

czwartek, 22 sierpnia 2019 | aktualizacja raportu

## KGHM: trzymaj (podwyższona)

KGH PW; KGH.WA | Metale, Polska

### Pomoże zapowiedź luzowania polityki monetarnej?

**Inwestorzy spekulacyjni zdecydowanie obstawiają scenariusz dalszych spadków cen miedzi, co sugeruje praktycznie rekordowa w historii liczba otwartych przez nich pozycji krótkich. W ubiegłym tygodniu wzrosła ona do poziomu 138 tys. sztuk – zdecydowanie więcej niż w poprzednich okresach spadku koniunktury. Dla porównania, w 2009 roku liczba otwartych pozycji krótkich kilka razy przekroczyła nieznacznie 40 tys. sztuk, z kolei w latach 2015-16 nie przekroczyła 45 tys. sztuk. Naszym zdaniem odbywające się w dniach 22-24 sierpnia spotkanie przedstawicieli banków centralnych w Jackson Hole może krótkoterminowo pozytywnie wpłynąć na poprawę sentymentu do metali przemysłowych i szlachetnych. Wypowiedzi przywódców banków centralnych powinny raczej sugerować możliwość zastosowania odważniejszych narzędzi monetarnych w reakcji na obserwowane spowolnienie gospodarcze. To z kolei krótkoterminowo może zachęcić inwestorów spekulacyjnych do zamykania krótkich pozycji, co będzie się przekładać na odbicie cen miedzi na rynkach. Po znaczącej przecenie podnosimy naszą rekomendację dla KGHM z redukuj do trzymaj, a naszą cenę docelową aktualizujemy o zmianę wyceny spółek porównywalnych z 80,38 PLN do 77,51 PLN.**

### Spekulanci krótko na miedzi

Aktualna liczba krótkich pozycji inwestorów spekulacyjnych na miedzi wynosi 130 tys. sztuk i jest blisko rekordowego poziomu 138 tys. sztuk zanotowanego w ubiegłym tygodniu. Inwestorzy spekulacyjni zwiększają ilość krótkich pozycji na miedzi od III'19 (od 63 tys. sztuk) w obawie o pogłębienie wojny handlowej na linii USA-Chiny oraz spowolnienie gospodarcze w Azji. Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych netto w ubiegłym tygodniu wzrosła do poziomu -58 tys. sztuk ustanawiając historyczny rekord (obecnie -54 tys. sztuk). Warto naszym zdaniem zauważyć, że jeszcze w VI'18 liczba otwartych pozycji spekulacyjnych netto wносиła +71 tys. szt. Od tego czasu sentyment do miedzi zmienił się o 180°.

### Wypowiedzi z Jackson Hole pobiją złoto?

Wypowiedzi odnośnie możliwego zwiększenia luzowania polityki pieniężnej naszym zdaniem mogłyby pozytywnie wpłynąć na wycenę złota i srebra. W przypadku srebra każde 10% wzrostu cen wpływa na zwiększenie obrotów Grupy KGHM o 270 mln PLN i wyniku EBITDA o 230 mln PLN (efekt podatku od wydobycia). Z kolei każde 10% wzrostu cen złota przekłada się na zwiększenie sprzedaży o 90 mln PLN i adekwatny wzrost EBITDA. W grupie porównawczej KGHM jest czwartym producentem miedzi z najwyższym udziałem obrotów ze sprzedaży metali szlachetnych w przychodach.

(mln 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.)	8,4	7,9	6,5	9,2	7,8
P/CE	4,8	4,3	3,6	4,2	3,8
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (skor.)	3,8	4,4	3,7	4,3	3,8
DPS	1,00	0,00	0,00	1,50	2,43
DYield	1,3%	0,0%	0,0%	2,0%	3,2%

<b>Cena bieżąca</b>	74,90 PLN
<b>Cena docelowa</b>	77,51 PLN
<b>Kapitalizacja</b>	15,0 mld PLN
<b>Free float</b>	8,0 mld PLN
<b>Średni dzienny obrót (3 m-ce)</b>	103,0 mln PLN

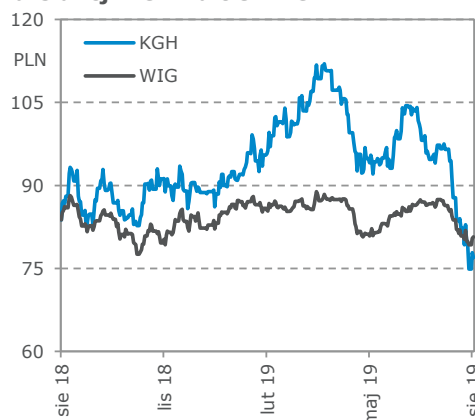
### Akcjonariat

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, zagłębienie Sudbury i Victoria).

### Kurs akcji KGH na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
KGHM	77,51	80,38	trzymaj	redukuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
KGHM	74,90	77,51	+3,5%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
EBITDA (skor.)	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto (skor.)	0,0%	0,0%	0,0%
Miedź (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Srebro (USD/oz)	0,0%	0,0%	0,0%
Molibden (USD/t)	0,0%	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 (mln lb)	0,0%	0,0%	0,0%

### Analitik:

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.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  
**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 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

**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](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.

Investowanie 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 22 sierpnia 2019 o godzinie 08:35. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 22 sierpnia 2019 o godzinie 08:35.

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](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)** – wyliczona 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	redukuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-08-05	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)	80,38	98,35	91,71	105,57	92,41	84,56	87,99	104,21	111,08
kurs z dnia rekomendacji	87,78	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 Kliszc**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kluszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kluszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

**Aleksandra Szklarczyk**  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Poniąkowski**  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

**Mikołaj Lemańczyk**  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Joanna Łukasik**  
+48 22 697 48 82  
[joanna.lukasik@mbank.pl](mailto:joanna.lukasik@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)