

8 marca 2010

Aktualizacja raportu


**Przemysł
Elektromaszynowy**
Polska

Cena bieżąca	23,16 PLN
Cena docelowa	21,65 PLN
Kapitalizacja	1,9 mld PLN
Free float	0,5 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,49 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

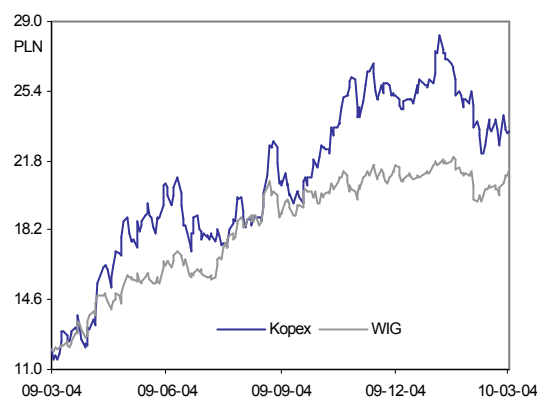
W bieżącym roku spodziewane jest pogorszenie płynności spółek górniczych oraz mniejsze wydatki inwestycyjne kopalni. Z kolei mniejsza chłonność rynków zagranicznych będzie wpływała na większą rywalizację na terenie kraju. To przełoży się na niższy poziom realizowanych marży. Na ożywienie w branży przyjdzie jeszcze prawdopodobnie poczekać do drugiej połowy bieżącego roku.

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

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

(Niezmieniona)

Słaba pierwsza połowa 2010

W czwartym kwartale 2009 Spółka wypracowała przychody ze sprzedaży o 9,4% niższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Nie uwzględniając aktualizacji wartości wyceny przejętej spółki Waratah (7,5 mln PLN) zysk netto byłby o 45,9% niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Uważamy, że w tym roku sytuacja na rynku krajowym może być jeszcze trudniejsza niż rok wcześniej. Spodziewamy się mniejszych nakładów inwestycyjnych polskich kopalni i wydłużenia czasu realizacji płatności na skutek gorszej płynności finansowej spółek górniczych. To wraz z niższą chłonnością rynków zagranicznych będzie zwiększało poziom konkurencji na terenie kraju. Potencjalny brak zamówień w zależnym od Spółki Tagorze, brak rozstrzygnięć w zagranicznych kontraktach oraz wysoki stopień konkurencji na rynku krajowym zmuszają nas do obniżenia prognozy na 2010 rok. Spodziewamy się, że pierwszy kwartał, jak i pierwsza połowa roku będzie rozczarowująca dla inwestorów. Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację i zalecamy redukcję akcji Spółki Kopex, a cenę zmieniamy z 21,66 PLN na 21,65 PLN.

Perspektywa na 2010 rok

Spółka wciąż nie ma pewności co do wykonawstwa kontraktu na obudowy zmechanizowane w Argentynie (95,2 mln PLN). To powoduje, że już teraz wiadomo, że raczej trudno będzie wypełnić portfel zamówień zależnego Tagoru. Negatywnie zaskoczyło również unieważnienie wygranego przez Spółkę kontraktu w Macedonii (30 mln EUR). Zarząd miał nadzieję, że potencjalna wygrana na Bałkanach zapewni zamówienia dla nierentownych obecnie odlewni serbskich. Wciąż Spółka oczekuje rozstrzygnięcia przetargu w Australii (Westcliff + Gujarat) na dostawę obudów za 159,6 mln PLN oraz przygotowuje się do startu w przetargu w Kosowie (88,2 mln PLN). Rozstrzygnięcia pierwszego przetargu spodziewać się można w końcu roku, z kolei drugi jest na etapie kompletowania specyfikacji. Brak wiążących rozstrzygnięć w przetargach zagranicznych zmusza Kopex do bardziej zdecydowanego sięgnięcia po zlecenia na rynku krajowym, na którym w ostatnim czasie o mniej rentowne kontrakty pokusił się konkurencyjny Famur, a Glinik mając na względzie możliwą niewypłacalność bardzo agresywnie zszedł z ceną w przetargach na obudowy zmechanizowane. Spodziewamy się dalszego osłabienia marży i niższej rentowności producentów maszyn górniczych. Spółka w pierwszym kwartale będzie wykonywała pozostającą część kontraktu dla Shenhua Ningxia Coal Industry Group na zerowej rentowności w związku z niedoszacowaniem budżetu. W 1Q2010 spodziewamy się również niższej marży brutto ze sprzedaży w segmencie usług górniczych w związku z przygotowaniem pod wykonywanie kontraktu dla Jastrzębskiej Spółki Węglowej (180,5 mln PLN).

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P
Przychody	1 290,2	1 982,6	2 313,4	2 429,0	2 572,2
EBITDA	148,0	236,0	237,6	259,6	285,8
marża EBITDA	11,5%	11,9%	10,3%	10,7%	11,1%
EBIT	105,7	174,9	154,1	171,2	195,0
Zysk netto	500,7	90,3	92,8	109,2	131,1
P/E	3,1	17,4	18,6	15,8	13,2
P/CE	2,9	10,4	9,8	8,8	7,8
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	11,6	8,2	9,0	8,0	6,9
DYield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Wyniki 4Q2009

Przychody ze sprzedaży w czwartym kwartale 2009 były o 9,4% niższe niż przed rokiem i o 0,5% niższe niż w 3Q2009. Najwięcej, bo aż o 52,8% r/r wzrosła sprzedaż segmentu urządzeń dla przemysłu (10,4% mniej niż w 3Q2009). Dobrze również zachowywała się sprzedaż energii elektrycznej. Przychody tego segmentu wzrosły o 29,1% r/r i 22,0% q/q. Najgorzej kształtowała się sprzedaż urządzeń dla górnictwa odkrywkowego (-44,2% r/r i 9,1% q/q), usług górniczych (-39,9% r/r i -5,1 q/q) oraz odlewów (-38,2% r/r -11,2% q/q). W przypadku górnictwa odkrywkowego powodem spadków był brak zamówień od górnictwa odkrywkowego, a w przypadku usług górniczych mniejsze przychody są wynikiem przygotowywania się do wykonywania kontraktu dla Jastrzębskiej Spółki Węglowej na pogłębianie i budowę szybu. Przychody z tego kontraktu jeszcze nie zostały zanotowane w ostatnim kwartale 2009 roku. Wciąż Spółka zmagająca się z mniejszymi zamówieniami w obrębie odlewów. Negatywnie zaskoczyła sprzedaż maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (-13,0% r/r i 26,4% q/q). Nie bez znaczenia dla tego segmentu był powrót dawnych graczy na przetargach, którzy wyraźnie zdecydowali się zejść z ceną (Famur, Glinik). Pozytywnie należy ocenić dodatnią dynamikę kwartał do kwartału segmentu maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych (21,8%). Wcześniej obawialiśmy się, że wyniki tego segmentu mogą negatywnie zaskoczyć w kolejnych kwartałach. Marża brutto ze sprzedaży spadła z 17,3% w 1-3Q2009 do 10,8% w 4Q2009. Największy spadek miał miejsce w segmentach maszyn i urządzeń dla przemysłu (spadek z 8,6% w 1-3Q2009 do -12,3% w 4Q2009), odlewów (spadek z 2,6% w 1-3Q2009 do -31,4% w 4Q2009) i maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (spadek z 25,1% w 1-3Q2009 do 12,0% w 4Q2009). Zarówno w przypadku pierwszego jak i drugiego wymienionego segmentu przyczyn tak znacznego spadku rentowności należy upatrywać w niższej jak w poprzednich kwartałach wielkości sprzedaży, która nie pokryła w całości kosztów stałych. W przypadku segmentu maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego powodem niższej rentowności było niedoszacowanie budżetu na wykonywanie kontraktu dla Shenhua Ningxia Coal Industry Group. Tagor, spółka zależna Kopexu źle oszacowała ceny blach stalowych potrzebnych do wykonywania obudów zmechanizowanych oraz zleciła dużą część prac poza spółkę, co przyczyniło się do znacznie większych kosztów związanych z wykonywaniem tego kontraktu. Dalsza część prac związanych z produkcją obudów zmechanizowanych będzie się jeszcze odbywać w 1Q2010. Zarząd zakłada, że pozostała część kontraktu będzie wykonywana po zerowej marży. W sumie w 4Q2009 Tagor przyniósł Spółce około 6 mln PLN straty netto. Również w obrębie segmentu maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego mniejszą rentowność pokazała Spółka zależna ZZM, której zysk netto w 4Q2009 4 mln PLN wobec 30 mln PLN wypracowanych w 1-3Q2009. Naszym zdaniem wyniki ZZM pokazują, że spada rentowność kontraktów realizowanych w kopalniach. Zdobywane po niskich cenach kontrakty w ciągu 2009 roku naszym zdaniem powoli w przyszłości powinny powodować, że rentowność spółki zależnej będzie ulegała obniżeniu. Negatywnie zaskoczyła również marża brutto ze sprzedaży segmentu usług górniczych, która uległa obniżeniu z 13,6% w 1-3Q2009 do 4,6% w 4Q2009. Było to związane z przygotowywaniem się do wykonania wspomnianego kontraktu dla Jastrzębskiej Spółki Węglowej. Przedsiębiorstwo Budowy Szybów mimo, że doświadczone w pracach związanych z pogłębianiem i budową szybów, to przez wiele lat nie prowadziło stricte takich inwestycji na terenie kraju. Obecnie zmuszone jest zakupić część sprzętu i materiałów potrzebnych do wykonania budowy.

Skrócony rachunek zysków i strat Spółki Kopex w 4Q009

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	4Q2008	4Q2009	zmiana
Przychody ze sprzedaży	1 982,6	2 313,4	16,7%	662,8	600,3	-9,4%
Usługi górnicze	189,7	202,4	6,7%	85,0	51,1	-39,9%
Maszyny i urządzenia dla górnictwa podziemnego	603,5	818,2	35,6%	212,0	184,4	-13,0%
Maszyny i urządzenia dla górnictwa odkrywkowego	84,9	56,1	-33,9%	26,0	14,5	-44,2%
Maszyny i urządzenia dla przemysłu	50,3	44,5	-11,4%	9,1	13,9	52,8%
Maszyn i urządzenia elektryczne i elektroniczne	245,8	252,8	2,8%	73,3	72,0	-1,8%
Sprzedaż energii	523,6	733,9	40,2%	157,7	203,5	29,1%
Sprzedaż węgla	59,9	40,8	-31,8%	20,3	16,1	-20,7%
Odlewy	26,2	13,7	-47,9%	4,8	3,0	-38,2%
Pozostała działalność	198,8	150,9	-24,1%	74,6	41,7	-44,0%
EBIT	174,9	154,1	-11,9%	62,8	11,0	-82,5%
marża EBIT	8,8%	6,7%	-	9,5%	1,8%	-
EBITDA	236,0	237,6	0,7%	92,5	29,9	-67,7%
marża EBITDA	11,9%	10,3%	-	14,0%	5,0%	-
Zysk netto	90,3	92,8	2,8%	26,5	21,8	-17,8%

Źródło: DI BRE Banku

W 4Q2009 wartość zysku operacyjnego wyniosła 11,0 mln PLN i była 82,5% niższa niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Marża operacyjna spadła z 9,5% w 4Q2008 do 1,8% 4Q2009. Wartość EBITDA spadła rok do roku o 67,7% i spadała z mniejszą dynamiką niż zysk operacyjny, głównie wpływała na to wyższa jak rok wcześniej amortyzacja. Zysk netto wyniósł 21,8 mln PLN i gdyby wykluczyć transakcję jednorazową związaną z aktualizacją wartości inwestycji zakupowanej Spółki Waratah (7,5 mln PLN), to zysk netto byłby o 45,9% niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej.

Zakup Spółki Ryfama

Kopex w dniu 19 lutego 2010 zawarł trzy umowy mające na celu nabycie akcji spółki Ryfama. W sumie Kopex zobowiązał się do nabycia 1 402 007 akcji stanowiących 89,87% kapitału zakładowego. Do spełnienia się warunków dwóch z trzech zawartych umów potrzebna jest zgoda UOKiK. Ryfama to doświadczony (115 lat) producent kompletnych rozwiązań środków transportu horyzontalnego wszelkiego typu, a w szczególności przenośników zagrzeblowych. Produkty Ryfamy oprócz rynku krajowego, trafiają również na rynki zagraniczne, przede wszystkim do Czech i Rosji. Około 50% pracujących w polskich kopalniach przenośników zagrzeblowych jest produkcji rybnickiego producenta maszyn. Asortyment Ryfamy ma być uzupełnieniem oferty w zakresie kombajnów ścianowych i obudów zmechanizowanych. Inwestycja traktowana jest jako długoterminowa, a nabycie akcji będzie finansowane za pomocą środków własnych Kopexu oraz środków uzyskanych w drodze emisji akcji serii C Spółki. Zarząd Kopexu zakłada, że w wyniku osiągnięcia efektów synergii Ryfama w Grupie Kopexu osiągnie rentowność netto na poziomie 10%. Naszym zdaniem, nie będzie to jeszcze możliwe w 2010 i 2011 roku. Obecnie zagraniczne rynki docelowe Ryfamy (Czechy i Rosja) są znacznie mniej chłonne niż przed kryzysem, a na rynku krajowym w bieżącym roku raczej trudno jest oczekiwać większych niż w roku ubiegłym inwestycji w zakresie górnictwa węgla kamiennego. Nie bez znaczenia jest również spora konkurencja w kraju i zagranicą. Producent przenośników zagrzeblowych najprawdopodobniej będzie konsolidowany w wynikach począwszy od trzeciego kwartału 2010 roku.

W roku 2008 Ryfama miała 249,5 mln PLN przychodów ze sprzedaży i wypracowała 4,8 mln straty netto oraz 9,4 mln zysku operacyjnego. Płynność Spółki w 2008 roku została osłabiona w wyniku rozliczenia opcji walutowych. Koszty finansowe za 2008 rok sięgnęły 20,9 mln PLN. Dług netto opiewał na 13,2 mln PLN, a zobowiązania handlowe sięgały 88,4 mln PLN (56,6% sumy bilansowej). Według nieoficjalnych informacji przychody ze sprzedaży za 2009 rok wyniosły około 190 mln PLN, a zysk netto był bliski zerowego poziomu. Zadłużenie bankowe na koniec 2009 roku opiewało na 14 mln PLN, a wartość leasingu 9 mln PLN.

Rachunek zysków i strat Spółki RYFAMA w 2007, 2008 i 2009P roku

(mln PLN)	2007	2008	2009P
Przychody ze sprzedaży	189,5	249,5	190,0
Zmiana	-	31,6%	-23,8%
EBIT	11,51	9,4	
marża EBIT	6,1%	3,8%	
EBITDA	20,393	13,243	
marża EBITDA	10,8%	5,3%	
Zysk netto	8,6	-4,8	
Dług netto	14,8	23,7	21,0

Źródło: DI BRE Banku

Największym problemem Ryfamy wydają się być zobowiązania handlowe. W 2008 roku stanowiły one 56,6% sumy bilansowej. Kopex poinformował, że spora część zobowiązań handlowych jest na zasadzie relacji z głównym akcjonariuszem (Grupa Gwarant) i w przyszłości można oczekiwać zmniejszenia ich poziomu.

Na rynku górnictwa mówi się, że 90% pakiet Ryfamy został zakupiony za kwotę w granicach 60 – 80 mln PLN. W celu dokonania analizy opłacalności inwestycji porównujemy wskaźniki EV/EBITDA dla Kopexu i Ryfamy. W naszych kalkulacjach zakładamy zysk operacyjny roku 2009 na poziomie 4,5% rentowności, wobec 3,8% rentowności w 2008 roku i 6,1% w 2007 (Warto wspomnieć, że rok 2007 był rekordowy pod względem inwestycji górniczych, co miało swoje odzwierciedlenie w wynikach producentów maszyn). Zakładamy również amortyzację za 2009 na poziomie 2008 roku (3,8 mln PLN).

Analiza opłacalności inwestycji w Spółkę Ryfama

Koszt zakupu 89,87% akcji Ryfamy (mln PLN)	2008					2009P				
	60	65	70	75	80	60	65	70	75	80
Wskaźniki bez uwzględnienia cyklu zobowiązań handlowych										
Kapitał udziałowców mniejszościowych (mln PLN)	6,1	6,6	7,1	7,6	8,1	6,1	6,6	7,1	7,6	8,1
EV/EBITDA (Ryfama)	6,8	7,2	7,6	8,0	8,4	7,1	7,5	7,9	8,4	8,8
EV/EBITDA (Kopex)	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Wskaźniki po uwzględnieniu cyklu zobowiązań handlowych										
EV/EBITDA (Ryfama)	6,6	7,0	7,4	7,8	8,3	8,7	9,2	9,6	10,0	10,5
EV/EBITDA (Kopex)	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0

Źródło: DI BRE Banku

Opłacalność inwestycji, bez uwzględnienia wysokiego cyklu zobowiązań handlowych Spółki Ryfama wskazuje, że dla roku 2008 i 2009 prognozą opłacalności zakupu pakietu akcji jest kwota około 80 mln PLN (za pakiet 90% akcji). Jeśli natomiast uwzględnimy wysoką wartość zobowiązań handlowych spółki Ryfama poprzez zrównanie cyklu zobowiązań obu spółek, to wówczas dla roku 2009 kwota 60 mln PLN jest prognozą, dla którego przejęcie Ryfamy nie wpływa na wartość akcjonariuszy. Z kolei dla roku 2008 kwota ta wynosi 75 mln PLN. W naszej analizie zobowiązania handlowe dla Spółki Ryfama zakładamy na poziomie 80% kwoty z końca 2008 roku. Z kolei w kalkulacji cyklu zobowiązań dla Spółki Kopex wyłączamy przychody związane z działalnością operacyjną segmentów obrotu energią i handlu węglem. Uważamy, że założenia do wyceny Ryfamy są przez nas dobrane z korzyścią dla Spółki Kopex.

Zarząd przekonuje, że Ryfama będąc w grupie Gwaranta odkładała część wyników do spółki matki. W ten sposób wyniki skonsolidowane całej grupy były takie same, ale wyniki jednostkowe spółki zależnej były odpowiednio niższe. Zarząd uważa, że spółka działająca na własny rachunek jest w stanie wygenerować znacznie lepsze wyniki.

Przejęcie spółki Ryfama z dużym prawdopodobieństwem rozwiązałoby problem związany z obłożeniem mocy odlewni zlokalizowanej w Stalowej Woli. Obecnie odlewnia posiada spore trudności ze zdobyciem zamówień, po tym jak zapotrzebowanie przestał zgłaszać przemysł obronny. Odlewnia Stalowa Wola dysponuje mocami produkcyjnymi wynoszącymi 200 ton miesięcznie. Zapotrzebowanie Ryfamy na odlewy w ciągu jednego miesiąca stanowi około 300 ton, a specyfikacja odlewów jest bardzo zbliżona. Prognozujemy, że najszybciej spółka odlewnicza rozpocznie produkcję dla Ryfamy w drugiej połowie roku. Jest to związane z czasem jaki musi upłynąć od przygotowania produkcji, specyfikacji technicznej do momentu kiedy rozpocznie się proces produkcji odlewów.

Perspektywa na 2010 rok

Naszym zdaniem rok 2010 będzie dla Kopexu rokiem trudnym. Słabe zapowiadane wyniki finansowe kopalni i konkurencja taniego węgla z Rosji spowoduje, że krajowe kopalnie będą zgłaszały znacznie mniejsze niż w zeszłym roku zapotrzebowanie na inwestycje. To przy małej chłonności zagranicznych rynków ościennych i niższych wydatkach na inwestycje kopalniane w skali światowej zmusi polskich producentów maszyn do jeszcze większej konkurencji na rynku lokalnym. Dodatkowo rynek psuć będą agresywne cenowo oferty składane przez producentów maszyn i urządzeń, które znajdują się w kiepskiej kondycji finansowej, a każdy kolejny, nawet niskiej rentowności kontrakt jest szansą na przedłużenie choć odrobinę życia spółki (Glinik). Nie bez znaczenia będzie powrót do gry konkurencyjnego Famuru, który musi obecnie zdobywać kontrakty po to by pokryć koszty stałe swojej działalności. Wciąż mało chłonny pozostaje rynek wschodni. Mimo ogromnych potrzeb inwestycyjnych podmiotów górniczych zlokalizowanych na terenie byłego ZSSR wszystkie nakłady na nowy sprzęt są tam odkładane na czas nieokreślony ze względu na brak potrzebnych środków. Również wiele biedniejszych krajów, posiadających prokosztowe podejście do zakupywanych maszyn (np. Meksyk, Argentyna, Indonezja) posiadają obecnie znaczące problemy z poszukiwaniem podmiotów mogących sfinansować inwestycję. W Chinach, mimo że spółki górnicze generują znaczący popyt na inwestycje kopalniane, to zdecydowana większość umów jest kierowana do chińskich producentów sprzętu. Jedyną możliwością zdobycia kontraktu przez koncern zagraniczny jest działanie w konsorcjum z firmą chińską. Producenci maszyn i urządzeń dla górnictwa zlokalizowane w państwie środka posiadają ponadto bardzo dobre warunki finansowania oferowane przez rząd. Pomimo mniejszego udziału zagranicznych producentów również i na tym rynku w ostatnim okresie daje się odczuć presję cenową. Szczególnie



dotyczy to obudów zmechanizowanych, mniej z kolei w zakresie kombajnów ścianowych. W tym drugim segmencie Kopex chciałby zwiększyć swoją obecność na rynku chińskim. W przypadku rynku australijskiego wciąż Kopex nie posiada dobrze rozpoznawalnej marki na tym rynku, a sprzęt kierowany na ten rynek charakteryzuje się bardzo wysokimi parametrami technicznymi. Uważamy że wszystkie wymienione wyżej argumenty powodować będą, że Spółka będzie się musiała jeszcze intensywniej skupić na rynku krajowym, co będzie skutkowało dalszym zmniejszeniem rentowności.

W obliczu niepewności co do wykonywania kontraktu dla Rio Turbo (Argentyna) (brak podmiotu finansującego) spółka zależna Tagor nie ma na ten rok spodziewanego obłożenia. Zarząd spodziewa się, że w pierwszej połowie roku rozstrzygnąć się może kontrakt w Australii (Westcliff + Gujarat) na 159,6 mln PLN w zakresie dostarczenia obudów zmechanizowanych. Ogłoszenie wyników przetargu spodziewane jest w okresie jednego kwartału. Jeśli jednak oba kontrakty nie zostałyby rozstrzygnięte pozytywnie dla Kopexu, to wówczas Spółka zależna Tagor nie miałaby wystarczającego obłożenia na rok 2010. Negatywna informacja przyszła również w związku z kontraktem na Bałkanach (Macedonia (30 mln EUR)). Kontrakt ten mimo wygranej Kopexu został unieważniony i postępowanie przetargowe będzie się toczyć od początku. W przypadku drugiego bałkańskiego kontraktu (Kosowo (88,2 mln PLN)) jak na razie odbywa się proces gromadzenia specyfikacji i składania wniosków przetargowych. Zarząd miał nadzieję, że wygrane na Bałkanach kontrakty będą szansą na zamówienia dla odlewni serbskich. Rynek bałkański (w zakresie górnictwa odkrywkowego) jest zdominowany przez spółki niemieckie, których oferty w tym regionie są bardzo atrakcyjne cenowo.

Naszym zdaniem w Przedsiębiorstwie Budowy Szybów, Spółka nie będzie jeszcze w pierwszym półroczu w znaczącej części księgowała wyników związanych z budową szybu dla Jastrzębskiej Spółki Węglowej. Spodziewamy się, że przygotowania do tak dużego i od lat niezrealizowanego na polskim rynku kontraktu spowodują, że segment usług górniczych jeszcze w pierwszym kwartale przyniesie niską marżę brutto ze sprzedaży. Nie spodziewamy się również, aby konsolidowana w drugim półroczu Ryfama przyniosła rentowność netto na poziomie 10%. Sądzymy, że potencjalne efekty synergii będą miały miejsce dopiero w roku 2011. Spółka wraz z wynikami za czwarty kwartał 2009 wstrzymała czasowo projekt budowy biogazowni. Związane to było z wysokimi kwotami gwarancyjnymi na potrzebę rozpoczęcia projektu. Spółka posiadając uzgodnione warunki kredytu na przejęcie Remagu (140 mln PLN) zdecydowała się nie zwiększać zobowiązań warunkowych wewnątrz grupy.

Słabe wyniki za czwarty kwartał, niesprzyjająca sytuacja na krajowym rynku górniczym i niższe marże realizowane na kontrakcie dla Shenhua Ningxia Coal Industry Group zmusiły nas do obniżenia prognozy na 2010 rok. Spodziewamy się, przychodów ze sprzedaży na poziomie 8,6% wyższym niż rok wcześniej (2 429,0 mln PLN), zysku operacyjnego na poziomie 171,2 mln PLN i zysku netto na poziomie 109,2 mln PLN. Nie obniżamy znacząco prognozy przychodów ze sprzedaży. Spółka ma pełen portfel zamówień w zakresie usług górniczych (wzrost o 29,1% r/r w 2010). Również zakładamy przychody z handlu energią na zbliżonym do zeszłorocznego poziomu (spadek o 5% r/r). Szacujemy, że Spółka zwiększy przychody w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (11,2% r/r), będzie jednak temu towarzyszyło zmniejszenie marży brutto ze sprzedaży (spadek z 22,2% w 2009 do 20,0% w 2010). Wyższa marża EBITDA w 2010 roku wynika z wyższej rentowności segmentu usług górniczych w drugiej połowie roku i wzrostu amortyzacji. Spodziewamy się, że pierwszy kwartał, jak i pierwsza połowa roku będzie rozczarowująca dla inwestorów.

Wycena

Wartość Spółki Kopex szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9-ciu miesięcy wynosi 21,65 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	20,35
Wycena DCF (PLN)	50%	19,67
		cena wynikowa 20,01
		cena docelowa za 9 m-cy 21,65

Wycena porównawcza

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.

	P/E 2008	P/E 2009	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2008	EV/EBITDA 2009	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
ATLAS COPCO	14,0	20,2	17,4	14,6	12,8	8,7	12,1	10,7	9,2	8,4
BUCYRUS	20,6	16,5	16,1	13,2	10,8	11,9	9,9	8,8	7,3	6,2
EMECO HOLDINGS	6,1	7,4	9,7	7,0	6,1	3,4	3,5	4,0	3,5	3,2
FAMUR	21,2	20,1	23,2	16,6	10,3	6,8	10,0	11,8	9,1	6,3
INDUSTREA	8,0	8,0	8,0	7,0	5,7	7,4	6,0	5,1	4,6	4,4
JOY GLOBAL	16,3	13,0	17,8	14,3	12,0	9,1	7,5	9,9	8,3	7,2
SANDVIK	12,0	-	23,8	13,9	10,7	7,7	33,6	10,9	8,3	7,0
Maksimum	21,2	20,2	23,8	16,6	12,8	11,9	33,6	11,8	9,2	8,4
Minimum	6,1	7,4	8,0	7,0	5,7	3,4	3,5	4,0	3,5	3,2
Mediana	14,0	14,7	17,4	13,9	10,7	7,7	9,9	9,9	8,3	6,3
Kopex	17,4	18,6	15,8	13,2	11,7	8,2	9,0	8,0	6,9	6,3
Premia (dyskonto)	19,9%	-32,1%	-9,8%	5,3%	8,5%	-11,6%	-8,9%	-27,6%	-22,0%	0,0%
Implikowana wycena										
Mediana	14,0	14,7	17,4	13,9	10,7	7,7	9,9	9,9	8,3	6,3
Dyskonto			20%	20%	20%			20%	20%	120%
Waga wskaźnika					50,0%					50,0%
Waga roku			33,3%	33,3%	33,3%			33,3%	33,3%	33,3%
Wartość firmy na akcję	20,35									

Źródło: DI BRE Banku

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 2011 i 2012, niższy w roku 2010. Wskaźnik EV/EBITDA dla Spółki Kopex jest niższy niż u konkurentów z branży we wszystkich badanych latach.

Spółki, których wskaźniki zostały uwzględnione w kalkulacji to: Atlas Coco AB, Bucyrus INC, EMECO Holdings LTD, Famur S.A, Industrea LTD, Joy Globay Inc i Sandvik AB. Atlas Copco specjalizuje się w dostarczaniu konstrukcji i narzędzi do kopalni. 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 = 6,05% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2018 = 2,5%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Zakładamy, że Spółka będzie wypłacała dywidendę akcjonariuszom począwszy od podzielenia zysku za 2011 rok.
- Przy wycenie zakładamy dług netto na poziomie z końca roku 2009.
- Wartość przyszłych przychodów dyskontujemy na początek marca 2010.
- W wycenie nie uwzględniamy przejęcia spółki Ryfamy.
- 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	4Q2009P	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Usługi górnicze	13,6%	4,6%	11,4%	20,5%	21,0%	22,0%	23,0%	23,0%	23,0%
Górnictwo podziemne	25,1%	12,0%	22,2%	20,0%	21,0%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%
Maszyny i urządzenia dla górnictwa odkrywkowego	21,6%	22,5%	21,9%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Maszyny i urządzenia dla przemysłu	8,6%	-12,3%	2,1%	8,0%	13,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Maszyn i urządzenia elektryczne i elektroniczne	34,8%	33,3%	34,4%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%
Sprzedaż energii	4,2%	3,8%	4,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Sprzedaż węgla	8,5%	4,8%	7,1%	7,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Odlewy	2,6%	-31,4%	-4,8%	2,0%	10,0%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%
Pozostała działalność	15,5%	17,2%	16,0%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
Suma	17,3%	10,8%	15,6%	15,7%	16,0%	16,5%	16,2%	16,2%	16,3%

Źródło: DI BRE Banku



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+
Przychody ze sprzedaży	2 429,0	2 572,2	2 630,4	2 769,7	2 856,6	2 921,8	2 989,3	3 085,9	3 194,8	3 273,6	3 354,5
zmiana	5,0%	5,9%	2,3%	5,3%	3,1%	2,3%	2,3%	3,2%	3,5%	2,5%	2,5%
EBITDA	259,6	285,8	304,8	318,4	328,3	338,2	348,3	359,2	369,8	380,0	387,6
marża EBITDA	10,7%	11,1%	11,6%	11,5%	11,5%	11,6%	11,7%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Amortyzacja	88,4	90,8	92,8	93,2	93,6	94,0	94,4	94,8	95,2	95,5	95,9
EBIT	171,2	195,0	212,0	225,1	234,7	244,1	253,8	264,5	274,6	284,5	291,7
marża EBIT	7,0%	7,6%	8,1%	8,1%	8,2%	8,4%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%
Opodatkowane EBIT	32,5	37,0	40,3	42,8	44,6	46,4	48,2	50,2	52,2	54,1	55,4
NOPLAT	138,7	157,9	171,7	182,4	190,1	197,7	205,6	214,2	222,4	230,4	236,3
CAPEX	-128,8	-99,1	-101,2	-101,7	-101,5	-101,4	-101,8	-102,3	-102,7	-103,1	-95,9
Kapitał obrotowy	-17,7	-31,5	-5,9	-30,2	-13,3	-6,3	-6,4	-14,4	-17,2	-8,0	-8,6
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	80,5	118,1	157,5	143,7	168,9	184,2	191,8	192,4	197,7	214,9	227,7
WACC	10,3%	10,6%	10,7%	10,8%	10,9%	11,0%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
współczynnik dyskonta	0,92	0,83	0,75	0,67	0,61	0,54	0,49	0,44	0,40	0,36	0,32
PV FCF	74,2	98,3	117,9	96,9	102,5	100,3	93,7	84,6	78,3	76,6	73,1

WACC	10,33%	10,55%	10,74%	10,82%	10,90%	10,98%	11,05%	11,05%	11,05%	11,05%	11,05%
Koszt długu	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Stopa wolna od ryzyka	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%
Premia za ryzyko	1,45%	1,45%	1,45%	1,45%	1,45%	1,45%	1,45%	1,45%	1,45%	1,45%	1,45%
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Dług netto / EV	14,4%	10,0%	6,4%	4,6%	3,1%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
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)	2 662,0	Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	949,5	0,0%	1,5%	2,5%	3,0%	5,0%	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	923,4	WACC +1,0pp	15,83	17,11	18,18	18,81	22,20
Wartość firmy (EV)	1 872,9	WACC +0,5pp	16,94	18,40	19,64	20,37	24,41
Dług netto	351,0	WACC	18,15	19,83	21,28	22,14	26,99
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	19,49	21,43	23,12	24,14	30,03
Udziałowcy mniejszościowi	59,8	WACC 1,0PP	20,96	23,21	25,21	26,42	33,67
Wartość firmy	1 462,0						
Liczba akcji (mln.)	74,3						
Wartość firmy na akcję (PLN)	19,67						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%						
Cena docelowa	21,28						
EV/EBITDA dla ceny docelowej	7,4						
P/E ('10) dla ceny docelowej	14,5						
Udział TV w EV	50,7%						

Rachunek Wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody ze sprzedaży	1 290,2	1 982,6	2 313,4	2 429,0	2 572,2	2 630,4	2 769,7	2 856,6
zmiana	54,8%	53,7%	16,7%	5,0%	5,9%	2,3%	5,3%	3,1%
Usługi górnicze	189,7	104,6	151,3	202,4	261,3	274,4	282,6	291,1
Maszyny i urządzenia dla górnictwa podziemnego	603,5	391,4	633,8	818,2	909,9	946,3	974,7	1 003,9
Maszyny i urządzenia dla górnictwa odkrywkowego	84,9	58,9	41,6	56,1	56,3	56,9	57,5	58,1
maszyny i urządzenia dla przemysłu	50,3	41,1	30,6	44,5	42,3	44,4	45,7	47,1
Maszyny i urządzenia elektryczne i elektroniczne	245,8	172,5	180,8	252,8	240,2	252,2	259,7	267,5
Sprzedaż energii	523,6	365,9	530,4	733,9	715,1	789,2	797,3	885,0
Sprzedaż węgla	59,9	39,6	24,8	40,8	42,9	45,0	46,4	47,8
Odlewy	26,2	21,5	10,7	13,7	13,8	14,5	14,9	15,4
Koszty wytworzenia	1 076,9	1 634,9	1 952,6	2 047,6	2 159,6	2 197,0	2 319,8	2 393,6
Koszty zarządu	94,8	152,9	172,6	175,5	180,4	183,1	185,9	188,6
Koszty sprzedaży	44,1	30,5	38,4	39,6	40,7	41,3	42,0	42,6
Pozostała działalność operacyjna netto	31,3	10,6	4,3	5,0	3,5	3,0	3,0	3,0
EBIT	105,7	174,9	154,1	171,2	195,0	212,0	225,1	234,7
zmiana	20,7%	65,4%	-11,9%	11,1%	13,9%	8,7%	6,2%	4,2%
marża EBIT	8,2%	8,8%	6,7%	7,0%	7,6%	8,1%	8,1%	8,2%
Wynik na działalności finansowej	528,8	-40,1	-41,8	-26,5	-23,2	-19,7	-17,5	-16,2
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	-7,5	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	120,2	144,7	171,7	192,3	207,7	218,5
Podatek dochodowy	118,5	30,4	17,8	27,5	32,6	36,5	39,5	41,5
Udziałowcy mniejszościowi	-16,1	-14,3	9,5	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Zysk netto	500,7	90,3	92,8	109,2	131,1	147,8	160,2	169,0
zmiana	679,0%	-82,0%	2,8%	17,7%	20,0%	12,7%	8,4%	5,5%
marża	38,8%	4,6%	4,0%	4,5%	5,1%	5,6%	5,8%	5,9%
Amortyzacja	42,3	61,1	83,5	88,4	90,8	92,8	93,2	93,6
EBITDA	148,0	236,0	237,6	259,6	285,8	304,8	318,4	328,3
zmiana	17,0%	59,5%	0,7%	9,3%	10,1%	6,7%	4,5%	3,1%
marża EBITDA	11,5%	11,9%	10,3%	10,7%	11,1%	11,6%	11,5%	11,5%
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	1,2	1,5	1,8	2,0	2,2	2,3
CEPS	8,0	2,2	2,4	2,7	3,0	3,2	3,4	3,5
ROAE	25,3%	4,4%	4,0%	4,5%	5,1%	5,6%	5,9%	6,1%
ROAA	19,2%	2,8%	2,8%	3,1%	3,6%	3,9%	4,1%	4,3%



Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
AKTYWA	2 601,9	3 232,9	3 373,3	3 513,6	3 681,4	3 782,3	3 882,3	3 950,0
Majątek trwały	1 620,2	1 854,0	1 938,0	1 978,5	1 986,8	1 995,2	2 003,6	2 011,6
Wartość niematerialne i prawne	1 146,8	1 213,9	44,2	44,7	45,1	45,6	46,0	46,5
Rzeczowe aktywa trwałe	415,9	562,9	613,9	653,9	661,8	669,7	677,8	685,2
Wartość firmy	0,0	0,0	1 195,5	1 195,5	1 195,5	1 195,5	1 195,5	1 195,5
Należności długoterminowe	3,7	1,5	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1
Inwestycje długoterminowe	29,8	30,7	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2
Długoterminowe RM	24,1	45,0	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0
Majątek obrotowy	981,7	1 378,9	1 435,3	1 535,2	1 694,7	1 787,2	1 878,7	1 938,4
Zapasy	332,2	514,3	478,1	492,4	514,0	520,0	541,8	552,9
Należności krótkoterminowe	441,8	499,1	502,0	517,1	541,4	547,1	569,5	580,5
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	28,7	17,4	83,5	83,5	83,5	83,5	83,5	83,5
Środki pieniężne	149,4	164,1	142,2	201,3	300,6	375,6	409,0	438,1
Krótkoterminowe RM	29,6	183,9	229,5	241,0	255,2	261,0	274,8	283,4
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
PASYWA	2 601,9	3 232,9	3 373,3	3 513,6	3 681,4	3 782,3	3 882,3	3 950,0
Kapitał własny	1 976,6	2 034,0	2 294,2	2 411,4	2 550,5	2 639,7	2 711,8	2 762,1
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	2 082,1	2 082,1	2 082,1	2 082,1	2 082,1	2 082,1
Zysk z lat ubiegłych	-3,4	-10,6	15,3	124,5	255,6	336,9	401,0	443,2
Udziały mniejszości	73,8	63,2	59,8	59,8	59,8	59,8	59,8	59,8
Zobowiązania długoterminowe	14,9	141,6	233,2	233,2	233,2	233,2	233,2	233,2
Dług	14,9	136,8	206,1	206,1	206,1	206,1	206,1	206,1
Zobowiązania krótkoterminowe	451,6	855,4	665,0	683,8	707,2	716,7	739,5	753,7
Zobowiązania handlowe	249,5	531,6	377,8	396,7	420,1	429,6	452,3	466,5
Dług	202,1	323,9	287,1	287,1	287,1	287,1	287,1	287,1
Rezerwy na zobowiązania	79,4	89,3	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8
Pozostałe	5,7	49,3	85,3	89,6	94,9	97,0	102,2	105,4
Dług	217,0	460,7	493,2	493,2	493,2	493,2	493,2	493,2
Dług netto	67,6	296,5	351,0	291,9	192,6	117,6	84,1	55,1
(Dług netto / Kapitał własny)	3,4%	14,6%	15,3%	12,1%	7,6%	4,5%	3,1%	2,0%
(Dług netto / EBITDA)	0,5	1,3	1,5	1,1	0,7	0,4	0,3	0,2
BVPS	29,2	30,1	30,9	32,4	34,3	35,5	36,5	37,2



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przepływy operacyjne	-266,0	52,8	-21,9	214,4	221,7	262,4	248,8	273,5
Zysk netto	500,7	90,3	92,8	109,2	131,1	147,8	160,2	169,0
Amortyzacja	42,3	61,1	83,5	88,4	90,8	92,8	93,2	93,6
Kapitał obrotowy	-435,3	-45,5	-131,3	-17,7	-31,5	-5,9	-30,2	-13,3
Pozostałe	-373,8	-53,1	-66,9	34,5	31,2	27,7	25,5	24,2
Przepływy inwestycyjne	395,70	-260,98	-209,98	-128,83	-99,13	-101,21	-101,71	-101,55
CAPEX	-113,29	-157,76	-160,42	-128,83	-99,13	-101,21	-101,71	-101,55
Inwestycje kapitałowe	508,99	-103,23	-49,56	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Przepływy finansowe	-15,2	219,1	209,9	-26,5	-23,2	-86,2	-113,6	-142,9
Dług	0,3	234,2	1,7	-33,5	-33,5	-33,5	-33,5	-33,5
Dywidendy/buy-back	0,0	-0,4	154,5	0,0	0,0	-66,5	-96,1	-126,8
Pozostałe	-15,5	-14,7	53,8	7,0	10,3	13,9	16,1	17,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	114,5	10,8	-22,0	59,1	99,3	75,0	33,4	29,1
Środki pieniężne na koniec okresu	149,4	164,1	142,2	201,3	300,6	375,6	409,0	438,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	1,3	1,7
FCF	-420,6	-0,5	-80,5	80,5	118,1	157,5	143,7	168,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-8,8%	-8,0%	-6,9%	-5,3%	-3,9%	-3,8%	-3,7%	-3,6%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
P/E	3,1	17,4	18,6	15,8	13,2	11,7	10,8	10,2
P/CE	2,9	10,4	9,8	8,8	7,8	7,2	6,8	6,6
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
P/S	1,2	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
FCF/EV	-25,6%	0,0%	-3,9%	4,0%	6,1%	8,5%	7,9%	9,5%
EV/EBITDA	11,6	8,2	9,0	8,0	6,9	6,3	5,9	5,6
EV/EBIT	16,2	11,0	13,9	12,2	10,2	9,0	8,3	7,9
EV/S	1,3	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
Dywid	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,85%	5,56%	7,33%
Cena (PLN)	23,26	23,26	23,26	23,26	23,26	23,26	23,26	23,26
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)	1 573,1	1 573,1	1 729,0	1 729,0	1 729,0	1 729,0	1 729,0	1 729,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	73,8	63,2	59,8	59,8	59,8	59,8	59,8	59,8
EV (mln PLN)	1 714,5	1 932,8	2 139,8	2 080,8	1 981,4	1 906,4	1 873,0	1 843,9



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

Analitycy:

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 dzieleny 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 został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

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 Kopex

Rekomendacja	Redukuj
data wydania	2010-02-04
kurs z dnia rekomendacji	25,35
WIG w dniu rekomendacji	40118,73