7**	**2 257,3**
zmiana	*154,3%*	*79,5%*	*-12,3%*	*-34,7%*	*-38,3%*	*-22,6%*	*-10,2%*
marża EBITDA	*39,8%*	*41,3%*	*36,1%*	*32,1%*	*24,6%*	*24,4%*	*22,4%*
Liczba akcji na koniec roku (mln)	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	201,0	202,0
EPS	17,5	19,0	14,6	11,4	9,2	9,2	8,2
CEPS	19,2	20,7	17,0	14,1	11,9	12,1	11,1
ROAE	*48,9%*	*44,5%*	*29,9%*	*21,6%*	*16,7%*	*15,3%*	*12,6%*
ROAA	*30,1%*	*30,8%*	*22,2%*	*16,5%*	*12,9%*	*11,9%*	*9,9%*

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	**12 283,6**	**12 423,5**	**13 900,6**	**13 754,4**	**14 821,7**	**16 051,5**	**16 820,6**
Majątek trwały	**7 048,7**	**7 428,3**	**8 726,6**	**9 388,1**	**9 947,3**	**10 278,6**	**10 393,3**
Rzeczowe aktywa trwałe	4 378,3	4 832,6	5 515,0	6 176,6	6 735,8	7 067,0	7 181,7
Wartości niematerialne	74,8	80,9	80,9	80,9	80,9	80,9	80,9
Finansowy majątek trwały	2 548,2	2 509,9	3 068,8	3 068,8	3 068,8	3 068,8	3 068,8
Należności długoterminowe	46,7	11,0	61,9	61,9	61,9	61,9	61,9
Majątek obrotowy	**5 234,9**	**4 995,1**	**5 174,0**	**4 366,3**	**4 874,3**	**5 772,9**	**6 427,3**
Zapasy	1 638,3	1 603,5	1 446,8	1 563,2	1 560,3	1 593,8	1 541,3
Należności krótkoterminowe	1 220,6	772,3	1 222,5	1 279,0	1 134,7	927,3	840,7
Papiery wartościowe	282,6	84,4	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	2 093,4	2 535,0	1 793,6	813,1	1 468,3	2 540,7	3 334,2

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	**12 283,6**	**12 423,2**	**13 900,6**	**13 754,4**	**14 821,7**	**16 051,5**	**16 820,6**
Kapitał własny	**8 115,8**	**8 965,9**	**10 591,3**	**10 540,9**	**11 466,2**	**12 572,5**	**13 286,7**
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	2 402,3	3 153,3	5 671,5	6 255,3	7 626,7	8 730,4	9 651,4
Pozostałe	3 713,5	3 812,6	2 919,8	2 285,6	1 839,5	1 842,1	1 635,3
Rezerwy	**524,6**	**631,9**	**666,3**	**696,3**	**726,3**	**756,3**	**786,3**
Zobowiązania długoterminowe	**37,0**	**882,4**	**1 000,7**	**950,0**	**978,5**	**1 007,9**	**1 038,1**
Dług	29,6	20,3	17,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	7,4	862,1	983,5	950,0	978,5	1 007,9	1 038,1
Zobowiązania krótkoterminowe	**3 606,3**	**1 943,0**	**1 625,1**	**1 567,2**	**1 650,7**	**1 714,9**	**1 709,5**
Zobowiązania handlowe	1 953,9	1 920,1	1 614,2	1 563,8	1 647,3	1 711,4	1 706,1
Dług	10,8	8,6	7,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	1 641,6	14,3	3,8	3,4	3,4	3,5	3,4
Dług	40,4	28,9	24,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	-2 053,1	-2 506,1	-1 769,3	-813,1	-1 468,3	-2 540,7	-3 334,2
(Dług netto / Kapitał własny)	*-25,3%*	*-28,0%*	*-16,7%*	*-7,7%*	*-12,8%*	*-20,2%*	*-25,1%*
(Dług netto / EBITDA)	-0,4	-0,5	-0,4	-0,2	-0,6	-1,0	-1,5
BVPS	40,6	44,8	53,0	52,7	57,3	62,9	66,4

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	**2 601,1**	**4 763,9**	**2 819,9**	**2 575,2**	**2 467,0**	**2 465,0**	**2 133,7**
Zysk netto	3 504,6	3 798,8	2 919,8	2 285,6	1 839,5	1 842,1	1 635,3
Amortyzacja	344,4	344,4	481,4	538,5	540,8	568,7	585,3
Kapitał obrotowy	-1 466,3	592,3	-615,8	-244,0	289,2	297,4	194,0
Pozostałe	218,5	28,5	34,6	-4,9	-202,5	-243,2	-281,0
Przepływy inwestycyjne	**-694,2**	**-806,7**	**-1 728,7**	**-1 200,0**	**-1 100,0**	**-900,0**	**-700,0**
CAPEX	-664,2	-845,0	-1 169,8	-1 200,0	-1 100,0	-900,0	-700,0
Inwestycje kapitałowe	-30,0	38,3	-558,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe (nie gotówkowe)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Przepływy finansowe	**-1 457,0**	**-3 515,7**	**-1 832,2**	**-2 355,7**	**-711,8**	**-492,5**	**-640,2**
Dług	0,0	-11,4	-4,6	-24,3	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-2 000,0	-3 396,0	-1 800,0	-2 336,0	-914,3	-735,8	-921,0
Pozostałe	543,0	-108,2	-27,5	4,6	202,5	243,3	280,9
Zmiana stanu środków pieniężnych	**449,9**	**441,6**	**-740,9**	**-980,5**	**655,2**	**1 072,5**	**793,5**
Środki pieniężne na koniec okresu	2 093,6	2 535,1	1 794,0	813,1	1 468,3	2 540,7	3 334,2
DPS (PLN)	10,0	17,0	9,0	11,7	4,6	3,7	4,6
FCF	2 295,4	3 776,8	1 663,7	1 287,8	1 299,0	1 535,0	1 403,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	*5,7%*	*6,9%*	*10,4%*	*11,7%*	*10,8%*	*8,6%*	*6,9%*

Wskaźniki

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	5,1	4,7	6,1	7,7	9,6	9,6	10,8
P/CE	4,6	4,3	5,2	6,3	7,4	7,3	8,0
P/BV	2,2	2,0	1,7	1,7	1,5	1,4	1,3
P/S	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8
FCF/EV	*19,5%*	*33,3%*	*13,8%*	*9,9%*	*10,5%*	*13,6%*	*13,3%*
EV/EBITDA	2,5	2,3	3,0	4,0	4,9	4,4	4,7
EV/EBIT	2,7	2,4	3,4	4,8	6,3	5,7	6,3
EV/S	1,0	0,9	1,1	1,3	1,2	1,1	1,0
DYield	*11,3%*	*19,2%*	*10,2%*	*13,2%*	*5,2%*	*4,2%*	*5,2%*
Cena (PLN)	**88,5**						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	201,0
MC (mln PLN)	17 700,0	17 700,0	17 700,0	17 700,0	17 700,0	17 700,0	17 700,0
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)	11 799,7	11 346,7	12 083,5	13 039,7	12 384,5	11 312,1	10 518,6

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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@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, Deweloperzy

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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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 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 miedzy 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	Kupuj	Akumuluj	Zawieszona	Redukuj
data wydania	2008-11-27	2009-04-02	2009-06-04	2009-06-08
kurs z dnia rekomendacji	27,30	46,45	75,30	77,40
WIG w dniu rekomendacji	27246,38	24145,69	31030,61	31399,03