

poniedziałek, 5 sierpnia 2019 | aktualizacja raportu

KGHM: redukuj (obniżona)

KGH PW; KGH.WA | Metale, Polska

Eskalacja wojny handlowej

Ceny miedzi pozostają pod presją wojny handlowej na linii USA-Chiny. Nałożenie przez prezydenta Donalda Trumpa ceł na kolejne towary oraz opóźnianie negocjacji przez stronę chińską do czasu nowych wyborów w USA (jesień 2020) zwiększa ryzyko dalszej eskalacji konfliktu handlowego i pogorszenia danych gospodarczych w niedalekiej przyszłości. Tymczasem bieżące czerwcowe dane z Chin pokazują wyraźny spadek importu netto miedzi (do 930 tys. ton -21% r/r; najniższy od III'18 oraz X'16), 12-sty miesiąc spadku rejestracji nowych samochodów (-8% r/r w VII'19) oraz spowolnienie akcji kredytowej (wolumen nowych kredytów 1664 mld CNY w VII'19; -10% r/r). Konsensus cen miedzi analityków na lata 2019-2021 spada od połowy 2018 roku, a dodatkowo naszym zdaniem w sierpniu wciąż nad wyceną KGHM ciążą będą oczekiwania słabszych r/r wyników finansowych za 2Q'19. Według nas KGHM w sierpniu będzie się poruszał w ślad za swoją grupą porównawczą. Obawiamy się o dalszą korektę notowań spółek górniczych. Dodatkowo spadek notowań zdynamizuje oczekiwaną korektę cen rudy żelaza, co powinno znaleźć odzwierciedlenie w kursach takich concernów jak ANG JS, BHP AU, czy RIO LN. Warto zwrócić uwagę, że obecne średnie dyskonto KGHM w grupie porównawczej spadło do 9% (historyczne około 20-25%), co zważając na wyższy w KGHM gotówkowy koszt produkcji miedzi (C1), mniejszą zdolność do generowania wolnych przepływów gotówki (FCF) i mniejszy potencjał dywidendowy jest według nas nie do utrzymania. Obniżamy nasze założenia cen miedzi do poziomu mediany oczekiwań analityków na lata 2019-2021. Obniżamy założenia kursu USD/PLN oraz cen ołowiu. W efekcie korygujemy założenia wyników na lata 2020-2021 o około 10% na poziomie EBITDA. Obniżamy rekomendację dla KGHM z trzymaj do redukuj, a naszą cenę docelową z 98,35 PLN do 80,38 PLN.

Konsensus prognoz cen miedzi w dół od połowy 2018 roku

Mediana prognoz cen miedzi na lata 2019-2021 znajduje się w wyraźnym trendzie spadkowym od połowy 2018 roku. Obecnie konsensus prognoz na 2019 zakłada średnią cenę miedzi na poziomie 6100 USD/t, na 2020 rok 6300 USD/t, a na 2021 6650 USD/t. Warto zwrócić uwagę, że konsensus wciąż znajduje się na poziomach wyższych niż ceny rynkowe, co generuje ryzyko dalszej obniżki oczekiwań.

Wyższe koszty wydobycia (C1) niż w grupie porównawczej

Wskaźnik gotówkowego kosztu wydobycia miedzi w Grupie KGHM to obecnie 1,8 USD/lb (2018). Jest to jednocześnie najwyższy wskaźnik w grupie porównawczej. Wysokie koszty produkcji miedzi sprawiają, że dźwignia operacyjna w przypadku KGHM jest wyższa niż u konkurencji i spółka znacznie bardziej odczuwać będzie spadek cen miedzi na rynku.

Słabsza zdolność generowania gotówki na tle konkurencji

(mIn PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	20 275,0	20 526,0	22 543,6	21 997,9	22 866,6
EBITDA (skor.)	5 753,0	4 972,0	5 184,3	4 385,0	4 826,8
marża EBITDA	28,4%	24,2%	23,0%	19,9%	21,1%
EBIT (skor.)	4 144,0	3 176,0	3 331,1	2 452,7	2 842,9
Zysk netto (skor.)	1 792,0	1 887,9	2 304,3	1 619,5	1 915,0
P/E (skor.)	9,8	9,3	7,6	10,8	9,2
P/CE	5,7	5,1	4,2	4,9	4,5
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA (skor.)	4,2	5,0	4,2	4,9	4,3
DPS	1,00	0,00	0,00	1,50	2,43
DYield	1,1%	0,0%	0,0%	1,7%	2,8%

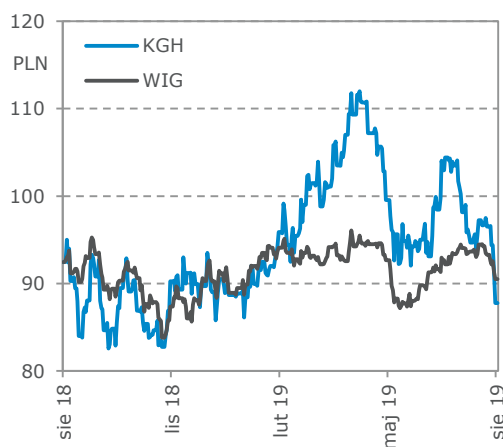
Cena bieżąca	87,78 PLN
Cena docelowa	80,38 PLN
Kapitalizacja	17,5 mld PLN
Free float	9,9 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	100,4 mln PLN

Akcjonariat

Skarb Państwa	31,79%
OFE NN	7,37%
OFE Aviva	5,25%
Pozostali	55,59%

Profil spółki

Pod względem wielkości produkcji KGHM jest 8. na świecie największym producentem miedzi, 1. srebra. Grupa KGHM znajduje się w trzecim kwartalu producentów miedzi pod względem kosztu wydobycia miedzi. Spółka prowadzi działalność związaną z wydobyciem, przetapianiem miedzi w Polsce (kopalnie Lubin, Rudna, Polkowice-Sieroszowice) oraz posiada kopalnie miedzi w Chile (Sierra Gorda), USA (Robinson i Carlota) i Kanadzie (Ajax, zagłębie Sudbury i Victoria).



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
KGHM	80,38	98,35	redukuj	trzymaj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
KGHM	87,78	80,38	-8,4%	
Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2019P	2020P	2021P
EBITDA (skor.)		+0,3%	-13,7%	-10,6%
Zysk netto (skor.)		+0,7%	-24,8%	-18,6%
Miedź (USD/t)		-3,9%	-3,1%	-2,2%
Srebro (USD/oz)		+3,2%	+3,2%	+3,2%
Molibden (USD/t)		+0,4%	0,0%	0,0%
Prod. miedzi (tys. ton)		0,0%	0,0%	0,0%
Prod. srebra (ton)		0,0%	0,0%	0,0%
Prod. molibdenu (mIn lb)		0,0%	0,0%	0,0%

Analitik:

Jakub Szkopek

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 księgową
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgową) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawieniem wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 5 sierpnia 2019 o godzinie 08:20. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 sierpnia 2019 o godzinie 08:20.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci 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.

Rekomendacje dotyczące spółki KGHM wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-15	2018-09-03	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	98,35	91,71	105,57	92,41	84,56	87,99	104,21	111,08
kurs z dnia rekomendacji	101,70	95,00	109,40	94,16	92,60	85,40	90,80	96,00

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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 Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

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

Piotr 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

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.lempicka@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