

27 maja 2010

Aktualizacja raportu


**Metale**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>93,7 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>99,1 PLN</b>
Kapitalizacja	18,7 mld PLN
Free float	12,7 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	219,61 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Skarb Państwa	31,79%
Pozostali	68,21%

**Strategia dotycząca sektora**

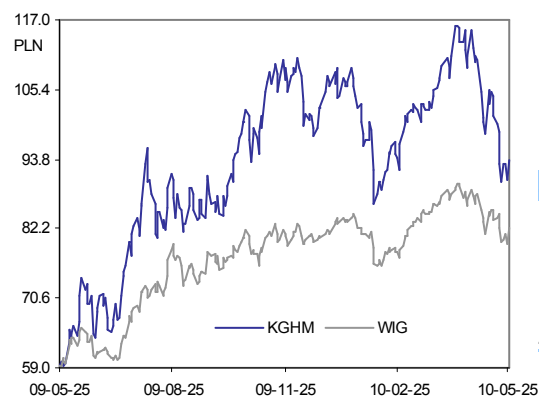
Spowolnienie światowej gospodarki negatywnie przekłada się na popyt na surowce. Dynamiczny spadek cen równie szybko zredukował produkcję kopalń, szczególnie z obszarów o wysokim koszcie jednostkowym. Przy obecnych cenach rośnie jednak ryzyko, że producenci zaczną „odmrażać” moce wytwórcze, co trafi na nadal słaby popyt z realnej gospodarki.

**Profil spółki**

Pod względem wielkości produkcji, KGHM jest szóstym producentem miedzi i drugim srebra na świecie. KGHM należy też do grona najdroższych producentów. Ponadto spółka posiada blisko 20% udział w Polkomtelu - operatorze telefonii komórkowej oraz 100% udział w Dialogu - operatorze telefonii stacjonarnej.

**Ważne daty**

17.06 - prawo do dywidendy  
08.07 - wypłata dywidendy  
12.08 - wyniki za 2Q2010  
10.11 - wyniki za 3Q2010

**Kurs akcji KGHM na tle WIG**

**Michał Marczak**

(48 22) 697 47 38  
michal.marczak@dibre.com.pl  
www.dibre.com.pl

# KGHM

KGHM.WA; KGH.PW

## Trzymaj

(Podwyższona)

### Pomaga słaby PLN

KGHM wchodzi w fazę realizacji dużych projektów inwestycyjnych, których efekty będą widoczne dopiero za 3-4 lata a które obecnie obciążą bilans spółki, zwiększając ryzyko inwestycyjne w przypadku negatywnego scenariusza makro i spadku cen surowców. Jednym z projektów jest zakup złoża Afton-Ajax, który pomimo licznych ryzyk oceniamy pozytywnie. W prognozie KGHM uwzględniamy wzrost wydobycia miedzi (50 tys. ton) i złota (100 tys. oz) z projektu w roku 2014. Przy przyjętych założeniach makro zwiększa on wycenę spółki o 6 PLN na akcję. Zwracamy jednak uwagę, że wycena projektu jest bardzo wrażliwa na zmianę ceny nie tylko miedzi, ale również cen złota (obniża koszt jednostkowy produkcji Cu o połowę). W krótkiej perspektywie wyniki spółki chroni osłabiający się PLN i wysoki jak na KGHM poziom zabezpieczeń cen miedzi. Podwyższamy cenę docelową dla akcji spółki z 90,4 PLN do 99,1 PLN za akcję a w konsekwencji rekomendację inwestycyjną z redukcji do trzymaj.

**Wyniki 1Q2010 i kolejne kwartały**

Wyniki spółki za 1Q okazały się słabsze niż oczekiwano, głównie za sprawą wysokiego wolumenu sprzedaży miedzi wytworzonej ze wsadów obcych i rosnących kosztów osobowych. W kolejnych kwartałach KGHM będzie upływniał zapasy koncentratu z własnej produkcji górniczej (marża górnicza ponad 50%, hutnicza 4-5%). W najbliższym kwartale spółce pomoże również osłabienie PLN vs. USD amortyzujące ostatnie spadki cen miedzi na LME. Podwyższamy tegoroczną prognozę zysku netto do 3,1 mld PLN, jednocześnie aktualizujemy model o planowane przez zarząd inwestycje (nie uwzględniamy inwestycji kapitałowych). W perspektywie najbliższych 3 lat będą istotnie ograniczać zdolność spółki do wypłaty dywidendy. KGHM zaczyna się zadłużać. Dopóki ceny metali są wysokie nie stwarza to ryzyka, do wysokiej dźwigni operacyjnej dochodzi finansowa, rośnie beta.

**Rynek miedzi**

W 2009 roku 40% światowego zużycia miedzi przypadło na Chiny, 29% łącznie na: UE15, USA i Japonię. W przeliczeniu na mieszkańca zużycie w Chinach (5,4 kg) zbliżyło się do poziomu w krajach zachodnich (6,1 kg.), pomimo 7-krotnie niższego PKB *per capita*. Obserwowane na początku br. odbudowywanie się popytu z krajów rozwiniętych powinno być poparte co najmniej utrzymaniem się popytu z Chin, co przyniosłoby spadek wysokich obecnie zapasów (4,2 tygodnie światowej konsumpcji). Inwestorzy będą gwałtownie reagować na kolejne oznaki chłodzenia chińskiej gospodarki (stopy procentowe, częściowe uwolnienie waluty, niższe inwestycje infrastrukturalne). KGHM zwiększył wielkość zabezpieczeń przyszłej sprzedaży miedzi z 150 tys. ton do rekordowego poziomu blisko 300 tys. ton.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	11 302	11 061	12 543	11 502	11 329
EBITDA	4 077	3 646	4 764	3 105	2 883
marża EBITDA	36,1%	33,0%	38,0%	27,0%	25,4%
EBIT	3 596	3 098	4 146	2 430	2 158
Zysk netto	2 920	2 540	3 337	1 969	1 748
DPS	9,0	11,7	3,0	5,0	5,0
P/E	6,4	7,4	5,6	9,5	10,7
P/CE	5,5	6,1	4,7	7,1	7,6
P/BV	1,8	1,8	1,4	1,3	1,3
EV/EBITDA*	3,2	3,8	2,7	4,2	4,7
DYield	9,6%	12,5%	3,2%	5,3%	5,3%

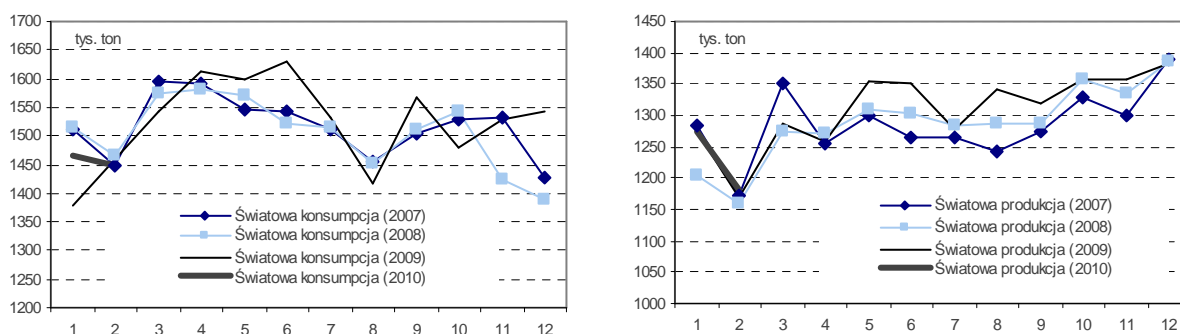
Dane jednostkowe, \* po wyłączeniu telekomów

## Rynek miedzi i ceny

Zgodnie z danymi ICSG, w całym 2009 roku światowa konsumpcja miedzi wyniosła 18,2 mln ton i była o 0,8% wyższa niż w 2008 roku. 40% światowego popytu pochodziło z Chin (7,2 mln ton), które w ujęciu r/r zwiększyły konsumpcję o 38% (+2,2 mln ton). W tym czasie główne światowe gospodarki (29% światowego zużycia metalu, razem 5,4 mln ton), tj.: UE-15, Japonia i USA zanotowały spadki r/r odpowiednio o: 20%, 26% i 19%. Łączny popyt na miedź poza Chinami obniżył się o 16% r/r.

W pierwszych dwóch miesiącach br. popyt na świecie rósł o 5,9% głównie dzięki odbudowie popytu w UE, Japonii i takich krajach jak Brazylia czy Indie. Popyt w Chinach utrzymywał się na poziomie zbliżonym do notowanego w analogicznym okresie poprzedniego roku. Jedynym obszarem notującym spadek była Ameryka Północna. Wysoka dynamika na początku roku to również zasługa bardzo niskiej bazy porównawczej w styczniu 2009, kiedy nastąpiło największe załamanie światowej produkcji przemysłowej.

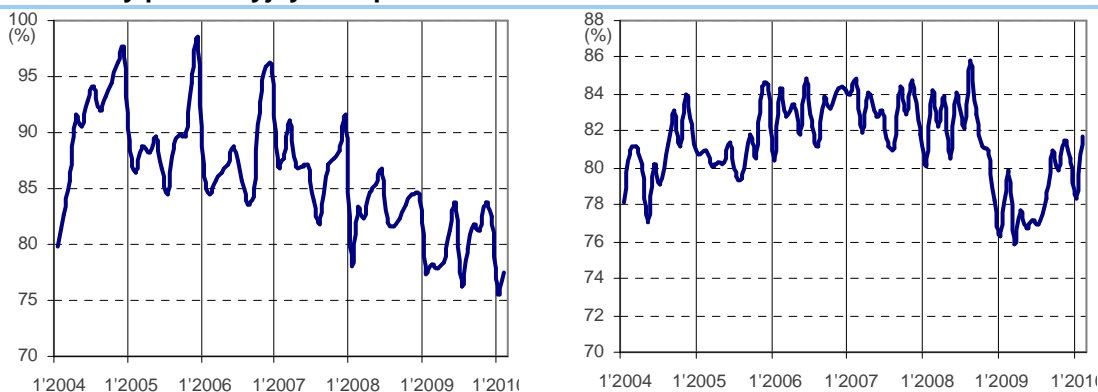
### Światowa konsumpcja miedzi i produkcja górnicza w rozbiciu na miesiące



Źródło: ICSG

W całym 2009 roku produkcja górnicza miedzi zwiększyła się o 1,5% do 15,76 mln ton a produkcja miedzi rafinowanej o 0,9% (18,377 mln ton). Dwa pierwsze miesiące roku przyniosły wzrost produkcji górniczej o 1% a produkcji hutniczej o 5,7%. Wykorzystanie mocy produkcyjnych w kopalniach nadal pozostawało na bardzo niskim historycznie poziomie 80,8% (wartość dla całego roku, w grudniu 82,5%) - natomiast same moce produkcyjne wzrosły w ciągu roku o blisko 770 tys. ton do 19,5 mln ton. W styczniu-lutym wykorzystanie mocy kopalń spadło zaledwie do 76,6%. Pod koniec 2009 roku wyraźnie wzrosło natomiast wykorzystanie mocy produkcyjnych hut (80-81%), które notują już wskaźnik zbliżony do okresu, kiedy gospodarka znajdowała się we wzrostowej fazie (80-84%). W całym roku wykorzystanie mocy produkcyjnych w hutach wyniosło zaledwie 78%. Produkcja hutnicza rosła w Chile (+7%) i Chinach (+8,6%), obniżyła się w Europie (-3,5%) i Ameryce PN (-11%).

### Wykorzystanie mocy produkcyjnych kopalń i hut miedzi

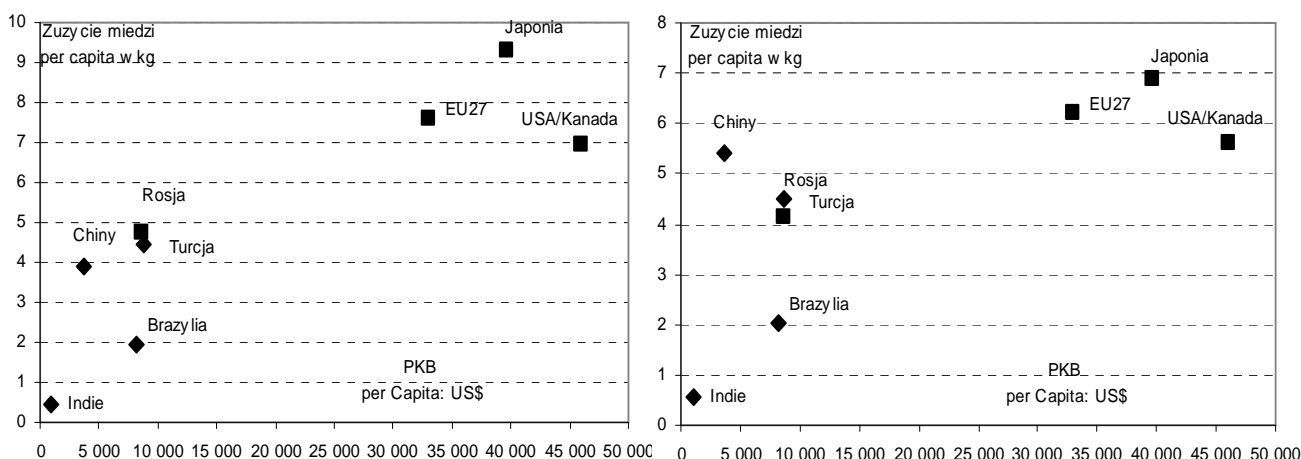


Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie ICSG, LME

Z danych ICSG wynika, że w 2009 roku Chiny odpowiadały za 40% światowej konsumpcji miedzi w porównaniu z 29% przypadającymi łącznie na UE, USA i Japonię. Zwracamy uwagę,

że Chiny osiągnęły poziom konsumpcji w przeliczeniu na mieszkańca (5,4 kg) zbliżony do świata zachodniego (USA 5,6 kg, UE27 6,2 kg), pomimo 7-krotnie niższego PKB w przeliczeniu na mieszkańca i nadal dużego odsetka w Chinach żyjącego na skraju biedy (nie konsumujących). Częściowo zjawisko to może tłumaczyć eksport Chin gotowych towarów do krajów zachodnich, częściowo również dynamiczny spadek zużycia metalu w świecie zachodnim w efekcie wręcz załamania produkcji przemysłowej w 2009 vs. 2008. Nie zmienia to faktu, że takie proporcje istotnie odbiegają od korelacji przedstawionej na poniższym wykresie. Zużycie per capita w Chinach jest 10-krotnie wyższe niż w Indiach i blisko 3-krotnie w porównaniu z Brazylią.

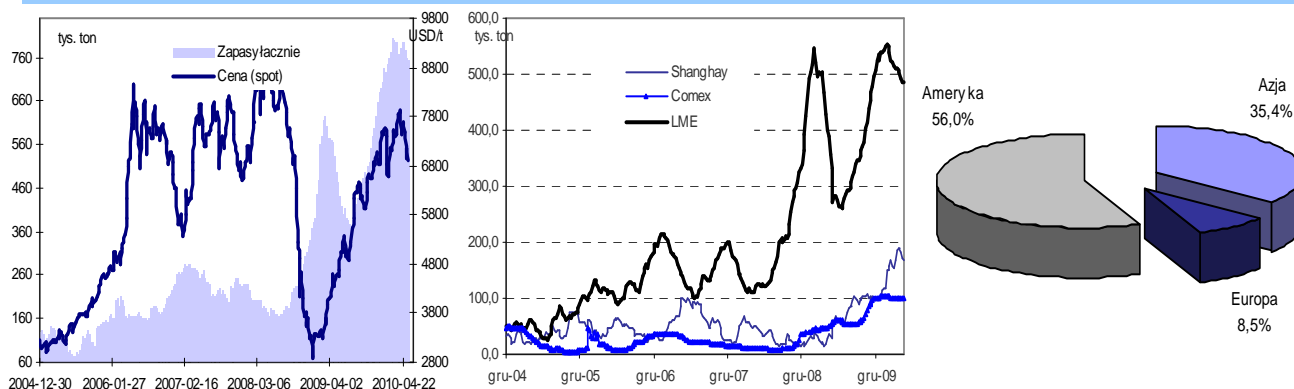
### Zużycie miedzi w wybranych krajach w tonach/per cap na tle PKB/per cap w 2008 (l) i 2009 (p)



Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie ICSG, Bloomberg, IMF

W ostatnich miesiącach zapasy miedzi monitorowane przez LME, COMEX i SHP rosły na wszystkich wymienionych giełdach i obecnie wynoszą 750 tys. ton, co wraz z zapasami zgromadzonymi u producentów (740 tys. ton) stanowi równowartość 4,2 tygodnia światowej konsumpcji (tydzień konsumpcji to 345 tys. ton). Tradycyjnie największe zapasy zgromadzone były (monitorowane) na LME (480 tys. ton). W rozbiu geograficznym 56% łącznych zasobów giełdowych znajduje się w Ameryce, 35,4% w Azji i zaledwie 8,5% w Europie.

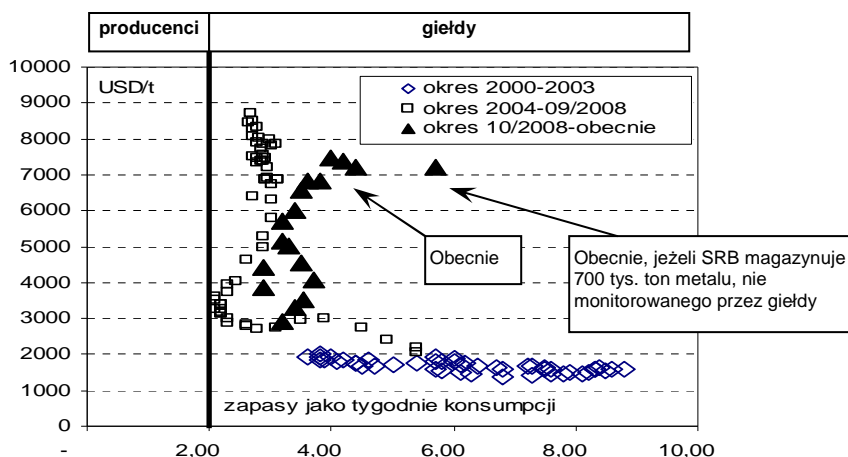
### Zapasy miedzi na LME, COMEX i SHP a cena na LME; zapasy w rozbiu geograficznym (p)



Źródło: LME, Bloomberg

Wzrostowi zasobów towarzyszył wzrost cen metalu, który może tłumaczyć jedynie dyskontowanie przyszłego wzrostu popytu. Przyjmując, że naturalny i stały poziom zasobów u producentów to ok. 730 tys. ton (odpowiednik 2 tygodni światowej konsumpcji), można oszacować, że w poprzednim cyklu koniunkturalnym zapasy giełdowe miedzi stanowiły zaledwie 1 tydzień globalnego zużycia, w momencie kiedy cena osiągała swój szczyt (9 tys. USD/t). We wczesnej fazie cyklu kiedy zapasy były praktycznie zerowe cena oscylowała na poziomie 3-4 tys. USD. W okresie recesji 2000-2003 przy wysokich zapasach 4-8 tygodnia światowej konsumpcji poziom cen utrzymywał się w przedziale 1500-2000 USD/t.

## Zapasy miedzi w przeliczeniu na tygodnie światowej konsumpcji na tle cen metalu na LME

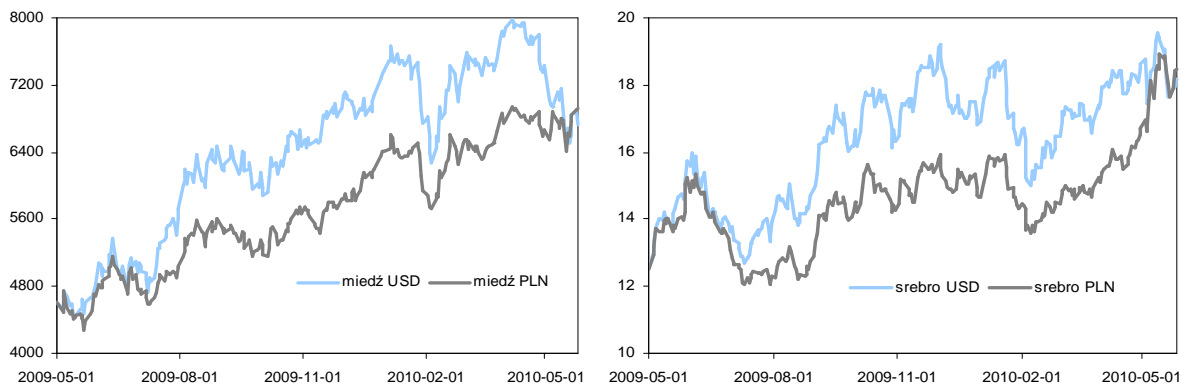


Źródło: LME, ICSG

W obecnym cyklu wzrostowi cen towarzyszy prawie dwukrotnie wyższy poziom miedzi dostępnej na giełdach. Dodatkowo można domniemywać, że w ur. Chińczycy (SRB) skupili ok. 700 tys. ton miedzi, która jest niemonitorowanym zapasem. Przy takim założeniu poziom zapasów w relacji do konsumpcji rośnie do 6,3 tygodnia.

Na fali kryzysu fiskalnego w Europie i kolejnych sygnałów zapowiadających ochłodzenie gospodarki Chińskiej nastąpił spadek cen miedzi i srebra. Towarzyszył mu silny trend aprecjacyjny USD, który umacniał się m.in. w relacji do PLN. W efekcie obecne ceny miedzi i srebra w przeliczeniu na PLN są wyższe niż w poprzednim kwartale.

## Cena miedzi i srebra w USD i PLN



Źródło: LME, NBP

## Wyniki KGHM w 1Q2010

Przy przychodach 3,275 mld PLN spółka wypracowała wynik operacyjny na poziomie 906 mln PLN i zysk netto równy 725,4 mln PLN. Na poziomie EBIT i zysku netto są to wartości istotnie niższe niż nasze oczekiwania (odpowiednio: 1,291 mld PLN i 1,042 mld PLN) i oczekiwania rynkowe (1026/827 mln PLN). Oprócz korzystnego dla spółki otoczenia zewnętrznego (średnia zrealizowana cena miedzi: 7 243 USD/t, kurs USD/PLN 2,88) istotny wpływ na wynik miały wysokie koszty operacyjne, związane przede wszystkim z kosztem zakupu wsadów obcych (koncentrat) oraz wzrostem wynagrodzeń.

### Wyniki za 1Q2010 na tle oczekiwań

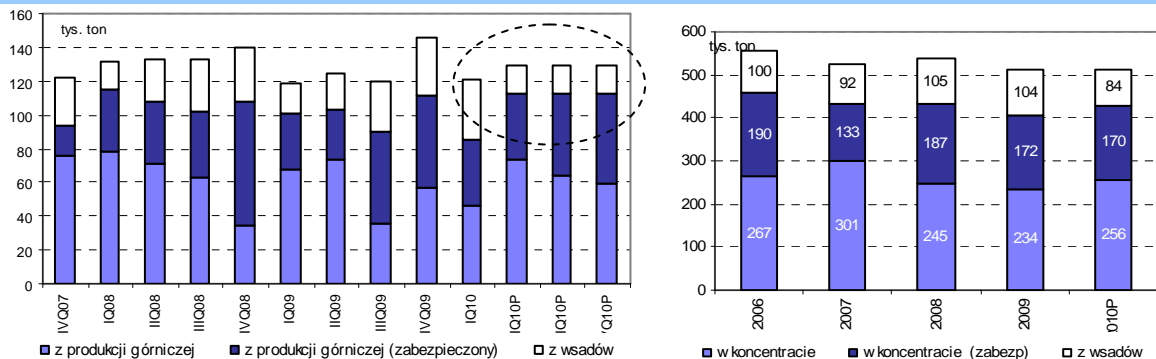
	Raport	DI BRE	Kons.		
(mln PLN)	IQ2010	IQ2010P	IQ2010P	IQ2009	zmiana
Przychody	3 274,5	3 155,9	3 287,0	2 377,2	37,7%
EBITDA	1 060,7	1 434,5	1 199,0	929,2	14,2%
marża	32,4%	45,5%	36,5%	39,1%	-
EBIT	906,1	1 291,2	1 026,0	796,3	13,8%
Zysk netto	725,4	1 041,8	827,0	627,9	15,5%

Źródło: DI BRE Banku SA

### Przychody a produkcja

W 1Q2010 roku sprzedaż kwartalna wyniosła 121 tys. ton miedzi i 327 ton srebra. W okresie tym przy łącznej produkcji na poziomie 129 tys. ton spółka wytworzyła 36 tys. ton miedzi z zakupionego koncentratu i złomów. W naszej prognozie zakładaliśmy, że będzie to 14 tys. ton w stosunku do 18 tys. ton w 1Q2009. Już w 3Q2009 KGHM informował, że odkłada na zapasach koncentrat z własnego wydobycia, stąd oczekiwaliśmy, że w kolejnych okresach będzie upłynniał zapasy. Tymczasem utrzymuje się wysoka sprzedaż miedzi z wsadów obcych (bez wpływu na przychody, marża na przerobie to ok. 4-5%, na miedzi wydobytej z własnej kopalni to ok. 52%), co istotnie obniża bieżącą rentowność. W kolejnych kwartałach spółka powinna korzystać na rosnącym udziale w sprzedaży miedzi z własnej produkcji koncentratu.

### Wolumen sprzedaży miedzi w poszczególnych kwartałach i latach..

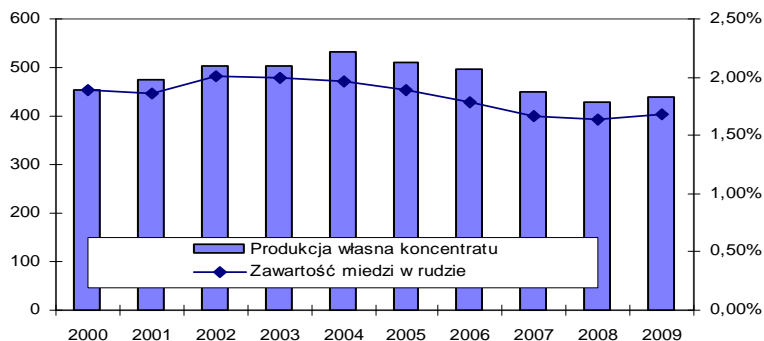


Źródło: KGHM

W całym 2009 roku spółka sprzedała 510 tys. ton miedzi elektrolitycznej, w porównaniu z 537 tys. ton w 2008 i 527 tys. ton w 2007 roku. To o 47 tys. ton mniej niż w rekordowym 2006 roku. Spadkowa tendencja to efekt malejącej od kilku lat produkcji z wsadów własnych (wydobycie własne), co z kolei jest efektem stopniowego zmniejszania produkcji we własnej kopalni. W roku 2009 sytuacja była szczególna. Pomimo, że wyniki produkcyjne na poziomie wydobywczym były lepsze (439 tys. ton własnego koncentratu) niż w roku poprzednim (429 tys. ton) - produkcja miedzi elektrolitycznej (produkt po przerobie hutniczym) obniżyła się do zaledwie 502 tys. ton (8 tys. ton mniej niż sprzedaż). Istotny wpływ na to miało zdarzenie jednorazowe, tj. remont pieca hutniczego w okresie wakacyjnym - przez co spółka nie przerobiła całego wyprodukowanego przez kopalnię i ZWR koncentratu miedziowego (ok. 10-15 tys. ton). Będzie miało to przełożenie na wyniki sprzedażowe 2010 roku. Zgodnie z prognozą zarządu spółka ma wyprodukować 512 tys. ton miedzi elektrolitycznej z czego 428 tys. koncentratu wytworzonego we własnych kopalniach a jedynie 84 tys. ton z wsadów obcych (ostatnie dwa lata 104-105 tys. ton). Biorąc pod uwagę to, że produkcja miedzi z wsadów obcych w 1Q2010 wyniosła 36 tys. ton a zarząd planuje 84 tys. ton w całym roku, należy oczekiwać korzystnej dla wyników spółki zmiany marży na sprzedaży - poprzez niższy koszt jednostkowy (koszt produkcji wsadów własnych to ok. 9,5 tys. PLN/t vs. wsadów obcych

ok. 18 tys. PLN/t). Średnio jeżeli w najbliższych trzech kwartałach produkcja z wsadów obcych wyniesie 48 tys. ton (16 tys. kwartalnie, 86 tys. w 1-3Q2009) to przy nie zmienionych innych czynnikach różnica na zysku brutto w ujęciu r/r wynosi 340 mln PLN. Optymalizując strukturę sprzedaży można więc powiedzieć, że zarząd przesunął zyskowość na kolejne kwartały. Nie bez znaczenia jest tu kwestia wysokości dywidendy i oczekiwań w tym względzie głównego akcjonariusza jakim jest Skarb Państwa.

### Produkcja koncentratu z własnego wydobycia

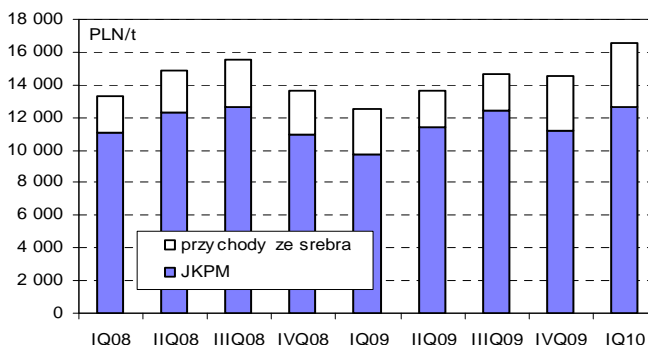


Źródło: KGHM

### Koszty operacyjne

W 1Q2010 łączne koszty wytworzenia wyniosły 2,06 mld PLN i były o 470 mln PLN wyższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Jednostkowy koszt produkcji miedzi wzrósł do 12 606 PLN/t, tj. o 29% r/r. Zwracamy uwagę, że koszt jednostkowy pomniejsza przychód ze sprzedaży srebra, który w minionym kwartale był wysoki i wynosił 3,9 tys. PLN na tonę.

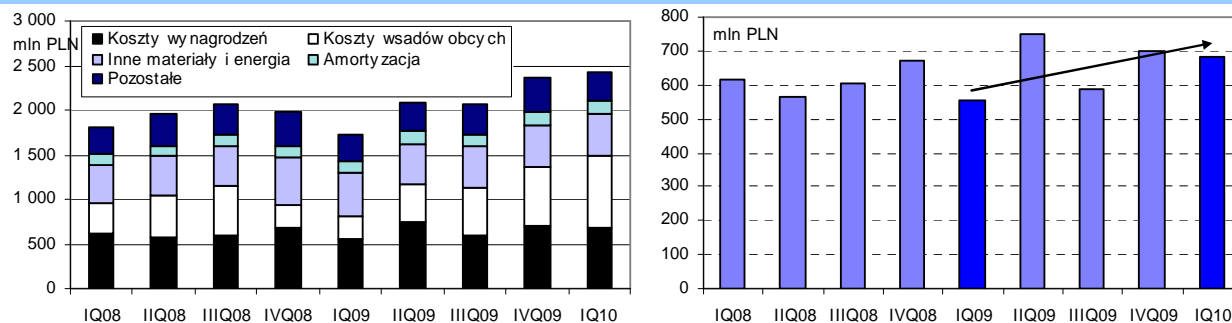
### Koszty jednostkowy produkcji miedzi i wpływ przychodów ze sprzedaży srebra



Źródło: KGHM

Wyższe koszty materiałowe, o których pisaliśmy powyżej to jednak nie jedyny element wzrostu kosztów ogółem. W ujęciu r/r koszty wynagrodzeń rosły aż o 129 mln PLN tj. 24%. Wyższe koszty obejmują m.in. wyższe odpisy na Pracowniczy Program Emerytalny (z 3% do 5%), nagrodę roczną (wyższa prognoza wyniku rocznego spółki) oraz wyższą rezerwę na przyszłe świadczenia dla pracowników. Do jednostkowego kosztu produkcji miedzi wzrost wymienionych obciążeń dodaje ponad 1 tys. PLN/t.

### Koszty rodzajowe w rozbiu kwartalnym i koszty wynagrodzeń



Źródło: KGHM

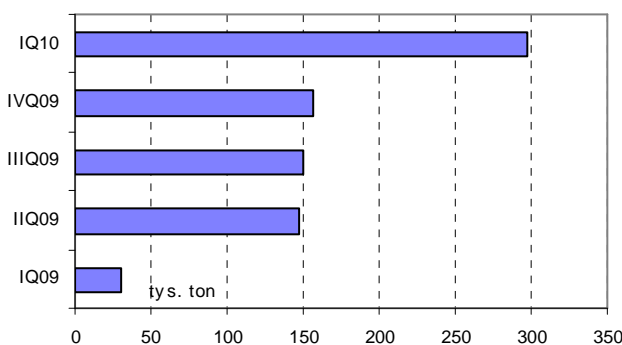
Podsumowując, należy stwierdzić, że zarząd dosyć konsekwentnie kontroluje koszty produkcji nawet w okresie wysokich cen metali. W związku z brakiem podwyżek wynagrodzeń w 2009, w roku 2010 należy oczekiwać większej presji ze strony związków zawodowych. W naszych prognozach zakładamy 8% wzrost kosztów świadczeń pracowniczych, które w 2009 roku stanowiły 33% wszystkich kosztów rodzajowych.

### Polityka zabezpieczeń

32% wolumenu miedzi i 17% wolumenu srebra sprzedanych w 1Q2010 objęta była transakcjami zabezpieczającymi. Wynik na tych instrumentach zamknął się kwotą -203,0 mln PLN i w głównej mierze obciążył pozostałe koszty operacyjne. Na szczególną uwagę zasługuje zwiększenie poziomu zabezpieczeń w przyszłych okresach.

Łączny wolumen miedzi zabezpieczony w 2010/11 a nawet 2012 roku wynosi 279,4 tys. ton (z czego 141,37 tys. w 2010; 117 tys. ton w 2011 i 39 tys. ton w 2012). Stanowi to odpowiednik 70% wolumenu jaki KGHM wyprodukuje w br. z własnego wydobycia. To najwyższy wolumen jaki spółka zabezpieczała. Na koniec 2009 roku zabezpieczenie na kolejne 1,5 roku wynosiło 156 tys. ton i nie odchyliło się istotnie do poziomów historycznych. W samym 1Q2010 spółka otworzyła nowe pozycje na 180,4 tys. ton. Dosyć wyraźnie widać, że KGHM obstawia spadek cen metali przemysłowych.

### Łączny wolumen zabezpieczonej przyszłej sprzedaży miedzi na koniec okresu



Źródło: KGHM

Zdecydowanie mniejsze zabezpieczenia zostały otwarte na srebrze, w przypadku którego spółka zabezpieczyła 175 ton (15% rocznego wolumenu). Zabezpieczona pozycja walutowa to 990 mln USD. Na dzień 31 marca wycena godziwa instrumentów zabezpieczających wyniosła -64,7 mln PLN.

## Planowane inwestycje

KGHM planuje, że do 2014 roku wyda na inwestycje 13,7 mld PLN, z czego 5,7 mld PLN przeznaczy na inwestycje kapitałowe (w tym roku 1,6 mld PLN). W perspektywie najbliższych miesięcy spółka może poinformować o kolejnych projektach inwestycyjnych, w tym również projektami związanymi z zasobami surowcowymi. Największymi projektami inwestycyjnymi, na które zdecydował się zarząd są tu: złoża miedzi i złota w Kanadzie (1,7 mld PLN), piec zawieszinowy w Hucie Głogów (1,7 mld PLN), szyb górniczy na polu Głogów Głęboki (projekt już realizowany, 1 mld PLN).

W przypadku zasobów górniczych głównym obszarem poszukiwań nowych złóż będzie nadal Kanada. W najbliższych tygodniach KGHM zakupi udziały w złożu Afton-Ajax w prowincji Columbia Brytyjska, w niedalekiej odległości od Vancouver. Ponadto KGHM zamierza wydać w najbliższych latach około 260 mln PLN na poszukiwanie i eksplorację miedzi w sąsiedztwie należących obecnie do KGHM obszarów eksploatacyjnych (w regionach Synkliny Grodzieckiej, Kopalnia Konrad, Gaworzyc Radwanic, Nowin) w tym również w rejonie Weisswasser (Niemcy). Okres eksploracji i przygotowań do wydobycia może potrwać około 10 lat.

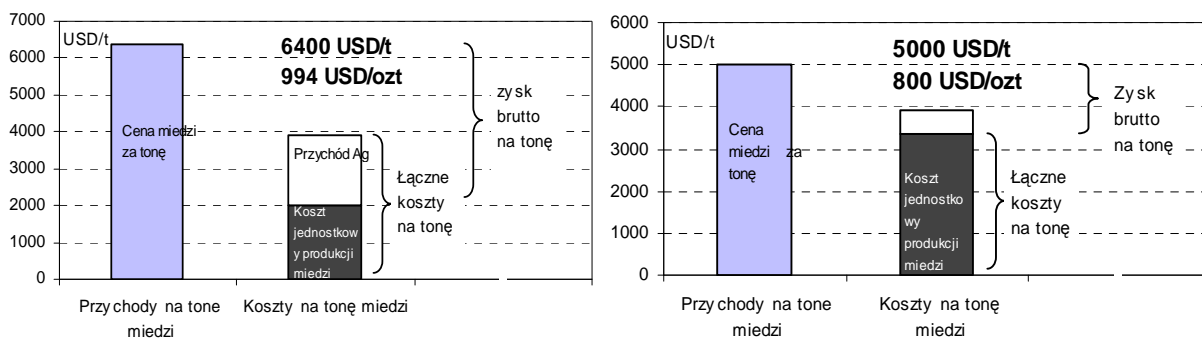
Obecnie KGHM jest w trakcie budowy szybu górniczego, który umożliwi dalsze wydobycie ze złoża Głogów Głęboki. Na obecną chwilę szyb ma głębokość ok. 600 m, docelowo wydobycie będzie odbywało się z głębokości 1200 m. Zakończenie prac planowane jest na rok 2013.

### KGHM zbuduje kopalnie w Kanadzie za 1,7 mld PLN

KGHM podpisał umowę z Abacus Mining & Exploration (firma zajmująca się poszukiwaniem złóż, notowana na giełdzie TSX – Venture (TSX-V) w Kanadzie) w sprawie wspólnej realizacji projektu górniczego miedzi i złota Afton. Za 37 mln EUR KGHM kupi 51% udziałów w tworzonej wspólnie z Abacus spółce joint. Abacus wnieśnie prawa do złoża Afton – Ajax. Środki pieniężne zostaną w spółce j.v. i przeznaczone zostaną na wykonanie bankowego studium wykonalności oraz na dalsze prace eksploracyjne. KGHM ma prawo nabycia opcji na zakup dalszych 29% udziałów za kwotę nie większą niż 35 mln USD. Termin zawarcia ostatecznej umowy joint - venture (konieczna zgoda udziałowców Abacus) na drugi kwartał 2010 roku, jednak nie później niż do 30 września 2010 r. Ponadto zawarta umowa przewiduje nabycie do 10% akcji spółki Abacus (15 mln sztuk akcji) w drodze emisji zamkniętej za łączną kwotę 4,5 mln CAD w terminie do 10 maja 2010 r.

Na mocy postanowień KGHM zorganizuje finansowanie wydatków inwestycyjnych projektu w wysokości 535 mln USD (1,6 mld PLN) Zobowiązanie powstanie w momencie wykonania przez KGHM prawa opcji na nabycie dodatkowych 29% udziałów w spółce joint – venture. Z kwoty tej 80% będzie przypadała na KGHM, pozostałe na partnera spółki. Projekt zakłada produkcję roczną miedzi na poziomie 50 tys. ton a produkcję złota na poziomie 100 tys. uncji. Przewiduje się 23 - letni okres eksploatacji począwszy od roku 2013. Koszty produkcji jednej tony miedzi szacowane są na poziomie ok. 2000 USD.

### Zysk brutto na tonę sprzedawanej miedzi w zależności od cen metali (na bazie wstępnych szacunków)



Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie danych z KGHM

Dane dotyczące złoża podane przez KGHM są bardzo atrakcyjne, szczególnie w zakresie kosztu produkcji (rozumiemy, że jego niski poziom to efekt w głównej mierze przychodów ze sprzedaży złota, bez kosztu jednostkowego na poziomie ok. 4 tys. USD). W scenariuszu, w którym w roku 2013, kiedy KGHM zacznie eksplorację, ceny miedzi i złota utrzymają się na obecnym poziomie a spółka potwierdzi w dalszych badaniach geologicznych, że jednostkowy koszt produkcji to zaledwie 2 tys. USD/t - to cała inwestycja (dająca 200 mln USD zysku brutto rocznie) zwraca się zaledwie po 4 latach.

### Piec zawieszony w Hucie Głogów

Zarząd KGHM zdecydował o budowie pieca zawieszony w Hucie Miedzi Głogów. Wartość inwestycji sięgnie 1,7 mld PLN i potrwa cztery lata. Nowa linia produkcyjna będzie mogła przerobić 250 tysięcy ton miedzi 'blister' rocznie. Prace związane z zabudową nowej instalacji pieca zawieszony nie zakłócą planów produkcyjnych realizowanych w dotychczasowej technologii. Decyzja zarządu był a oczekiwana i znajduje się w programie inwestycyjnym przedstawionym przez spółkę w maju (blisko 14 mld PLN). Docelowo inwestycja pozwoli na obniżenie jednostkowego kosztu produkcji, ale dopiero za cztery lata. Poprzez inwestycję KGHM chce ograniczyć negatywny wpływ na wyniki przyszłych opłat z tytułu emisji CO2. Piec zawieszony zasilany jest energią elektryczną (stąd zainteresowanie KGHM sektorem energetycznym i inwestycjami w tym obszarze).



## Wycena

	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż miedzi (tys. ton)	512,0	512,0	512,0	512,0	562,0	562,0	562,0	562,0	562,0	562,0
zmiana	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	9,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż srebra (tys. ton)	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16
zmiana	-2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Średnia cena miedzi SPOT (USD/t)	6 502,7	6 150,0	6 150,0	6 150,0	6 150,0	6 150,0	6 150,0	6 150,0	6 150,0	6 150,0
zmiana	24,5%	-5,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Średnia cena srebra (USD/kg)	560,4	477,0	477,0	477,0	477,0	477,0	477,0	477,0	477,0	477,0
zmiana	18,6%	-14,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Średni kurs USD/PLN	2,97	2,87	2,87	2,87	2,87	2,87	2,87	2,87	2,87	2,87
Jednostkowy koszt produkcji miedzi (USD)	3 915,1	4 593,1	4 668,8	4 775,4	4 512,7	4 532,9	4 570,4	4 606,6	4 643,7	4 681,6
zmiana	1,8%	17,3%	1,6%	2,3%	-5,5%	0,4%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Jednostkowy koszt produkcji miedzi (PLN)	11 645	13 182	13 399	13 706	12 951	13 009	13 117	13 221	13 327	13 436
zmiana	-2,8%	13,2%	1,6%	2,3%	-5,5%	0,4%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

### Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P ...	2035
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>12 543</b>	<b>11 502</b>	<b>11 329</b>	<b>11 339</b>	<b>12 536</b>	<b>12 547</b>	<b>12 558</b>	<b>12 570</b>	<b>12 581</b>	<b>12 593</b>	
zmiana	13,4%	-8,3%	-1,5%	0,1%	10,6%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
<b>EBITDA</b>	<b>4 764,0</b>	<b>3 104,6</b>	<b>2 882,9</b>	<b>2 785,2</b>	<b>3 686,1</b>	<b>3 669,8</b>	<b>3 618,9</b>	<b>3 567,0</b>	<b>3 514,1</b>	<b>3 460,1</b>	
marża EBITDA	38,0%	27,0%	25,4%	24,6%	29,4%	29,2%	28,8%	28,4%	27,9%	27,5%	
Amortyzacja	618,1	674,2	725,1	774,2	821,8	827,7	826,8	822,5	818,5	814,5	
<b>EBIT</b>	<b>4 145,8</b>	<b>2 430,4</b>	<b>2 157,8</b>	<b>2 011,0</b>	<b>2 864,4</b>	<b>2 842,1</b>	<b>2 792,1</b>	<b>2 744,5</b>	<b>2 695,6</b>	<b>2 645,5</b>	
marża EBIT	33,1%	21,1%	19,0%	17,7%	22,8%	22,7%	22,2%	21,8%	21,4%	21,0%	
Opodatkowanie EBIT	787,7	461,8	410,0	382,1	544,2	540,0	530,5	521,4	512,2	502,7	
<b>NOPLAT</b>	<b>3 358,1</b>	<b>1 968,6</b>	<b>1 747,8</b>	<b>1 628,9</b>	<b>2 320,2</b>	<b>2 302,1</b>	<b>2 261,6</b>	<b>2 223,0</b>	<b>2 183,4</b>	<b>2 142,9</b>	
CAPEX	-2 300,0	-2 200,0	-2 200,0	-2 200,0	-1 000,0	-800,0	-700,0	-700,0	-700,0	-700,0	
Kapitał obrotowy	-344,1	452,1	111,7	68,1	-261,0	43,2	50,4	51,2	52,7	54,3	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	
<b>FCF</b>	<b>1 332,2</b>	<b>894,9</b>	<b>384,6</b>	<b>271,2</b>	<b>1 880,9</b>	<b>2 373,0</b>	<b>2 438,8</b>	<b>2 396,7</b>	<b>2 354,6</b>	<b>2 311,7</b>	<b>1 955,3</b>
WACC	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,2%
współczynnik dyskonta	89,5%	80,1%	71,8%	64,2%	57,5%	51,5%	46,1%	41,3%	36,9%	33,1%	5,6%
PV FCF	1 192,6	717,3	275,9	174,2	1 081,7	1 221,8	1 124,1	989,0	869,8	764,5	110,1
<b>WACC</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>
Koszt długu	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia za ryzyko	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1

### Działalność górnicza

Wartość rezydualna (TV)	0,0
Zdiskontowana wartość FCF w okresie prognozy	13 290
Wartość działalności górniczej (EV)	13 290
Liczba akcji (mln.)	200,0
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>66,5</b>
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,1%
<b>Cena docelowa</b>	<b>71,2</b>

### Suma części (SOP)

	obecnie	poprzednia wycena
Działalność górnicza	13 290	12 118
Gotówka netto (bez dywidendy)	975	660
Inne aktywa nieoperacyjne	4 237	4 047
w tym Polkomtel	3 444	3 444
w tym Dialog	593	403
w tym inne spółki zależne	200	200
Wartość firmy	18 502	16 825
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>92,5</b>	<b>84,1</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>99,1</b>	<b>90,4</b>

EV/EBITDA(*10) dla ceny docelowej dz. Górniczej*	3,0
P/E(*10) dla ceny docelowej dz. Górniczej*	4,3
Udział TV w EV	0%

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>12 183,1</b>	<b>11 302,3</b>	<b>11 060,5</b>	<b>12 542,9</b>	<b>11 501,8</b>	<b>11 328,5</b>	<b>11 339,2</b>
zmiana	4,4%	-7,2%	-2,1%	13,4%	-8,3%	-1,5%	0,1%
Koszt własny sprzedaży	6 617,3	7 215,4	7 127,3	7 159,8	7 702,2	7 814,2	7 962,5
Zysk brutto na sprzedaży	5 565,8	4 086,9	3 933,3	5 383,1	3 799,6	3 514,3	3 376,7
marża brutto na sprzedaży	45,7%	36,2%	35,6%	42,9%	33,0%	31,0%	29,8%
Koszty sprzedaży	77,6	79,8	107,3	105,6	101,2	102,0	104,3
Koszty ogólnego zarządu	608,5	615,3	629,1	668,2	598,1	594,7	601,0
Pozostała działalność operacyjna netto	-197,7	204,0	-98,8	-463,3	-669,9	-659,8	-660,4
<b>EBIT</b>	<b>4 682,0</b>	<b>3 595,7</b>	<b>3 098,1</b>	<b>4 145,8</b>	<b>2 430,4</b>	<b>2 157,8</b>	<b>2 011,0</b>
zmiana	8,8%	-23,2%	-13,8%	33,8%	-41,4%	-11,2%	-6,8%
marża EBIT	38,4%	31,8%	28,0%	33,1%	21,1%	19,0%	17,7%
Wynik na działalności finansowej	-26,5	-42,7	-31,5	-22,3	0,0	0,0	0,0
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>4 655,5</b>	<b>3 553,0</b>	<b>3 066,6</b>	<b>4 123,5</b>	<b>2 430,4</b>	<b>2 157,8</b>	<b>2 011,0</b>
Podatek dochodowy	856,7	633,3	526,4	786,1	461,8	410,0	382,1
Udział w zyskach	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>3 798,8</b>	<b>2 919,8</b>	<b>2 540,2</b>	<b>3 337,4</b>	<b>1 968,6</b>	<b>1 747,8</b>	<b>1 628,9</b>
zmiana	8,4%	-23,1%	-13,0%	31,4%	-41,0%	-11,2%	-6,8%
marża	31,2%	25,8%	23,0%	26,6%	17,1%	15,4%	14,4%
Amortyzacja	344,4	481,4	547,7	618,1	674,2	725,1	774,2
<b>EBITDA</b>	<b>5 026,4</b>	<b>4 077,1</b>	<b>3 645,7</b>	<b>4 764,0</b>	<b>3 104,6</b>	<b>2 882,9</b>	<b>2 785,2</b>
zmiana	79,5%	-12,3%	-27,5%	16,8%	-14,8%	-39,5%	-10,3%
marża EBITDA	41,3%	36,1%	33,0%	38,0%	27,0%	25,4%	24,6%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0
EPS	19,0	14,6	12,7	16,7	9,8	8,7	8,1
CEPS	20,7	17,0	15,4	19,8	13,2	12,4	12,0
ROAE	44,5%	29,9%	24,2%	28,3%	14,4%	12,1%	10,7%
ROAA	30,8%	22,2%	18,2%	21,7%	11,3%	9,4%	8,3%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>12 423,5</b>	<b>13 900,6</b>	<b>13 952,8</b>	<b>16 790,6</b>	<b>17 917,7</b>	<b>19 253,4</b>	<b>19 983,6</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>7 428,3</b>	<b>8 726,6</b>	<b>9 508,9</b>	<b>11 190,8</b>	<b>12 716,5</b>	<b>14 191,5</b>	<b>15 617,3</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	4 832,6	5 515,0	5 937,5	7 619,4	9 145,2	10 620,1	12 045,9
Wartości niematerialne	80,9	76,1	76,1	76,1	76,1	76,1	76,1
Finansowy majątek trwały	2 509,9	3 068,8	3 385,1	3 385,1	3 385,1	3 385,1	3 385,1
Należności długoterminowe	11,0	61,9	110,2	110,2	110,2	110,2	110,2
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>4 995,1</b>	<b>5 174,0</b>	<b>4 443,9</b>	<b>5 599,8</b>	<b>5 201,2</b>	<b>5 061,9</b>	<b>4 366,4</b>
Zapasy	1 603,5	1 446,8	1 890,3	2 090,5	1 917,0	1 888,1	1 889,9
Należności krótkoterminowe	772,3	1 222,5	1 314,6	1 498,2	1 373,8	1 353,1	1 354,4
Papiery wartościowe	84,4	711,1	263,8	263,8	263,8	263,8	263,8
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	2 535,0	1 793,6	975,2	1 747,3	1 646,6	1 556,8	858,3
<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>12 423,5</b>	<b>13 900,6</b>	<b>13 952,8</b>	<b>16 790,6</b>	<b>17 917,7</b>	<b>19 253,4</b>	<b>19 983,6</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>8 965,9</b>	<b>10 591,3</b>	<b>10 404,0</b>	<b>13 141,4</b>	<b>14 110,0</b>	<b>14 857,8</b>	<b>15 486,7</b>
Kapitał akcyjny	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0
Kapitał zapasowy	3 153,3	5 671,5	5 863,8	7 804,0	10 141,4	11 110,0	11 857,8
Pozostałe	3 812,6	2 919,8	2 540,2	3 337,4	1 968,6	1 747,8	1 628,9
<b>Rezerwy</b>	<b>631,9</b>	<b>666,3</b>	<b>533,3</b>	<b>563,3</b>	<b>593,3</b>	<b>623,3</b>	<b>653,3</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>882,4</b>	<b>1 000,7</b>	<b>1 188,8</b>	<b>1 224,5</b>	<b>1 261,2</b>	<b>1 299,0</b>	<b>1 338,0</b>
Dług	20,3	17,2	11,6	0,0	0,0	500,0	500,0
Pozostałe	862,1	983,5	1 177,2	1 224,5	1 261,2	799,0	838,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>1 943,0</b>	<b>1 625,1</b>	<b>1 827,0</b>	<b>1 861,5</b>	<b>1 953,2</b>	<b>1 973,2</b>	<b>2 005,6</b>
Zobowiązania handlowe	1 920,1	1 614,2	1 547,3	1 551,3	1 668,8	1 693,1	1 725,2
Dług	8,6	7,1	6,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	14,3	3,8	273,5	310,2	284,4	280,1	280,4
Dług	28,9	24,3	17,8	0,0	0,0	500,0	500,0
Dług netto	-2 506,1	-1 769,3	-957,4	-1 747,3	-1 646,6	-1 056,8	-358,3
(Dług netto / Kapitał własny)	-28,0%	-16,7%	-9,2%	-13,3%	-11,7%	-7,1%	-2,3%
(Dług netto / EBITDA)	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,1
<b>BVPS</b>	<b>44,8</b>	<b>53,0</b>	<b>52,0</b>	<b>65,7</b>	<b>70,5</b>	<b>74,3</b>	<b>77,4</b>

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>4 763,9</b>	<b>2 819,9</b>	<b>2 429,6</b>	<b>3 659,5</b>	<b>3 124,9</b>	<b>2 614,6</b>	<b>2 501,2</b>
Zysk netto	3 798,8	2 919,8	2 540,2	3 337,4	1 968,6	1 747,8	1 628,9
Amortyzacja	344,4	481,4	547,7	618,1	674,2	725,1	774,2
Kapitał obrotowy	592,3	-615,8	-783,8	-314,1	482,1	141,7	98,1
Pozostałe	28,5	34,6	125,5	18,1	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-806,7</b>	<b>-1 728,7</b>	<b>-1 323,3</b>	<b>-2 300,0</b>	<b>-2 200,0</b>	<b>-2 200,0</b>	<b>-2 200,0</b>
CAPEX	-845,0	-1 169,8	-1 162,0	-2 300,0	-2 200,0	-2 200,0	-2 200,0
Inwestycje kapitałowe	38,3	-558,9	-161,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe (nie gotówkowe)	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-3 515,7</b>	<b>-1 832,2</b>	<b>-1 924,6</b>	<b>-587,2</b>	<b>-1 025,7</b>	<b>-504,3</b>	<b>-999,7</b>
Dług	-11,4	-4,6	-6,5	-17,8	0,0	500,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-3 396,0	-1 800,0	-2 336,0	-600,0	-1 000,0	-1 000,0	-1 000,0
Pozostałe	-108,2	-27,5	417,9	30,6	-25,7	-4,3	0,3
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>441,6</b>	<b>-740,9</b>	<b>-818,3</b>	<b>772,3</b>	<b>-100,8</b>	<b>-89,7</b>	<b>-698,6</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	2 535,1	1 794,0	975,2	1 747,5	1 646,6	1 556,8	858,3
DPS (PLN)	17,0	9,0	11,7	3,0	5,0	5,0	5,0
FCF	3 776,8	1 663,7	1 244,5	1 332,2	894,9	384,6	271,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	6,9%	10,4%	10,5%	18,3%	19,1%	19,4%	19,4%

**Wskaźniki**

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	4,9	6,4	7,4	5,6	9,5	10,7	11,5
P/CE	4,5	5,5	6,1	4,7	7,1	7,6	7,8
P/BV	2,1	1,8	1,8	1,4	1,3	1,3	1,2
P/S	1,5	1,7	1,7	1,5	1,6	1,7	1,7
FCF/EV	31,0%	12,9%	9,1%	10,3%	6,9%	2,8%	1,9%
EV/EBITDA	2,4	3,2	3,8	2,7	4,2	4,7	5,2
EV/EBIT	2,6	3,6	4,4	3,1	5,4	6,3	7,1
EV/S	1,0	1,1	1,2	1,0	1,1	1,2	1,3
DYield	18,1%	9,6%	12,5%	3,2%	5,3%	5,3%	5,3%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>93,7</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0
MC (mln PLN)	18 740,0	18 740,0	18 740,0	18 740,0	18 740,0	18 740,0	18 740,0
Wyłączenie aktywów telekom.	4 036,5	4 036,5	4 036,5	4 036,5	4 036,5	4 036,5	4 036,5
EV (mln PLN)	12 650,4	12 197,4	12 934,2	13 746,1	12 956,2	13 056,9	13 646,7



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[micchal.marczak@dibre.com.pl](mailto:micchal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

#### Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

#### Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[micchal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:micchal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

#### Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46  
Kierownik Zespołu  
[adam.prokop@dibre.com.pl](mailto:adam.prokop@dibre.com.pl)

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64  
[micchal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:micchal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85  
[jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl](mailto:jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl)

#### „Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.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 księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**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

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - 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

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 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 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. 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.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, 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 DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA 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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**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.

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące KGHM**

Rekomendacja	Redukuj	Redukuj
data wydania	2009-08-14	2009-12-01
kurs z dnia rekomendacji	84,90	107,80
WIG w dniu rekomendacji	35998,12	39581,49