



analityk: Michał Krajczewski, CFA

2017-11-15

Podstawowe dane o spółce

Cena	112,15
Kapitalizacja (mln PLN)	22 430,0
Free float	36,4%
Średnie obroty 1M (mln PLN)	57,4
P/E	9,7
EV/EBITDA	5,80

Grupa KGHM jest jednym z wiodących koncernów wydobywających rudę miedzi i metali nieżelaznych i produkujących. Eksploatuje największe w Europie złoża rudy miedzi, posiada także uprawnienia do eksploatacji złóż na terenie USA, Kanady i Chile. KGHM to szósty producent miedzi elektrolitycznej i drugi srebra na świecie. Grupa produkuje również m.in. złoto, ołów, kwas siarkowy i sól kamienną (EKD 07.29).

Notowania KGHM za ostatnie 12 miesięcy



Wyniki finansowe za III kwartał 2017 roku

mln PLN	1Q '16	2Q '16	3Q '16	4Q '16	1Q '17	2Q '17	3Q '17	r/r	Kons.	różnica	LTM
Przychody	3 912	4 544	4 685	6 015	4 911	4 802	4 774	1,9%	5 262	-9,3%	20502,0
<i>dynamika k/k</i>		16,2%	3,1%	28,4%	-18,4%	-2,2%	-0,6%				0,4%
EBITDA	933	836	1 007	1 468	1 522	269	1 414	40,4%	1 457	-3,0%	4673,0
<i>dynamika k/k</i>		-10,4%	20,5%	45,8%	3,7%	-82,3%	425,7%				9,5%
<i>marża EBITDA</i>	23,8%	18,4%	21,5%	24,4%	31,0%	5,6%	29,6%		27,7%		22,8%
EBIT	536	423	576	1 011	1 151	-132	1 004	74,3%	-	-	3034,0
<i>dynamika k/k</i>		-21,1%	36,2%	75,5%	13,8%	-	-				16,4%
<i>marża EBIT</i>	13,7%	9,3%	12,3%	16,8%	23,4%	-2,7%	21,0%		-		14,8%
Zysk netto	207	135	329	-240	710	341	604	83,6%	573	5,3%	1415,3
<i>dynamika k/k</i>		-34,8%	143,7%	-	-	-52,0%	77,1%				24,1%
<i>marża netto</i>	5,3%	3,0%	7,0%	-4,0%	14,5%	7,1%	12,7%		10,9%		6,9%

Komentarz do wyników

Przychody KGHM wyniosły w 3Q'17 4 744 mln PLN (+2% r/r, ale 9,3% poniżej oczekiwań). W ujęciu rocznym negatywny efekt wolumenowy (-405 mln PLN) oraz umocnienia PLN do USD (-246 mln PLN) został zrekompensowany wyższymi, średnimi cenami produktów (+751 mln PLN, miedź +33%, molibden +16%, ale srebro -14% r/r). Produkcja miedzi płatnej w Grupie wyniosła 170 tys. ton. (bez zmian r/r), przy czym spadła w Polsce (-2 tys. ton czyli -1,4% r/r), a wzrosła w Sierra Gorda (+2 tys. ton czyli +18,1% r/r). Sprzedaż miedzi w Grupie była jednak o 12% r/r niższa – Spółka zwiększała zapasy w związku z planowanym przestojem HM Cedyňa w IV kwartale. Produkcja srebra to 328 ton (+1,0%), metali szlachetnych 59,1 ton (bez zmian), a molibdenu 3,6 mln funtów (+33% r/r ale -50% q/q). Rozczarującym faktem w kontekście wolumenów jest kolejny kwartał spadku zawartości miedzi w koncentracie oraz wzrost udziału produkcji ze wsadów obcych w Polsce (niższa rentowność).

Zysk EBITDA w III kwartale wyniósł 1 414 mln PLN (+29,8% r/r, -3,0% od konsensusu). Wynik jednostkowy to 968 mln PLN (jedynie +4,4% z uwagi na problemy z produkcją, które przełożyły się na +37% r/r jednostkowego kosztu C1). Rekordową kwartalną EBITDA zanotował natomiast projekt Sierra Gorda (183 mln PLN) z uwagi na wysoki wolumen sprzedaży molibdenu (zapasy z poprzednich kwartałów) oraz utrzymanie dyscypliny kosztowej przy rosnących cenach miedzi (-29% r/r koszt jednostkowy C1). W ujęciu rok do roku poprawa EBITDA Sierra Gorda (+213 mln PLN) była więc jednym z głównych czynników wzrostu wyników. Spadek kosztów podstawowej działalności (+346 mln PLN) skompensowany był wyższym kosztem wsadów obcych (-353 mln PLN). Zmiana przychodów (+89 mln PLN) i korekty konsolidacyjne (+58 mln PLN) również pozytywnie wpływały na wynik. Na poziomie netto zwracamy uwagę na ujemny wpływ (-208 mln PLN) instrumentów zabezpieczających. W stosunku do ubiegłego roku KGHM wypracował niższe przepływy z działalności operacyjnej (546 mln PLN wobec 949 mln PLN w 3Q'17) z uwagi na rosnące zapasy urobku w Polsce.

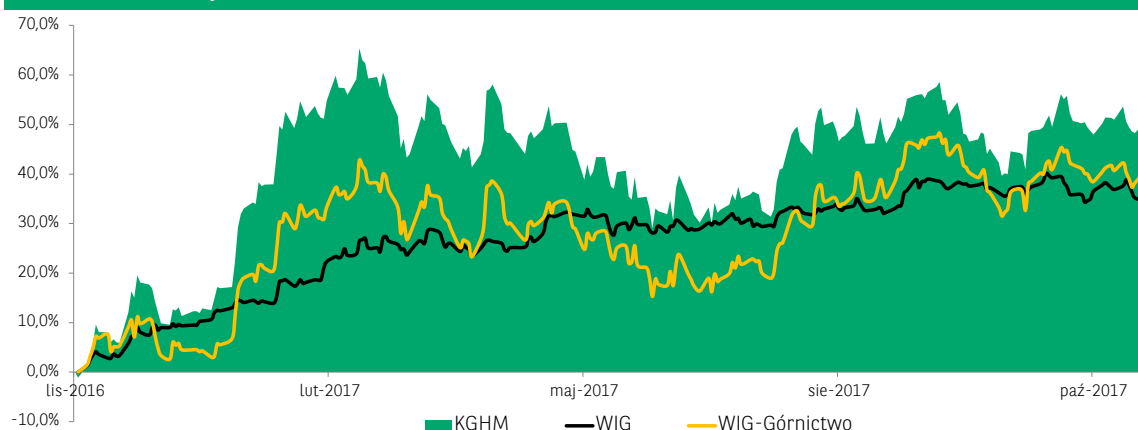


Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki

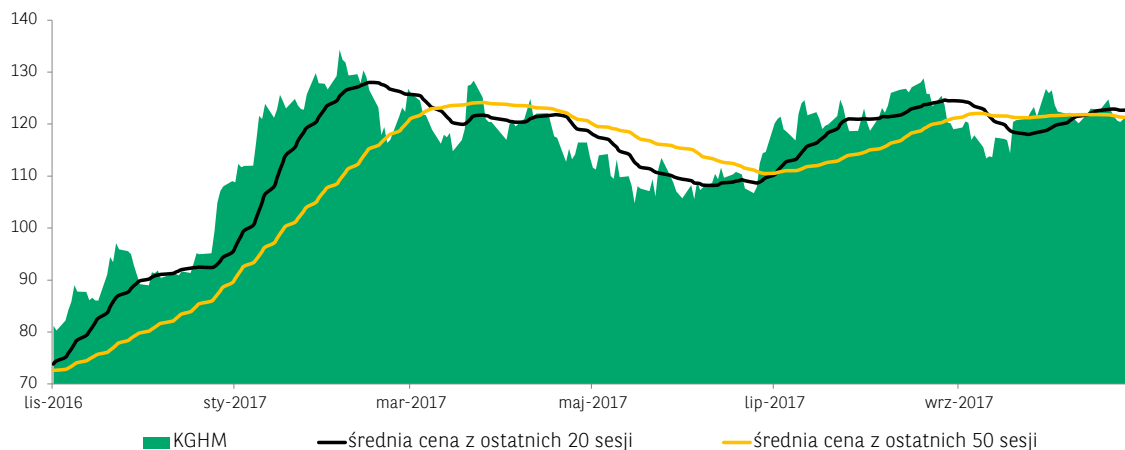
Wyniki KGHM oceniamy neutralnie. Z jednej strony Spółka działa w pozytywnym otoczeniu makroekonomicznym, szczególnie jeżeli chodzi o ceny miedzi, dzięki czemu wypracowana jest wysoka dynamika poprawy EBITDA. Widać także rezultaty działań optymalizacyjnych w KGHM International i Sierra Gorda. Z drugiej strony rozczarowaniem dla rynku może być ponowny spadek sprzedaży i wydobycia molibdenu oczekiwany w 4Q'17 i kolejnych kwartalach (rozpoczęcie eksploracji złoża z niższą o połowę zawartością tego surowca) oraz jedynie stopniowa poprawa parametrów wolumenowych produkcji w Polsce w 4Q'17 (awaria w HM Głogów a także 1 dzień przestoju z uwagi na brak prądu po orkanie Ksawery).

Uważamy, że krótkoterminowy spadek notowań KGHM (ponad 11% od szczytu) ma głównie podłoże słabszego w ostatnim tygodniu sentymentu do ryzykownych aktywów (np. EuroStoxx Basic Resources -7% od szczytu) i nieco gorszych od prognoz danych makroekonomicznych z Chin (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna) za październik. Zwracamy uwagę, iż w tym samym czasie wycena miedzi w PLN obniżyła się o niecałe 5%. Dodatkowo o ile 4Q'17 nie przyniesie znacznej poprawy jeżeli chodzi o wolumeny w kraju, to Zarząd oczekuje spadku zapasów i nadrobienia sprzedaży w 2018 r. Oczekujemy również utrzymania pozytywnych wyników w KGHM International, co w dłuższym horyzoncie powinno przekładać się na poprawę sentymentu do Spółki.

Notowania KGHM w porównaniu do indeksów WIG i WIG-Górnictwo



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa
tel. (22) 566 97 00, fax (22) 566 97 29
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego telefon adres e-mail

Michał Krajczewski, CFA 22 507 52 91 michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł 22 507 52 93 adam.anio1@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak 22 507 52 94 adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórne telefon adres e-mail

Damian Zemlik 22 507 52 72 damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany 22 507 52 73 marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek 22 566 97 07 grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek 22 566 97 05 monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki 22 566 97 04 przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski 22 566 97 06 s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego telefon adres e-mail

Marek Jaczewski 22 329 43 53 marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

nowy system -wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - (enterprise value - wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)
P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgowa) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa
tel. (22) 566 97 00, fax (22) 566 97 29
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Disclaimer

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);
- Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A. , a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biuro-maklerskiego.asp>

“Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf

Numer ewidencyjny:

KW/2017/11/15/KGH/1