

28 maja 2010

Aktualizacja raportu


**Przemysł  
Elektromaszynowy**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>18,79 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>18,46 PLN</b>
Kapitalizacja	1,4 mld PLN
Free float	0,4 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,92 mln PLN

#### Struktura akcjonariatu

Krzysztof Jędrzejewski	60,41%
Aviva OFE Aviva BZ WBK S.A.	5,09%
BZ WBK AIB Asset Management	5,98%
Pozostali	28,52%

#### 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.

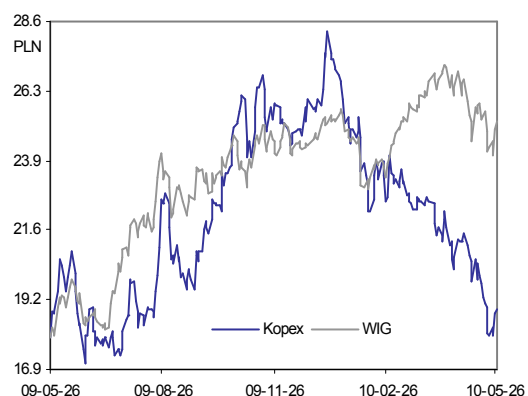
#### Profil spółki

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

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

## Trzymaj

(Niezmieniona)

### Możliwe szybsze ożywienie...

Rosnące ceny węgla energetycznego i koksującego na światowych rynkach oraz spadek importu rosyjskiego węgla do Polski pozytywnie wpływa na płynność finansową polskich kopalni. Te z kolei, przy sprzyjającym otoczeniu makroekonomicznym będą bardziej skłonne do zwiększania inwestycji w zakresie maszyn i urządzeń dla górnictwa w celu nie tylko udostępniania nowych złóż, ale również wymiany starego, nieefektywnego sprzętu. Pozytywnie wpływać na to będzie zatwierdzony przez Komisję Europejską program pomocowy Rządu w kwocie 400 mln PLN. Dotyczy on nowych inwestycji, a środki muszą być wydane do końca 2010 rok. Oceniamy również, że poprawiające się otoczenie makroekonomiczne na rynkach eksportowych, związane z rosnącymi cenami węgla i większymi wolumenami eksportu węgla, skłaniać będzie spółki węglowe do kontynuacji wcześniej wstrzymanych inwestycji. Według naszych wstępnych szacunków drugi kwartał wciąż powinien być operacyjnie rok do roku gorszy (EBIT -28% r/r). Naszym zdaniem poprawy wyników należy oczekiwać w trzecim kwartale (EBIT +2% r/r). Głównymi zagrożeniami dla rezultatów jest brak zamówień zależnego Tagoru oraz potencjalna strata wynikająca z rozwiązania kontraktów walutowych jeśli zerwano by kontrakt z kontrahentem Argentyńskim (strata 10-15 mln PLN). Rekomendujemy trzymaj dla akcji Spółki Kopex, a cenę obniżamy z 21,49 PLN na 18,46 PLN.

#### Kolejne kwartały

Na wyniki kolejnych kwartałów pozytywnie wpływać będzie realizowany przez Spółkę kontrakt dla JSW (180,5 mln PLN). Dodatni wynik netto powinny pokazać działające w Grupie odlewnie. W tych, zlokalizowanych na terenie Serbii w 1Q2010 zakończył się właśnie proces restrukturyzacji, a spółkom udało się zdobyć kilka kontraktów z Brazylii i Niemiec za kwotę 8 mln EUR. Również zlokalizowana na terenie kraju odlewnia Stalowa Wola zwiększyła ilość zamówień, także za sprawą produkcji dla przejmowanej Ryfamy. W bieżącym roku segment odlewów ma duże szanse wygenerować zysk netto wobec straty 6-8 mln PLN w całym roku poprzednim. Zagrożeniami pozostającymi w strukturze Spółki jest niski portfel zamówień Tagoru, co powoduje, że w trzecim kwartale Spółka zależna nie ma zleceń do realizacji. W bieżącym roku na rynku krajowym spodziewanych jest 5-6 przetargów na obudowy ścianowe, wobec 9-11 rocznie w latach wcześniejszych. Nadal niepewna jest również realizacja wstrzymanego kontraktu dla kontrahenta argentyńskiego za 95,2 mln PLN na zintegrowany kompleks ścianowy. Gdyby jednak umowa związana z kontraktem została zerwana, to strata z kontraktów walutowych w zależności od kursów walutowych wyniosłaby 10-15 mln PLN.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 982,6	2 313,4	2 448,7	2 547,3	2 606,4
EBITDA	236,0	217,1	232,2	265,5	293,1
marża EBITDA	8,8%	9,4%	9,5%	10,4%	11,2%
EBIT	174,9	145,3	143,8	173,7	200,6
Zysk netto	85,4	87,2	80,6	113,6	137,8
P/E	15,0	16,1	17,4	12,4	10,2
P/CE	8,7	8,8	8,3	6,8	6,1
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	7,1	8,4	7,7	6,4	5,6
DYield	0,0	0,0	0,0	0,0	4,9%

### Wyniki 1Q2010

Przychody ze sprzedaży za 1Q2010 były o 6,9% wyższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Najbardziej, bo aż o 321,5% wzrosły przychody segmentu związanego z handlem węglem. Było to związane z rozliczeniem obligacji węglowych wyemitowanych przez Katowicki Holding Węglowy. Równie wysokie okazały się być przychody segmentu handlu energią, co związane było z niskimi temperaturami w dwóch pierwszych miesiącach bieżącego roku. Wpłynęło to na wyższy wolumen obrotu energią elektryczną. Dwucyfrową rok do roku dynamikę przychodów wygenerował segment usług górniczych (+24,1 r/r), co było związane z dużą ilością realizowanych kontraktów związanych z budownictwem górniczym. Kontrakt dla Jastrzębskiej Spółki Węglowej za ponad 180,5 mln PLN nie był jeszcze rozliczany w wynikach za pierwszy kwartał. Segment maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego wygenerował przychody o 18,9% r/r niższe, co było związane z mniejszą ilością nowo pozyskiwanych kontraktów w trzecim i czwartym kwartale 2009 roku. Sprzedaż segmentu urządzeń elektronicznych i elektrycznych była o 27,8% r/r niższa, na co z pewnością wpływ miała dekonunktura na rynkach eksportowych oraz umocnienie złotówki w stosunku do obcych walut. Sprzedaż w segmencie odlewów wciąż była mało satysfakcjonująca, a przychody spadły o 35,5% r/r.

### Skrócony rachunek zysków i strat Spółki Kopex w 1Q010

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	1Q2009	1Q2010	zmiana
Przychody ze sprzedaży	1 982,6	2 313,4	16,7%	592,9	633,6	6,9%
Usługi górnicze	189,7	202,4	6,7%	43,9	54,4	24,1%
Maszyny i urządzenia dla górnictwa podziemnego	603,5	818,2	35,6%	246,6	199,9	-18,9%
Maszyny i urządzenia dla górnictwa odkrywkowego	84,9	56,1	-33,9%	14,6	14,8	1,1%
Maszyny i urządzenia dla przemysłu	50,3	44,5	-11,4%	8,4	3,8	-55,3%
Maszyny i urządzenia elektryczne i elektroniczne	245,8	252,8	2,8%	58,4	42,1	-27,8%
Sprzedaż energii	523,6	733,9	40,2%	167,8	224,3	33,7%
Sprzedaż węgla	59,9	40,8	-31,8%	13,3	56,2	321,5%
Odlewy	26,2	13,7	-47,9%	3,6	2,3	-35,5%
Pozostała działalność	198,8	150,9	-24,1%	36,3	35,7	-1,6%
EBIT	169,9	145,3	-14,4%	58,6	23,4	-60,0%
marża EBIT	8,6%	6,3%	-	9,9%	3,7%	-
EBITDA	231,0	217,1	-6,0%	76,2	43,9	-42,4%
marża EBITDA	11,6%	9,4%	-	12,9%	6,9%	-
Zysk netto	85,4	87,2	2,1%	35,4	8,9	-75,0%

Źródło: DI BRE Banku

Na poziomie zysku brutto ze sprzedaży wysoka rentowność miała miejsce w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (34,2% +11,4pp r/r). Wpływ na to miało rozliczenie kontraktu dla przedsiębiorcy chińskiego na obudowy zmechanizowane. Przepływy pieniężne związane z umową były zabezpieczone kontraktami walutowymi, jednak straty na instrumentach pochodnych pokrywające realne przepływy pieniężne księgowane są na poziomie pozostałych kosztów operacyjnych. Zarząd zapowiadał wcześniej, że pozostała część kontraktu przypadająca na pierwszy kwartał bieżącego roku realizowana będzie na zerowej marży brutto ze sprzedaży. Uwzględniając wycenę kontraktów terminowych rentowność segmentu wyniosłaby 22,8%. Spadek sprzedaży w segmencie urządzeń elektrycznych i elektronicznych wpłynęła negatywnie na rentowność brutto ze sprzedaż, która spadła o 6,2pp do 28,2%. W segmencie sprzedaży energii marża brutto ze sprzedaży spadła o 5,1pp do 2%, co było związane ze znacznie mniejszą zmiennością hurtowych cen energii. Segment sprzedaży węgla wygenerował niską 1,6% marżę, co było związane z rozliczeniem obligacji węglowych KHW S.A. Wynik wynikający z rozliczenia kuponu obligacji księgowany jest w części finansowej rachunku zysków i strat. Segment odlewów, mimo bardzo słabych przychodów wygenerował marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 2,1%.

W sumie zysk operacyjny wyniósł 23,4 mln PLN i był o 60% niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Przyczyną tego oprócz spadków rentowności segmentów obrotu energią i urządzeń elektrycznych i elektronicznych były również wyższe o 81,6% r/r koszty sprzedaży. Te ostatnie wynikały również z kosztów transakcyjnych związanych z przesyłką i opłatami celnymi kontraktu Chińskiego (9 mln PLN).

Wynik netto wyniósł w sumie 8,9 mln PLN i był o 75% r/r niższy. Na wynik netto dodatkowo negatywny wpływ miał wynik na różnicach kursowych -8,0 mln PLN.

Wyniki za pierwszy kwartał bieżącego roku są słabe, o czym przestrzegaliśmy inwestorów już wcześniej.

### Wyniki w kolejnych kwartałach

W kolejnych kwartałach Spółka zapowiada poprawę wyników operacyjnych. Wpływać na to będzie przeprowadzany obecnie proces restrukturyzacji Tagoru, oraz odlewni zlokalizowanych na terenie Serbii (łączna strata segmentu odlewów w 2009 roku to 6-8 mln PLN). W kolejnych kwartałach Spółka będzie księgowała wyniki związane z wykonaniem kontraktu dla Jastrzębskiej Spółki Węglowej. Kontrakt ten jest wykonywany na marży brutto ze sprzedaży rzędu 22-25%. Spółce również udało się wypełnić portfel zleceń w odlewni Stalowa Wola. Odlewnia produkować będzie również dla przejmowanej obecnie Ryfamy. Także odlewniom zlokalizowanym na terenie Serbii udało się zdobyć kilka kontraktów na dostawy do Niemiec i Brazylii (w sumie na 8 mln EUR). Wygenerowanie choćby niewielkiego zysku w tym roku wobec zeszłorocznej straty 6-8 mln PLN z pewnością pozytywnie wpłynie na wyniki całej Grupy. Zarząd liczy na rozstrzygnięcia zaawansowanych rozmów dotyczących kontraktów na terenie Australii (w lipcu rozstrzygnięty zostanie kontrakt Westcliff na obudowy ścianowe za około 70 mln PLN, w których Kopex wraz z Bucyrus jest na krótkiej liście), oraz ewentualne kolejne zamówienia w zakresie kombajnów ścianowych do Chin. Dalekowschodni producenci kombajnów wciąż posiadają słabą technologię i mniejsze doświadczenie, co przy współpracy Kopexu z chińskimi producentami może zwiększyć szanse na realne zamówienia. Każdy kolejny kwartał powinien być dla Spółki już tylko lepszy. Spodziewamy się, że wyniki operacyjne za 2Q2010 będą znacznie lepsze w porównaniu do pierwszego kwartału bieżącego roku (+39,7% q/q). Wciąż jednak wysoka baza roku poprzedniego sprawiać będzie, że Spółce trudno będzie zrównać wyniki operacyjne za 2Q2010 z wynikami okresu analogicznego roku wcześniej. Spodziewamy się, że te w 2Q2010 będą o 28,0% r/r niższe. Oczekujemy natomiast poprawy wyników w trzecim kwartale. Szacujemy, że zysk operacyjny będzie o 2% wyższy rok do roku, a zysk netto o 17,2% r/r.

### Prognoza DI BRE poszczególnych kwartałów Grupy Kopex w 2010 roku

(mln PLN)	1Q10	2Q10P	3Q10P	4Q10P	2010P	2011P
Przychody ze sprzedaży	633,6	590,7	580,3	644,1	2 448,7	2 547,3
zmiana (r/r)	6,9%	14,2%	-3,8%	7,3%	5,8%	4,0%
Koszty ze sprzedaży	532,1	505,3	486,9	534,9	2 059,3	2 145,1
Zysk brutto ze sprzedaży	101,5	85,4	93,4	109,2	389,4	402,2
marża brutto ze sprzedaży	16,0%	14,5%	16,1%	16,9%	15,9%	15,8%
Pozostałe przychody operacyjne	9,7	0,5	0,5	0,2	10,9	3,5
Koszty sprzedaży	17,1	9,0	8,9	12,2	47,2	48,6
Koszty zarządu	42,7	43,3	43,8	49,2	179,0	183,5
Pozostałe koszty operacyjne	27,9	1,5	0,5	0,5	30,4	0,0
Zysk operacyjny	23,4	32,1	40,8	47,5	143,8	173,7
zmiana (r/r)	-60,0%	-28,0%	2,0%	330,9%	-1,1%	20,8%
Przychody finansowe	7,6	0,2	0,2	-0,3	7,7	9,5
Koszty finansowe	18,0	8,5	8,5	8,5	43,4	34,3
Zysk brutto	13,0	23,8	32,5	38,8	108,1	148,8
Podatek dochodowy	3,2	4,5	6,2	6,7	20,5	28,3
Zysk netto	9,7	19,3	26,3	32,1	87,6	120,6
Zysk /strata mniejszości	0,8	1,5	1,9	2,8	7,0	7,0
Zysk akcjonariuszy podmiotu dominującego	8,9	17,8	24,4	29,4	80,6	113,6
zmiana (r/r)	-75,0%	9,3%	17,2%	42,7%	-7,6%	40,9%

Źródło: DI BRE Banku

### Potencjalne zagrożenia

Podstawowym zagrożeniem dla wyników Spółki w kolejnych kwartałach jest brak kolejnych zamówień w Spółce zależnej Tagor (przychody w 2008 324,6 mln PLN i 22,2 mln PLN zysku netto, w 2009 około 390 mln PLN i 9,5 mln PLN zysku netto). Spółka w trakcie drugiego kwartału wykonuje ostatni etap obudowy dla polskiego kontrahenta i jest to ostatnie, poza zawieszonym kontraktem w Argentynie (95,2 mln PLN) większe zlecenie znajdujące się w portfelu. Od początku roku na rynku polskim odbył się tylko jeden przetarg na obudowę ścianową, który wygrała spółka zależna Famuru – Fazos. Zwykle w roku odbywało się 9-11 przetargów na dostawę obudów zmechanizowanych. Zawieszony kontrakt na zintegrowany kompleks ścianowy (obudowy, przenośniki zgrzeblowe i kombajn) dla kontrahenta argentyńskiego Spółka zabezpiecza od początku roku 2009 kontraktami terminowymi. W ostatnich miesiącach kontrahent rozpiął kolejne przetargi na kompleksy ścianowe, co

zwiększą szansę na rozpoczęcie realizacji zawieszonych kontraktów. Gdyby jednak to nie nastąpiło w skutek nie przyznania obiecanego kontrahentowi dofinansowania rządu, to Kopex musiałby rozwiązać kontrakty walutowe, których strata w zależności od kursu walutowego wyniosłaby 10-15 mln PLN. Poza tym ryzyko dotyczy również przeprowadzanego w strukturze Tagoru procesu restrukturyzacyjnego. Prezes zapowiadał, że mogą one sięgnąć kilku milionów PLN.

### Sytuacja na rynku krajowym

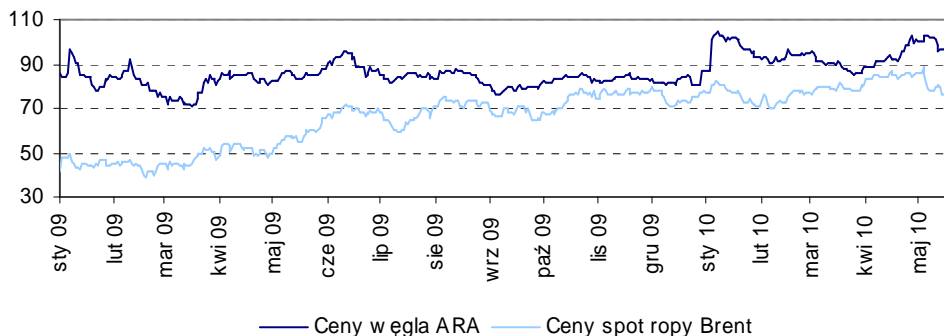
Bieżący rok może być znacznie mniej dotkliwy dla górnictwa węgla kamiennego w Polsce jak się wcześniej spodziewaliśmy. Przede wszystkim dobrą wiadomością jest mniejszy jak wcześniej przewidywano import węgla rosyjskiego do Polski. Obecne prognozy dotyczące ilości sprowadzonego do Polski węgla wynoszą 6-8 mln ton wobec wcześniejszych szacunków opiewających na 10,5 mln PLN. Gdyby nowa prognoza się zrealizowała to import węgla do Polski zrównałby się z jego eksportem. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest zmniejszenie atrakcyjności cenowej sprowadzanego węgla z Rosji i węgla z portów ARA. Te obecnie z kosztami transportu znajdują się na poziomie około 300 PLN/tona, podczas gdy średnia cena węgla krajowego w 1Q2010 wyniosła 278,5 PLN za tonę. Wciąż na koniec pierwszego kwartału 2010 na składach kopalni zalegało około 5,6 mln PLN ton surowca, ale zmiana relacji pomiędzy węglem krajowym a węglem pochodzącym z importu buduje perspektywę znacznego zmniejszenia zapasów w przyszłości. Część specjalistów z branży mniejszy import węgla rosyjskiego do Polski tłumaczy zwiększeniem eksportu do Indii i Chin zgłaszających znaczące zapotrzebowanie na ten surowiec. W pierwszym kwartale sprzedaż węgla energetycznego była o 2,5% wyższa niż w analogicznym okresie rok wcześniej, podczas gdy wydobyte było o 1,9% r/r niższe. Większa sprzedaż węgla kamiennego z pewnością pozytywnie wpłynie na płynność Spółek węglowych, a co za tym idzie większą ilość realizowanych inwestycji. Nie bez znaczenia będzie już obserwowana znacznie większa chęć instytucji finansowych do zawierania umów leasingu (wcześniej producenci maszyn i urządzeń musieli brać całe ryzyko transakcji finansowej na siebie). Duże nadzieje wiążemy również z programem pomocowym rządu na 400 mln PLN z rezerwy budżetowej. 6 maja bieżącego roku Komisja Europejska notyfikowała przedstawiony przez Rząd Polski program inwestycyjny. Według naszych informacji z Ministerstwa Gospodarki na rozpoznanie procedur konkursowych potrzeba będzie około trzech tygodni. Po tym czasie minister podpisze rozporządzenie, które po dwóch tygodniach wejdzie w życie. Już wiadomo, że z programu pomocowego będzie można pokryć do 30% kosztu inwestycji. Dotacje mają być wykorzystane na przedsięwzięcia rozpoczęte w 2010 roku i muszą zostać wydane do końca roku (Również inwestycje początkowe z możliwością kontynuacji w kolejnych latach). Przedstawiciele górniczych spółek już potwierdzają, że przeważająca część projektów inwestycyjnych na 2010 kwalifikuje się do powyższego programu. Przykładowe inwestycje uprawnione do dotacji, to drażnienie wyrobisk górniczych, zakupy maszyn i urządzeń, budowa klimatyzacji w kopalniach, modernizacja i pogłębianie szybów wydobywczych, czy modernizacja zakładów przeróbki węgla. Naszym zdaniem pieniądze z programu będą najszybciej wydawane w drugiej połowie roku.

Ścisła konkurencja zarówno Famuru jak i Kopexu – gorlicki Glinik (629,8 mln przychodów w 2008 roku) – jest obecnie na skraju upadku. Problemy, o jakich pisaliśmy wcześniej (nieodebranie zamówionych obudów przez kontrahenta ze wschodu), sprawiają, że Spółka znajduje się w bardzo złej kondycji finansowej. Zakład boryka się z wierzycielami i czasowym wyłączeniem mediów, co przekłada się na przestoje zakładu. Jeśli Glinik nie znajdzie inwestora strategicznego, to wkrótce może zakończyć swoją działalność (jak na razie wszystkie próby kończyły się porażką). Zakład w trzecim i czwartym kwartale 2010 roku składał bardzo agresywne oferty na dostawę obudów do krajowych kopalni (celem przedłużenia działalności). Upadek konkurenta w branży byłby pozytywnym sygnałem dla Famuru i Kopexu, którzy mają obecnie problemy z wypełnieniem portfela kontraktów na drugą połowę roku. Uważamy natomiast, że gdyby Famur lub Kopex zdecydował się na przejęcie upadającego Glinika, to wpłynęłoby to na przejmującego negatywnie.

### Sytuacja na rynkach zagranicznych

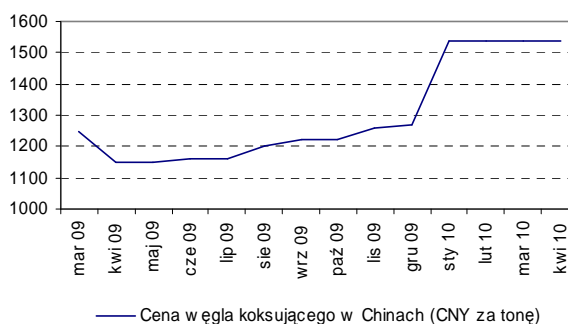
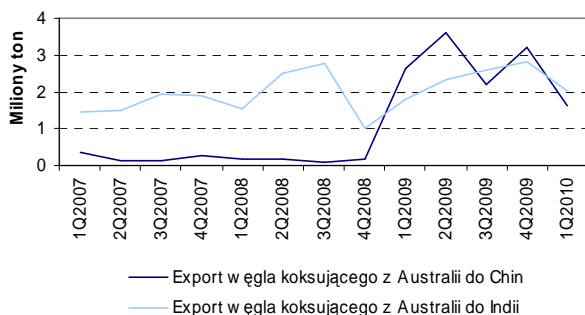
Na rynkach zagranicznych koniunkturę na nowe inwestycje kopalniane z pewnością napędzać będzie drożejący wraz z ropą naftową węgiel. Ceny tej pierwszej wprawdzie w ostatnim czasie uległy obniżeniu, co sugerować może, że w krótkiej perspektywie spadną również ceny węgla energetycznego. Tym niemniej jednak ogromne zapotrzebowanie na ten surowiec, jakie obecnie generują kraje dalekowschodnie (Chiny i Indie), naszym zdaniem, wciąż sprawiać będzie, że ceny węgla energetycznego wciąż będą pozostawały na wysokich poziomach. Nie bez znaczenia jest również bardzo dynamicznie drożejący na całym świecie węgiel koksujący. W niektórych krajach, jak na przykład w Chinach jego ceny na koniec 1Q2010 były niemalże 25% wyższe r/r. Kopalnie posiadając bardzo wysoką dźwignię operacyjną będą wówczas skłonne do zwiększania wydobycia, a co za tym idzie udostępnienia nowych wyrobisk i zastąpienia starego nieefektywnego sprzętu nowym bardziej wydajnym.

### Ceny węgla w portach ARA i spotowe ceny Brent ropy naftowej (USD za tonę/baryłkę)



Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

### Eksport węgla z Australii do Chin i Indii i ceny węgla koksującego w Chinach (CNY za tonę)



Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

Po drastycznych spadkach cen węgla, jakie mogliśmy obserwować w roku 2008 i niepewności, co do dalszego kształtowania się koniunktury gospodarczej w kolejnych latach Spółki węglowe podjęły decyzje o ograniczeniu wydatków inwestycyjnych. To przyczyniło się do mniejszych wydatków w kolejnym, 2009 roku. Największe cięcia widoczne były w krajach, które zapoczątkowały kryzys finansowy (USA), oraz krajach nie mających możliwości samemu sfinansować wydatków inwestycyjnych (Meksyk, Tajlandia, Indonezja itd.). Dobrze z kolei górnictwo rozwijało się dalej w Chinach, Indiach i Australii. Nasza analiza wydatków inwestycyjnych wybranych spółek górniczych w krajach o znaczącym wydobyciu węgla kamiennego wskazuje, że obecny 2010 rok przyniesie wzrost wydatków inwestycyjnych o 9,2% r/r, a rok 2011 o 8,8% r/r. Liczymy jednak, że stabilizacja w branży i zwiększające się zapotrzebowanie na energię na światowych rynkach przełoży się na jeszcze większe wydatki w latach kolejnych. To z kolei sprawiąć będzie, że wznawiane będą już przygotowane projekty i rozpoczynane prace nad nowymi.

**Prognozowany Capex w latach 2009-2011P w spółkach węglowych w krajach o dużym wydobyciu węgla kamiennego (mln USD)**

Kraj	Spółka	2009	2010P	2011P
Australia	BHP BILLITON PLC*	2 426,8	2 390,0	2 806,6
Australia	COAL & ALLIED INDUSTRIES LTD	134,3	180,9	559,1
Australia	MACARTHUR COAL LTD	62,2	62,5	101,8
Australia	WHITEHAVEN COAL LTD	115,7	221,2	173,6
Chiny	SHANXI LU'AN ENVIRONMENTAL-A	291,1	368,2	393,8
Chiny	CHINA COAL ENERGY CO-H	1 557,6	1 563,6	1 374,2
Chiny	SHANXI XISHAN COAL & ELEC-A	369,0	391,5	363,1
Indonezja	BUMI RESOURCES TBK PT	376,4	400,9	381,9
Indonezja	BAYAN RESOURCES GROUP	46,7	62,9	73,8
Meksyk	GRUPO MEXICO SAB DE CV-SER B*	214,8	380,8	424,9
USA	ALPHA NATURAL RESOURCES INC	263,1	369,7	351,7
USA	WALTER ENERGY INC	87,6	115,2	125,3
USA	ARCH COAL INC	295,9	299,3	314,6
USA	MASSEY ENERGY CO	287,4	322,2	314,4
<b>Suma</b>		<b>6 528,5</b>	<b>7 128,9</b>	<b>7 758,8</b>
zmiana			9,2%	8,8%

\*Wartość CAPEX w segmencie wydobycia węgla

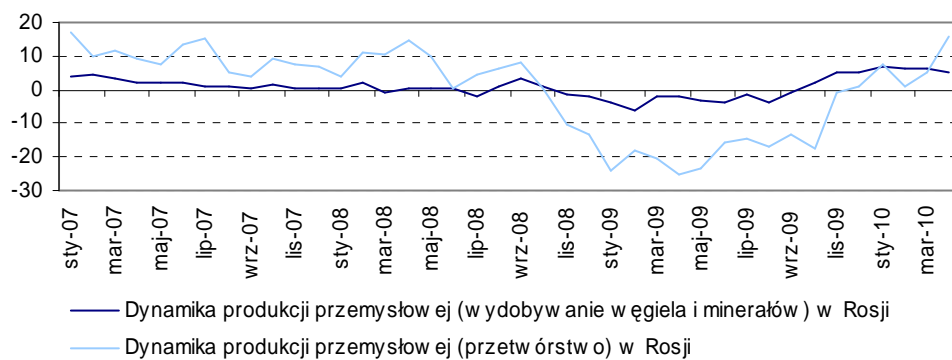
Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

Większa podaż potencjalnych inwestycji będzie szansą dla polskich producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa. Liczymy jednak, że wygranie większych kompleksowych kontraktów jest bardziej prawdopodobne w przypadku Kopexu, ze względu na lepsze przygotowanie do walki na rynkach zagranicznych. Famur z kolei może naszym zdobyć kontrakty w krajach, gdzie główny nacisk kładziony jest na cenę maszyn i urządzeń.

**Ożywienie na rynku rosyjskim**

Po długiej recesji w przemyśle wydobywczym węgla w Rosji koniec roku 2009 i początek 2010 wykazuje oznaki ożywienia. Wyższa sprzedaż węgla na terenie naszego sąsiada ma związek z istotnymi zakupami krajów dalekowschodnich w tym wspomnianych Chin i Indii oraz ożywieniu w lokalnym przemyśle przetwórczym. Większa chłonność rynku i presja na podnoszenie cen węgla z pewnością pozytywnie wpłynie na decyzje inwestycyjne spółek węglowych. Tu potrzeby dotyczące zakupów nowego sprzętu i usług górniczych są znacznie wyższe niż w przypadku kopalni zlokalizowanych na terenie kraju. Główną przeszkodą w pozyskaniu nowych kontraktów będą chińscy producenci sprzętu górniczego. Posiadają oni istotną pomoc finansową własnego Rządu, poprzez co są w stanie zaoferować swoim odbiorcom kredyty inwestycyjne nawet z dziesięcioletnim terminem spłaty na korzystnych warunkach z gwarancją rządu chińskiego. Oferują także odroczone terminy płatności, co sprawia, że spółka wydobywczą jest w stanie spłacić inwestycję za sprawą wyższego wydobycia i sprzedaży surowca. Takie warunki sprzedaży są bardzo ryzykowne i nieosiągalne dla polskich producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa. Również polskie spółki narzekają na nasilające się postawy protekcjonizmu lokalnych kopalni. Sprawia to, że mimo wyższej jakości polskiego sprzętu, kontrakty wygrywają lokalni producenci, a spółki górnicze korzystają przykładowo ze zwolnień podatkowych w związku z wyborem oferty od lokalnego sprzedawcy. Wkrótce jednak, odradzający się rynek wydobywczy węgla powinien zwiększać liczbę nowych inwestycji, a to zmniejszy wpływ lokalnego protekcjonizmu i konkurencji zagranicznych przedsiębiorców.

**Dynamika produkcji przemysłowej (wydobycie węgla i minerałów oraz przetwórstwo) w Rosji (%)**



Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

## Wycena

Wartość Spółki Kopex szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9-ciu miesięcy wynosi 18,46 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza (PLN)	40%	14,92
Wycena DCF (PLN)	60%	18,54
	cena wynikowa	17,10
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>18,46</b>

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 też 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 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 AB-A SHS	14,0	20,3	13,8	11,6	10,0	8,7	12,1	10,4	8,9	8,1
BUCYRUS INTERNATIONAL INC	16,1	12,9	13,4	10,1	8,3	12,1	10,4	8,4	6,7	5,7
EMECO HOLDINGS LTD	4,4	5,3	7,2	5,0	4,4	2,9	2,9	3,4	2,9	2,7
FAMUR SA	16,3	16,6	21,9	12,0	9,2	5,3	7,9	11,3	6,3	5,1
INDUSTREA LTD	6,6	6,6	6,7	5,3	4,6	6,5	5,3	4,6	4,0	3,7
JOY GLOBAL INC	15,0	11,9	16,2	12,9	10,7	8,4	7,0	9,1	7,4	6,3
SANDVIK AB	12,9	-	19,6	13,0	10,2	8,1	35,3	10,1	7,8	6,8
Maksimum	16,3	20,3	21,9	13,0	10,7	12,1	35,3	11,3	8,9	8,1
Minimum	4,4	5,3	6,7	5,0	4,4	2,9	2,9	3,4	2,9	2,7
<b>Mediana</b>	<b>14,0</b>	<b>12,4</b>	<b>13,8</b>	<b>11,6</b>	<b>9,2</b>	<b>8,1</b>	<b>7,9</b>	<b>9,1</b>	<b>6,7</b>	<b>5,7</b>
Kopex	15,0	16,1	17,4	12,4	10,2	7,1	8,4	7,7	6,4	5,6
Premia (dyskonto)	6,2%	-29,5%	20,7%	-6,5%	10,0%	15,7%	12,8%	-23,7%	-6,8%	-2,3%
<b>Implikowana wycena</b>										
Mediana	14,0	12,4	13,8	11,6	9,2	8,1	7,9	9,1	6,7	5,7
Dyskonto			20%	20%	20%			20%	20%	20%
Waga wskaźnika				50%					50%	
Waga roku			10%	50%	40%			10%	50%	40%
Wartość firmy na akcję	14,92									

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

Spółki, których wskaźniki zostały uwzględnione w kalkulacji to Atlas Copco AB, Bucyrus INC, EMECO Holdings LTD, Famur S.A., Industrea LTD, Joy Global 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 = 5,79% (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 czerwca 2010.
- W wycenie nie uwzględniamy przejęcia spółki Ryfamy. Decyzja w sprawie przejęcia Ryfamy znajduje się obecnie w rękach UOKiK.
- W modelu nie uwzględniamy potencjalnych egzekucji roszczeń wysuniętych przez spółkę Famur od Spółki Kopek z dnia 5 listopada 2009 na 110,8 mln PLN.
- Zakładamy, że na rynku maszyn i urządzeń dla górnictwa w drugiej połowie roku nastąpi ożywienie na rynku, w związku, z czym Spółce uda się zdobyć nowe kontrakty na 2010 i 2011 rok.
- Zakładamy, że kontrakt na budowę i modernizację szybu w kopalni „Zofiówka” dla Jastrzębskiej Spółki Węglowej za 180,5 mln PLN będzie księgowany począwszy od drugiego kwartału 2010 roku.
- Zakładamy 1 mln PLN kosztów operacyjnych w 2Q2010 związanych z restrukturyzacją Tagoru.

**Model DCF**

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 448,7</b>	<b>2 547,3</b>	<b>2 606,4</b>	<b>2 751,5</b>	<b>2 838,6</b>	<b>2 901,6</b>	<b>2 966,7</b>	<b>3 063,8</b>	<b>3 174,2</b>	<b>3 252,7</b>	<b>3 333,3</b>
zmiana	5,8%	4,0%	2,3%	5,6%	3,2%	2,2%	2,2%	3,3%	3,6%	2,5%	2,5%
<b>EBITDA</b>	<b>232,2</b>	<b>265,5</b>	<b>293,1</b>	<b>303,7</b>	<b>312,5</b>	<b>321,0</b>	<b>329,7</b>	<b>339,4</b>	<b>348,3</b>	<b>357,2</b>	<b>355,5</b>
marża EBITDA	9,5%	10,4%	11,2%	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%	11,1%	11,0%	11,0%	10,7%
Amortyzacja	88,4	91,8	92,6	93,0	93,4	93,8	94,2	94,5	94,9	95,3	95,6
<b>EBIT</b>	<b>143,8</b>	<b>173,7</b>	<b>200,6</b>	<b>210,7</b>	<b>219,1</b>	<b>227,2</b>	<b>235,5</b>	<b>244,9</b>	<b>253,4</b>	<b>262,0</b>	<b>259,9</b>
marża EBIT	5,9%	6,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	8,0%	8,1%	7,8%
Opodatkowane EBIT	27,3	33,0	38,1	40,0	41,6	43,2	44,7	46,5	48,1	49,8	49,4
<b>NOPLAT</b>	<b>116,5</b>	<b>140,7</b>	<b>162,5</b>	<b>170,7</b>	<b>177,5</b>	<b>184,0</b>	<b>190,8</b>	<b>198,4</b>	<b>205,2</b>	<b>212,2</b>	<b>210,5</b>
CAPEX	-103,8	-100,1	-100,9	-101,4	-101,2	-101,1	-101,5	-102,0	-102,4	-102,8	-95,6
Kapitał obrotowy	-31,1	-20,0	-8,5	-35,6	-16,2	-8,1	-8,4	-17,7	-21,1	-10,9	-11,6
Pozostałe	-9,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCF</b>	<b>60,9</b>	<b>112,4</b>	<b>145,7</b>	<b>126,6</b>	<b>153,4</b>	<b>168,6</b>	<b>175,0</b>	<b>173,2</b>	<b>176,7</b>	<b>193,8</b>	<b>198,9</b>
WACC	9,9%	10,1%	10,3%	10,3%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,5%	10,6%	10,7%
współczynnik dyskonta	0,95	0,86	0,78	0,70	0,64	0,57	0,52	0,47	0,42	0,38	0,34
PV FCF	57,6	96,5	113,1	89,1	97,6	96,8	90,7	81,1	74,8	73,8	68,0
<b>WACC</b>	<b>9,89%</b>	<b>10,11%</b>	<b>10,27%</b>	<b>10,31%</b>	<b>10,37%</b>	<b>10,44%</b>	<b>10,49%</b>	<b>10,52%</b>	<b>10,54%</b>	<b>10,59%</b>	<b>10,67%</b>
Koszt długu	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%
Stopa wolna od ryzyka	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%
Premia za ryzyko	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Dług netto / EV	18,5%	13,9%	10,7%	9,9%	8,6%	7,2%	6,1%	5,6%	5,2%	4,1%	2,5%
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
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%	<b>Analiza wrażliwości</b>									
Wartość rezydualna (TV)	2 433,7	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	927,2	0,0%	1,5%	2,5%	3,0%	5,0%					
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	871,2	WACC +1,0pp	14,65	15,93	17,01	17,65	21,14				
Wartość firmy (EV)	1 798,4	WACC +0,5pp	15,71	17,17	18,43	19,17	23,35				
Dług netto	360,8	WACC	16,87	18,56	<b>20,03</b>	20,90	25,96				
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	18,15	20,10	21,83	22,88	29,07				
Udziałowcy mniejszościowi	59,2	WACC 1,0PP	19,56	21,84	23,89	25,15	32,85				
Wartość firmy	1 378,4										
Liczba akcji (mln)	74,3										
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>18,54</b>										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%										
<b>Cena docelowa</b>	<b>20,03</b>										
EV/EBITDA dla ceny docelowej	8,0										
P/E (*10) dla ceny docelowej	18,5										
Udział TV w EV	51,6%										



## Rachunek Wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 290,2</b>	<b>1 982,6</b>	<b>2 313,4</b>	<b>2 448,7</b>	<b>2 547,3</b>	<b>2 606,4</b>	<b>2 751,5</b>	<b>2 838,6</b>	<b>2 901,6</b>
zmiana	54,8%	53,7%	16,7%	5,8%	4,0%	2,3%	5,6%	3,2%	2,2%
Usługi górnicze	127,7	189,7	202,4	257,1	272,5	280,7	289,1	297,8	306,7
Maszyny i urządzenia dla górnictwa podziemnego	639,2	603,5	818,2	781,4	836,1	861,2	887,0	913,7	941,1
Maszyny i urządzenia dla górnictwa odkrywkowego	54,3	84,9	56,1	56,6	57,2	57,8	58,3	58,9	59,5
maszyny i urządzenia dla przemysłu	38,4	50,3	44,5	45,8	48,1	50,1	51,6	53,1	54,7
Maszyny i urządzenia elektryczne i elektroniczne	34,4	245,8	252,8	240,2	252,2	262,3	270,1	278,2	286,6
Sprzedaż energii	196,3	523,6	733,9	788,5	870,2	879,1	975,8	1 013,1	1 024,8
Sprzedaż węgla	47,5	59,9	40,8	114,4	42,9	44,2	45,5	46,9	48,3
Odlewy	11,1	26,2	13,7	19,8	21,0	21,8	22,5	23,2	23,9
<b>Koszty wytworzenia</b>	<b>1 076,9</b>	<b>1 638,8</b>	<b>1 954,6</b>	<b>2 059,3</b>	<b>2 145,1</b>	<b>2 171,9</b>	<b>2 302,4</b>	<b>2 376,4</b>	<b>2 426,7</b>
Koszty zarządu	94,8	152,9	173,9	179,0	183,5	187,9	191,7	195,5	199,4
Koszty sprzedaży	44,1	30,5	44,9	47,2	48,6	49,5	50,2	51,0	51,8
Pozostała działalność operacyjna netto	31,3	9,4	5,3	-19,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
<b>EBIT</b>	<b>105,7</b>	<b>174,9</b>	<b>145,3</b>	<b>143,8</b>	<b>173,7</b>	<b>200,6</b>	<b>210,7</b>	<b>219,1</b>	<b>227,2</b>
zmiana	20,7%	65,4%	-16,9%	-1,1%	20,8%	15,5%	5,1%	4,0%	3,7%
marża EBIT	8,2%	8,8%	6,3%	5,9%	6,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%
Wynik na działalności finansowej	528,8	-40,3	-43,5	-35,7	-24,8	-21,7	-20,2	-19,5	-18,5
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	-7,4	0,0	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	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>634,5</b>	<b>129,8</b>	<b>109,7</b>	<b>108,1</b>	<b>148,8</b>	<b>178,8</b>	<b>190,5</b>	<b>199,6</b>	<b>208,6</b>
Podatek dochodowy	118,5	30,2	12,7	20,5	28,3	34,0	36,2	37,9	39,6
Udziałowcy mniejszościowi	-16,1	-14,3	9,4	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
<b>Zysk netto</b>	<b>500,7</b>	<b>85,4</b>	<b>87,2</b>	<b>80,6</b>	<b>113,6</b>	<b>137,8</b>	<b>147,3</b>	<b>154,7</b>	<b>162,0</b>
zmiana	679,0%	-82,9%	2,1%	-7,6%	40,9%	21,4%	6,9%	5,0%	4,7%
marża	38,8%	4,3%	3,8%	3,3%	4,5%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%
Amortyzacja	42,3	61,1	71,7	88,4	91,8	92,6	93,0	93,4	93,8
<b>EBITDA</b>	<b>148,0</b>	<b>236,0</b>	<b>217,1</b>	<b>232,2</b>	<b>265,5</b>	<b>293,1</b>	<b>303,7</b>	<b>312,5</b>	<b>321,0</b>
zmiana	17,0%	59,5%	-8,0%	7,0%	14,4%	10,4%	3,6%	2,9%	2,7%
marża EBITDA	11,5%	11,9%	9,4%	9,5%	10,4%	11,2%	11,0%	11,0%	11,1%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	67,6	67,6	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3
EPS	7,4	1,3	1,2	1,1	1,5	1,9	2,0	2,1	2,2
CEPS	8,0	2,2	2,1	2,3	2,8	3,1	3,2	3,3	3,4
ROAE	25,3%	4,1%	3,6%	3,2%	4,4%	5,1%	5,4%	5,6%	5,7%
ROAA	19,2%	2,6%	2,5%	2,3%	3,1%	3,6%	3,8%	3,9%	4,1%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>2 601,9</b>	<b>3 228,0</b>	<b>3 447,9</b>	<b>3 559,1</b>	<b>3 696,9</b>	<b>3 783,2</b>	<b>3 867,1</b>	<b>3 928,0</b>	<b>3 978,4</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>1 620,2</b>	<b>1 853,0</b>	<b>2 060,0</b>	<b>2 075,5</b>	<b>2 083,7</b>	<b>2 092,1</b>	<b>2 100,5</b>	<b>2 108,3</b>	<b>2 115,6</b>
Wartość niematerialne i prawne	1 146,8	37,0	45,0	45,5	46,0	46,4	46,9	47,3	47,8
Rzeczowe aktywa trwałe	415,9	561,7	633,3	648,3	656,1	663,9	671,9	679,3	686,1
Wartość firmy	0,0	1 176,9	1 195,5	1 195,5	1 195,5	1 195,5	1 195,5	1 195,5	1 195,5
Należności długoterminowe	3,7	15,7	110,7	110,7	110,7	110,7	110,7	110,7	110,7
Inwestycje długoterminowe	29,8	17,1	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9
Długoterminowe RM	24,1	45,2	57,5	57,5	57,5	57,5	57,5	57,5	57,5
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>981,7</b>	<b>1 365,0</b>	<b>1 387,9</b>	<b>1 483,6</b>	<b>1 613,2</b>	<b>1 691,1</b>	<b>1 766,6</b>	<b>1 819,6</b>	<b>1 862,8</b>
Zapasy	332,2	510,4	475,6	494,0	506,4	512,6	535,5	546,6	552,7
Należności krótkoterminowe	441,8	497,6	474,8	497,9	512,9	519,7	543,4	555,2	562,0
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	28,7	135,0	64,9	64,9	64,9	64,9	64,9	64,9	64,9
Środki pieniężne	149,4	164,1	143,7	184,7	277,0	336,1	350,6	372,2	396,2
Krótkoterminowe RM	29,6	184,9	228,8	242,1	251,9	257,7	272,1	280,7	286,9
<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>2 601,9</b>	<b>3 228,0</b>	<b>3 447,9</b>	<b>3 559,1</b>	<b>3 696,9</b>	<b>3 783,2</b>	<b>3 867,1</b>	<b>3 928,0</b>	<b>3 978,4</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 976,6</b>	<b>2 095,0</b>	<b>2 397,4</b>	<b>2 485,0</b>	<b>2 605,5</b>	<b>2 681,5</b>	<b>2 740,0</b>	<b>2 785,7</b>	<b>2 825,1</b>
Kapitał akcyjny	67,6	67,6	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3
Kapitał zapasowy	1 412,4	1 848,7	2 083,6	2 083,6	2 083,6	2 083,6	2 083,6	2 083,6	2 083,6
Zysk z lat ubiegłych	-3,4	77,4	63,7	144,2	257,8	326,7	378,3	417,0	449,4
Udziały mniejszości	73,8	63,2	59,2	59,2	59,2	59,2	59,2	59,2	59,2
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>14,9</b>	<b>141,6</b>	<b>215,0</b>	<b>215,0</b>	<b>215,0</b>	<b>215,0</b>	<b>215,0</b>	<b>215,0</b>	<b>215,0</b>
Dług	14,9	136,8	206,1	206,1	206,1	206,1	206,1	206,1	206,1
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>451,6</b>	<b>855,4</b>	<b>670,5</b>	<b>692,3</b>	<b>708,2</b>	<b>717,7</b>	<b>741,0</b>	<b>755,0</b>	<b>765,2</b>
Zobowiązania handlowe	249,5	445,0	372,2	393,9	409,8	419,3	442,6	456,6	466,8
Dług	202,1	323,9	298,4	298,4	298,4	298,4	298,4	298,4	298,4
Rezerwy na zobowiązania	79,4	85,4	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6
Pozostałe	5,7	137,2	32,2	34,0	35,4	36,2	38,2	39,5	40,3
Dług	217,0	460,7	504,5	504,5	504,5	504,5	504,5	504,5	504,5
Dług netto	67,6	296,5	360,8	319,7	227,4	168,3	153,8	132,2	108,2
(Dług netto / Kapitał własny)	3,4%	14,2%	15,0%	12,9%	8,7%	6,3%	5,6%	4,7%	3,8%
(Dług netto / EBITDA)	0,5	1,3	1,7	1,4	0,9	0,6	0,5	0,4	0,3
BVPS	29,2	30,1	32,3	33,4	35,1	36,1	36,9	37,5	38,0

**Przepływy pieniężne**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-266,0</b>	<b>52,8</b>	<b>34,0</b>	<b>171,5</b>	<b>217,2</b>	<b>250,7</b>	<b>231,9</b>	<b>258,4</b>	<b>273,2</b>
Zysk netto	500,7	85,4	87,2	80,6	113,6	137,8	147,3	154,7	162,0
Amortyzacja	42,3	61,1	71,7	88,4	91,8	92,6	93,0	93,4	93,8
Kapitał obrotowy	-435,3	-164,4	-148,0	-31,1	-20,0	-8,5	-35,6	-16,2	-8,1
Pozostałe	-373,8	70,7	23,1	33,6	31,8	28,7	27,2	26,5	25,5
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>395,70</b>	<b>-260,98</b>	<b>-203,86</b>	<b>-103,84</b>	<b>-100,05</b>	<b>-100,91</b>	<b>-101,41</b>	<b>-101,25</b>	<b>-101,07</b>
CAPEX	-113,29	-157,76	-169,97	-103,84	-100,05	-100,91	-101,41	-101,25	-101,07
Inwestycje kapitałowe	508,99	-103,23	69,19	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-15,2</b>	<b>219,1</b>	<b>150,9</b>	<b>-26,6</b>	<b>-24,8</b>	<b>-90,7</b>	<b>-116,0</b>	<b>-135,5</b>	<b>-148,1</b>
Dług	0,3	234,2	12,4	-34,3	-34,3	-34,3	-34,3	-34,3	-34,3
Dywidendy/buy-back	0,0	-0,4	157,5	0,0	0,0	-68,9	-95,7	-116,0	-129,6
Pozostałe	-15,5	-14,7	-19,0	7,7	9,5	12,6	14,1	14,8	15,8
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>114,5</b>	<b>10,8</b>	<b>-19,0</b>	<b>41,1</b>	<b>92,3</b>	<b>59,1</b>	<b>14,5</b>	<b>21,6</b>	<b>24,0</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	149,4	164,1	143,7	184,7	277,0	336,1	350,6	372,2	396,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	1,3	1,6	1,7
FCF	-420,6	-119,4	-122,4	60,9	112,4	145,7	126,6	153,4	168,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-8,8%	-8,0%	-7,3%	-4,2%	-3,9%	-3,9%	-3,7%	-3,6%	-3,5%

**Wskaźniki rynkowe**

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>
P/E	2,6	15,0	16,1	17,4	12,4	10,2	9,5	9,1	8,7
P/CE	2,4	8,7	8,8	8,3	6,8	6,1	5,8	5,7	5,5
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/S	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
FCF/EV	-31,3%	-7,6%	-6,9%	3,5%	6,9%	9,3%	8,1%	10,0%	11,1%
EV/EBITDA	9,6	7,1	8,4	7,7	6,4	5,6	5,3	5,1	4,9
EV/EBIT	13,4	9,6	12,6	12,4	9,7	8,1	7,7	7,3	6,9
EV/S	1,1	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
Dywidend	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,91%	6,81%	8,26%	9,22%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>18,90</b>	<b>18,90</b>	<b>18,90</b>	<b>18,90</b>	<b>18,90</b>	<b>18,90</b>	<b>18,90</b>	<b>18,90</b>	<b>18,90</b>
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	67,6	67,6	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3
MC (mln PLN)	1 278,3	1 278,3	1 404,9	1 404,9	1 404,9	1 404,9	1 404,9	1 404,9	1 404,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	73,8	63,2	59,2	59,2	59,2	59,2	59,2	59,2	59,2
EV (mln PLN)	1 419,6	1 637,9	1 824,8	1 783,8	1 691,5	1 632,4	1 617,9	1 596,3	1 572,3



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto: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](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analitycy:

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

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

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

#### Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

#### Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

#### „Prywatny Makler”

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

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

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



**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)  
**EBIT** - Zysk operacyjny  
**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** - wartość księgową  
**WNDB** - wynik na działalności bankowej  
**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją  
**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

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

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%  
**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%  
**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%  
**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.  
 Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

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

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kopex**

Rekomendacja	Redukuj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2010-02-04	2010-03-08	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	25,35	23,26	22,50
WIG w dniu rekomendacji	40118,73	40354,28	43562,01