

czwartek, 7 lutego 2019 | komentarz specjalny

Złoto i srebro w grze – Co kupować jeśli nie KGHM?

Rekomendacja: trzymaj | cena docelowa: 92,41 PLN | cena bieżąca: 98,38 PLN

KGH PW; KGH.WA | Sektor, Polska

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Oddalenie się perspektywy podwyżek stóp procentowych w USA, zwiększenie zakupów złota przez banki centralne oraz wyższe oczekiwania co do przyszłej inflacji napędzają wzrosty cen złota i srebra od początku 2019 roku. Każde 10% wzrostu cen srebra to w przypadku Grupy KGHM około 200 mln PLN dodatkowych przychodów oraz około 170 mln PLN EBITDA (efekt podatku od wydobywania). Zarówno rynek, jak i my z ostrożnością podchodzimy do inwestycji w akcje polskiej spółki miedzianej, a powodów tego można znaleźć wiele (galopujące koszty produkcji, słaby *track-record* przejęć, niski FCF, mała dywidenda, możliwość kolejnych odpisów aktywów zagranicznych, spółka państwowa). Naszym zdaniem zagraniczni producenci miedzi wyglądają znacznie atrakcyjniej niż KGHM, a w przypadku kontynuacji wzrostów cen metali szlachetnych stopa zwrotu z inwestycji w ich akcje może być wyższa niż w przypadku polskiego producenta. Naszym zdaniem znacznie lepszą ekspozycję na wzrost cen srebra i złota wśród producentów miedzi można znaleźć w Boliden (spółka ma największą ekspozycję na złoto i srebro wśród producentów miedzi; wzrostowy profil produkcji metali w kolejnych latach, wysoka dywersyfikacja przychodów przez pryzmat wydobywanych metali oraz mocny bilans; wśród największych wyzwań można

wymienić spadające uzyski metali w 2019 roku). Pod wzrosty cen metali szlachetnych najciekawiej wyglądają Polyus (najbardziej rentowny i kosztowo efektywny producent złota z ambitnym planem wzrostów wolumenów sprzedaży i sowingą polityką dywidendową, spółka tania na tle konkurentów w grupie porównawczej) oraz AngloGold (największy światowy producent złota, ponad 80% produkcji z tanich źródeł, najwyższe wskaźniki FVF/EV w grupie porównawczej). Z kolei wśród mniejszych ciekawych producentów miedzi warto zwrócić uwagę na Sandfire Resources (mniejszy i bardzo efektywny producent miedzi z Australii, z bardzo wysoką zdolnością do generowania FCF i niskimi kosztami produkcji miedzi).

KGHM drogi producent miedzi na tle konkurencji

Grupa KGHM przy bieżącym reżimie podatkowym dotyczącym wydobywania miedzi i srebra w Polsce jest znacznie droższym producentem w porównaniu do notowanych konkurentów, a dodatkowo polska spółka jest posiadaczem stosunkowo dużego zadłużenia (2,0x EBITDA na koniec 3Q'18). Rosnące ceny złota i srebra wpływają na spadek kosztów wydobywania miedzi, ale wśród zagranicznych konkurentów znajdziemy spółki o wyższym udziale przychodów ze sprzedaży metali szlachetnych np. Boliden (21% ze sprzedaży Ag i Au), OZ Minerals (20% ze sprzedaży Ag i Au) czy KAZ Minerals

Zestawienie spółek górniczych zajmujących się produkcją miedzi

Producenci miedzi	Profil wydobywania	Przychody	C1	Lokalizacja aktywów górniczych
KAZ Minerals (KAZ LN)	Spółka rozwija kilka projektów, ryzykiem jest zaangażowanie w duży projekt na wschodzie Rosji (Baimskaya)	1,66	0,66	Kazachstan
OZ Minerals (OZL AU)	Spółka posiada dużą kopalnię w Australii i rozwija nowy duży projekt w Brazylii	0,78	0,77	Australia, Brazylia
Hudbay Minerals (HBM CT)	Spadek wydobywania do 2021 roku, później wzrost dzięki nowemu projektowi w Arizonie	1,36	0,84	Peru (56%), Kanada (44%)
Southern Copper (SCCO US)	Rozbudowa obecnych projektów, istotny wzrost wydobywania w trzech kolejnych latach	6,66	0,92	Peru (60%), Meksyk (40%)
Sandfire Resources (SFR AU)	Mniejszy producent miedzi zlokalizowany w Australii	0,47	0,93	Australia
Freeport-McMoRan (FCX US)	Dojrzałe projekty, zmiana sposobu wydobywania w Grasberg, spadek wolumenów w 2019 roku	18,63	1,07	Ameryka Płn. (40%), Ameryka Płd. (30%), Indonezja (30%)
BHP Billiton (BHP AU)	Spółka po znaczących inwestycjach, dojrzałe aktywa	43,64	1,15	Australia (60%), Ameryka Płd. (24%), Ameryka Płn. (10%)
First Quantum (FM CN)	Stabilna sprzedaż, wzrost w 2020 roku po ukończeniu rozbudowy projektu Cobre Panama	3,31	1,23	Panama (40%), Zambia (36%)
Antofagasta (ANTO LN)	Możliwe zwiększenie wydobywania przez rozbudowę obecnych obiektów	4,75	1,25	Chile 100% (Los Pelambres 51%, Centinela 35%, Antucoya 11%, Zeldivar 5%)
Boliden (BOL SS)	Dojrzałe projekty, rozwój kolejnych mniejszych projektów	5,81	1,40	Szwecja, Finlandia
Anglo American (AAL LN)	Sprzedaż części aktywów	26,24	1,47	Afryka (48%), Brazylia (16%), Chile (18%)
KGHM (KGH PW)	Słaby <i>track-record</i> przejęć, stabilne wydobywanie, spółka państwowa	5,41	1,59	Polska (80%), Chile (10%), Am. Północna (10%)
Lundin Mining (LUN CN)	Dojrzałe projekty, wzrost wydobywania w przyszłości	2,08	1,65	Chile (60%), USA, Portugalia, Szwecja, Finlandia
Rio Tinto (RIO LN)	Sprzedaż części aktywów związanych z węglem, sprzedaż udziałów w Grasberg (Indonezja), Grupa rozwija projekt Oyu Tolgoi w Mongolii	40,03	b.d.	Australia (45%), Kanada (21%), Mongolia (11%), USA (7%), Afryka (5%)
MMC Norilsk Nickel (MNOD LI)	Lekki wzrost wolumenów z uwagi na zwiększenie efektywności oraz nowe projekty górnicze	7,42	b.d.	Rosja

Źródło: spółki, Bloomberg, Dom Maklerski mBanku; *przychody w 2017 r. w mld USD; **C1 – mining cash cost C1 (USD/lb) w 2017 r.

Zestawienie spółek górniczych zajmujących się produkcją srebra i złota

Producenci miedzi	Profil wydobycia	Przychody	Lokalizacja aktywów górniczych
AngloGold Ashanti (ANG SJ)	Wydobycie w oparciu o wiele mniejszych projektów	4,36	Afryka (60%), Ameryka Płd. (23%), Australia (17%)
Fresnillo (FRES LN)	Wydobycie w oparciu o wiele mniejszych projektów, małe wzrosty produkcji srebra i złota w przyszłości	2,09	Meksyk
Gold Fields (GFI SJ)	Stabilna produkcja w dojrzałych aktywach górniczych	2,76	Afryka (44%), Australia (42%), Peru (14%)
Polymetal Int (POLY LN)	Wzrost wydobycia w kolejnych latach dzięki zaangażowaniu w nowe projekty	1,82	Rosja (mniejsze projekty w Kazachstanie i Armenii)
Polyus (PLZL RX)	Rosnąca produkcja, rozbudowa obecnie działających kopalni, bardzo efektywny kosztowo producent o dobrej jakości złóż	2,72	Rosja

Źródło: spółki, Bloomberg, Dom Maklerski mBanku; *przychody w 2017 r. w mld USD

(17% ze sprzedaży Ag i Au). W przypadku KGHM sprzedaż złota i srebra odpowiada za 16% obrotów Grupy. Warto również zauważyć, że w przypadku Boliden i KAZ Minerals sprzedaż dywersyfikuje również wydobycie cynku (odpowiednio 31% i 7% sprzedaży).

Alternatywnie, **czystą ekspozycję na złoto i srebro znajdziemy w takich podmiotach jak: Polymetal** (99% sprzedaży Ag i Au), **AngloGold** (99% sprzedaży Ag i Au), **Gold Fields** (95% sprzedaży Ag i Au), **Polyus** (95% sprzedaży Ag i Au) oraz **Fresnillo** (88% sprzedaży Ag i Au).

Zagraniczni producenci zwiększają wydobycie

Zagraniczne znaczące spółki górnicze wyraźnie stawiają na efektywność i wzrost wydobycia w przyszłości. W przedstawionej przez nas grupie łatwiej wymienić te koncerny, które nie notują istotnych wzrostów produkcji: Anglo American, BHP Billiton, Hudbay Minerals, Freeport McMoRan, KGHM i Rio Tinto. Warto zwrócić uwagę, że u zagranicznej konkurencji widać wyraźne zainteresowanie nowymi rozwiązaniami zmniejszającymi koszty produkcji (autonomiczne pojazdy, oszczędności materiałowe, energetyczne i rozwiązania pro środowiskowe). To przekłada się na mniej dynamiczne wzrosty jednostkowych kosztów wydobycia, a w niektórych przypadkach nawet ich spadek (przykłady Antofagasta, czy Freeport McMoRan).

KGHM z bezpieczną lokalizacją, ale...

W spółkach wydobywczych inwestorzy zwracają uwagę na **lokalizację aktywów** ze względu na ryzyko zmian prawnych, podatkowych, czy po prostu ustrojowych. Wśród spółek górniczych zlokalizowanych w krajach „przyjaznych wydobyciu” znajdziemy **BHP Billiton** (zdywersyfikowana baza produkcyjna pod względem lokalizacji – Australia, Ameryka Północna), **Boliden** (Szwecja i Finlandia), **KGHM** (Polska 80% produkcji), **OZ Minerals** (Australia, spółka prowadzi prace nad dużym projektem w Brazylii), **Rio Tinto** (głównie Australia i Kanada) oraz **Sandfire** (mniejszy producent działający w Australii). Bezpieczne nadal pozostaje prowadzenie działalności w Chile i Peru, jako że oba kraje wspierają lokalne górnictwo (np. **Antofagasta**, czy **Lundin Mining**). Niestety wszyscy znaczący **producenci metali szlachetnych są zlokalizowani w krajach o podwyższonym ryzyku inwestycyjnym** (Afryka, Meksyk, Rosja).

Dyskusja na temat bezpieczeństwa lokalizacji wydobycia zyskuje na wartości w szczególności po incydentach, jakie miały miejsce w ostatnich latach w Indonezji (lokalny rząd chce kontrolować 50% największej kopalni Grasberg należącej do Freeport), Brazylii (po wypadku w kopalni Vale dyskusja nad bezpieczeństwem projektów wydobywczych) czy Afryce (Zambia ogłosiła możliwe zmiany w opodatkowaniu wydobycia kruszców w kraju).

Zestawienie spółek górniczych ze względu na produkowane surowce (% przychodów w 2017 r.)

Producenci miedzi	CU	Mo	Ag	Au	Ni	Zn	Pb	Pd	Pt	Fe	Węgiel energ.	Węgiel koks.	Alumini-um	Ropa	Dia-menty
Anglo American	13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15%	14%	14%	15%	0%	0%	21%
Antofagasta	85%	4%	1%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BHP Billiton	31%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	35%	21%	0%	0%	13%	0%
Boliden	35%	0%	9%	12%	4%	31%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
First Quantum	85%	0%	0%	7%	5%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Freeport-McMoRan	74%	5%	0%	12%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Hudbay Minerals	68%	0%	4%	9%	0%	19%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
KAZ Minerals	76%	0%	4%	13%	0%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
KGHM	69%	3%	12%	4%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Lundin Mining	67%	0%	2%	5%	7%	15%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
MMC Norilsk Nickel	27%	0%	0%	0%	27%	0%	0%	28%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
OZ Minerals	80%	0%	10%	10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rio Tinto	5%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	50%	7%	0%	27%	0%	0%
Sandfire Resources	89%	0%	10%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Southern Copper	81%	7%	4%	0%	0%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Producenci metali szlachetnych	CU	Mo	Ag	Au	Ni	Zn	Pb	Pd	Pt	Fe	Węgiel energ.	Węgiel koks.	Alumi-nium	Ropa	Dia-menty
AngloGold Ashanti	0%	0%	1%	98%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Fresnillo	0%	0%	38%	50%	0%	7%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gold Fields	5%	0%	0%	95%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Polymetal Int	0%	0%	24%	75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Polyus	0%	0%	0%	95%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Dywersyfikacja prowadzonej działalności

Większość zagranicznych konkurentów, podobnie jak KGHM, koncentruje się na wydobyciu konkretnego metalu (w tym przypadku miedzi). Dywersyfikacja przychodów z wydobywania surowców to zdecydowanie charakterystyka światowych gigantów, jak Anglo American, BHP Billiton. Część spółek posiada „naturalną” dywersyfikację sprzedaży spowodowaną zasobnością złóż w inne metale przemysłowe i szlachetne. Przykładami takich spółek są Boliden i Norilsk Nickel, na których mix produktowy w różnym stopniu składają się: miedź, nikiel, pallad, platyna, srebro, złoto, cynk czy też ołów.

Większe możliwości kreacji FCF i wypłaty dywidend

Inwestorzy sektora wydobywczego preferują inwestycje w spółki mające zdolność do generowania wysokich wolnych przepływów gotówki. Zwiększa to szansę na szybkie zdelewarowanie biznesu po okresie znaczących inwestycji oraz potencjalnie szybki zwrot z zainwestowanego kapitału w postaci dywidend.

KGHM pod względem zdolności do generowania wolnych przepływów gotówki znajduje się wyraźnie w tyle stawki (FCF/EBITDA w 2019 roku 0,8% ze względu na duże planowe inwestycje przekładające się jedynie na utrzymanie bieżącego wydobycia). **Najlepsze parametry** w kategorii producentów miedzi mają: **Sandfire Resources** (mniejszy producent miedzi zlokalizowany w Australii, rozwija

projekty wydobywcze i charakteryzuje się niskimi kosztami produkcji), **Anglo American** (spółka po dywersyfikacji części aktywów), **BHP Billiton** (dojrzałe aktywa wydobywcze) i **Rio Tinto** (sprzedaż części biznesu w przeszłości).

Największych wypłat dywidend w sektorze oczekuje się w 2018 roku w **Norilsk Nickel** (prawie dwucyfrowy DYield, ale duże ryzyko ze względu na skoncentrowanie działalności w Rosji; polityka wypłaty co najmniej 30% EBITDA w dywidendzie), **BHP Billiton** (plany wypłaty dywidend lub ogłoszenia skupu akcji własnych, możliwe ponadczasowe jednorazowe dywidendy), **Boliden** (wysoki DYield, mimo planów zwiększenia wydobycia w najbliższych latach, polityka przeznaczania 1/3 zysków na dywidendy), **Rio Tinto** (sprzedaż posiadanych udziałów w Grasberg, dywersyfikacja działalności związanej z wydobywaniem węgla; polityka wypłaty 40-60% dywidendy z zysków) czy **Anglo American** (sprzedaż części aktywów, dojrzałe projekty wydobywcze, stabilna polityka wypłaty dywidend w długim okresie).

W przypadku spółek górniczych wydobywających metale szlachetne **najwyższą zdolność do generowania FCF** mają **AngloGold Ashanti, Polymetal International i Gold Fields**. Najwyższej dywidendy można oczekiwać w **Polyus** (najbardziej rentowna spółka w sektorze, bardzo dobre pod względem zasobności w metale złoża; polityka wypłaty 30% EBITDA na dywidendę), **Polymetal** (duża ilość złóż w Rosji, polityka wypłaty 50% zysku netto na dywidendę) i **Boliden** (polityka przeznaczania 1/3 zysków na dywidendy).

Zestawienie oczekiwań odnośnie DYield oraz FCF/EV w spółkach produkujących miedź oraz metale szlachetne

Producenci miedzi	DYield			FCF/EV		
	18Y	19Y	20Y	18Y	19Y	20Y
MMC Norilsk Nickel	8,7%	9,8%	10,5%	-	-	-
BHP Billiton	4,6%	8,6%	4,9%	8,3%	8,0%	7,9%
Boliden	5,8%	5,0%	5,1%	0,8%	0,5%	0,7%
Rio Tinto	5,5%	5,2%	4,7%	7,2%	7,7%	7,4%
Sandfire Resources	3,7%	3,4%	5,3%	12,9%	12,3%	22,7%
Southern Copper	4,2%	3,6%	4,5%	3,6%	3,4%	4,5%
Anglo American	3,9%	4,1%	4,0%	8,5%	9,1%	7,6%
Antofagasta	2,2%	2,5%	3,0%	4,1%	5,1%	5,2%
KGHM	0,0%	2,5%	2,6%	-0,1%	0,9%	2,3%
Freeport-McMoRan	1,4%	1,9%	3,1%	7,9%	0,7%	4,6%
Lundin Mining	2,3%	2,1%	2,2%	-8,6%	-5,7%	14,0%
OZ Minerals	2,1%	1,8%	2,1%	-2,6%	-7,2%	1,3%
KAZ Minerals	1,2%	1,4%	1,7%	-0,2%	1,5%	1,0%
Hudbay Minerals	0,3%	0,3%	0,3%	9,5%	5,3%	-5,8%
First Quantum	0,1%	0,1%	0,2%	-1,0%	3,8%	9,9%
Mediana	2,3%	2,5%	3,1%	3,8%	3,6%	4,9%
Producenci złota i srebra	DYield			FCF/EV		
	18Y	19Y	20Y	18Y	19Y	20Y
Polyus	4,6%	5,3%	5,9%	0,0%	0,1%	0,2%
Polymetal Int	4,1%	4,8%	5,4%	2,6%	4,6%	7,9%
Boliden	5,8%	5,0%	5,1%	0,8%	0,5%	0,7%
KGHM	0,0%	2,5%	2,6%	-0,1%	0,9%	2,3%
Fresnillo	2,4%	2,3%	2,7%	0,3%	1,8%	4,0%
Gold Fields	2,4%	2,3%	2,7%	0,3%	1,8%	4,0%
OZ Minerals	2,1%	1,8%	2,1%	-2,6%	-7,2%	1,3%
KAZ Minerals	0,9%	1,7%	2,1%	-1,9%	3,5%	7,8%
AngloGold Ashanti	0,4%	0,7%	0,9%	1,3%	5,0%	6,6%
Mediana	2,4%	2,3%	2,7%	0,3%	1,8%	4,0%

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Atrakcyjna wycena

Obecnie w górnictwie miedzi bazując na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA **najatrakcyjniej wycenione** wydają się być **Sandfire, KGHM oraz KAZ Minerals**. W przypadku KGHM warto zauważyć, że spółka powinna być notowana z dyskontem do grupy porównawczej ze względu na mocną pozycję związków zawodowych w firmie, słaby *track-record* przejęć oraz nadzór właścicielski Skarbu Państwa. Również zgadzamy się z dyskontem KAZ Minerals z uwagi na potencjalne zaangażowanie w budowę kopalni Baimskaya w Rosji (trudny i kosztowny projekt we wschodniej Rosji realizowany przez zadłużoną spółkę górniczą; projekt górniczy został zakupiony w 2018 roku od rosyjskiego oligarchy Romana Abramowicza). W przypadku **Sandfire** mniejsza wycena może być pochodną **niskiej skali**

działalności i kapitalizacji (850 mln USD; free float to tylko 110 mln USD). Z drugiej strony, spółka ta charakteryzuje się **niskimi kosztami produkcji** oraz **wysoką zdolnością do generowania wolnych przepływów pieniężnych** (FCF).

Z punktu widzenia wyceny godnymi uwagi wydają nam się **Lundin Mining, Anglo American, First Quantum oraz Boliden**.

Wśród producentów metali szlachetnych, poza wymienionymi KGHM, KAZ i Boliden, **atrakcyjnie wycenione** na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA są **Polyus, Gold Fields oraz Polymetal**.

Zestawienie oczekiwań wskaźników P/E oraz EV/EBITDA w spółkach produkujących miedź oraz metale szlachetne

Producenci miedzi	P/E			EV/EBITDA		
	18Y	19Y	20Y	18Y	19Y	20Y
Sandfire Resources	9,2	10,4	6,2	3,0	3,1	1,7
KGHM	11,6	7,8	8,6	5,4	4,6	4,5
KAZ Minerals	7,2	7,8	7,1	4,8	5,4	5,3
Anglo American	10,5	10,3	11,4	4,8	4,8	4,9
Lundin Mining	17,5	16,5	9,4	4,6	4,9	3,2
First Quantum	17,1	12,7	7,5	8,6	6,7	4,2
Boliden	9,4	11,1	11,2	4,8	5,4	5,4
MMC Norilsk Nickel	9,3	8,7	8,5	6,9	6,7	6,5
Hudbay Minerals	18,1	20,6	11,9	3,6	3,9	3,6
Rio Tinto	11,2	11,6	12,5	5,8	6,0	6,0
Antofagasta	21,0	16,6	15,8	6,2	5,3	5,1
BHP Billiton	15,1	14,2	14,6	5,7	6,1	6,2
OZ Minerals	13,7	19,5	13,3	5,2	6,4	5,0
Southern Copper	16,3	14,8	13,5	8,7	8,2	7,5
Freeport-McMoRan	7,4	22,8	12,5	4,7	8,8	6,7
Mediana	11,6	12,7	11,4	5,2	5,4	5,1
Producenci złota i srebra	P/E			EV/EBITDA		
	18Y	19Y	20Y	18Y	19Y	20Y
KGHM	11,6	7,8	8,6	5,4	4,6	4,5
KAZ Minerals	7,2	7,8	7,1	4,8	5,4	5,3
Polyus	10,5	9,2	8,2	7,7	6,2	5,8
Boliden	9,4	11,1	11,2	4,8	5,4	5,4
Gold Fields	53,2	19,2	14,2	4,8	3,7	3,4
Polymetal Int	13,1	10,1	9,0	8,5	7,0	6,5
AngloGold Ashanti	26,2	15,5	15,5	5,6	4,5	4,4
OZ Minerals	13,7	19,5	13,3	5,2	6,4	5,0
Fresnillo	23,9	22,1	18,8	9,3	8,5	7,2
Mediana	13,1	11,1	11,2	5,4	5,4	5,3

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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**PRZEWAGAŻENIE (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 Domu Maklerskiego mBanku:**

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 od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski 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.

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.

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.

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.

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. 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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, Santander Bank Polska, Capital Park, CD Projekt, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnty, Tarczyński, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE, PEKABEX.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: Cognor Holding.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., 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 mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu 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 Domu 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 Domu 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.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 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

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl