



KOMENTARZ DO WYNIKÓW KGHM – 4Q'20



BM

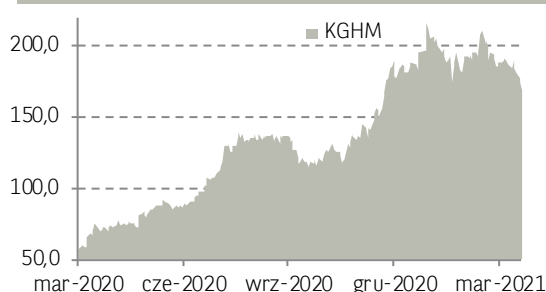
2021-03-25 15:48

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	168,65
Kapitalizacja (mln zł)	33 730,0
Free float	68,2%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	109,3
P/E	18,7
EV/EBITDA	10,57

Notowania spółki



WYNIKI 4Q20

mln PLN	4Q'20	4Q'19	r/r	4Q'20	konsensus	różnica
Przychody	7052,0	5881,0	19,9%	7052,0	6673,2	5,7%
- produkcja miedzi płatnej (tys. ton)	188,1	172,1	9,3%			
- produkcja srebra (t)	356,0	387,0	-8,0%			
- produkcja TPM (tys. troz)	49,0	63,0	-22,2%			
- produkcja molibdenu (mln funtów)	2,1	3,0	-30,0%			
EBITDA skorygowana	2205,0	1117,0	97,4%	2205,0	2178,7	1,2%
<i>marża EBITDA</i>	31,3%	19,0%		31,3%	32,6%	
- KGHM Polska	1406,0	751,0	87,2%			
- KGHM International	213,0	194,0	9,8%			
- Sierra Gorda	567,0	138,0	310,9%			
EBIT	1055,0	227,0	364,8%			
<i>marża EBIT</i>	15,0%	3,9%				
- Koszt C1 (USD/funt)	1,61	1,75	-8,0%			
Zysk netto j.d.	623,0	-245,0	-354,3%	623,0	1002,5	-37,9%
<i>marża netto</i>	8,8%	-4,2%		8,8%	15,0%	
Cash flow operacyjny	2402,0	2257,0	6,4%			

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Rezultaty KGHM oceniamy neutralnie – skorygowana EBITDA była zbliżona do oczekiwań, a znacząco wyższy r/r rezultat był pochodną rosnących cen surowców. Pozytywnie należy ocenić przepływy pieniężne i redukcję zadłużenia oraz poprawę sytuacji w projekcie Sierra Gorda. Pozostajemy umiarkowanie optymistyczni względem spółki na bazie poprawiających się perspektyw gospodarczych w 2021 r., które powinny przełożyć się na kontynuację wzrostowego trendu cen miedzi i pozostałych surowców przemysłowych.

Wyniki neutralne,
zbliżone do oczekiwań

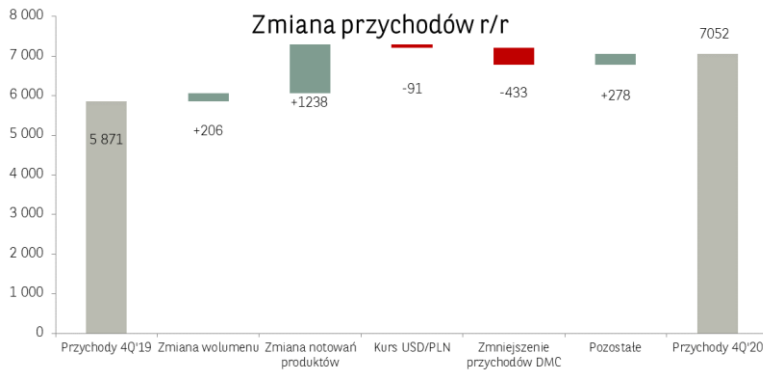
Pozytywnie oceniamy
perspektywy spółki w
dłuższym terminie.



BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Autor: Michał Krajczewski, CFA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl
www.bnpparibas.pl



Przychody Grupy KGHM w 4Q20 wzrosły o prawie 20% r/r do 7 052 mln PLN, co było w głównej mierze zasługą wyższego wolumenu produkcji i sprzedaży miedzi, a przede wszystkim jej rosnącym cenom (+21,9% r/r w USD). W największym stopniu do

Poprawa wolumenów sprzedaży, ale przede wszystkim cen miedzi wpływa na wyższe przychody

wzrostów sprzedaży przyczynił się KGHM Polska, gdzie przychody wzrosły o 28,8% r/r (+9,7% wolumen sprzedaży miedzi, +4,2% r/r wolumen sprzedaży srebra) oraz Sierra Gorda (+63% r/r wolumen sprzedaży miedzi i 92,7% dynamika sprzedaży). Gorzej performowała natomiast spółka KGHM International z 14,5% spadkiem r/r wolumenów sprzedaży miedzi i prawie 50% spadkiem sprzedaży metali szlachetnych, co przełożyło się na 14,5% r/r niższe przychody. Grupa odnotowała także spadek przychodów ze sprzedaży usług DMC w wyniku wstrzymania prac na projekcie Woodsmith (Sirius).

Największy wzrost przychodów i EBITDA w segmencie Sierra Gorda

Rosnące ceny srebra (+40,8% r/r) wpłynęły na obniżenie kosztu jednostkowego produkcji miedzi C1 (USD/funt) o 8,2% r/r w Polsce, a optymalizacja kosztowa i produkcyjna (wyższe wolumeny) wpływały na spadek kosztu C1 o 26,5% w Sierra Gorda. Tak więc pomimo rosnących kosztów pracowniczych (+12,2% r/r) oraz podatku od wydobycia miedzi w Polsce (+54% r/r), skorygowana EBITDA wzrosła o 97,4% do 2205 mln PLN. Ponownie, na tym poziomie pozytywnie wyróżnił się projekt Sierra Gorda, który odnotował 3x większą EBITDA r/r.

Poprawa kosztów jednostkowych wydobywania

Na poziomie zysku netto, zaobserwowaliśmy lepsze saldo z pozostałej działalności operacyjnej (+169 mln r/r) i nieco gorsze saldo z działalności finansowej (-64 mln zł, głównie wpływ różnic kursowych). Niższy wynik od rynkowego konsensusu mógł być pochodną stosunkowo wysokiej stawki (28,7%) podatku dochodowego, rozpoznanego w 4Q'20.

W 4Q20 przepływy pieniężne w skali całej Grupy wyniosły 2 402 mln PLN (-6% r/r), przy czym przed rokiem cash flow był wsparty znaczną redukcją kapitału obrotowego (ponad 1,5 mld zł), przy +159 w 3Q18. Wydatki inwestycyjne w minionym kwartale nie przekroczyły 1,0 mld zł, tak więc zadłużenie netto Grupy mierzone wskaźnikiem DN/skor. EBITDA spadło z 1,5x do 0,9x r/r.

Dobry cash flow operacyjny i redukcja długu

Najważniejsze informacje podane przez Zarząd podczas konferencji wynikowej:

- KGHM widzi ekonomiczne przesłanki do wypłaty dywidendy, ale zarząd nie podjął jeszcze decyzji co do rekomendacji w tej sprawie.
- W br. dokonany zostanie przegląd obecnej strategii (obowiązuje do 2023 r.)
- Spółka nie zamierza zmieniać udziału (55%) w projekcie Sierra Gorda, widzi potencjał do dalszej poprawy wyników w SG poprzez optymalizację procesów produkcyjnych, bez większych nakładów inwestycyjnych.
- Spółka pracuje nad przejęciami projektów fotowoltaicznych, nie jest zainteresowana inwestycjami w projekt off-shore.
- Pandemia COVID-19 nie powinna negatywnie wpłynąć na poziom CAPEX w 2021 r.



KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bnpparibas.pl
Adam Anioł, CFA	22 507 52 93	adam.aniol1@bnpparibas.pl
Szymon Nowak, CFA	22 507 52 92	szymon.nowak@bnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórny	Telefon:	Adres e-mail:
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bnpparibas.pl
Karolina Marczuk	22 566 97 38	karolina.marczuk@bnpparibas.pl
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl
Adrian Cieślak	22 578 57 69	adrian.cieslak@bnpparibas.pl

Zespół Projektów	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bnpparibas.pl
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	paulina.sotdaj@bnpparibas.pl
Ewa Drózdź	22 368 92 50	ewa.drozdz@bnpparibas.pl
Damian Sieńko	--	damian.sienko@bnpparibas.pl
Beata Skórka-Bydowska	--	beata.skora-bydowska@bnpparibas.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

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





NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BNP Paribas S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18 (dalej: BM) prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów BM.

Raport jest udostępniany klientom bezpłatnie, 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. Za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy (w szczególności dotyczące cen akcji, wyników finansowych przedsiębiorstw, wskaźników finansowych) są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM. i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. BM 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 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 w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia jego sporządzenia 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. jest zabronione.

BM 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 jest strata z inwestycji.

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 a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w art. 5 i 6 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku.

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 BNP Paribas Bank Polska S.A
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

W celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym sporządzania rekomendacji, BM stosuje rozwiązania organizacyjne, administracyjne oraz bariery informacyjne polegające na fizycznym wydzieleniu pomieszczeń BM od pozostałych pomieszczeń Banku oraz kontrolowaniu dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane są rekomendacje. Analityków sporządzających rekomendacje obowiązuje dochowanie tajemnicy zawodowej oraz nieujawnianie informacji poufnych. Spółka nie posiada akcji BNP Paribas Bank Polska S.A. w wysokości przekraczającej 5% wyemitowanego kapitału podstawowego ogółem oraz na jej rzecz nie są świadczone usługi inwestycyjne, a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska S.A nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie zostały udostępnione emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Rekomendacja nie podlega ograniczeniom w zakresie rozpowszechniania, jest przekazywana klientom BM poprzez pocztę elektroniczną oraz jest zamieszczona na stronie internetowej BNP Paribas Bank Polska SA. Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

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

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf