

4 lutego 2010

Raport analityczny


**Przemysł
Elektromaszynowy**

Polska

Cena bieżąca	25,35 PLN
Cena docelowa	21,66 PLN
Kapitalizacja	1,9 mld PLN
Free float	0,5 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,74 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Krzysztof Jędrzejewski	60,41%
Aviva OFE Aviva BZ WBK S.A.	6,37%
BZ WBK AIB Asset Management	5,99%
Pozostali	27,23%

Strategia dotycząca sektora

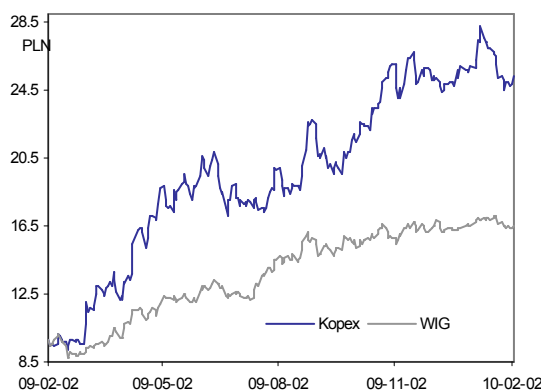
W sektorze zauważalne jest ożywienie popytu płynącego ze strony kopalni zarówno krajowych jak i zagranicznych. Na rynku krajowym decydujące znaczenie ma wymiana starego i zużytego parku maszynowego działającego w kopalniach. Natomiast w przypadku kopalni zagranicznych zauważalne są inwestycje mające na celu zwiększenie mocy produkcyjnych już operujących kopalni, oraz inwestycji zwiększających bezpieczeństwo wydobycia.

Profil spółki

Kopex zajmuje się produkcją maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego i odkrywkowego. Świadczy specjalistyczne usługi górnicze i budowlane. Realizuje inwestycje i modernizacje obiektów górniczych oraz przemysłowych. Spółka jest pośrednikiem w handlu energią elektryczną, węglem, paliwami ciekłymi i koksem.

Ważne daty

01.03 - publikacja raportu skonsolidowanego za Q4
30.04 - publikacja raportu skonsolidowanego za 2009
17.05 - publikacja raportu skonsolidowanego za Q1
31.08 - publikacja raportu skonsolidowanego za H1
15.11 - publikacja raportu skonsolidowanego za Q3

Kurs akcji KPX na tle WIG

Jakub Szkopek

(48 22) 697 47 40

Jakub.Szkopek@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Kopex

KOPE.WA; KPX.PW

Redukuj

(Nowa)

Na wyniki trzeba jeszcze poczekać...

Obecna wycena Spółki jest efektem dyskontowania przyszłych potencjalnych kontraktów, spodziewanych wysokich przyszłych zysków oraz potencjalnej akwizycji katowickiego Remagu. Spółka negocjuje obecnie kontrakty na łączną kwotę 2 266,4 mln PLN. Wiele z nich jednak jest jeszcze w fazie przygotowania, bądź nie ma jeszcze ostatecznie uzgodnionych źródeł finansowania. Na rynku zagranicznym wciąż widoczna jest spora konkurencja, a Kopex nie jest jeszcze dobrze rozpoznawalną marką na świecie. To utrudnia Spółce rywalizację o zamówienia na zagranicznych rynkach. Wciąż niepewne ze względu na brak podmiotu finansującego jest wykonanie kontraktu w Indonezji (Indominco na 56 mln PLN). Jeśli nie doszłoby do rozpoczęcia prac nad wykonaniem przedmiotu transakcji, to Kopex musiałby rozwiązać kontrakty walutowe, co wpłynęłoby negatywnie na wynik netto w kwocie około 14 mln PLN. Na rynku krajowym Spółka zmuszona jest zmagać się z bardzo dużą konkurencją, a zadłużone spółki węglowe doskonale wykorzystują tę sytuację i zmuszają producentów maszyn do zejścia z ceną. To naszym zdaniem znajdzie odzwierciedlenie w przyszłych realizowanych marżach. W procesie prywatyzacji katowickiego Remagu do kolejnego etapu negocjacji przeszły 4 spółki, w tym konkurencyjny Famur i jego akcjonariusz - spółka TDJ Investment. Jeśli dwie ostatnie spółki nie sprawią zaskoczenia, to i tak cena za jaką przyjdzie kupić Remag będzie naszym zdaniem bardzo wysoka. Oceniamy, że obecna wycena jest przeszacowana, a ryzyko pojawienia się negatywnych informacji o wydłużeniu się procesu negocjacyjnego kontraktów jest znaczące. **Rekomendujemy redukcję akcji Spółki Kopex, a jej cenę docelową ustalamy na 21,66 PLN za akcję.**

Perspektywa na 2010 rok

W roku 2010 spodziewamy się wysokiej dynamiki sprzedaży w segmentach usług górniczych (35% r/r) oraz maszyn i urządzeń dla górnictwa (17% r/r). Duży portfel specjalistycznych usług górniczych naszym zdaniem pozytywnie wpływać będzie na rentowność tego segmentu. Mniejszych marży spodziewamy się w segmencie maszyn dla górnictwa podziemnego na skutek dużej konkurencji na rynku krajowym. Nieco gorzej naszym zdaniem radzić sobie będą segmenty maszyn i urządzeń dla przemysłu oraz urządzeń elektrycznych i elektronicznych na skutek zmniejszenia liczby zamówień. W pozostałych segmentach spodziewamy się przychodów na zbliżonym do 2009 roku poziomie. Uważamy, że mniejszą jak w poprzednim roku rentowność pokaże segment sprzedaży energii na skutek mniejszej zmienności cen na zagranicznych rynkach energii oraz mniejszej różnicy w hurtowych cenach energii między 2009 i 2010 rokiem.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1290,2	1982,6	2399,0	2586,7	2737,8
EBITDA	148,0	236,0	272,0	283,8	297,6
marża EBITDA	11,5%	11,9%	11,3%	11,0%	10,9%
EBIT	105,7	174,9	188,5	197,3	210,2
Zysk netto	500,7	90,3	101,6	123,3	136,1
P/E	3,4	19,0	18,5	15,3	13,8
P/CE	3,2	11,3	10,2	9,0	8,4
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	12,0	8,5	8,1	7,5	6,9
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Profil Spółki

Spółka Kopex działa na rynku krajowym i na rynku międzynarodowym.

Na terenie Polski Spółka zajmuje się sprzedażą i dzierżawą urządzeń oraz maszyn górniczych, w tym kombajnów chodnikowych i ścianowych, zmechanizowanych kompleksów ścianowych, przenośników zgrzebłowych, hydrauliki siłowej i sterowniczej dla obudów, sprzętu i osprzętu wiertniczego, sprzętu ratunkowego dla górnictwa, lamp górniczych, urządzeń metanometrycznych, systemów łączności, systemów automatyki, urządzeń do przeróbki węgla, elektrowni małej mocy, elektrowni wiatrowych, a także maszyn i urządzeń dla energetyki. W przypadku skomplikowanych urządzeń górniczych, jak na przykład kombajnów górniczych, Spółka zapewnia kompleksową obsługę w zakresie serwisu i finansowania zakupu (leasing). Grupa świadczy specjalistyczne usługi górnicze związane z budową, likwidacją i pogłębianiem szybów, wykonywaniem chodników i przekopów w kopalniach, wykonaniem obudów, zakładaniem rurociągów, eksploatacją węgla kamiennego metodą ścianową, robotami antykorozyjnymi na konstrukcjach stalowych oraz budownictwem podziemnym. Na rynku krajowym Spółka jest również pośrednikiem w handlu energią elektryczną, węglem, wyrobami hutniczymi oraz paliwami ciekłymi. W roku 2006 Spółka stała się członkiem European Energy Market, co pozwoliło na poszerzenie grona odbiorców energii elektrycznej oraz sprzedaż energii kontrahentom z innych krajów.

Na rynku międzynarodowym spółka zajmuje się eksportem maszyn i urządzeń przeznaczonych dla górnictwa, świadczeniu specjalistycznych usług górniczych, budowlanych, oraz konsultingu. Kompleksowe projekty obejmują dostawę maszyn i urządzeń oraz kompletnych systemów dla kopalni zarówno głębinowych jak i odkrywkowych węgla, rud i minerałów. Spółka jest wykonawcą takich projektów jak zakłady przeróbki mechanicznej węgla, stacje odmetanowania, zakłady energetyczne, doradztwo techniczne, nadzór nad realizacją obiektów, a także kompleksowe usługi dla innych obiektów przemysłu maszynowego, chemicznego i ciężkiego. Oprócz tego spółka jest wykonawcą robót modernizacyjnych obiektów górniczych, energetycznych i innych. Grupa zajmuje się eksportem węgla, koksu, oraz innych surowców. Spółka sprzedaje energię na rynki zagraniczne do takich krajów jak Niemcy, czy Republika Czeska. Ważnymi elementami wzmacniającymi konkurencyjną pozycję Grupy Kopex na rynkach zagranicznych jest możliwość świadczenia kompleksowych usług w dziedzinie dostarczania maszyn i urządzeń dla górnictwa, oraz kompleksowa budowa obiektów górniczych. Dodatkowym atutem jest oferowanie przez Spółkę strony handlowo – finansowej i technicznej transakcji.

Doświadczenie, jakie Spółka przez lata zdobywała na rodzimym rynku w zakresie obsługi przemysłu wydobywczego jest obecnie bardzo ważnym elementem w budowaniu międzynarodowej marki. Kopex S.A. posiada w swojej grupie spółki o różnych dziedzinach specjalizacji. Integracja działań poszczególnych podmiotów wchodzących w skład grupy sprawia, iż Spółka z większą łatwością jest w stanie ubiegać się o kontrakty w różnych regionach świata na kompleksowe wykonawstwo i usługi w dziedzinie górnictwa. Kontrakty na dostarczenie maszyn oraz urządzeń górniczych, jakie dotychczas były dostępne do wąskiego grona wykonawców (Joy Global, Bucyrus) są obecnie dostępne również dla Grupy Kopex. Dzięki zdobyciu kontraktów na dostarczenie maszyn i urządzeń górniczych dla kopalni w Australii i Chinach w latach 2007 - 2008 Spółka zaistniała na międzynarodowym, bardzo zamkniętym i specyficznym rynku.

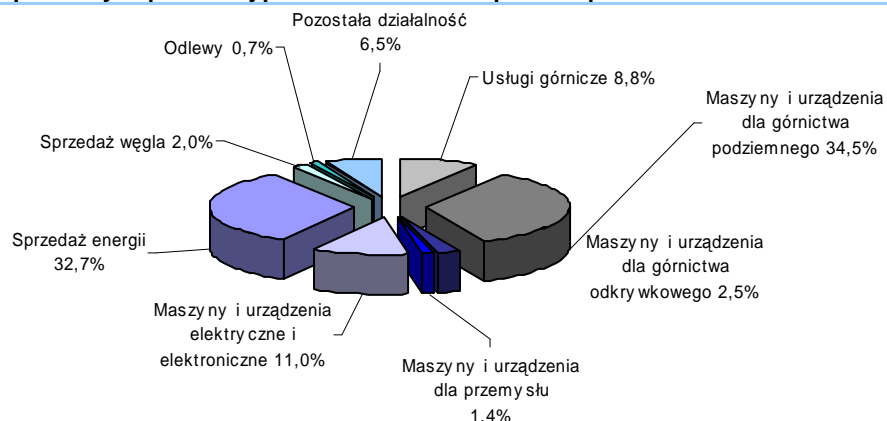
Struktura sprzedaży

W pierwszy trzech miesiącach 2009 roku największą wartość przychodów ze sprzedaży wygenerował sektor maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (34,5% sprzedaży ogółem). Duży wpływ na osiągnięty wynik miała realizacja kontraktu na dostawę obudów zmechanizowanych do kopalni w Australii o wartości 131 mln AUD (341,9 mln PLN), realizacja kontraktu dla Shenhua Ningxia Coal Industry Group (Chiny) na kwotę 85 mln USD (190 mln PLN) oraz realizacja kontraktów na sprzęt i usługi na rynku krajowym. Po wynikach za pierwsze półrocze 2009 roku prezes Marian Kostempski skomentował, że na rynku widoczne jest ożywienie i Spółka odczuwa napływ nowych zamówień ze strony górnictwa zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym. Obecnie Zarząd potwierdza, że w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa oraz usług górniczych Spółka posiada portfel zamówień na poziomie 130% wartości z analogicznego okresu rok wcześniej. Drugie miejsce pod względem przychodów ze sprzedaży zajął segment sprzedaży energii elektrycznej (32,7% sprzedaży). Rosnący wolumen obracanej energii elektrycznej przy osiągniętej 3,6% marży zysku operacyjnego segmentu pokazuje, że Spółka bardzo dobrze radzi sobie w sektorze obrotu energią elektryczną. Prawdopodobne jest utrzymanie wysokich wolumenów handlowanej energii, oraz wpływów wynikających z optymalizacji energii zużywanych przez klientów. Kopex ponadto zapowiada inwestycje w produkcję energii elektrycznej. Zarząd nie wyklucza w przyszłości budowy kompleksu elektrowni wiatrowych między Łodzią a Piotrkowem

Trybunalskim złożonej z 10 wiatraków o mocy 2MW każdy. Najbardziej aktualne są jednak plany budowy pięciu biogazowni, które miałyby dysponować mocą 1MW każda. W przypadku takich inwestycji dodatkowym atutem jest możliwość pozyskania dofinansowania na realizację inwestycji, jak również dotacji (certyfikaty zielonej energii) w czasie eksploatacji gotowych obiektów. Trzecim istotnym sektorem Grupy Kopex przynoszącym znaczny odsetek przychodów ze sprzedaży są maszyny i urządzenia elektryczne i elektroniczne. W sumie segment ten odpowiada za 11,0% przychodów ze sprzedaży. Odbiorcami produktów omawianego segmentu obok kopalń jest sektor przemysłu. W pierwszym trymestrze 2009 roku przychody ze sprzedaży tego segmentu wzrosły o 4,8% względem analogicznego okresu roku 2008. Taki stan był spowodowany wciąż wysokimi zamówieniami ze strony zakładów przemysłowych. Niestety już w trzecim kwartale 2009 odnotowano znaczący spadek nowych zamówień i poprzez to spodziewamy się, że do końca 2009 roku dynamika tego sektora znacznie się obniży. Pozostałe segmenty w omawianym okresie wygenerowały mniej niż 10% przychodów ze sprzedaży.

Na uwagę zasługuje wysoka dynamika przychodów ze sprzedaży segmentu usług górniczych (44,6% r/r). Wpływ na to miały napływające nowe kontrakty na usługi górnicze na rynku krajowym. Wiele kopalń w ostatnim czasie zdecydowało się na remont i modernizacje używanych szybów. Wiele zmuszonych jest również do pogłębienia szybów w celu dostania się do głębiej położonych pokładów. Znaczący spadek przychodów odnotowany został w sektorach maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego (-29,4% r/r), odlewów (-50,1% r/r), oraz maszyn i urządzeń dla przemysłu (-29,4% r/r). W przypadku pierwszego segmentu duże znaczenie miał brak nowych zamówień ze strony kopalnictwa odkrywkowego, natomiast w przypadku dwóch pozostałych segmentów zauważalny był spadek zamówień ze strony przemysłu. Składający do tej pory zamówienia na odlewy przemysł zbrojeniowy w ostatnim czasie znacząco zredukował wartość dokonywanych zakupów. Spółka poszukuje obecnie nowych potencjalnych odbiorców będących zainteresowanymi odlewami, gdyż moce produkcyjne odlewni wysoko przewyższają zapotrzebowanie wynikające z działalności podstawowej Spółki.

Struktura sprzedaży w pierwszej połowie 2009 roku Spółki Kopex



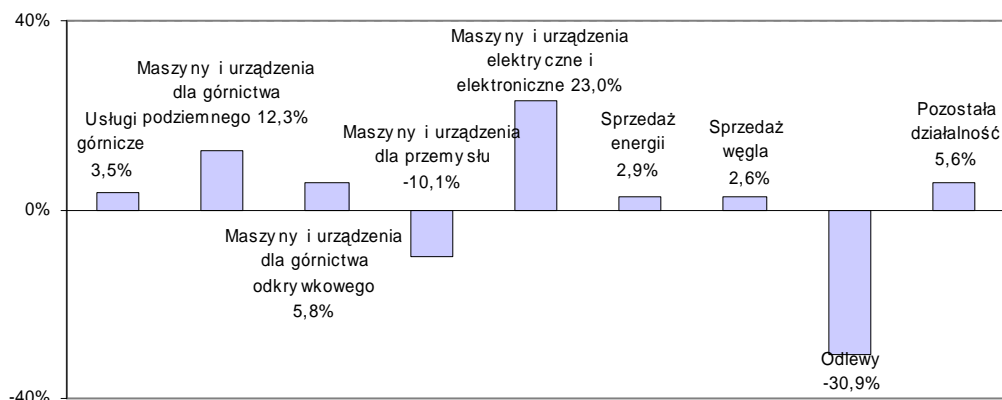
Źródło: DI BRE Banku

Największe marże zysku operacyjnego w pierwszych trzech kwartałach 2009 roku zostały wypracowane w segmencie maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych (23,0%) oraz segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (12,3%). Trzeba tu jednak nadmienić, że wynik operacyjny segmentu maszyn i urządzeń dla górnictwa byłby jeszcze wyższy gdyby z rachunku wyłączyć zero marżową usługę kompleksyjną spółki zależnej Inbye. Wówczas marża operacyjna za trzy kwartały segmentu wyniosłaby 15,2%, czyli o 2,9% więcej niż wynika to z rachunku zysków i strat. Na uwagę zasługuje wysoka marża zysku operacyjnego w segmencie sprzedaży energii (2,9%). Taki stan rzeczy był możliwy dzięki istotnym wzrostom cen energii w roku 2009 (26,4% r/r). Spółka sprzedawaną energię kupowała po cenach zakontraktowanych w roku 2008. Nie bez znaczenia była również wysoka zmienność cen energii. W pierwszych trzech kwartałach 2008 roku marża zysku operacyjnego segmentu sprzedaży energii wyniosła 0,9%. Spodziewamy się, że do końca roku 2009 spółka utrzyma wyższy poziom marży, jednakże w kolejnych latach bardzo prawdopodobny jest powrót do poziomu z pierwszego trymestru 2008 roku (0,9%). Ujemne marże zysku operacyjnego zostały wypracowane w segmentach odlewów (-30,9%) oraz maszyn i urządzeń dla przemysłu (-10,1%). W ich obrębie istotny wpływ miało obniżenie przychodów ze sprzedaży względem analogicznego okresu 2009 roku. W przypadku odlewów spadek ten sięgnął aż 50,1%. Zarząd przeprowadza obecnie istotne działania restrukturyzacyjne w

strukturze odlewni kontrolowanych w ramach grupy. Zmiany obejmą redukcję zatrudnienia i redukcję kosztów związanych z produkcją odlewów. Pierwsze efekty tych działań mają być widoczne w 2010 roku i mają prowadzić do osiągnięcia rentowności całego segmentu. Wspomniana redukcja kosztów przyczyni się do jednorazowych kosztów w wysokości 5-6 mln PLN, które powinny obciążyć wynik ostatniego kwartału 2009 roku.

Spółka Kopex w ostatnich trzech latach znacznie zwiększyła ilość spółek wchodzących w skład grupy. Połączenie z Zabrzeńskimi Zakładami Mechanicznymi, jakie miało miejsce w lutym 2006 roku otworzyło spółce drogę do ekspansji na rynki zagraniczne. To jednak wiązać się musiało z procesem przejęć i akwizycji podmiotów specjalizujących się w strategicznych obszarach działalności grupy. Poszerzenie grupy kapitałowej o nowe zakłady i zwiększenie możliwości operacyjnych przyczyniło się do wzrostu kosztów ogólnego zarządu i kosztów osobowych.

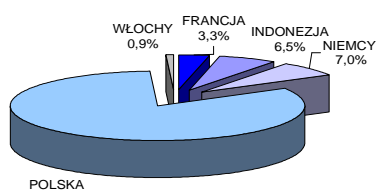
Marża zysku operacyjnego w 1-3Q2009 w segmentach Spółki Kopex



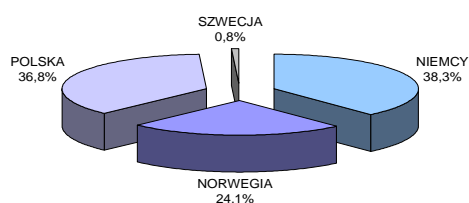
Źródło: DI BRE Banku

W pierwszych trzech miesiącach 2009 roku przychody z eksportu stanowiły 39,0% przychodów ze sprzedaży ogółem. Spółka Kopex S.A. ma bardzo zdywersyfikowane rynki zbytu swoich produktów i usług, co czyni ją odporną na zawirowania gospodarcze w obrębie pojedynczych krajów, ale również znacznie zwiększa koszty pozyskiwania nowych kontraktów i realizowania bieżących.

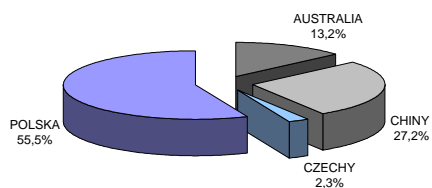
Sprzedaż usług górnictwowych według krajów



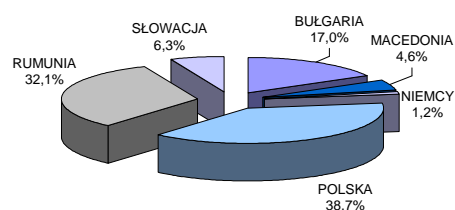
Sprzedaż maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego według krajów



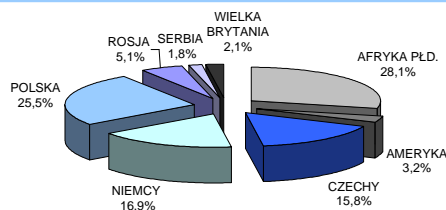
Sprzedaż maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego według krajów



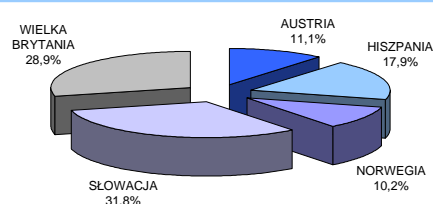
Sprzedaż maszyn i urządzeń dla przemysłu według krajów



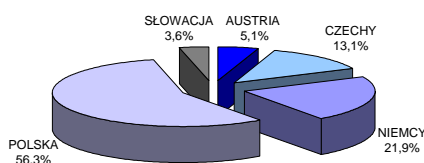
Sprzedaż maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych według krajów



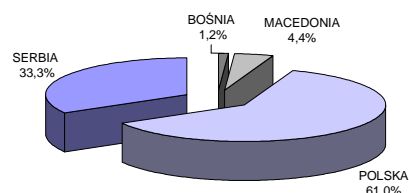
Sprzedaż węgla według krajów



Sprzedaż energii według krajów



Sprzedaż odlewów według krajów



Źródło: Kopex

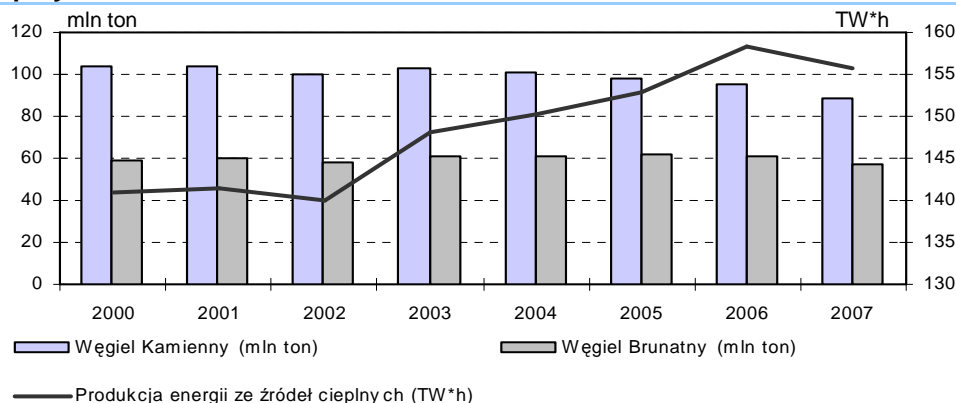
Sytuacja makroekonomiczna

Rynek krajowy

Rynek wydobywania węgla w Polsce jest stosunkowo skoncentrowany. W przypadku węgla brunatnego w 2007 roku 54% krajowego wydobycia pochodziło ze złóż kopalni w Bełchatowie. Pozostałą część zapotrzebowania na węgiel brunatny pokrywa wydobycie ze złoża Turów koło Bogatyni i złóż rejonu konińskiego (Pałnów i Adamów). Wydobycie węgla brunatnego w Polsce nie zmienia się zasadniczo. W roku 2007 krajowe wydobycie węgla brunatnego wyniosło 57,7 mln ton.

W przypadku węgla kamiennego 90% krajowych kopalni węgla kamiennego należy do trzech podmiotów, to jest Kampanii Węglowej, Katowickiego Holdingu Giełdowego i Jastrzębskiej Spółki Węglowej. Dane z lat 2000 – 2007 pokazują, że w przypadku wydobycia węgla kamiennego w Polsce możemy zaobserwować tendencję spadkową. Jest to w głównej mierze spowodowane zamykaniem nie rentownych kopalń i wyrobisk, a także możliwością sprowadzenia węgla z eksportu po często konkurencyjnych cenach. Obecnie wiele kopalń zlokalizowanych na Śląsku jest zmuszonych wydobywać węgiel pochodzący ze znacznie głębszych pokładów. To sprawia że jednostkowy koszt wydobycia węgla wzrasta, a węgiel sprowadzany z Rosji i węgiel ARA (węgiel w portach Amsterdamu, Rotterdamu i Antwerpii) jest cenowo bardzo konkurencyjny.

Wydobycie węgla kamiennego i brunatnego oraz produkcja energii ze źródeł ciepłych w Polsce w latach 2000 – 2007



Źródło: GUS

Głównymi odbiorcami węgla kamiennego są elektrownie. Produkcja energii ze źródeł ciepłych w Polsce w latach 2000 – 2007 ma tendencję wzrostową i podąża za wzrostem PKB. W 2007 roku krajowa produkcja energii ze źródeł ciepłych wyniosła 155,7 TW*h. Spodziewamy się, że w przyszłości na rynku krajowym wykorzystanie węgla jako nośnika energii elektrycznej będzie nadal istotne. Oczekujemy, że wzrastające zapotrzebowanie na energię elektryczną przeniesie się na wykorzystanie i produkcję węgla, a co za tym idzie również na inwestycje w kopalnictwie węgla.

W przypadku kopalni węgla kamiennego trzy największe podmioty w latach 2003 – 2007 poniosły wydatki inwestycyjne na poziomie 16 820 mln PLN. W roku 2007 skumulowane wydatki inwestycyjne omawianych podmiotów wyniosły 733 mln PLN i były znacznie niższe niż w poprzednich latach. Spodziewamy się, że wydatki w kopalnictwie podziemnym w przyszłości będą miały tendencję wzrostową. Zapotrzebowanie na wydatki inwestycyjne w kopalnictwie podziemnym do roku 2020 szacowane są obecnie na kwoty wynoszące od 15 do 20 miliardów PLN. Spodziewamy się, że inwestycje w kopalniach będą miały dwa cele. Po pierwsze służyć będą zwiększeniu wydajności wydobywania węgla, oraz wymianie sprzętu aktualnie będącego w eksploatacji. Park maszynowy użytkowany obecnie w wielu kopalniach ma już ćwierć wieku, a stare maszyny są często przyczyną wypadków w górnictwie. Dodatkowo nowe maszyny są dużo bardziej wydajne niż te znajdujące się pod powierzchnią ziemi, a to prowadzić może do zmniejszenia jednostkowych kosztów wydobycia węgla.

Nakłady Inwestycyjne trzech największych wydobywców węgla kamiennego w Polsce w latach 2003 – 2007

(mln PLN) Podmiot	Nakłady inwestycyjne				
	2003	2004	2005	2006	2007
Kompania Węglowa S.A.	-8 152	-1 634	-1 080	-317	28
Jastrzębska Spółka Węglowa S.A.	-220	-903	-1 579	-888	-365
Katowicki Holding Węglowy S.A.	-334	-301	-403	-276	-396

Źródło: DI BRE Banku

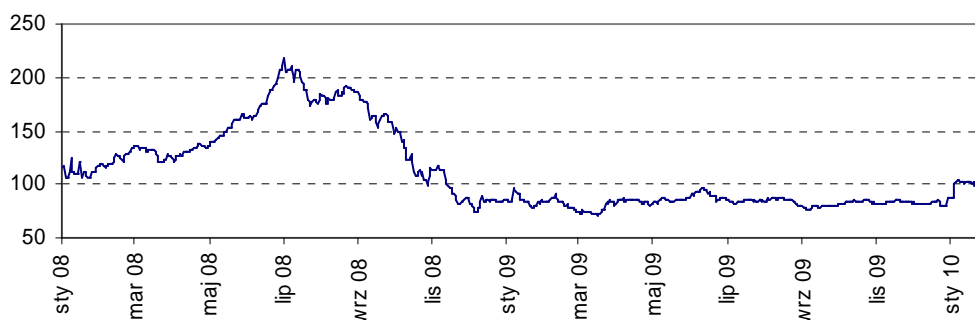
Pewnym ograniczeniem dotyczącym inwestycji w kopalnictwie węgla w Polsce może być problem z uzyskaniem finansowania nowych zakupów oraz konkurencja taniego węgla rosyjskiego. Jeśli chodzi o pierwsze to kopalnie, które raczej nie powinny się spodziewać pomocy od Skarbu Państwa, już obecnie mają znaczny poziom zadłużenia. Również ograniczona akcja kredytowa banków komercyjnych może się przyczynić do odmowy udzielenia kredytu na taki cel. Rozwiązaniem może być emisja akcji skierowana na rynki kapitałowe. Polepszająca się koniunktura na rynkach finansowych może być odpowiedzią na potrzeby inwestycyjne spółek węglowych. Tą drogą poszła dotychczas spółka węglowa LW Bogdanka S.A. W wyniku emisji spółka uzyskała potrzebny na inwestycje kapitał. Z kolei jeśli chodzi o konkurencję taniego rosyjskiego węgla, to problem jest znaczący i wynika z wysokich kosztów jednostkowych polskich kopalń (kopalnie GOP). Wysokie koszty osobowe i powolne wyczerpywanie się obecnych pokładów będzie zmuszało kopalnie do zejścia do pokładów zlokalizowanych jeszcze niżej i poprzez to zwiększenia kosztów jednostkowych wydobycia węgla. Przy niesprzyjającym kursie walutowym cena węgla importowanego z Rosji może się okazać niższa, a to postawi kopalnie przed nie lada problemem.

Innym sposobem na finansowanie inwestycji kopalnianych jest emisja obligacji przez polskie kopalnie. Dotychczas pionierem w tej dziedzinie jest Katowicki Holding Węglowy. Papiery dłużne kierowane są do producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa oraz do energetyki, natomiast wykup obligacji następuje w postaci świadczenia niepieniężnego w postaci dostaw węgla. Wówczas kopalnie w zamian za swój produkt uzyskują możliwość zwiększenia wydajności swoich wyrobisk, a spółki takie jak Famur czy Kopex otrzymują zapłatę w nośniku energii, który następnie wykupywany jest przez energetykę zawodową.

Rynek zagraniczny

Główną siłą stanowiącą o popycie na inwestycje w kopalnictwie węgla na świecie są ceny wydobywanego surowca. Obecny spadek cen węgla na świecie może mieć decydujące znaczenie w odłożeniu w czasie inwestycji dokonywanych w zakresie modernizacji i inwestycji w kopalnictwie. W długim okresie zapotrzebowanie na paliwa, węgiel i energię elektryczną powinno wzrastać w ślad za wzrostem gospodarczym i przyrostem naturalnym. Szczególny wzrost zapotrzebowania na energię powinien być widoczny w krajach rozwijających się (emerging markets). Dużą rolę przypisujemy tutaj takim krajom jak Chiny czy Indie, które swoją politykę energetyczną w znacznym stopniu opierają na węglu.

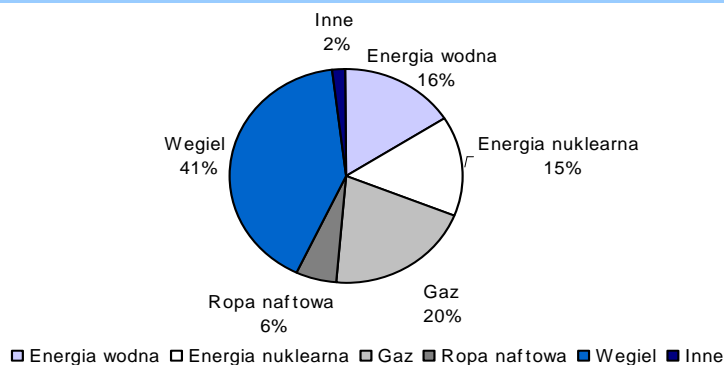
Ceny węgla w portach ARA (USD / 1000kg)



Źródło: DI BRE Banku

Zakładamy, że podobnie jak na rynku krajowym znaczącą rolę w kreowaniu światowego popytu na węgiel pełnić będzie produkcja energii elektrycznej. Udział węgla w produkcji energii na świecie w roku 2006 wynosił 41%. Spodziewamy się utrzymania tej tendencji w kolejnych latach.

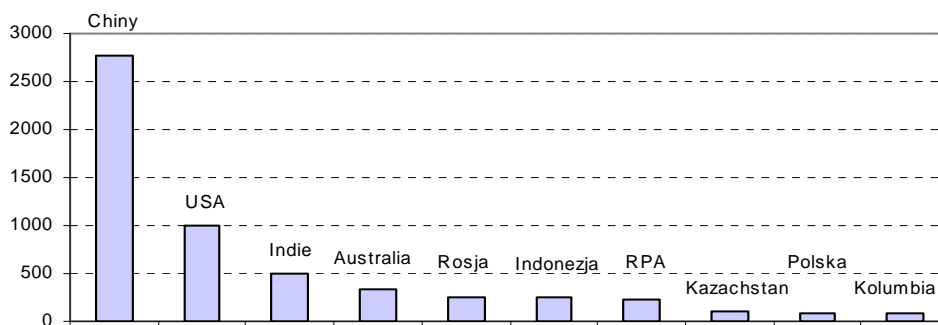
Udział nośników energii w produkcji energii elektrycznej na świecie w 2006 roku.



Źródło: DI BRE Banku

Największymi światowymi producentami węgla są Chiny (2 761 mln ton), USA (1 007 mln ton) oraz Indie (490 mln ton). W przypadku Chin i Indii przynależność do krajów rozwijających się będzie powodowała, że wzrost wydobycia węgla będzie w tych krajach następował szczególnie dynamicznie. W 2009 roku Chiny zgłaszały znaczące zwiększenie popytu na węgiel koksujący i węgiel energetyczny. Import węgla do Chin wzrósł o 90% r/r i osiągnął poziom 40 mln ton, natomiast w przypadku Indii import wzrósł o 18% r/r i osiągnął poziom 40 mln ton. W Chinach obecnie szacuje się że wykorzystanie mocy produkcyjnych w sektorze wydobywczym znajduje się na poziomie 90% a wykorzystanie mocy w przemyśle na poziomie 65%. To w przyszłości będzie się przekładało na dalsze zapotrzebowanie na węgiel i pośrednio na zwiększenie mocy wydobywczych pracujących kopalń. Szacuje się, że w Chinach popyt na węgiel wzrośnie do 3,5 mld ton w 2030 roku z poziomu 1,7 mld ton w 2007 roku. W kolejnych kilku latach spodziewane są efekty pakietów rządowych oraz w krótkim terminie odbudowa zapasów węgla. W Indiach natomiast kluczowym czynnikiem działającym na wzrost wydobycia będą zmiany regulacyjne zmierzające do zwiększenia mocy wydobywczych oraz przyciągnięcia zagranicznych inwestorów do sektora. Pewne osłabienie dynamiki wydobycia węgla może być zaobserwowane w Stanach Zjednoczonych. Spodziewamy się, że obecne osłabienie koniunktury w największej gospodarce świata przełoży się może na spadek nowych inwestycji w dziedzinie kopalnictwa na terenie USA. Również pewien wpływ może mieć polityka rządu amerykańskiego promująca producentów „zielonej” energii. Tym niemniej jednak pewnie ożywienie i uruchomienie nowych bloków energetycznych opalanych węglem o mocy 22 GW stworzy popyt na dodatkowe 60-70 mln ton węgla rocznie. Zwiększenie mocy wydobywczych węgla jest również bardzo prawdopodobne w takich krajach jak Indonezja (zmiany regulacyjne), Australia (nowy projekt o wartości 20 mld AUD), Afryka Południowa (inwestycje światowych koncernów) oraz Rosji (poważna poprawa płynności w sektorze).

Główni światowi producenci węgla w 2008 roku (mln ton)



Źródło: DI BRE Banku

Oslabienie koniunktury gospodarczej na świecie i spadek cen ropy naftowej i węgla na rynkach finansowych sprawiły, że dostawcy sprzętu do kopalń odczuli spadek zamówień płynący od kontrahentów chcących zwiększyć moce przerobowe swoich ośrodków wydobywczych. Jednym z rynków, który znacząco zredukował ilość zamówień był rynek amerykański. Lepiej z kolei kształtowała się sytuacja w Australii, Chinach i Indonezji. W trzech ostatnich krajach wciąż dość istotnym problemem było pozyskanie środków na finansowanie przedsięwzięcia, szczególnie w przypadku nowych inwestycji. Najgorzej sytuacja kształtowała się w krajach byłego ZSSR, których podmioty górnicze straciły płynność finansową. Takie warunki makroekonomiczne zmusiły głównych graczy na rynku do większej konkurencji na rynkach i cięcia kosztów we własnych strukturach. W drugiej połowie roku 2009 na rynku można było odczuć lekkie ożywienie. Obecnie patrząc na wyniki finansowe zagranicznych producentów maszyn górniczych można zauważyć, że sytuacja nie jest tak zła jak jeszcze się spodziewano na początku roku. W sumie przychody Bucyrus i Joy Global wzrosły w trzech pierwszych kwartałach poprzedniego roku o odpowiednio 12,4% i 10,3%. To wraz ze wspomnianymi oszczędnościami kosztowymi przyczyniło się do wzrostu marży operacyjnej o odpowiednio 2,9pp i 4,6pp i znacznie wyższemu poziomom zysku netto niż miało to miejsce rok wcześniej. Wciąż jednak sytuacja rynkowa jest stosunkowo trudna. Poziom rezygnacji zamówień (order cancellation) znajduje się obecnie na poziomie 6-9% backlogu z końca 2008 roku, a obciążenie portfela zamówień spadło z poziomu powyżej 12 miesięcy do poziomu 6-8 miesięcy. Prognozuje się również, że odbudowa portfela zamówień do poziomu powyżej 12 miesięcy będzie miało miejsce najwcześniej pod koniec 2010 roku.

Wyniki finansowe Bucyrus i Joy Global w 1-3Q2009

(mln USD)	Bucyrus		Joy Global	
	1-3Q2009	zmiana r/r	1-3Q2009	zmiana r/r
Przychody	2006	12,40%	2635	10,3%
EBIT	359,7	33%	518	44,30%
marża EBIT	17,80%	2,9pp	19,60%	4,6pp
EBITDA	400,3	28%	559,4	35%
marża EBITDA	20%	2,5pp	21,20%	3,9pp
Zysk netto	231,2	37,50%	330,6	29%

Źródło: Kopex S.A.

Wciąż trwająca trudna sytuacja na rynku maszyn i urządzeń dla górnictwa jest tym bardziej skomplikowana dla producentów takich jak Kopex czy Famur, gdyż nie posiadają one jeszcze łatwo rozpoznawalnej marki na rynku. Mimo chęci wyjścia poza rynek krajowy spółki te, naszym zdaniem, mogą napotkać dużo bardziej poważne przeszkody niż gdyby wejście na rynki zagraniczne miałyby się odbywać przy sprzyjającej koniunkturze rynkowej.

Rozbudowa grupy kapitałowej Kopex pozwoliła na start w przetargach na kompleksowe przedsięwzięcia w zakresie modernizacji, budowy i wyposażenia kopalń. Często zakres usług świadczonych przez Spółkę jest na tyle skomplikowany i wymagający specjalistycznego zaplecza, iż Spółka jest jedynym startującym w przetargu kontrahentem (wygrany w III kwartale 2009 kontrakt na budowę szybu w kopalni „Zofiówka” Jastrzębskiej Spółki Węglowej S.A. za 180,5 mln PLN). Wygrane dotychczas przetargi na rynku Chińskim i Australijskim sprawiają, iż Spółka zaczyna być postrzegana jako poważny konkurent wśród takich firm jak Joy Global Inc. czy Bucyrus Inc. oferujących kompleksowe i wysoce wydajne produkty i usługi w zakresie inwestycji w kopalnictwie. Produkty i usługi oferowane przez Spółkę Kopex cechują się dobrą relacją ceny do jakości. Dodatkowym atutem stojącym po stronie Spółki jest

stosunkowo szybkie w stosunku do zagranicznej konkurencji wykonywanie kontraktów na dostawę sprzętu. Znacznym wzmocnieniem marki było rozpoczęcie działalności w świadczeniu kompleksowych usług w obszarze realizacji budowy i wyposażenia kopalń węgla „pod klucz”.

Rynek maszyn i urządzeń dla górnictwa

Rynek maszyn i urządzeń dla górnictwa jest bardzo specyficzny. Dostarczane produkty tworzone są na konkretny wymiar i do pracy w specyficznym określonych warunkach. Na dostawę sprzętu spółki węglowe ogłaszają przetargi w których określają parametry poszukiwanych urządzeń i zasady finansowania ich zakupów (leasing, gotówka). Często również w skład zlecenia zakupu wchodzi usługa serwisowa. Dostawcy sprzętu dysponują podobną technologią, a ich sprzęt jest bardzo zbliżony do siebie pod względem parametrów wytrzymałościowych. To sprawia, że podmioty muszą rywalizować między sobą ceną i proponowaniem usług dodatkowych.

Na rodzimym rynku ze względu na niewielką ilość kopalń do jakich sprzęt może być zaoferowany wynika, że często spółki węglowe ogłaszają przetargi które mogą być nie atrakcyjne dla startujących w nich producentów. W bieżącym roku odbyło się parę przetargów do których nie przystąpił żaden kontrahent. Spółki w takich okolicznościach muszą wykazywać się dużym stopniem ostrożności by nie podejmować się realizacji kontraktów o niskiej rentowności.

Na rynku rodzimym głównym konkurentem Kopexu jest katowicki Famur. Przedmiotem głównej rywalizacji są kombajny ścianowe i obudowy zmechanizowane. Kopex w swojej ofercie posiada kombajny elektryczne o bardzo wysokich parametrach technicznych. Spółka oprócz maszyn standardowych jak na Polskie warunki (o mocy do 1000KW) posiada także kombajny o mocy przekraczającej 1000KW. Maszyny o większej mocy nie są jednak elementem konkurencji na rynku krajowym, ale są przepustką na rynek zagraniczny, gdzie mają szerokie zastosowanie. Wynika to przede wszystkim z faktu, że polskie warunki geologiczne (niskie pokłady, niejednorodność pokładu) powodują, że użycie maszyn o wysokiej mocy mijająoby się z celem, gdyż i tak ich możliwości nie mogłyby być odpowiednio wykorzystane. Również polskie kopalnie nie dysponują odpowiednią infrastrukturą elektryczną mogącą przekazać energię o tak wysokim natężeniu (moc jest iloczynem napięcia i natężenia prądu). Famur w swojej ofercie, obok kombajnów elektrycznych posiada kilka kombajnów hydraulicznych, te jednak dysponują mocą do 600KW i są powoli wypierane przez kombajny elektryczne. Na rynku krajowym istnieje więc wysoka konkurencja pomiędzy Kopexem i Famurem w rywalizacji o kontrakty na dostawę i eksploatację kombajnów ścianowych. Obok kombajnów, w spółki rywalizują o zamówienia na dostawę obudów zmechanizowanych. Tutaj obok Famuru i Kopexu część rynku należy również do gorlickiego Glinika. Ten ostatni jednak w ostatnim czasie musi się zmagać z problemami związanymi z płynnością finansową po tym jak jeden z zamawiających nie odebrał przedmiotu umowy. Obudowy ścianowe Kopexu posiadają stosunkowo mocno zaawansowane układy sterownicze i opatentowany systemem ochronnym umożliwiającym długie działanie. Famur z kolei, głównie za sprawą wieloletniego doświadczenia posiada technologie umożliwiającą konstruowanie obudów o znacznie mniejszej masie urządzenia. To biorąc pod uwagę fakt, że pojedyncza sekcja niskiej obudowy o szerokości do 1,5 metra przekracza spokojnie 10 ton, powoduje, że ilość użytej stali, która stanowi często ponad 70% kosztów produkcji jest znacznie niższa niż u konkurencji. Na rynku krajowym, biorąc pod uwagę raczej kiepską kondycję finansową kopalń cena jest bardzo ważnym kryterium przy wyborze odpowiedniej oferty. Za granicą z kolei dużo zależy od kraju, gdzie kopalnie prowadzą wydobywanie. Dla przykładu meksykańskie kopalnie głównie wybierają oferty nastawione na niskie koszty, natomiast w Australii i Chinach zamawiający często kierują się przede wszystkim jakością urządzenia.

Średni czas życia kombajnu ścianowego wynosi od 8 do 10 lat. Mniej więcej co dwa lata kombajn powinien przejść remont, polegający na wymianie głowic i ważniejszych elementów narażonych na zużycie. W przypadku obudów zmechanizowanych, czas życia pojedynczej obudowy wynosi około 10 lat. Po tym okresie wiele z obudów wymaga gruntownego remontu, bądź są niezdadne do dalszej pracy.

Wyniki 1-3Q2009

Po bardzo dobrym pierwszym półroczu 2009 w trzecim kwartale Kopex radził sobie nieco gorzej. Mimo dużej ilości zamówień płynących z sektora górniczego, odczuwalny jest spadek zapotrzebowania na produkty i usługi w pozostałych segmentach operacyjnych Spółki.

W trzecim kwartale 2009 Spółka wypracowała przychody ze sprzedaży na poziomie 603,1 mln PLN i były one wyższe o 19,6% r/r. Sprzedaż krajowa wzrosła o 16,0% r/r, natomiast eksport wzrósł o 25,7% r/r. Wzrost sprzedaży krajowej był możliwy dzięki wygranym kontraktom na dostawę sprzętu do polskich kopalń, w tym umowy podpisane z Kompanią Węglową na 227,9 mln PLN na dostawę i modernizację sprzętu i urządzeń górniczych, z Katowickim Holdingiem Węglowym o wartości 30,8 mln PLN dotyczących usług górniczych, wynajmu sprzętu i dostawy urządzeń oraz Jastrzębską Spółką Węglową na 40,2 mln PLN na dzierżawę i serwis maszyn. Oprócz tego spółka wykonywała usługi górnicze dla KGHM Polska Miedź na 142,5 mln PLN. Sprzedaż zagraniczna wzrosła głównie dzięki realizacji kontraktu na dostawę obudów dla Shenhua Ningxia Coal Industry Group (Chiny) na kwotę 85 mln USD (248,2 mln PLN) oraz wyższym cenom energii kwotowanym na światowych rynkach (26,4% r/r). Spółka w segmentach związanych z działalnością wydobywczą odczuwa spadek zamówień płynący z zagranicy, a to skłania ją do szukania kontraktów na rynku polskim.

Przychody ze sprzedaży poszczególnych segmentów Spółki Kopex

(mln PLN)	2008	1-3Q08	1-3Q09	Zmiana	3Q08	3Q09	Zmiana
Usługi górnicze	189,7	104,6	151,3	44,6%	39,6	53,9	36,1%
Maszyny i urządzenia dla górnictwa podziemnego	603,5	391,4	633,8	61,9%	131,7	250,6	90,3%
Maszyny i urządzenia dla górnictwa odkrywkowego	84,9	58,9	41,6	-29,4%	20,9	13,3	-36,5%
Maszyny i urządzenia dla przemysłu	50,3	41,1	30,6	-25,7%	15,1	15,5	2,8%
Maszyny i urządzenia elektryczne i elektroniczne	245,8	172,5	180,8	4,8%	89,2	59,1	-33,7%
Sprzedaż energii	523,6	365,9	530,4	45,0%	139,3	166,9	19,8%
Sprzedaż węgla	59,9	39,6	24,8	-37,5%	19,0	3,1	-83,7%
Odlewy	26,2	21,5	10,7	-50,1%	6,8	3,3	-50,8%
Pozostała działalność	198,8	124,2	109,2	-12,1%	42,6	37,3	-12,3%
Suma	1 982,6	1 319,9	1 713,1	29,8%	504,2	603,1	19,6%

Źródło: Dł BRE Banku

Największy wzrost przychodów w trzecim kwartale 2009 roku miał miejsce w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (90,3% r/r), segmencie usług górniczych (36,1% r/r) oraz segmencie sprzedaży energii (19,8% r/r). W dwóch pierwszych segmentach o wielkości przychodów zadecydowały nowo pozyskane kontrakty na usługi oraz dostawę maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego oraz wykonanie obudów na potrzeby realizacji kontraktu chińskiego. W przypadku sprzedaży energii, większe wygenerowane przychody miały związek z wyższymi niż w ubiegłym roku hurtowymi cenami energii (26,4% r/r). Sprzedaży energii sprzyjał również spadek wartości waluty krajowej (-21,2% r/r), oraz niższe hurtowe ceny w kraju niż te za granicą (18,2%). Najgorzej sytuacja kształtowała się w segmentach sprzedaży węgla (-83,7 r/r), odlewów (-50,8% r/r) oraz maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego (-36,5% r/r). W przypadku segmentu sprzedaży węgla istotny wpływ na spadek przychodów miało zmniejszenie zamówień płynących od zagranicznych odbiorców tj. (Austrii, Hiszpanii, Niemiec, Norwegii i Słowacji). Prawdopodobnie swój wpływ na to miał również istotny spadek cen na rynkach surowcowych. Cena węgla w 3 kwartale 2009 na rynkach światowych, rok do roku, spadła o 54,2%. W przypadku odlewów wpływ na obniżenie przychodów miał spadek zamówień na gotowe odlewy ze strony głównych odbiorców, to jest przemysłu zbrojeniowego i przemysłu ogółem. W przypadku górnictwa odkrywkowego w ostatnim roku Spółka odczuła znaczący spadek zamówień zgłaszanych przez kopalnie węgla brunatnego. Spółka zamierza w przyszłości odbudować swoją znaczącą pozycję w kopalnictwie odkrywkowym. Mniejszy poziom przychodów odnotowany został również w segmencie maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych (-33,7% r/r). W tym segmencie, a także w segmencie maszyn i urządzeń dla przemysłu zanotowano spadek zamówień skutkiem odłożenia w czasie inwestycji dokonywanych przez zakłady przemysłowe.

Wartość zysku operacyjnego w trzecim kwartale 2009 wyniosła 39,9 mln PLN, co stanowiło wzrost o 2,7% r/r. Warto zauważyć, że pomimo większej wartości wygenerowanego zysku operacyjnego marża EBIT spadła z 7,7% do 6,6%. Szczególny wpływ na taki stan rzeczy miał

spadek zamówień w segmentach odlewów, maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych oraz urządzeń dla przemysłu. Nie bez znaczenia była umowa handlowa spółki zależnej Inbye. W trzecim kwartale swoje zaangażowanie w przychodach ze sprzedaży zwiększył segment obrotu energii elektrycznej, który posiada znacząco niższe marże niż pozostałe segmenty (2,9% w 1-3Q2009).

Skrócony rachunek zysków i strat Spółki Kopex

(mln PLN)	2008	1-3Q2008	1-3Q2009	Zmiana	3Q08	3Q09	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	1 982,6	1 319,9	1 713,1	29,8%	504,2	603,1	19,6%
Kraj	1 338,7	888,9	937,1	5,4%	317,0	367,7	16,0%
Eksport	643,9	431,0	776,0	80,0%	187,2	235,4	25,7%
EBIT	174,9	107,0	143,0	33,6%	38,9	39,9	2,7%
marża EBIT	8,8%	8,1%	8,3%		7,7%	6,6%	
EBITDA	236,0	151,9	196,1	29,1%	55,0	57,6	4,7%
marża EBITDA	11,9%	11,5%	11,4%		10,9%	9,6%	
Zysk netto	90,3	65,1	72,5	11,4%	21,3	20,8	-1,9%

Źródło: DI BRE Banku

Wartość EBITDA w trzecim kwartale wyniosła 57,6 mln PLN i była wyższa o 4,7% względem analogicznego okresu roku ubiegłego. Spadek marży zysku operacyjnego bezpośrednio przełożył się na spadek marży EBITDA, która w trzecim kwartale wyniosła 9,6%.

Wartość zysku netto w trzecim kwartale wyniosła 20,8 mln PLN i była niższa o 1,9% r/r. Wynik finansowy netto w dalszym ciągu był obciążony przez koszty różnic kursowych w kwocie 12,1 mln PLN. Zdarzenia jednorazowe nie miały większego wpływu na wynik zysku netto.

Cash Flow

W pierwszych trzech kwartałach Spółka wygenerowała przepływ pieniężny w wysokości -48,3 mln PLN. Zmniejszył on wartość środków pieniężnych do poziomu 113,3 mln PLN.

Działalność operacyjna

Przepływ pieniężny z działalności operacyjnej w 3 kwartałach 2009 wyniósł -60,6 mln PLN. Zmniejszeniu uległy zapasy (-6,2% r/r) oraz krótkoterminowe zobowiązania z tytułu dostaw i usług (-37,8% r/r). Zwiększeniu uległy krótkoterminowe należności z tytułu dostaw i usług (42,8% r/r). W sumie w trzech pierwszych kwartałach kapitał pracujący uległ zwiększeniu o 8,9% przy 29,8% dynamice przychodów ze sprzedaży.

CAPEX

W trzech pierwszych kwartałach 2009 roku inwestycje w finansowy i rzeczowy majątek trwały wyniosły 123,3 mln PLN. Wśród tych wydatków wyróżnić było można inwestycje w maszyny i urządzenia (70,3 mln PLN), akwizycje i przejęcia (31,5 mln PLN), budynki i nieruchomości (10,7 mln PLN), wartości niematerialne (6,0 mln PLN) oraz nowe produkty i przedsięwzięcia (4,7 mln PLN).

W sumie przepływ na działalności inwestycyjnej wyniósł -114,5 mln PLN. Zarząd w całym roku 2009 planował przeznaczyć 220 mln PLN na inwestycje. W związku z potencjalnym przejęciem spółki Rema, Spółka prawdopodobnie będzie musiała zrezygnować z części wcześniejszych planów inwestycyjnych.

Zadłużenie

Spółka w trzech pierwszych kwartałach zwiększyła swoje zadłużenie o 135,0 mln PLN czyli o 29,3% względem końca 2008 roku. Zadłużenie długoterminowe wzrosło o 45,3%, natomiast zadłużenie krótkoterminowe wzrosło o 22,6%.

W sumie, przepływ z działalności finansowej w pierwszych trzech kwartałach wyniósł 126,8 mln PLN.

Emisja akcji

Nawiązując do uchwały Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki Kopex S.A. z dnia 25 czerwca 2009 roku akcjonariusze podjęli decyzję o upoważnieniu Zarządu Spółki do podwyższenia kapitału zakładowego Spółki w ramach kapitału docelowego z możliwością wyłączenia prawa poboru akcjonariuszy. W ramach emisji na rynku sprzedano całą oferowaną pulę akcji (6 700 tys) po cenie emisyjnej 23,50 PLN. W wyniku tego Spółka zebrała z rynku 157,5 mln PLN, z czego całkowite koszty emisji wyniosły 2,9 mln PLN. Po emisji nowe akcje stanowią 9,91% wszystkich akcji spółki tego samego rodzaju notowanych na GPW. Akcje uprawnione są do dywidendy od 1 stycznia 2009 roku czyli za rok obrotowy

kończący się 31.12.2009. W sumie po nowej emisji na rynku znajdują się 74,3 mln akcji. Środki z emisji zostaną przeznaczone na przejęcia podmiotów zarówno na rynku krajowym jak i zagranicznym.

Inwestycje Spółki

Biogazownie

Spółka Kopex zamierza w ciągu najbliższych 5 lat zainwestować w odnawialne źródła energii. W ten sposób Kopex S.A. stał by się nie tylko pośrednikiem w handlu energią, ale również jej producentem. W przyszłości, gdyby zmieniono regulacje dotyczące handlu energią na takie które przewidują obrót giełdowy, Spółka znacząco zmniejszyłaby obroty w tymże segmencie. Wciąż jednak prawdopodobnie nadal mogłaby świadczyć usługi optymalizacyjne w zakresie zużycia energii przez jej odbiorców. Docelowo więc, budowa biogazowni ma na celu zrównoważenie w przyszłości utraconych przychodów związanych z handlem energią przychodami związanymi z jej produkcją. Pierwsze biogazownie mają być gotowe w pierwszej połowie 2010 roku. Zarząd podaje, że koszt jednej takiej biogazowni to około 22 mln PLN. Pojedyncza biogazownia ma dysponować mocą około 1MW i corocznie ma generować 1 do 2 mln zysku netto (uwzględnia to dopłaty związane z dotacjami w postaci certyfikatów). Całość inwestycji ma się zwrócić w ciągu 6 lat.

Elektrownie wiatrowe

Prezes Tadeusz Soroka poinformował przy okazji publikacji wyników za pierwszą połowę 2009 roku, iż Spółka podpisała list intencyjny w sprawie budowy parku elektrowni wiatrowych między Piotrkowem Trybunalskim, a Łodzią. Jak na razie brak jest dokładnych informacji na temat kosztów, jakie Spółka musiałaby ponieść na ten cel. Wiadomo, że park miałby się składać z 10 wiatraków po 2MW mocy każdy. Spółka Kopex ma doświadczenie w realizacji projektów farm wiatrowych. Jak dotąd Spółka prowadziła budowę trzech takich obiektów, z czego jeden jest przez nią eksploatowany. Jeśli spodziewane zyski z takiej inwestycji okazałyby się wysokie, to Zarząd zapowiada możliwość zaangażowania się w kolejne podobne projekty. Jak na razie jednak decyzja dotycząca budowy farmy została odłożona w przyszłość.

Remag S.A.

Zarząd Spółki Kopex w trzecim kwartale 2009 roku niejednokrotnie zgłaszał zainteresowanie dotyczące przejęcia spółki Remag, będącej producentem kombajnów chodnikowych. Obecnie 85% akcji spółki Remag jest w posiadaniu Skarbu Państwa, a termin prywatyzacji został ustalony na 2010 rok. Wcześniej Zarząd Kopex wykazywał zainteresowanie przejęciem spółki Remag w porozumieniu z konkurencyjną spółką Famur. Obecnie Zarząd wyklucza takie rozwiązanie, skłaniając się ku przejęciu spółki na własną rękę. Do kolejnego etapu prywatyzacji Remagu zostały dopuszczone cztery podmioty Famur, Kopex, TDJ Investment i Węglokoks. Największe korzyści synergii posiadają spółki Famur i Kopex ze względu na zbliżony przedmiot działalności. Ciekawym faktem jest pojawienie się w negocjacjach głównego akcjonariusza Famuru – spółki TDJ Investment (71%). Być może spółka ta i spółka zależna Famur będą zainteresowane wspólnym działaniem w celu dokonania akwizycji. Z kolei Węglokoks, którego głównym przedmiotem działalności jest handel węglem przy malejącym wydobywaniu węgla na terenie kraju będzie chciał zaistnieć na rynku maszyn i urządzeń dla górnictwa. Według nieoficjalnych źródeł wiadomo, że Węglokoks posiada wystarczające zasoby gotówki na przejęcie Remagu. Obecna wartość producenta kombajnów chodnikowych szacowana jest na 200-220 mln PLN.

Przejęcie spółki Remag stanowiłoby poważne wzmocnienie Grupy Kopex w segmencie produkcji i sprzedaży kombajnów chodnikowych. Spółka Remag posiada szeroką gamę i doświadczenie w produkcji takich urządzeń dla przemysłu wydobywczego. Byłby on znaczącym uzupełnieniem obecnej oferty grupy Kopex. Wprawdzie Spółka ma w swojej ofercie dwa kombajny chodnikowe, ale jeśli doszłoby do przejęcia Remagu, to jest możliwość osiągnięcia pewnych korzyści synergicznych związanych z transferem technologii i pozyskaniem nowych klientów (szczególnie tych spodziewających się obsługi kompleksowej). Kopex w związku z wykonywaniem kontraktów na usługi górnicze będzie zgłaszał znaczące zapotrzebowanie na nowe kombajny chodnikowe. W tym przypadku przejęcie katowickiego Remagu znacząco wzmocniłoby jego możliwości.

Remag miał w 2008 roku przychody ze sprzedaży na poziomie 147 mln PLN (15,2% r/r) oraz wynik finansowy netto na poziomie 21 mln PLN (93,3% r/r). Kapitał zakładowy spółki wynosi 62 mln PLN.

Skrócony rachunek zysków i strat spółki Remag S.A.

(mln PLN)	2006	2007	2008	1Q2009
Przychody	137,0	128,0	147,5	41,9
EBITDA	22,0	24,0	40,2	8,8
Wynik netto	8,0	11,0	21,3	6,7
Kapitał Zakładowy				62,0
marża EBITDA	16,1%	18,8%	27,2%	21,0%
marża Wyniku netto	5,8%	8,6%	14,4%	16,0%

Źródło: DI BRE Banku

Koszty inwestycji

Na początku bieżącego roku Zarząd Spółki na nowe inwestycje planował przeznaczyć kwotę 220 mln PLN, z czego na akwizycje i przejęcia 30 mln PLN. Wyniki 3Q2009 wskazują, że po trzech kwartałach spółka na akwizycje przeznaczyła 31,5 mln PLN, natomiast całkowite wydatki na inwestycje wyniosły do trzeciego kwartału 123,3 mln PLN.

Inwestycje kapitałowe Spółki Kopex

(mln PLN)	2008	1-3Q09	3Q09	Prognoza zarządu 2009
Akwizycje i przejęcia	104,2	31,5	1,2	30,0
Całkowite	353,1	123,3	29,1	220,0

Źródło: DI BRE Banku

W czwartym kwartale 2009 Kopex dokonał akwizycji spółki funkcjonującej na rynku Australijskim. Szacowane koszty akwizycji wynoszą 18 mln PLN (przejęcie + kredyt). Nowa spółka, Waratah jest producentem kombajnów typu continuous miner. Wprawdzie rozwiązań takich nie ma możliwości stosować na terenie kraju, to jednak na świecie często są one powszechnie wykorzystywane. Akwizycja ma umocnić pozycję Grupy na rynku australijskim i rozszerzyć ofertę produktową.

Oprócz Remagu Spółka jest jeszcze zainteresowana trzema innymi spółkami działającymi na terenie kraju. Łączna wartość środków jaką Spółka chce przeznaczyć na ten cel wynosi 150 mln PLN. Natomiast CAPEX bez akwizycji na lata 2009-2010 opiewa na kwotę 170 mln PLN.

W związku z dużymi kosztami inwestycjami, jakie Spółka poniosła w celu budowy grupy kapitałowej dług netto wzrósł z 67,6 mln PLN na koniec 2007 roku do 414 mln PLN na koniec pierwszego półrocza 2009. Wzrost zadłużenia netto połączony z niechęcią banków do udzielania kredytów powoduje, że spółka w najbliższym czasie napotkać może problemy związane z pozyskaniem kredytu inwestycyjnego. Zarząd Spółki potwierdza, że w przypadku potencjalnego przejęcia Remag Spółka ma już wstępnie uzgodnione warunki kredytowania (140 mln PLN na 5 lat). Spodziewamy się jednak, że w niedalekiej przyszłości Kopex będzie musiał ograniczyć wydatki inwestycyjne i skupić się na porządkowaniu aktualnego składu grupy kapitałowej. W trzecim kwartale 2009 wartość zapłaconych odsetek od kredytów do EBITDA wyniósł 0,15.

Spółka w ciągu ostatniego roku wyraźnie zwiększa zadłużenie długoterminowe. Jeszcze na koniec trzeciego kwartału 2008 spółka posiadała jedynie 6,6 mln PLN długu długoterminowego, obecnie poziom ten wzrósł do 198,7 mln PLN.

Prognoza wyników

W całym 2009 roku prognozujemy dynamikę wzrostu przychodów ze sprzedaży na poziomie 21,0% r/r. W segmencie usług górniczych spodziewamy się, iż wynik ze sprzedaży będzie o 25% wyższy r/r. Wpływ na to będzie miała realizacja dotychczas realizowanych prac górniczych. Nie spodziewamy się natomiast, aby znaczące przychody zostały przypisane z realizacji wygranego w lipcu bieżącego roku kontraktu na budowę szybu w kopalni „Zofiówka” Jastrzębskiej Spółki Węglowej S.A. za 180,5 mln PLN. Dopiero w grudniu ubiegłego roku zostało wydane pozwolenie na budowę, więc prawdopodobnie zostaną zaksięgowane tylko niektóre prace przedwykonawcze. Spodziewamy się również kolejnych wysokich przychodów ze sprzedaży w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (45% r/r). Duży wpływ na to będą miały prace nad wykonaniem kontraktu na dostawę obudów dla Shenhua Ningxia Coal Industry Group (Chiny) na kwotę 85 mln USD (190 mln PLN) oraz kontrakty na dostawę i modernizację sprzętu na terenie kraju w tym dla Kompani Węglowej na 22,8 mln PLN, Katowickiego Holdingu Węglowego na 5,6 mln PLN i Jastrzębskiej Spółki Węglowej na 19,3 mln PLN. W segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego spodziewamy się utrzymania ujemnej dynamiki z pierwszego trymestru 2009 (-35% r/r). Na rynku polskim jak na razie główny właściciel kopalń odkrywkowych, spółka PGE, planuje większe nakłady inwestycyjne dopiero w dalszej perspektywie czasowej 2015-2030. To powoduje, że Kopex zmuszony jest poszukiwać klientów poza granicami kraju. W segmencie maszyn i urządzeń dla przemysłu spodziewamy się przychodów ze sprzedaży na poziomie 25% niższym r/r. Również prognozujemy osłabienie dynamiki w segmencie urządzeń elektrycznych i elektronicznych (-8,5% r/r). Przyczyną osłabienia dynamiki wzrostu w dwóch ostatnich omawianych segmentach jest spadek zamówień ze strony zakładów przemysłowych skutkiem odłożenia inwestycji w czasie i osłabienia koniunktury na rynkach odbiorców. W 4Q2009 spodziewamy się podtrzymania wysokiej dynamiki wzrostu przychodów ze sprzedaży energii. Zima jest okresem zwiększonego zapotrzebowania na prąd w naszej szerokości geograficznej. Dodatkowo prognozujemy, że wzrost cen energii mający miejsce w 2009 roku będzie miał bezpośrednie przełożenie na wzrost przychodów ze sprzedaży tego segmentu. W sumie w 2009 roku prognozujemy, że przychody ze sprzedaży tego segmentu wzrosną o 45% r/r. Również spodziewamy się utrzymania wysokich marży operacyjnych z pierwszego trymestru 2009 roku, wynikających z niższych zakontraktowanych cen energii z roku 2008. W segmencie sprzedaży węgla w 4Q2009 roku spodziewamy spadku wielkości przychodów ze sprzedaży (-37% R/R), skutkiem spadku światowych cen węgla. Dla polskiego węgla wciąż istotną konkurencję stanowi węgiel rosyjski i węgiel pochodzący z portów ARA (ze względu na konkurencyjną cenę). W sektorze odlewów w całym 2009 roku spodziewamy się spadku przychodów ze sprzedaży o 50% r/r.

W sumie na koniec 2009 roku szacujemy, że przychody ze sprzedaży wyniosą 2 399,0 mln PLN, czyli o 21,0% więcej niż w roku 2008.

Struktura przychodów ze sprzedaży (mln PLN)

Przychody	2008	1-3Q2009	Zmiana 1-3Q09/ 1-3Q08	2009P	Zmiana 2009P/2008
Usługi górnicze	189,7	151,3	44,6%	237,1	25,0%
Maszyny i urządzenia dla górnictwa podziemnego	603,5	633,8	61,9%	875,0	45,0%
Maszyny i urządzenia dla górnictwa odkrywkowego	84,9	41,6	-29,4%	55,2	-35,0%
maszyny i urządzenia dla przemysłu	50,3	30,6	-25,7%	37,7	-25,0%
Maszyny i urządzenia elektryczne i elektroniczne	245,8	180,8	4,8%	224,9	-8,5%
Sprzedaż energii	523,6	530,4	45,0%	759,2	45,0%
Sprzedaż węgla	59,9	24,8	-37,5%	37,7	-37,0%
Odlewy	26,2	10,7	-50,1%	13,1	-50,0%
Pozostała działalność	198,8	109,2	-12,1%	159,0	-20,0%
Suma	1 982,6	1 713,1	29,8%	2 399,0	21,0%

Źródło: DI BRE Banku

Spodziewamy się zysku operacyjnego na poziomie 188,5 mln PLN i marży operacyjnej na poziomie 7,9%. Zysk netto prognozujemy na poziomie 101,6 mln PLN.

Backlog

Według danych Spółki obecny backlog w segmencie usług górniczych wynosi około 400 mln PLN, a w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego 1 600 mln PLN. Poniżej wymieniamy najważniejsze kontrakty wchodzące w skład portfela zamówień.

Portfel największych kontraktów (segment usług górniczych)

Segment usług górniczych			
Kontrahent	Przedmiot	Kwota (mln PLN)	Termin realizacji
KGHM	roboty podziemne	86	2009-2011
Jastrzębska Spółka Węglowa (Bzie Dębiny)	głębienie szybu	108,5	2009-2012
ZGH Bolesław	roboty podziemne	14,5	2009
Katowicki Holding Węglowy (KWK Wesola)	modernizacja szybu	75	2010-2014
Inne		72	
Razem		356	

Źródło: Kopex S.A.

Portfel największych kontraktów (segment maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego)

Segment maszyn i urządzeń dla górnictwa			
Kontrahent	Przedmiot	Kwota (mln PLN)	Termin realizacji
Argentyna Rio Turbo	kompleks ścianowy	95	2010
Chiny, Ninxgia	obudowy	190	2009-1Q2010
Rosja, OAO Nowosybirsk	kombajny ścianowe, remonty, części	5	2010
Polska, różne kopalnie		96	2009-2010
Razem		386	

Źródło: Kopex S.A.

Potencjalne kontrakty

Spółka obecnie stara się o kilka kontraktów o znaczącej wartości. Najbardziej prawdopodobne jest podpisanie kontraktów we Włoszech i Turcji na kwoty 48,7 i 17,6 mln PLN. Są to kontrakty związane z kolejnym etapem prac, w jakich Spółka brała wcześniej udział i bardzo prawdopodobnym jest właśnie wybór Kopexu na wykonawcę tych prac. Zarząd wciąż oczekuje na rozpoczęcie prac w Indonezji (Indominco). Kontrakt ten został już podpisany i obecnie Kopex czeka, aż zlecający kontrakt uzyska potwierdzenie finansowania projektu. Problem jednak polega na tym, że potwierdzenie finansowania przeciąga się w czasie, a Spółka już wcześniej zawarła transakcje walutowe związane z zabezpieczeniem przyszłych przepływów pieniężnych. Jeśli jednak okazałoby się, że prace nad wykonaniem kontraktu nie doszłyby do skutku to wówczas Kopex zmuszony będzie do rozliczenia transakcji walutowych i dopisania do wyników straty w wysokości około 14 mln PLN. Poza tym Spółka posiada wynegocjowany kontrakt w kopalni cynku w Kanadzie na kwotę 208 mln PLN. Istnieje jednak pewien problem związany z faktem, że jeden z członków konsorcjum wycofał się z zamiaru uczestniczenia w kontrakcie i w związku z tym Kopex prowadzi obecnie rozmowy ze spółkami kanadyjskimi, które mogłyby zastąpić dotychczasowego współwykonawcę. Od zgody zlecającego zależy jednak będzie, czy kontrakt ten dojdzie do skutku. Na terenie kraju Spółka startuje w 3 kontraktach na łączną kwotę 343 mln PLN, pierwszy z nich, na 60 mln PLN będzie rozstrzygnięty jeszcze w pierwszym kwartale, natomiast pozostałe dwa w pierwszej połowie bieżącego roku.

Kontrakty o jakie zabiega Kopex w segmencie usług górniczych

Segment usług górniczych				
Kontrahent	Przedmiot	Kwota (mln PLN)	Termin realizacji	Etap negocjacji
Włochy, Sardynia	roboty szybowe i chodnikowe	48,7	2010-2012	kolejny etap prac - duże prawdopodobieństwo podpisania
Turcja, CBI Cayeli	rehabilitacja 3 szybów	17,6	2010-2011	kolejny etap prac - duże prawdopodobieństwo podpisania
Indonezja, Indominco	II etap kontraktu	56	2010	podpisany - oczekiwanie na potwierdzenie finansowania
Kanada	głębienie 2 szybów (1100m)	208	2010-2013	wynegocjowany - rozmowy w sprawie zmiany członka konsorcjum
Polska, 3 różne	głębienie i modernizacja szybów	343	2010-2015	pierwszy kontrakt na 60 mln PLN rozstrzygany w styczniu, kolejne dwa w pierwszej połowie 2010 roku
Inne		100		
Razem		773,4		

Źródło: Kopex S.A.

W segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa Spółka prowadzi rozmowy w sprawie dostawy kombajnów ścianowych do kontrahenta rosyjskiego na kwotę 11,8 mln PLN. Jeszcze przed kryzysem rynek rosyjski generował dla Kopexu łącznie około 200 mln PLN rocznie. Obecnie, po polepszeniu się płynności rosyjskich kontrahentów Spółka próbuje odbudować swoją pozycję na tamym rynku. Innym kontraktem, nad jakim pracuje Kopex jest zamówienie na dostawę obudów zmechanizowanych i pomp hydraulicznych dla Meksykańskiego kontrahenta. Spółce będzie ciężko rywalizować w tym konkursie ze względu na kosztowe nastawienie meksykańskich kopalni. W negocjacjach bierze udział również Famur i kilku innych dostawców. Jak zostało to wspomniane wcześniej obudowy produkcji Tagor (Kopex) nie należą do najtańszych. Spółka wierzy jednak w powodzenie negocjacji w tym kontrakcie, wierząc, że uda jej się obniżyć koszt wykonanych obudów poprzez wykonanie części zamówienia w spółce zależnej zlokalizowanej na terenie Chin. Rozstrzygnięcie kontraktu ma nastąpić w pierwszej połowie bieżącego roku. Spółka uczestniczy również w negocjacjach w sprawie realizacji kontraktu w Australii na dostawę obudów opiewającego na kwotę 159,6 mln PLN. Spółka raz wykonywała już duże zamówienia na ten rynek. Rozstrzygnięcie konkursu ma nastąpić w pierwszej połowie roku. Kolejnym przetargiem w jakim bierze udział grupa Kopexu jest konkurs na dostawę przenośników do kopalni w Macedoni. W sumie macedoński kontrahent całe zamówienie wielkości 218,4 mln PLN podzielił na trzy części. Z tego co wiadomo pierwsza z tych części została rozstrzygnięta na niekorzyść Kopexu. Obecnie do wzięcia pozostają dwie pozostałe opiewające na kwotę 30 mln EUR. Niedaleko od Macedoni, w Kosowie Spółka startuje również do konkursu na dostawę przenośników i stacji napędowych. Obecnie trwają prace nad przygotowaniem tego przetargu. W Wietnamie Spółka będzie walczyła o wyposażenie kompletnego zakładu przerobczego, w obecnym momencie trwają prace na przygotowaniu przetargu i poszukiwaniem podmiotu który sfinansowałby budowę. W Indonezji Kopex będzie się starał o wykonanie kompleksu ścianowego i dostarczenie maszyn dla kontrahenta z Indonezji. W sumie zakres prac opiewa na kwotę 350 mln PLN i odbywać się będzie w ramach kolejnego etapu prac. Problem jednak polega na tym, że część umowy jaką już obecnie ma podpisaną z kontrahentem Kopex nie może być rozpoczęta ze względu na wspomniane poszukiwanie podmiotu finansującego zakres prac. Podobna sytuacja ma miejsce w potencjalnej umowie z kontrahentem argentyńskich na kwotę 95,2 mln PLN. Tu również podmiot stara się uzyskać stronę która sfinansowałaby realizację przedmiotu transakcji. W RPA Spółka stara się o wykonanie dwóch systemów ścianowych na łączną kwotę 357 mln PLN. Umowa ma zostać zawiązana bez przetargu, w ramach bezpośrednich negocjacji. Natomiast przedmiot wykonania jest bardzo ambitny gdyż chodzi o wykonanie obudów zmechanizowanych o wysokości 6 metrów. Byłaby to najwyższa jak dotychczas wykonana obudowa na świecie. Kopex twierdzi, że jest zdolny podjąć się tego wyzwania i już prowadzi rozmowy na temat potencjalnej realizacji.

Kontrakty o jakie zabiega Kopex w segmencie usług górniczych

Segment maszyn dla górnictwa					
Kontrahent	Przedmiot	Kwota (mln PLN)	Termin realizacji	Etap negocjacji	
Rosja, OAO Nowosybirsk	kombajn ścianowy	11,8	2010	w trakcie negocjacji	
Meksyk	obudowa + pompy hydrauliczne	52,1	2010	rozstrzygnięcie w pierwszej połowie roku, silna konkurencja	
Chiny, Longgu	stojaki durachrom	4,2	2010	w trakcie negocjacji	
Australia, Westcliff i Gujarat	obudowa	159,6	2010	rozstrzygnięcie w pierwszej połowie roku	
Macedonia, Brod Gneotino	system przenośników	30 mln EUR	2010-2011	przetarg	
Kosovo, SW Siboc	przenośniki + stacje napędowe	88,2	2011	przygotowanie przetargu	
Wietnam	kompletny zakład przerobczy	252	2010-2012	przygotowanie przetargu, poszukiwanie podmiotu finansującego	
Indonezja, Indominco	system ścianowy	350	2011-2014	bez przetargu - kolejny etap prac - wysokie prawdopodobieństwo podpisania, poszukiwanie podmiotu finansującego	
Argentyna, Rio Turbo	system ścianowy	95,2	2012	kolejny etap prac - wysokie prawdopodobieństwo podpisania - bez finansowania	
RPA, Heidelberg	system ścianowy x 2	357	2011-2014	bez przetargu, bezpośrednie negocjacje	
Razem		1493,0			

Źródło: Kopex S.A.

Wiele z wymienionych wyżej przetargów i negocjacji jest dopiero w fazie przygotowania, niektóre też nie mają jeszcze określonego źródła finansowania inwestycji. Uważamy, że jeszcze może upłynąć trochę czasu nim Spółka ogłosi o wygraniu któregoś z kontraktów. Również należy pamiętać, że na wielu z rynków na których Spółka obecnie prowadzi rozmowy w sprawie wykonywania kontraktów Kopex nie jest jeszcze dobrze rozpoznawalną marką.



Dyskusyjną kwestią pozostaje również kwestia wykazania się doświadczeniem, które często jest gwarantem dobrze wykonanego kontraktu dla oferującego. Naszym zdaniem obecnie Spółka będzie zmuszona do zgłaszania ofert po bardzo konkurencyjnych cenach, tak by jeszcze lepiej ugruntować swoją pozycję na rynku. To niestety według nas odbije się na wypracowywanych marżach.

Roszczenia sądowe

W raporcie bieżącym z dnia 5 listopada 2009 spółka Famur poinformowała, że z przyczyn niezależnych od spółki kontrakt na dostawę obudów dla Shenhua Ningxia Coal Industry Group (Chiny) na kwotę 85 mln USD (190 mln PLN) nie jest realizowany. Spółka Famur podjęła decyzję o dochodzeniu od Kopexu roszczeń odszkodowawczych, na podstawie umowy konsorcjum zawartej ze Spółką Kopex w dniu 22 października 2008. Celem umowy było wspólne wykonywanie wyżej wymienionego kontraktu chińskiego, którego głównym wykonawcą był ostatecznie Kopex.

Famur wystąpił w dniu 5 listopada 2009 do Spółki Kopex z wezwaniem do zapłaty 12,75 mln USD (36,6 mln PLN) kary umownej w wysokości 15% wartości kontraktu. Również spółka zależna Famuru, zakłady Fazos S.A. wystąpiła wobec Kopexu z żądaniem zapłaty odszkodowania w związku ze stratami poniesionymi w związku z koniecznością ubezpieczenia kursów walutowych (51,9 mln PLN) i z tytułu utraconych zysków (22,2 mln PLN). Spółka Fazos w związku planowanym wykonaniem 50% wartości kontraktu zakupiła instrumenty finansowe celem zabezpieczenia przyszłych przepływów pieniężnych. W przypadku nie spełnienia wyżej wymienionych roszczeń w ciągu 7 dni (110,8 mln PLN), Famur oraz spółka zależna wystąpią na drogę sądową celem wyegzekwowania powyższych roszczeń.

Kopex na roszczenia Famuru odpowiedział negatywnie. Spółka twierdzi, że co najmniej połowa przedmiotu sporu zostanie przez sąd odrzucona na etapie rozpoznawania sporu.

W przypadku, gdyby spółce Famur udało się wyegzekwować przedstawione roszczenia mogłoby to w znaczący sposób wpłynąć na wynik finansowy spółki. Raczej trudno jest oczekiwać by rozstrzygnięcie takiego sporu mogło nastąpić jeszcze w 2010 roku.

Wycena

Wartość Spółki Kopex szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9-ciu miesięcy wynosi 21,66 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	20,00
Wycena DCF (PLN)	50%	20,01
	cena wynikowa	20,00
	cena docelowa za 9 m-cy	21,66

W analizie porównawczej wycenę Spółki Kopex odnosimy do znanych światowych producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego i odkrywkowego. Są to spółki o znanej marce i dobrze zakorzenionej pozycji rynkowej. Dlatego więc naszym zdaniem w ich cenie oprócz przyszłych przepływów pieniężnych uwzględniana jest premia. Decydujemy się na 20% dyskonto w stosunku do porównywanych spółek z branży.

Wycena porównawcza

	P/E 2008	P/E 2009P	P/E 2010P	P/E 2011P	EV/EBITDA 2008	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P
ATLAS COPCO AB-A SHS	13,4	19,5	16,9	14,1	8,4	11,7	10,4	9,0
JOY GLOBAL INC	14,2	11,3	16,0	13,1	7,9	6,6	8,7	7,4
EMECO HOLDINGS LTD	6,1	7,4	8,9	6,4	3,3	3,4	3,8	3,2
INDUSTREA LTD	7,9	7,9	6,9	6,1	7,0	5,7	5,1	4,6
BUCYRUS INTERNATIONAL INC	17,4	13,9	16,2	13,5	10,1	8,4	9,0	7,3
SANDVIK AB	12,2	-	24,8	14,6	7,8	33,9	11,2	8,5
FAMUR SA	8,6	16,0	16,2	13,4	2,9	7,7	8,3	6,8
Maksimum	17,4	19,5	24,8	14,6	10,1	33,9	11,2	9,0
Minimum	6,1	7,4	6,9	6,1	2,9	3,4	3,8	3,2
Mediana	12,2	12,6	16,2	13,4	7,8	7,7	8,7	7,3
Kopex	7,7	17,5	15,3	13,8	4,2	8,1	7,5	6,9
Premia (dyskonto)	-36,0%	-28,0%	5,9%	-3,3%	-10,5%	-5,3%	17,5%	5,0%
Implikowana wycena								
Mediana	12,2	12,6	16,2	13,4	7,8	7,7	8,7	7,3
Dyskonto		20%	20%	20%		20%	20%	20%
Waga wskaźnika				50,0%				50,0%
Waga roku		33,3%	33,3%	33,3%		33,3%	33,3%	33,3%
Wartość firmy na akcję	20,00							

Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg

Do przeprowadzenia analizy wskaźnikowej zastosowaliśmy dwa wskaźniki: P/E (ceny akcji do zysku netto na akcję) oraz EV/EBITDA (wartości ekonomicznej do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację). Wskaźnik P/E Spółki Kopex jest wyższy niż u konkurentów z branży w roku 2009 i 2011, natomiast niższy w roku 2010. Wskaźnik EV/EBITDA dla Spółki Kopex jest wyższy niż u konkurentów z branży w 2009 roku, natomiast niższy w 2010 i 2011 roku.

Spółki, których wskaźniki zostały uwzględnione w kalkulacji: Atlas Coco AB, Bucyrus INC, EMECO Holdings LTD, Famur, Industrea LTD, Joy Globay Inc i Sandvik AB. Atlas Copco specjalizuje się w dostarczaniu konstrukcji i narzędzi do kopalń. Jego głównymi produktami są narzędzia elektryczne, pneumatyczne, budownictwo i konstrukcje kopalniane. Bucyrus zajmuje się dostarczaniem kompleksowych rozwiązań dla kopalnictwa odkrywkowego. Emeco dostarcza sprzęt do kopalni odkrywkowych zarówno węgla, jak i minerałów. Famur jest głównym konkurentem Spółki Kopex na rynku krajowym. Specjalizuje się w dostawach sprzętu dla górnictwa, urządzeń dźwigowych i odlewów. Joy Global jest dostawcą kompleksowych

usług i rozwiązań dla górnictwa podziemnego i odkrywkowego. Industrea jest producentem i dystrybutorem sprzętu kopalnianego w Chinach i Australii. Poza tym działa w przemyśle papierniczym i jest dostawcą automatyki dla przemysłu. Sandvik jest dostawcą systemów dla producentów metalowych i przemysłu wydobywczego.

Wycena DCF

Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 6,17% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2018 = 2,5%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Zakładamy, że spółka nie będzie w okresie prognozy wypłacała dywidendy akcjonariuszom.
- Przy wycenie zakładamy dług netto na prognozowanym poziomie z końca roku 2009.
- Wartość przyszłych przychodów dyskontujemy na koniec stycznia 2009.
- W wycenie nie uwzględniamy potencjalnej budowy i eksploatacji farmy wiatrowej.
- W modelu nie uwzględniamy potencjalnej akwizycji spółki Remag.
- W modelu nie uwzględniamy potencjalnych egzekucji roszczeń wysuniętych przez spółkę Famur od Spółki Kopex z dnia 5 listopada 2009 na 110,8 mln PLN.
- W naszej wycenie zakładamy, że Spółce uda się wypracować wyższe marże zysku ze sprzedaży w segmencie usług górniczych na skutek realizacji dużego portfela kontraktów. Spodziewamy się natomiast niższych marży w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego na skutek dużej konkurencji na rynku krajowym oraz w segmencie handlu energią na skutek spodziewanej mniejszej różnicy w hurtowych cenach energii między 2009 i 2010 rokiem i mniejszej zmienności na zagranicznych rynkach energii. Zakładamy, że Spółce uda się w bieżącym roku wypracować dodatnią marżę ze sprzedaży brutto w segmencie odlewów.

Założone marże ze sprzedaży brutto w poszczególnych segmentach Spółki Kopex

	1-3Q2009	3Q2009	4Q2009P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Usługi górnicze	13,6%	18,2%	20,2%	16,0%	22,0%	21,0%	21,5%	22,0%	22,0%
Maszyny i urządzenia dla górnictwa podziemnego	25,1%	18,3%	19,2%	23,5%	21,0%	21,0%	21,5%	21,5%	21,5%
Maszyny i urządzenia dla górnictwa odkrywkowego	21,6%	34,2%	35,3%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Maszyny i urządzenia dla przemysłu	8,6%	6,4%	0,1%	7,0%	8,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Maszyny i urządzenia elektryczne i elektroniczne	34,8%	36,9%	36,0%	35,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%
Sprzedaż energii	4,2%	2,7%	2,5%	3,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Sprzedaż węgla	8,5%	4,6%	4,2%	7,0%	5,0%	7,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Odlewy	2,6%	-12,7%	-0,5%	2,0%	6,0%	10,0%	15,5%	15,5%	15,5%
Pozostała działalność	15,5%	20,0%	18,6%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
Suma	17,3%	15,7%	14,6%	16,5%	16,6%	16,4%	16,6%	16,3%	16,3%

Źródło: DI BRE Banku

Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+
Przychody ze sprzedaży	2 586,7	2 737,8	2 800,3	2 946,8	3 039,1	3 109,1	3 181,5	3 284,2	3 399,6	3 484,0	3 570,5
zmiana	7,8%	5,8%	2,3%	5,2%	3,1%	2,3%	2,3%	3,2%	3,5%	2,5%	2,5%
EBITDA	283,8	297,6	326,0	334,6	345,3	357,7	370,5	382,1	393,5	407,2	421,3
marża EBITDA	11,0%	10,9%	11,6%	11,4%	11,4%	11,5%	11,6%	11,6%	11,6%	11,7%	11,8%
Amortyzacja	86,5	87,4	91,2	91,7	92,1	92,6	93,1	93,6	94,2	94,7	95,2
EBIT	197,3	210,2	234,9	243,0	253,1	265,1	277,4	288,4	299,4	312,5	326,1
marża EBIT	7,6%	7,7%	8,4%	8,2%	8,3%	8,5%	8,7%	8,8%	8,8%	9,0%	9,1%
Opodatkowane EBIT	37,5	39,9	44,6	46,2	48,1	50,4	52,7	54,8	56,9	59,4	62,0
NOPLAT	159,8	170,3	190,2	196,8	205,0	214,7	224,7	233,6	242,5	253,1	264,1
CAPEX	-127,0	-97,2	-101,1	-101,7	-102,4	-103,0	-103,7	-104,3	-105,0	-105,7	-106,4
Kapitał obrotowy	-43,9	-42,3	-11,9	-42,5	-24,1	-16,5	-17,0	-26,5	-30,2	-19,9	-20,3
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	5,0	0,5
FCF	75,5	118,2	168,4	144,2	170,7	187,8	197,1	196,4	202,4	227,2	233,2
WACC	10,6%	10,8%	11,0%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
współczynnik dyskonta	0,91	0,82	0,74	0,66	0,59	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35	0,31
PV FCF	68,8	97,2	124,1	95,3	101,4	100,4	94,8	84,9	78,7	79,5	73,4

WACC

Koszt długu	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Stopa wolna od ryzyka	6,17%	6,17%	6,17%	6,17%	6,17%	6,17%	6,17%	6,17%	6,17%	6,17%	6,17%
Premia za ryzyko	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Dług netto / EV	12,0%	8,8%	2,7%	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	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Wzrost FCF po okresie prognozy

 2,5% **Analiza wrażliwości**

Wartość rezydualna (TV)	2 689,2	Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	941,0	0,0%	1,5%	2,5%	3,0%	5,0%	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	925,1	WACC +1,0pp	16,27	17,53	18,58	18,31	21,92
Wartość firmy (EV)	1 866,0	WACC +0,5pp	17,38	18,82	20,03	19,87	24,15
Dług netto	315,7	WACC	18,59	20,24	21,66	21,62	26,73
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	19,93	21,83	23,49	23,61	29,78
Udziałowcy mniejszościowi	63,2	WACC 1,0PP	21,40	23,61	25,56	25,88	33,41
Wartość firmy	1 487,2						
Liczba akcji (mln.)	74,3						
Wartość firmy na akcję (PLN)	20,01						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,3%						
Cena docelowa	21,66						
EV/EBITDA dla ceny docelowej	6,8						
P/E ('10) dla ceny docelowej	13,1						
Udział TV w EV	50,4%						

Rachunek Wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody ze sprzedaży	1 290,2	1 982,6	2 399,0	2 586,7	2 737,8	2 800,3	2 946,8	3 039,1
zmiana	54,8%	53,7%	21,0%	7,8%	5,8%	2,3%	5,2%	3,1%
Usługi górnicze	189,7	104,6	151,3	237,1	320,1	336,1	346,2	356,6
Maszyny i urządzenia dla górnictwa podziemnego	603,5	391,4	633,8	875,0	1 023,8	1 064,7	1 096,7	1 129,6
Maszyny i urządzenia dla górnictwa odkrywkowego	84,9	58,9	41,6	55,2	55,4	56,0	56,6	57,1
maszyny i urządzenia dla przemysłu	50,3	41,1	30,6	37,7	33,9	35,6	36,7	37,8
Maszyny i urządzenia elektryczne i elektroniczne	245,8	172,5	180,8	224,9	207,0	217,3	223,8	230,5
Sprzedaż energii	523,6	365,9	530,4	759,2	739,7	816,3	824,7	915,4
Sprzedaż węgla	59,9	39,6	24,8	37,7	38,5	40,4	41,6	42,9
Odlewy	26,2	21,5	10,7	13,1	13,3	13,9	14,3	14,8
Koszty wytworzenia	1 076,9	1 634,9	2 003,0	2 167,1	2 299,5	2 341,5	2 471,8	2 550,3
Koszty zarządu	94,8	152,9	168,2	182,2	185,6	180,5	186,4	188,5
Koszty sprzedaży	44,1	30,5	37,2	40,1	42,5	43,4	45,7	47,1
Pozostała działalność operacyjna netto	31,3	10,6	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	105,7	174,9	188,5	197,3	210,2	234,9	243,0	253,1
zmiana	20,7%	65,4%	7,8%	4,6%	6,6%	11,7%	3,4%	4,2%
marża EBIT	8,2%	8,8%	7,9%	7,6%	7,7%	8,4%	8,2%	8,3%
Wynik na działalności finansowej	528,8	-40,1	-47,2	-35,1	-32,3	-28,1	-23,2	-18,1
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	634,5	134,9	135,3	162,1	177,9	206,7	219,7	235,0
Podatek dochodowy	118,5	30,4	25,7	30,8	33,8	39,3	41,7	44,7
Udziałowcy mniejszościowi	-16,1	-14,3	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0
Zysk netto	500,7	90,3	101,6	123,3	136,1	159,5	170,0	182,4
zmiana	679,0%	-82,0%	12,6%	21,4%	10,3%	17,2%	6,6%	7,3%
marża	38,8%	4,6%	4,2%	4,8%	5,0%	5,7%	5,8%	6,0%
Amortyzacja	42,3	61,1	83,5	86,5	87,4	91,2	91,7	92,1
EBITDA	148,0	236,0	272,0	283,8	297,6	326,0	334,6	345,3
zmiana	17,0%	59,5%	15,3%	4,3%	4,9%	9,6%	2,6%	3,2%
marża EBITDA	11,5%	11,9%	11,3%	11,0%	10,9%	11,6%	11,4%	11,4%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	67,6	67,6	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3
EPS	7,4	1,3	1,4	1,7	1,8	2,1	2,3	2,5
CEPS	8,0	2,2	2,5	2,8	3,0	3,4	3,5	3,7
ROAE	25,3%	4,4%	4,4%	5,1%	5,4%	6,0%	6,0%	6,0%
ROAA	19,2%	2,8%	2,9%	3,4%	3,6%	4,0%	4,1%	4,2%

Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
AKTYWA	2 601,9	3 232,9	3 482,4	3 631,8	3 787,3	3 950,1	4 138,6	4 329,7
Majątek trwały	1 620,2	1 854,0	1 892,4	1 932,8	1 942,6	1 952,5	1 962,6	1 972,8
Wartość niematerialne i prawne	1 146,8	1 213,9	42,5	42,9	43,4	43,8	44,2	44,7
Rzeczowe aktywa trwałe	415,9	562,9	582,9	622,9	632,3	641,7	651,4	661,1
Wartość firmy	0,0	0,0	1 195,0	1 195,0	1 195,0	1 195,0	1 195,0	1 195,0
Należności długoterminowe	3,7	1,5	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Inwestycje długoterminowe	29,8	30,7	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Długoterminowe RM	24,1	45,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Majątek obrotowy	981,7	1 378,9	1 590,0	1 698,9	1 844,6	1 997,5	2 176,0	2 356,9
Zapasy	332,2	514,3	470,0	497,4	523,9	533,3	558,5	573,2
Należności krótkoterminowe	441,8	499,1	570,0	603,2	632,4	640,5	670,8	688,5
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	28,7	17,4	45,2	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4
Środki pieniężne	149,4	164,1	283,3	342,0	418,0	547,7	657,1	797,1
Krótkoterminowe RM	29,6	183,9	221,5	238,9	252,8	258,6	272,1	280,7
(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
PASYWA	2 601,9	3 232,9	3 482,4	3 631,8	3 787,3	3 950,1	4 138,6	4 329,7
Kapitał własny	1 976,6	2 034,0	2 285,0	2 400,3	2 528,4	2 679,9	2 841,8	3 016,2
Kapitał akcyjny	67,6	67,6	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3
Kapitał zapasowy	1 412,4	1 866,4	2 090,7	2 090,7	2 090,7	2 090,7	2 090,7	2 090,7
Zysk z lat ubiegłych	-3,4	-10,6	24,1	147,5	283,5	443,0	613,0	795,4
Udziały mniejszości	73,8	63,2	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3
Zobowiązania długoterminowe	14,9	141,6	251,0	251,0	251,0	251,0	251,0	251,0
Dług	14,9	136,8	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0
Zobowiązania krótkoterminowe	451,6	855,4	808,0	840,1	865,9	876,6	901,6	917,4
Zobowiązania handlowe	249,5	531,6	410,0	442,1	467,9	478,6	503,6	519,4
Dług	202,1	323,9	398,0	398,0	398,0	398,0	398,0	398,0
Rezerwy na zobowiązania	79,4	89,3	53,1	53,1	53,1	53,1	53,1	53,1
Pozostałe	5,7	49,3	25,0	27,0	28,5	29,2	30,7	31,7
Dług	217,0	460,7	599,0	599,0	599,0	599,0	599,0	599,0
Dług netto	67,6	296,5	315,7	257,0	181,0	51,3	-58,1	-198,1
(Dług netto / Kapitał własny)	3,4%	14,6%	13,8%	10,7%	7,2%	1,9%	-2,0%	-6,6%
(Dług netto / EBITDA)	0,5	1,3	1,2	0,9	0,6	0,2	-0,2	-0,6
BVPS	29,2	30,1	30,7	32,3	34,0	36,1	38,2	40,6

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przepływy operacyjne	-266,0	52,8	-24,3	193,1	205,5	258,9	234,4	260,5
Zysk netto	500,7	90,3	101,6	123,3	136,1	159,5	170,0	182,4
Amortyzacja	42,3	61,1	83,5	86,5	87,4	91,2	91,7	92,1
Kapitał obrotowy	-435,3	-45,5	-170,4	-43,9	-42,3	-11,9	-42,5	-24,1
Pozostałe	-373,8	-53,1	-39,0	27,1	24,3	20,1	15,2	10,1
Przepływy inwestycyjne	395,70	-260,98	-144,13	-99,25	-97,15	-101,10	-101,72	-102,36
CAPEX	-113,29	-157,76	-127,12	-126,97	-97,15	-101,10	-101,72	-102,36
Inwestycje kapitałowe	508,99	-103,23	-17,01	27,72	0,00	0,00	0,00	0,00
Przepływy finansowe	-15,2	219,1	287,6	-35,1	-32,3	-28,1	-23,2	-18,1
Dług	0,3	234,2	90,4	-47,9	-47,9	-47,9	-47,9	-47,9
Dywidendy/buy-back	0,0	-0,4	154,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-15,5	-14,7	42,7	12,8	15,6	19,8	24,7	29,8
Zmiana stanu środków pieniężnych	114,5	10,8	119,1	58,8	76,0	129,6	109,4	140,0
Środki pieniężne na koniec okresu	149,4	164,1	283,3	342,0	418,0	547,7	657,1	797,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-420,6	-0,5	-63,5	75,5	118,2	168,4	144,2	170,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-8,8%	-8,0%	-5,3%	-4,9%	-3,5%	-3,6%	-3,5%	-3,4%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
P/E	3,4	19,0	18,5	15,3	13,8	11,8	11,1	10,3
P/CE	3,2	11,3	10,2	9,0	8,4	7,5	7,2	6,9
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
P/S	1,3	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
FCF/EV	-23,6%	0,0%	-2,9%	3,5%	5,7%	8,7%	7,9%	10,1%
EV/EBITDA	12,0	8,5	8,1	7,5	6,9	5,9	5,5	4,9
EV/EBIT	16,9	11,5	11,7	10,9	9,8	8,2	7,5	6,7
EV/S	1,4	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
Dyid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cena (PLN)	25,35	25,35	25,35	25,35	25,35	25,35	25,35	25,35
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	67,6	67,6	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3
MC (mln PLN)	1 714,5	1 714,5	1 884,3	1 884,3	1 884,3	1 884,3	1 884,3	1 884,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	73,8	63,2	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3	60,3
EV (mln PLN)	1 782,1	2 011,0	2 200,1	2 141,3	2 065,3	1 935,7	1 826,2	1 686,2



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.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
Banki

Analicycy:

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
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 miedzy 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.

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Kopex.