



piątek, 1 października 2021 | aktualizacja raportu

KGHM: trzymaj (obniżona)

KGH PW; KGH.WA | Metale, Polska

Ciemne chmury nad cenami metali...

Spadek aktywności gospodarczej w Chinach (najnowszy odczyt PMI dla przemysłu 49,6) negatywnie przekłada się na import netto miedzi (w VI'21 -16% r/r i VII'21 -21% r/r). W kolejnych trzech miesiącach baza porównawcza importu wciąż utrzymuje się na wysokim poziomie, a kolejne spadki r/r nie będą poprawiać sentymentu do metalu (Chiny to ponad 50% światowej konsumpcji miedzi). Dodatkowo Cochilco (Chile) zakłada, że podaż miedzi w 2022 roku będzie rosła szybciej niż popyt, co przełoży się na nadpodaż surowca wobec lekkiego deficytu w 2021 roku. Niestety również nasze oczekiwania odnośnie problemów po stronie produkcji w efekcie negocjacji płacowych w Chile nie materializują się, a transmisja wariantu Delta COVID-19 wydaje się być słabsza niż wcześniej zakładano (spada prawdopodobieństwo zakłóceń po stronie podaży). W obliczu realnego „taperingu” w USA w 2022 roku widzimy ryzyko dla kształtowania się cen miedzi i metali szlachetnych, dlatego obniżamy nasze prognozy dla miedzi (do 8500 USD/t z 10 000 USD/t) i srebra (do 20 USD/oz z 24 USD/oz). Wyznaniem na 2022 rok są również rosnące koszty energii elektrycznej (+335 mln PLN) oraz płac (+270 mln PLN). W obliczu słabszych oczekiwanych r/r wyników w 2022 roku zakładamy, że dywidenda z zysku za 2021 rok wyniesie jedynie 5 PLN/akcja (wcześniej 10 PLN/akcja). Obniżamy naszą cenę docelową do 158,27 PLN (wcześniej 245,39 PLN/akcja) oraz rekomendację do trzymaj (wcześniej kupuj).

Spadek aktywności gospodarczej w Chinach

Od kwietnia 2021 roku koniunktura w Chinach wyraźnie się osłabia, co pokazują wskaźniki PMI dla przemysłu (PMI 'IX 49,6p. najniższy odczyt od lutego 2020 roku). Po planowanych na luty'22 Igrzyskach Olimpijskich wydatki na infrastrukturę mogą jeszcze wyraźniej spowolnić, co przekładałoby się na dalsze wyhamowanie importu miedzi. Do końca roku prawdopodobnie koniunktura w Chinach znajdować się będzie pod presją ze względu na działania w obszarze ograniczenia śladu węglowego (stal, aluminium, miedź), czy restrykcji związanych z COVID-19.

Nadpodaż miedzi w 2022 roku?

Cochilco we wrześniu przedstawiło, że oczekuje w 2022 roku wzrostu popytu na miedź o 3% r/r (+2,4% r/r w 2021 roku), a podaży o 4,5% r/r (+1,2% w 2021 roku). W efekcie agencja oczekuje, że rynek miedzi w 2022 roku będzie w nadpodaży. Realnie deficyt miedzi pojawia się od 2023 roku, co skłania nas do utrzymania długoterminowych projekcji cen na poziomie 10 000 USD/t.

Evergrande ryzykiem dla metali

Widmo niewypłacalności chińskiego potentata branży nieruchomości, jest dużym zagrożeniem dla popytu na metale surowcowe. Chiński sektor budowlany odpowiada kolejno za 12% popytu globalnego na miedź, 20% globalnego popytu na stal, oraz 9% globalnego popytu na aluminium.

Rosnące koszty energii i płac

W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że cena energii elektrycznej w taryfie A wzrośnie w 2022 roku do 443 PLN/mwh (+35% r/r) i będzie to najdynamiczniejsza podwyżka cen odkąd prowadzimy statystyki. W przypadku KGHM zakładamy, że to przełoży się na 335 mln PLN wzrost kosztów energii. Dodatkowo zakładamy ok. 5% r/r wzrost średnich płac w 2022 roku, co przekłada się na wyższe koszty pracownicze w kwocie 270 mln PLN.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	22 723	23 632	32 101	27 914	29 330
EBITDA skor.	5 229	6 623	10 091	6 506	7 202
marża EBITDA	23,0%	28,0%	31,4%	23,3%	24,6%
EBIT skor.	3 216	4 561	7 700	4 120	4 906
zysk netto skor.	1 817	2 126	5 159	2 749	3 329
P/E skor.	17,4	14,8	6,1	11,5	9,5
P/FCFE	3,8	3,3	3,1	4,0	3,9
FCFF/EV	21,8%	25,6%	32,4%	25,3%	27,8%
EV/EBITDA skor.	7,4	5,5	3,2	4,8	4,1
DPS	0,00	0,00	1,50	5,00	8,25
DYield	0,0%	0,0%	1,0%	3,2%	5,2%

cena bieżąca	157,65 PLN
cena docelowa	158,27 PLN
kapitalizacja	31,5 mld PLN
free float	17,7 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	164,2 mln PLN

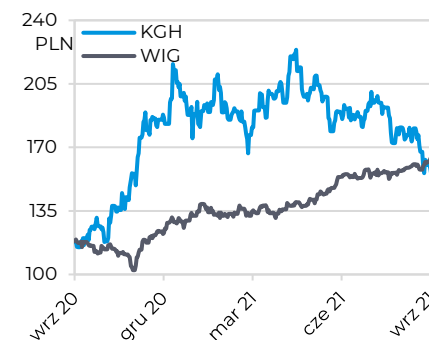
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	31,79%
OFE NN	6,77%
OFE Aviva	5,25%
pozostali akcjonariusze	56,19%

Profil spółki

Pod względem wielkości produkcji KGHM jest 8 na świecie największym producentem miedzi, 2 srebra. Grupa KGHM znajduje się w trzecim kwartyle producentów miedzi pod względem kosztu wydobycia miedzi. Spółka prowadzi działalność związaną z wydobywaniem, 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).

Kurs akcji KGH na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
KGHM	158,27	245,39	trzymaj	kupuj
Spółka	cena bieżąca		potencjał zmiany	
	nowa	stara	nowa	stara
KGHM	157,65	158,27	+0,4%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2021P	2022P	2023P
EBITDA (skor.)		-6,7%	-36,3%	-26,9%
zysk netto (skor.)		-17,9%	-52,4%	-39,9%
miedź (USD/t)		-2,1%	-15,0%	-10,0%
srebro (USD/oz)		-1,9%	-16,7%	-12,5%
molibden (USD/t)		+34,6%	+8,3%	0,0%
prod. miedź (tys. ton)		+0,3%	-0,2%	-0,2%

Analitycy:

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl

Antoni Kania
+48 575 931 858
antoni.kania@mbank.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalenty; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgowa), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

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 Biura 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. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Pozbud, Sygnity. 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 Biuro maklerskie mBanku uważa za użyteczne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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 przedstawione 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, Pozbud, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 1 października 2021 o godzinie 07:54. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 1 października 2021 o godzinie 08:50.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

mBank S.A., 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 mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura 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 Biurze 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 Biura 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

KGHM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2021-03-24	2020-12-08	2020-10-02
cena docelowa (PLN)	245.39	222.05	230.25	152.27	103.84
kurs z dnia rekomendacji	208.80	199.20	177.05	177.20	115.15

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

Antoni Kania
antoni.kania@mbank.pl
przemysł

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

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

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08
janusz.pieta@mbank.pl

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

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

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl