

# KGHM

(tłumaczenie)

24 sierpnia 2010

**Metale**

| Stopa zwrotu                  | 1m                            | 3m  | 12m |
|-------------------------------|-------------------------------|-----|-----|
| Absolutna                     | -1%                           | 11% | 13% |
| Relatywna do WIG              | 2%                            | 7%  | 7%  |
| Max/ min. (12-mies.)          | 116.1/ 81.8 PLN               |     |     |
| Reuters                       | KGHM.WA                       |     |     |
| Bloomberg                     | KGH PW                        |     |     |
| Kapitalizacja (mln EUR)       | 5 250                         |     |     |
| Następne wydarzenie w spółce: | 10 listopada – wyniki za 3Q10 |     |     |
| PLN/ USD                      | 4,0                           |     |     |

Kurs 103,4 PLN \*  
Wycena 119,0 PLN

**Kupuj**  
(podtrzymanie)

| FY/e 31.12 (mln PLN)  | 2009     | 2010P    | 2011P    | 2012P    |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|
| Sprzedaż              | 11 060,5 | 14,871.3 | 14,425.5 | 13,744.3 |
| EBITDA                | 3 645,7  | 5,570.4  | 5,566.8  | 4,833.4  |
| EBIT                  | 3 098,1  | 4,960.5  | 4,826.1  | 3,992.2  |
| Zysk netto            | 2 540,2  | 4,016.0  | 3,907.0  | 3,232.0  |
| EPS (PLN)             | 12,7     | 20.1     | 19.5     | 16.2     |
| C/Z (x)               | 7,1      | 5.1      | 5.3      | 6.4      |
| Dywid. na akcję (PLN) | 11,7     | 3.0      | 10.0     | 9.8      |
| Stopa dywidendy       | 11,3%    | 2.9%     | 9.7%     | 9.4%     |
| EV/EBITDA (x)         | 5,4      | 3.4      | 3.3      | 3.8      |

Źródło: KBC Securities

\*kurs zamknięcia z 23/08/2010

Ceny metali przemysłowych pozostają pod presją ostatnich danych makroekonomicznych, które jednakże nie sygnalizują recesji, ale moment przyhamowania wzrostu. Dla ceny miedzi kluczowe jest także szybsze niż oczekiwano wyrównanie poziomu popytu i podaży, przy czym oczekuje się raczej niedoboru niż nadwyżki już pod koniec br. Podwyższyliśmy naszą prognozę zysku netto KGHM na 2010/2011/2012 rok o 24,3%/19,7%/3,0% do 4 016 mln zł (+58,1% r/r)/3 907 mln zł (-2,7% r/r)/3 232 mln zł (-17,3% r/r). Podwyższyliśmy wycenę biznesu miedziowego KGHM o 3,4% i nasza wycena spółki wzrosła o 3,5% do 119,0 zł na akcję, co implikuje 15,1% potencjału wzrostu. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj.

## Rekomendacja Kupuj podtrzymana

- **Warunki makroekonomiczne.** Ostatnie słabe dane z amerykańskiego rynku pracy zdominowały nastroje na rynku. Wzrost w krajach rozwiniętych nadal jest stymulowany cyklem obrotu zapasami, polityką monetarną i fiskalną, jednak należy oczekiwać, że powrót do pełnego wzrostu potrwa dłużej niż poprzednio zakładano.
- **Ceny miedzi w krótkim terminie.** Naszym zdaniem, ceny miedzi mają pewien potencjał wzrostowy, jednak zawirowania polityczne w Europie i w Stanach mogą powodować ich znaczną zmienność w najbliższej przyszłości. Podwyższyliśmy naszą prognozę cen miedzi na 2010 rok o 1,4% do 7 300 USD/t (+40,4% r/r), co implikuje 5% wzrost w pozostałej części roku w porównaniu z obecnym poziomem. Prognozy na 2011 i 2012 rok pozostawiliśmy bez zmian na poziomie odpowiednio 7 400 USD/t (+1,4% r/r) i 7 500 USD/t (+1,4% r/r).
- **Wyplata dywidendy.** Ze względu na plan olbrzymich wydatków inwestycyjnych oczekujemy ograniczenia wskaźnika wypłaty dywidendy w latach 2010-2014 w porównaniu z poprzednimi latami; według naszych szacunków nie powinien on przekroczyć 50%. Jest to w naszej ocenie poziom kompromisu pomiędzy wysokimi wydatkami inwestycyjnymi KGHM a oczekiwaniami Skarbu Państwa (wysoka dywidenda potrzebna do latania dziury budżetowej w kolejnych latach).
- **Korzystniejszy scenariusz walutowy.** Nasza prognoza kursu walut PLN/USD jest oparta na założeniu, że w pozostałej części br. złoty będzie się stopniowo osłabiał, ale w 2011 roku nastąpi pewna aprecjacja. Oczekujemy w 2012 roku silniejszego umocnienia PLN względem USD, co odbije się na poziomie zysków spółki.
- **Atrakcyjna wycena.** W ciągu miesiąca kurs akcji spółki spadł o 1%, dając zwrot odpowiednio o 2% i 1% wyższy niż indeks WIG20 % i indeks MSCI Barra. Notowana przy 4,2x C/Z na 2010P spółka jest wyceniana z 22% dyskontem w stosunku do porównywalnych producentów miedzi. Naszym zdaniem, jest to atrakcyjny wskaźnik, nawet jeśli weźmiemy pod uwagę niższy od średniej potencjał wzrostu zysków KGHM.

### Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

**EBITDA** = EBIT + amortyzacja  
**EPS** = zysk netto/ liczba akcji  
**DPS** = dywidenda na akcję  
**BVPS** = wartość księgowa/ liczba akcji  
**Marża EBITDA** = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży  
**Marża zysku operacyjnego** = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży  
**CFPS** = Cash flow/ liczba akcji  
**Dług netto** = zadłużenie odsetkowe – gotówka  
**ROE** = zysk netto/ średni kapitał własny  
**EV** = kapitalizacja rynkowa + Dług netto  
**P/E** = kurs rynkowy/ EPS  
**P/CF** = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)  
**P/BV** = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgowa  
**P/S** = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży  
**Stopa dywidendy** = DPS/ kurs rynkowy \*100%

### Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metod wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

### System rekomendacji

**Kupuj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%,  
**Trzymaj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,  
**Sprzedaj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

### Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje 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 wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendacje w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

### Rekomendacje dla spółki KGHM

|      | Wycena (zł) | Kurs (zł) | Rekomendacja | Data wydania     |
|------|-------------|-----------|--------------|------------------|
| KGHM | 76,60       | 80,00     | Trzymaj      | 22 lipca 2009    |
| KGHM | 110,0       | 97,50     | Kupuj        | 3 listopada 2009 |
| KGHM | 115,0       | 90,0      | Kupuj        | 20 maja 2010     |
| KGHM | 119,0       | 10,4      | Kupuj        | 24 sierpnia 2010 |

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 46 rekomendacji inwestycyjnych:

|            |     |
|------------|-----|
| 22 Kupuj   | 48% |
| 19 Trzymaj | 41% |
| 5 Sprzedaj | 11% |

## Lista kontaktów

### Analitycy

|                                |                          |                  |  |
|--------------------------------|--------------------------|------------------|--|
| <b>Dyrektor, Banki</b>         | Mark MacRae, CFA         | +48 22 581 08 06 | <i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>      |
| <b>Banki</b>                   | Marta Czajkowska-Baldyga | +48 22 581 08 09 | <i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i> |
|                                | Michał Konarski          | +48 22 581 08 22 | <i>michal.konarski@kbcsecurities.pl</i>  |
| <b>Paliwa, Farmaceutyki</b>    | Peter Tordai             | +36 1 483 40 46  | <i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>     |
|                                | Barbara Jánosi           | +36 1 483 40 56  | <i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>   |
|                                | Olena Kyrylenko          | +36 1 483 40 66  | <i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>  |
|                                | Lajos Meszaros           | +36 1 483 40 66  | <i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>   |
|                                | Peter Csaszar            | +36 1 483 40 36  | <i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>    |
| <b>Telekomunikacja, Media,</b> | Leszek Iwaszko, CFA      | +48 22 581 08 08 | <i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>   |
| <b>IT</b>                      | Piotr Janik              | +48 22 581 09 19 | <i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>      |
| <b>Handel Detaliczny</b>       | Kamil Szlaga             | +48 22 581 08 18 | <i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>     |
| <b>Przemysł, Metale</b>        | Robert Maj               | +48 22 581 08 24 | <i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>       |
| <b>Nieruchomości</b>           | Lucian Albuлесcu         | +40 21 40 84 219 | <i>lucian.albulescu@kbcsecurities.ro</i> |
| <b>Budownictwo</b>             | Cezary Bernatek          | +48 22 581 08 20 | <i>cezary.bernatk@kbcsecurities.pl</i>   |
| <b>Koordynator</b>             | Piotr Owdziej            | +48 22 581 09 18 | <i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>    |
| <b>Tłumacz</b>                 | Renata Kania             | +48 22 581 08 23 | <i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>     |

### Departament Sprzedaży Detalicznej

|  |                  |                  |  |
|--|------------------|------------------|--|
|  | Urszula Kowalska | +48 22 581 07 99 | <i>urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</i> |
|--|------------------|------------------|--|

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrumentów finansowych, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.